

## Komentarz Specjalny

### Wysokie deficyty na horyzoncie

- Zmiany polityki gospodarczej w kolejnych miesiącach mogą mieć pozytywny wpływ na sytuację fiskalną w średnim terminie, ale w krótkim okresie uwarunkowania będą prawdopodobnie znacznie trudniejsze.
- Liderzy partii opozycyjnych, które zdobyły większość w październikowych wyborach parlamentarnych, wydają się zdeterminowani, aby utrzymać duże wydatki socjalne wprowadzone dotychczas przez odchodzący rząd. Jednocześnie deklarują oni zamiar wdrożenia własnych propozycji, których koszt, według naszych wyliczeń, może przekroczyć 3% PKB.
- Jeżeli te zapowiedzi się potwierdzą, a rząd nie zaproponuje nowych źródeł finansowania, deficyt może osiągnąć 6-7% PKB w latach 2024-2025, czyli znacznie powyżej aktualnego rynkowego konsensusu (na poziomie ok. 4,3%)
- Odblokowanie funduszy unijnych może pomóc obniżyć potrzeby pożyczkowe, ale ponieważ ta możliwość została już uwzględniona w ustawie budżetowej na 2024 rok, sądzimy, że miejsce na pozytywne niespodzianki jest ograniczone.
- Biorąc pod uwagę perspektywy fiskalne, naszym zdaniem przestrzeń do przedłużenia działań „antyinflacyjnych” (limity cen energii, zerowy VAT na żywność) będzie bardzo ograniczona. Z tego względu oczekujemy, że w 2024 roku ścieżka inflacji pozostanie wysoka, tym bardziej, że dodatkowe poluzowanie fiskalne raczej nie pomoże w jej obniżaniu. Podtrzymujemy nasz pogląd, który zakłada, że skala obniżek stóp wyceniana przez rynek wydaje się zbyt ambitna.

---

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciołek, CFA**

arkadiusz.trzciolek@citi.com

**Zuzanna Mroczka**

---

## Presja fiskalna prawdopodobnie nie osłabnie

Wynik wyborów parlamentarnych sugeruje, że w nadchodzących latach może dojść do znaczących zmian w polityce gospodarczej. Wśród inwestorów panuje obecnie konsensus, że nowy rząd będzie prowadził bardziej ostrożną i konwencjonalną politykę fiskalną. Choć jest to scenariusz prawdopodobny w średnim terminie, w krótkim horyzoncie dostrzegamy wiele wyzwań. Niewiele wskazuje bowiem na to, by polityka fiskalna w 2024 roku, a może nawet w 2025, była znacznie bardziej restrykcyjna, niż wcześniej sądzono. Wręcz przeciwnie, istnieje ryzyko, że może ona ulec dalszemu poluzowaniu.

Budżet na 2024 przygotowany przez odchodzący rząd, a „odziedziczony” przez nowy gabinet zawiera hojny wzrost wydatków socjalnych i deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych zaplanowany na 4,5% PKB. Taki deficyt jest o wiele wyższy od deficytu zgodnego z regułami fiskalnymi Unii Europejskiej na poziomie 3% PKB. Jedną z opcji dla nowego rządu byłoby cofnięcie niektórych wydatków socjalnych zaplanowanych przez poprzedników. Jednakże sygnały ze strony (dotychczasowych) partii opozycyjnych sugerują, że wszystkie programy socjalne dotychczas wprowadzone pozostaną [zachowane](#), a do tego wprowadzone zostaną również propozycje, które padły w kampanii wyborczej.

Różne partie przedstawiały odmienne propozycje, jednak jako punkt odniesienia mogą być traktowane propozycje największego ugrupowania opozycyjnego. Zgodnie z naszymi wyliczeniami (opartymi na szacunkach CENEA oraz cytowanych w mediach szacunkach przedstawicieli KO), koszt obietnic wyborczych Koalicji Obywatelskiej oscyluje między 3,0-3,5% PKB (Tabela 1). Już sam rozmiar tego programu oznacza, że trudno będzie wdrożyć wszystkie zmiany w jednym kroku. Na tym etapie nie jest na razie jasne, jakie będą priorytety nowego rządu i w jakim stopniu dodatkowe wydatki zostaną sfinansowane z cięć innych pozycji budżetu.

