

20 października 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Krok bliżej do rewizji?

- Po dziewięciu miesiącach skumulowany deficyt budżetowy osiągnął kolejne historyczne maksimum, tym razem przekraczając 201 mld zł. Miesięczne dane wskazują na lekką poprawę w dochodach z VAT we wrześniu, jednak ogólny trend w dochodach jest znacznie słabszy niż planowano rok temu.

- Dotychczasowa ścieżka deficytu sugeruje, że w przypadku braku działań po stronie fiskalnej deficyt może przekroczyć przewidziany na ten rok limit. Szczególnym powodem do niepokoju jest dotychczasowy ubytek w dochodach z VAT. Według naszych szacunków w całym roku wpływy z tego tytułu będą o ~27 mld zł lub 0,6% PKB niższe niż zakładano (Wykres 1). Ubytek jest widoczny również w innych kategoriach podatków, jednak ich waga w całym budżecie jest znacznie mniejsza.

- Biorąc pod uwagę znaczny wzrost deficytu Ministerstwo Finansów ma przed sobą dwie możliwości. Jedną z nich jest zacieśnienie fiskalne, jednak ze względu na ograniczenia czasowe (dwa miesiące do końca roku) oraz polityczne (ryzyko prezydenckiego weta) podwyżki podatków nie są realistycznym rozwiązaniem w obecnej sytuacji. Z kolei zacieśnienie fiskalne poprzez cięcie wydatków może nie przynieść wystarczających efektów jeżeli nie dojdzie do opóźniania wydatków zbrojeniowych, a ta kwestia wydaje się nie wchodzić w grę. W sumie nawet zakładając tradycyjne niewykonanie części wydatków pod koniec roku, deficyt i tak mógłby być o ponad 20 mld zł wyższy od planu. Jeżeli zacieśnienie fiskalne rzeczywiście nie jest w tym momencie możliwe, drugą możliwością jest pozostawienie deficytu na dotychczasowej ścieżce i jednocześnie formalne zrewidowanie budżetu, aby podnieść całoroczny limit. To rozwiązanie wydaje się obecnie najbardziej prawdopodobne, podobnie jak to miało miejsce w dwóch poprzednich latach.

- Podniesienie limitu deficytu nie byłoby wielkim zaskoczeniem dla rynków finansowych. Już zawarta w projekcie przyszłorocznego budżetu prognoza deficytu całego sektora rządowego i samorządowego na poziomie 6,9% PKB w 2025 roku sugerowała, że deficyt centralny zapewne będzie większy niż pierwotnie prognozowano. Niemniej niepokojąca trajektoria fiskalna wzmacnia i tak już silne przekonanie, że przed wyborami parlamentarnymi w 2027 roku bardzo trudno będzie o jakiegokolwiek istotne zacieśnienie fiskalne. Rynki finansowe muszą się pogodzić ze scenariuszem uporczywie wysokiego deficytu, wysokich potrzeb pożyczkowych i przez to kurczącej się przestrzeni do obniżek stóp procentowych.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

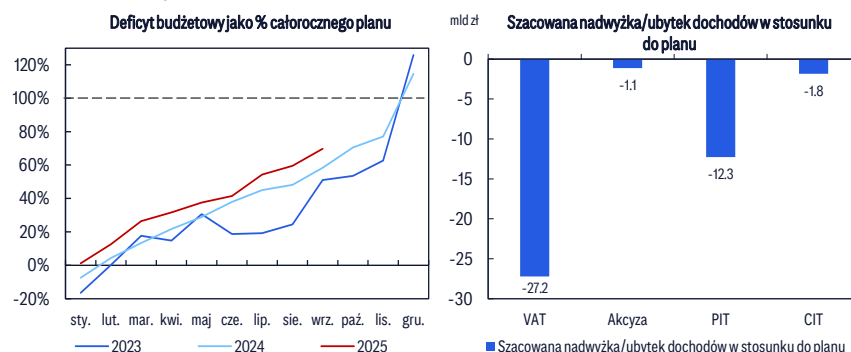
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

