

Trzy, a może i cztery lata z siedmioprocentowym deficytem

- Przyszły rok najprawdopodobniej będzie trzecim z kolei rokiem z deficytem fiskalnym przekraczającym 7% PKB. Tak przynajmniej wynika z projektu ustawy budżetowej przyjętej i zaprezentowanej w piątek przez rząd. Zgodnie z przypuszczeniami, budżet na rok wyborczy nie zakłada żadnego istotnego zacieśnienia fiskalnego, chociaż za pozytywne należy uznać, że zmiany w PIT zostały zaprojektowane w sposób neutralny dla salda fiskalnego.

- Jednym z powodów, dla których deficyt pozostaje powyżej 7% jest wysoki poziom planowanych dostaw sprzętu wojskowego. Zgodnie z zasadami rachunkowości stosowanymi w rachunkach narodowych dostawa sprzętu jest traktowana jako wydatek, nawet jeżeli rzeczywista płatność za niego nastąpiła dużo wcześniej. W praktyce oznacza to, że kasowy deficyt (mierzący rzeczywiste przepływy pieniężne) będzie niższy, dzięki czemu również potrzeby pożyczkowe budżetu spadną w stosunku do 2026 roku (do 317,1 mld zł, wobec 320,6 mld zł przewidywanych w bieżącym roku). Z punktu widzenia krajowego rynku długu pozytywnym faktem jest również to, że finansowanie na krajowym rynku SPW ma spaść bardzo istotnie, o około 47 mld zł do 199 mld zł.

- Niektóre budżetowe przewidywania, na przykład te dotyczące wzrostu wpływów z VAT o 9,5%, wydają się lekko optymistyczne. Z drugiej strony, jeżeli inflacja okaże się wyższa od przewidywań (a taki scenariusz uznajemy za prawdopodobny), to powinno ostatecznie pomóc w poprawie strony dochodowej.

- Projekt budżetu sugeruje, że Polska będzie w najbliższym roku krajem o najwyższym deficycie fiskalnym, a jedynym poważnym rywalem w tej konkurencji będą zapewne Węgry. Co więcej, polskie finanse nie powrócą na ścieżkę konsolidacji zarysowanej we wcześniejszych wieloletnich planach przygotowanych dla KE. Warto bowiem pamiętać, że chociaż budżet na 2027 rok jest budżetem na rok wyborczy, kolejny plan finansowy (na 2028 rok) będzie również przygotowywany bezpośrednio przed wyborami. Oznacza to, że ryzyko dalszego poślizgu fiskalnego jest wysokie i nie można wykluczyć, że nie skończy się tylko na trzech latach z deficytem na poziomie ~7% PKB.

- W tym kontekście bardzo interesujące będą kolejne oceny agencji ratingowych. Już 18 września swoją ocenę opublikuje agencja Moody's, a na początku listopada (6.11.) w jej ślady pójdzie S&P. Naszym zdaniem nie można wykluczyć, że w horyzoncie najbliższego roku przynajmniej jedna agencja może zdecydować się na obniżenie oceny wiarygodności kredytowej Polski).

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

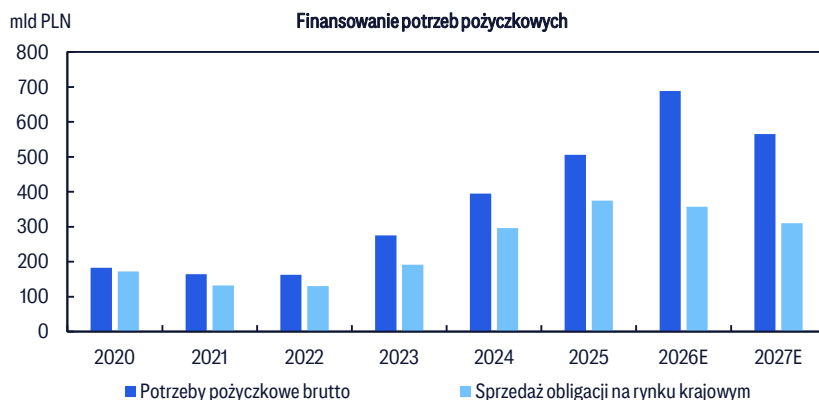
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórkaanastazja.nagorka@citi.com

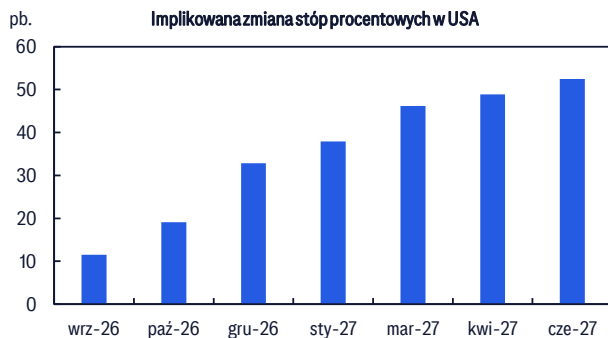
Wykres 1. Potrzeby pożyczkowe i podaż obligacji skarbowych zaplanowane są niżej w przyszłym roku niż oczekiwane wykonanie w 2026 roku