Tabela 1. Szacowane koszty obietnic wyborczych Koalicji Obywatelskiej

Obietnice	Koszt budżetowy (mld PLN)
Wyższa kwota wolna od podatku (60 tys.)	38,5
Podwyżka płac w sektorze publicznym	17,0
Program "Aktywna mama"	9,9
Składka zdrowotna dla przedsiębiorców	6,6
Niższy VAT dla sektora "beauty"	7,2
Dopłaty do czynszu	7,9
Wsparcie dla przedsiębiorców ("urlup")	4,5
Zmiany w podatku od zysków kapitałowych	1,5
Obniżenie kosztów prowadzenia działalności gospodarczej	8,0
Wydatki na ochronę zdrowia (limity NFZ)	22,0
Łącznie (mld PLN)	123,1
% PKB	3,4

Źródło: Koalicja Obywatelska, CENEA, [Gazeta.pl](#), Citi Handlowy

Z kolei Tabela 2 pokazuje poglądowy scenariusz, w jaki sposób wydatki mogłyby zostać rozłożone w czasie. Przypuszczamy, że 20% podwyżka płac w sektorze publicznym będzie prawdopodobnie jedną z pierwszych zmian, ale równocześnie sądzimy, że ze względu na późne zwołanie posiedzenia Sejmu nie będzie czasu na wprowadzenie zmian w kwocie wolnej w 2024

roku i zmiana ta wejdzie w życie dopiero w 2025 roku. Podkreślamy jednak, że scenariusz przedstawiony w Tabeli 2 jest oparty w całości na naszych założeniach, które przyjmujemy w celu oszacowania potencjalnego/przykładowego wpływu na budżet i inne zmienne. Faktyczny podział w kolejnych latach może okazać się inny niż nasze założenia w zależności od ostatecznego porozumienia koalicyjnego.

Tabela 2. Wprowadzenie nowych wydatków budżetowych (prawdopodobny scenariusz)

Koszt wydatków budżetowych (% PKB)	2023	2024
Wyższa kwota wolna od podatku (60 tys.)	-	1,0
Podwyżka płac w sektorze publicznym	0,5	-
Program "Aktywna mama"	0,3	-
Niższy VAT dla sektora "beauty"	0,2	-
Dopłaty do czynszu	-	0,2
Wsparcie dla przedsiębiorców ("urlop")	-	0,1
Zmiany w podatku od zysków kapitałowych	0,04	-
Obniżenie kosztów prowadzenia działalności gospodarczej	0,2	-
Łącznie	1,2	1,3
Impuls fiskalny (dodatkový wpływ na wzrost PKB)	0,7	0,8

Źródło: Citi Handlowy, Koalicja Obywatelska, CENEA, Gazeta.pl

**Deficyt prawdopodobnie pozostanie wysoki lub bardzo wysoki.** Tabela 3 podsumowuje wpływ planowanych zmian na wybrane wskaźniki makroekonomiczne. Pokazuje ona, że w scenariuszu, w którym rząd realizuje swój program wyborczy, zgodnie z naszymi wyliczeniami deficyt może wzrosnąć w kierunku 6% PKB w 2024 roku i 7% PKB w 2025 roku. Nie traktujemy tych liczb jako prognozy, ale jako scenariusz alternatywny, który pokazuje zakres potencjalnych rezultatów w nadchodzących latach. Taki scenariusz wskazuje na skalę wyzwań przed którymi stoi nowy rząd oraz naszym zadaniem stanowi podstawę do następujących wniosków:

- **Pole manewru w polityce fiskalnej w 2024 jest bardzo ograniczone.** Jeżeli nowy rząd zrealizuje swój plan i wdroży obietnice wyborcze, deficyt sektora finansów publicznych prawdopodobnie będzie znacznie wyższy niż zakłada konsensus (który obecnie wynosi -4,3% PKB w 2024, według ankiety Bloomberg). Oznacza to również znacząco wyższe potrzeby pożyczkowe i presję na wzrost rentowności obligacji. Spodziewamy się, że rząd będzie próbował redukować niektóre wydatki, ale jest mało prawdopodobne, że zrównoważy to koszty nowych programów. Przypuszczamy, że jakkolwiek pozytywna fiskalna niespodzianka (np. wyższe od oczekiwań dochody na skutek ożywienia gospodarczego) zostaną użyte do sfinansowania nowych wydatków i deficyt nie obniży się znacząco w 2024 roku.
- **Fundusze unijne mogą pomóc, ale nie będą wystarczające.** Odblokowanie funduszy z Krajowego Planu Odbudowy (KPO) może być ważnym i pożądanym wsparciem dla inwestycji w nadchodzących kwartałach, ale nie będzie miało wpływu na deficyt, ponieważ fundusze unijne są neutralne dla salda sektora instytucji rządowych i samorządowych (jakiegokolwiek wpływy są równoważone przez wydatki). Fundusze z KPO mogłyby teoretycznie pomóc obniżyć potrzeby pożyczkowe, ale zostały one już zawarte w planie budżetowym na 2024 rok. Dlatego w naszej opinii miejsce na pozytywne zaskoczenie jest raczej małe.
- **Inflacja prawdopodobnie pozostanie wysoka.** Biorąc pod uwagę tło fiskalne, przestrzeń do przedłużania obniżek cen energii (która mogłaby zwiększyć deficyt o kolejne 1,6% PKB, ponad to co widnieje w Tabeli 3) czy

utrzymania 0% VAT-u na żywność (kolejne 0,3% PKB) jest bardzo niewielka. Jeżeli zgodnie z naszymi oczekiwaniami nowy rząd zrezygnuje z powyższych programów antyinflacyjnych, inflacja prawdopodobnie wzrośnie w styczniu oraz dojdzie do spłaszczenia jej ogólnej ścieżki spadkowej. Nasz scenariusz bazowy zakłada średnią inflację przekraczającą 6% w 2024. Realizacja nowych wydatków socjalnych mogłaby dodatkowo zwiększyć presję cenową w 2024 i 2025 roku (dodając kilka dziesiątych punktu procentowego).

- **Mniej miejsca na cięcia.** Jak sygnalizowaliśmy w przeszłości, zmiany polityczne mogą sprawić, że bank centralny będzie podejmował decyzje w sposób bardziej ostrożny i bardziej „techniczny” niż w poprzednich miesiącach. Wobec oczekiwanej inflacji znacznie powyżej celu, Rada Polityki Pieniężnej prawdopodobnie będzie preferowała bardziej jastrzębie nastawienie. Nasz scenariusz bazowy zakłada jeszcze jedno cięcie stóp procentowych o 25 pb w listopadzie i do dwóch cięć w 2024 roku, co oznaczałoby spadek głównej stopy procentowej do około 5% na koniec 2024 (vs. 5,75% teraz i 4,5-4,75% wyceniane przez krzywą FRA). Wśród czynników ryzyka widzimy możliwość, że RPP w ogóle wstrzyma się z obniżkami stóp lub opóźni je do końca 2024 roku.

---

**Tabela 3. Wpływ wydatków fiskalnych na kluczowe wskaźniki makroekonomiczne**

Wskaźnik	Scenariusz	2024	2025
Deficyt fiskalny (% PKB)	Bazowy	-4,8	-4,5
	Alternatywny	-6,1	-7,3
Dług publiczny (% PKB)	Bazowy	54,3	54,9
	Alternatywny	55,2	58,0
Wzrost PKB (% r/r)	Bazowy	3,3	3,3
	Alternatywny	4,0	4,1
Luka popytowa	Bazowy	-0,6	-0,3
	Alternatywny	0,1	1,2

Źródło: Szacunki Citi Handlowy

---

## Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

Arkadiusz Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista

[arkadiusz.trzciolok@citi.com](mailto:arkadiusz.trzciolok@citi.com)

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[poland.research@citi.com](mailto: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 twórcą dla tożsamych bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktami 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.