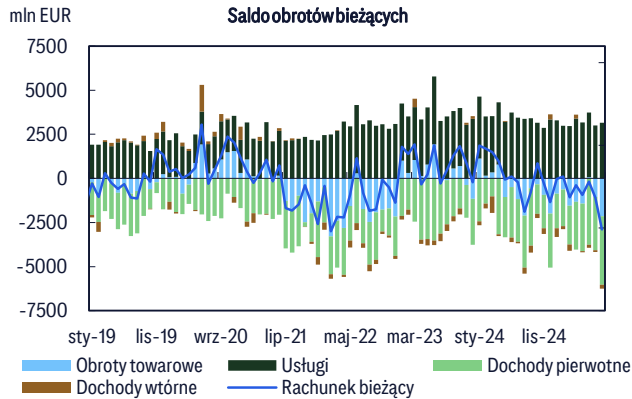
anastazja.nagorka@citi.com

Wykres 1. Znaczny ubytek dochodów z VAT sprawia, że rewizji budżetu może być trudno uniknąć



Tydzień w wykresach

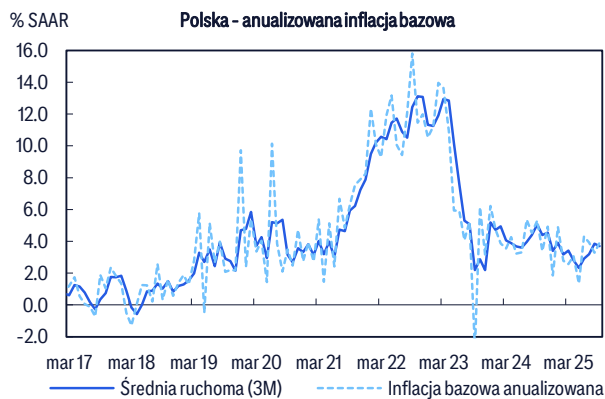
Wykres 2. Gwałtowne pogorszenie na C/A



Źródło: Citi Handlowy, NBP

- Saldo rachunku bieżącego wyniosło w sierpniu -3087 mln euro. Odczyt ten okazał się znacznie niższy od konsensusu rynkowego (-1200 mln euro) oraz naszej prognozy (-1444 mln euro). Rekordowo niską wartość odnotowało saldo dochodów pierwotnych (-3887 mln euro).
- W sierpniu deficyt w saldzie obrotów towarowych podwoił się w porównaniu z lipcem, sięgając -2147 mln euro. Spadek odnotował zarówno eksport, jak i import (-1,4% i -1,2% r/r).
- Według NBP, na obniżenie importu największy wpływ miał spadek sprzedaży części środków transportu, co jest odzwierciedleniem wakacyjnych przestojów oraz pogłębiających się problemów sektora motoryzacyjnego w Niemczech. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, do spadku importu w dużej mierze przyczyniły się niższe ceny ropy naftowej.

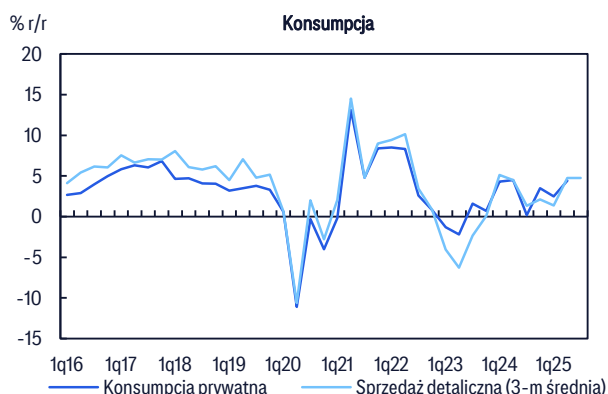
Wykres 3. Inflacja bazowa wciąż oporna



Źródło: Citi Handlowy, NBP

- Wrześniowy odczyt inflacji bazowej nie przyniósł zaskoczenia. W ujęciu rocznym wskaźnik utrzymał się na poziomie z sierpnia (3,2% r/r), co było zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. W ujęciu miesięcznym inflacja bazowa również nie uległa zmianie, kształtując się na poziomie 0,2%.
- Tym samym, impet inflacji bazowej (po uwzględnieniu wahań sezonowych) wciąż pozostaje podwyższony i według naszych szacunków we wrześniu wyniósł około 3,7% (3MMA).
- Choć obecnie inflacja bazowa znajduje się na najniższym poziomie od niemal pięciu lat, jej trend spadkowy wypłaszczył się. Naszym zdaniem w najbliższych miesiącach może to stanowić argument za ostrożnym podejściem do prowadzenia polityki monetarnej przez RPP.