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

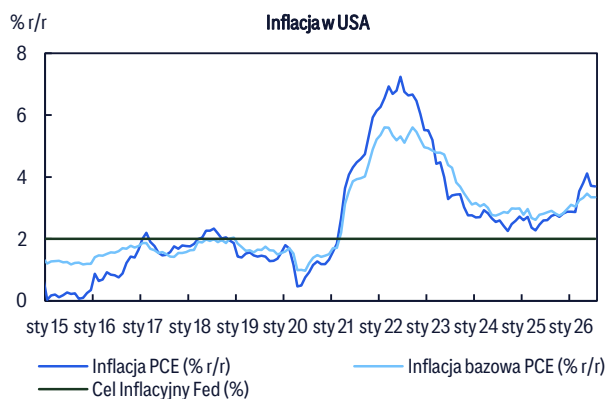
Wykres 2. Jastrzębie zaskoczenie w Jackson hole



Źródło: LSEG, Citi Handlowy

- Długo wyczekiwane wystąpienie prezesa amerykańskiego banku centralnego Kevina Warsha na sympozjum w Jackson Hole okazało się zaskakująco jastrzębie. W reakcji na słowa K. Warsha rynki finansowe zaczęły wyceniać szanse podwyżki we wrześniu na niemal 60%. Z drugiej strony, biorąc pod uwagę niechęć nowego szefa Fed do sygnalizowania przyszłych działań banku centralnego, nie jest wcale jasne jak dużo w tym wystąpieniu było rzeczywistego „forward guidance”.
- Można przypuszczać, że aby powstrzymać się od podwyżki we wrześniu Fed będzie potrzebował wystarczająco słabych danych z gospodarki. Z tego powodu uwaga inwestorów będzie teraz kierować się na zaplanowane na piątek dane o liczbie nowych miejsc pracy (Citi: +20 tys.; konsensus: +55 tys.)

Wykres 3. Inflacja wciąż uporczywie wysoka



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

- Inflacja bazowa PCE w lipcu w USA wyniosła 3,3% r/r, co oznacza wynik bliski oczekiwaniom rynkowym. Z kolei inflacja łączna PCE pozostała na poziomie 3,7% r/r, nieznacznie wyżej niż konsensus prognoz ekonomistów.
- Inflacja w USA pozostaje zauważalnie powyżej 2% celu inflacyjnego co wciąż rodzi oczekiwania na możliwość zaostrzenia polityki pieniężnej. W kolejnych miesiącach wyniki inflacji PCE mogą być rewidowane o nawet 0,3pp w dół, w związku ze zmianą metodologii liczenia niektórych komponentów. Oznacza to, według naszych oczekiwań, że inflacja bazowa PCE w sierpniu mogłaby spaść do 3% r/r.

Wykres 4. Sierpniowa dane wskazują na wzmocnienie inflacji bazowej



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS i NBP

- Sierpniowa inflacja wzrosła do 3,4% r/r z 3% w lipcu. Dane były wyższe od naszej prognozy (3,3%), która i tak była jedną z najwyższych na rynku.
- Częstkowe rozbitcie danych pokazuje, że ceny paliw wzrosły aż o 5,2% m/m, ale taka zmiana w sumie mieściła się w granicach rozważanych przez nas scenariuszy. Prawdziwym zaskoczeniem okazała się jednak inflacja bazowa, która w ostatnich trzech miesiącach rosła w tempie około 0,4% m/m (już po oczyszczeniu z sezonowości), a więc o ponad 4,5% w ujęciu zanualizowanym.
- Dane wydają się przesądzać o tym, że temat obniżek stóp odchodzi na razie w zapomnienie, a inwestorzy będą zastanawiać się nad perspektywą podwyżek.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
1 wrz PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	VII	--	11,6	11,8
2 wrz WTOREK							
06:30	HU	PKB - odczyt finalny	% r/r	Q2	1.7	--	1.7
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VII	--	0.4	-0.7
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	--	49.6	49
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	--	--	51.4
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	--	52.6	52.2
09:55	DE	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	VIII	--	54.1	54.1
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	VIII	52.8	52.8	52.8
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	VIII	3.4	3.3	2.9
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	VIII	--	--	53.2
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VIII	54.9	55.2	55.6
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	VII	7.410	7.350	7.359
3 wrz ŚRODA							
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	VII	--	0.6	-0.3
4 wrz CZWARTEK							
09:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	VIII	--	48.5	48.5
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	VIII	51.7	51.7	51.7
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	VII	-90.3	-71.6	-73.3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	207	205	203
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	VIII	--	--	56.8
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VIII	53.8	54.3	54.1
5 wrz PIĄTEK							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	VII	-0.5	0.3	3.1
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	4.8	--	3
09:00	CZ	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	VIII	1.9	1.9	1.7
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	5.3	4.5	3.6
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	--	1.1	0.7
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VIII	20	55	-23
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VIII	4.2	4.1	4.1
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	VIII	0.3	0.2	0.1

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	383	141
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	1447	534
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	10247	3775
Populacja (mln)	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.7	5.8	5.7
Aktywność ekonomiczna	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.5	2.9
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	7.6	2.2
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.4	3.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	2.9	3.5
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	5.0	4.7
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	5.8	6.9
Ceny, pieniądź i kredyt	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.5	2.9
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	4.2	3.0
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.1	3.6
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	6.3	5.7
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.00	3.75	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	0.21	2.54	7.02	5.88	5.84	3.99	3.94	3.94
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	5.30	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.80	3.79
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.77	3.78
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.31	4.30
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.31	4.30
Bilans płatniczy (mld USD)	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.2
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-8.9	-5.9	-2.7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.5	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-15.2	-24.8	-28.9
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.9	423.0	433.6
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	406.1	447.8	462.6
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	45.9	46.5
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-37.6	-39.6	-39.4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-7.3	-6.9	-6.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.8	-4.1	-3.8
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	38.9	44.1	49.1	52.9	56.7

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 jedynego 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.