Wykres 4. W oczekiwaniu na solidną sprzedaż detaliczną



Źródło: GUS, Citi Handlowy

- W środę GUS opublikuje dane o wrześniowej sprzedaży detalicznej. Nasza prognoza zakłada, jej wzrost o 6,4% r/r, wobec 3,1% w sierpniu. Na poprawę dynamiki sprzedaży detalicznej pozytywnie będzie wpływać większa liczba dni roboczych niż we wrześniu ubiegłego roku.
- Konsumpcja prywatna w II kw. tego roku rosta o 4,5% r/r, co było spójne ze wzrostem implikowanym na podstawie sprzedaży detalicznej. Dotychczasowe publikacja danych za lipiec oraz sierpień w połączeniu z naszą prognozą sprzedaży detalicznej za wrzesień wskazywałyby na wzrost konsumpcji indywidualnej w III kw. o ok. 4,7% r/r.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
21 paź WTOREK							
14:00	HU	Decyzja MNB	%	X	6,50	6,50	6,50
22 paź ŚRODA							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IX	6,4	7,1	3,1
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	IX	--	11,2	11,1
23 paź CZWARTEK							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	IX	--	5,6	5,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	223	230	217
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	X	-15,0	-15,0	-14,9
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	IX	4,04	4,07	4,00
24 paź PIĄTEK							
09:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	X	49,5	49,5	49,5
09:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	X	51,2	51,0	51,5
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	X	49,5	49,9	49,8
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	X	51,0	51,3	51,3
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	X	52,9	51,7	52,0
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	X	53,9	53,5	54,2
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	X	--	--	--
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	IX	766	709	800

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

*Ze względu na trwający 'shutdown' w Stanach Zjednoczonych dane publikowane przez amerykańskie agencje rządowe mogą nie zostać opublikowane.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	690	697	813	915	1057	1076
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3893	4150
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28255	28751
Populacja (mln)	38.4	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	5.2	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.4	5.3
Aktywność ekonomiczna	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.5	3.6
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-2.2	5.0	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.3	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.6	3.5
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.8	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.2	3.9	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.7	2.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.3
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.2	5.7
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.50	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.51	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.30	4.70
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.65	3.87
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.68	3.86
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.29
Bilans płatniczy (mld USD)	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.2
Rachunek bieżący	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.4	-1.3	-2.2	1.8	0.0	-1.3	-2.3
Saldo handlu zagranicznego	-4.9	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.9	-19.3	-31.9
Eksport	246.6	251.3	311.7	341.9	363.0	360.0	393.4	400.5
Import	251.5	243.4	320.7	365.1	357.8	366.9	412.7	432.5
Saldo usług	26.8	26.0	31.2	37.9	42.7	43.5	47.7	50.7
Saldo dochodów	-24.9	-22.4	-30.3	-27.4	-31.0	-33.0	-37.7	-39.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.9	-6.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-4.3	-3.6
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.9	53.8

Źródło: Dane GUS, NBP, Reuters; Prognozy Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej
+48 (22) 692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista
+48 (22) 657-7750
arkadiusz.trzciolok@citi.com

Anastazja Nagórka

Stażystka
anastazja.nagorka@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska
Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:
poland.research@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych,

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r., o obrocie instrumentami finansowymi, Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych, Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r., w sprawie nadużyć na rynku, Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy,

Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne, Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych, W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych, Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi, Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku,

Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta, Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale, Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji, Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób, Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości, Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych, W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości, Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy, Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamy bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych, Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów,

Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale, Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim, Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem, Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji, Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, Bank Handlowy w Warszawie S.A., z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony,

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc.,, używane na podstawie licencji, Spółce Citigroup Inc, oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.