

Po sześćdziesiątce

- Gospodarka polska rozwija się relatywnie szybko na tle swoich sąsiadów, ale mimo to deficyt fiskalny pozostaje wysoki. Kilka dni temu GUS potwierdził, że saldo całego sektora rządowego i samorządowego, a więc najszersza i najbardziej wiarygodna miara sytuacji fiskalnej, osiągnęło w minionym roku -6,6% PKB. Co więcej, wysłane do Komisji Europejskiej dokumenty pokazują, że Ministerstwo Finansów prognozuje obecnie, że tegoroczny deficyt sięgnie 6,3% PKB, a w tym koszty obsługi długu mogą wynieść 2,5% PKB. Dwa lata z rzędu z ponad sześcioprocentowym deficytem w sytuacji ożywienia gospodarczego zdecydowanie kwalifikuje się jako akomodacyjna polityka budżetowa.

- Co prawda oficjalne prognozy wysłane do Komisji Europejskiej pokazują dług sektora rządowego i samorządowego na poziomie nieco poniżej 58% PKB, jednak naszym zdaniem przekroczenie już w tym roku 60% staje się prawdopodobnym scenariuszem (dotychczas wydawało się, że może to nastąpić „dopiero” w 2026 roku). Oczywiście ostateczny wynik jest wciąż niepewny i istnieje możliwość, że w redukcji długu mogłoby pomóc ewentualne umocnienie złotego lub zaskakujący wzrost inflacji. To co jednak chcemy podkreślić to fakt, że do osiągnięcia sześćdziesięciu procent jest jednak bardzo blisko.

- W polskiej konstytucji znajduje się zapis wymagający utrzymywania długu poniżej 60%, ale odnosi się on do polskiej definicji długu. Ponieważ z tej definicji wyłączono część długu (np. wynikającego z wydatków covidowych i zbrojeniowych, Fundusz Drogowy), na razie nie ma potrzeby uruchamiania procedur sanacyjnych. Niemniej dynamika długu pokazuje jak ważne będzie to, w jakim stopniu dotychczasowe plany zacieśnienia fiskalnego będą wdrażane w życie. Dotychczasowy plan zakładał mniej więcej 1% PKB zacieśnienia rocznie począwszy od 2026 roku.

- Wraz z pracami nad przyszłorocznym budżetem rząd będzie musiał zdecydować na ile podtrzyma dotychczasową ścieżkę konsolidacji fiskalnej. Gdyby MF postanowiło skorzystać z dodatkowej przestrzeni fiskalnej związanej z ulgowym traktowaniem przez Komisję Europejską wydatków zbrojeniowych, mogłoby to oznaczać odpowiednio mniejsze/wolniejsze zacieśnienie budżetowe. Do takiej decyzji skłaniać może fakt, że odkładanie zacieśnienia fiskalnego pomogłoby podtrzymać wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Negatywną konsekwencją byłby dalszy szybki wzrost długu publicznego i ograniczenie przestrzeni fiskalnej na przyszłość, kiedy tej przestrzeni gospodarka będzie jeszcze bardziej potrzebować.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

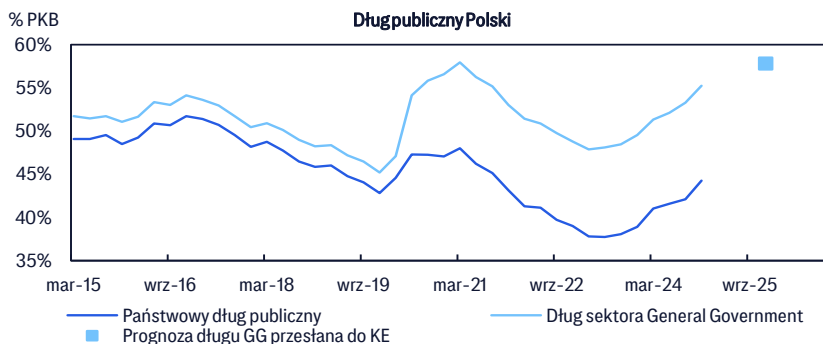
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

aleksandra.siuzdak@citi.com

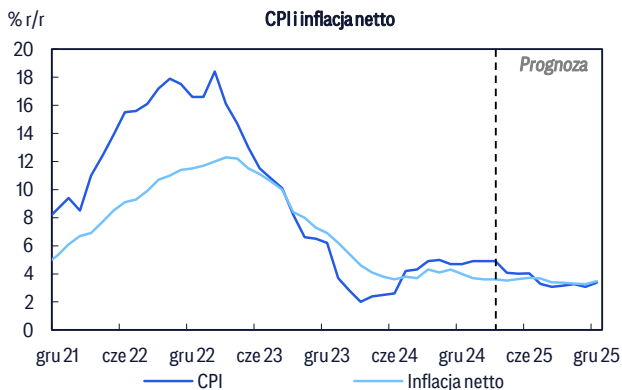
Wykres 1. Rząd zakłada dalszy wzrost długu



Źródło: Citi Handlowy, Komisja Europejska

Tydzień w wykresach

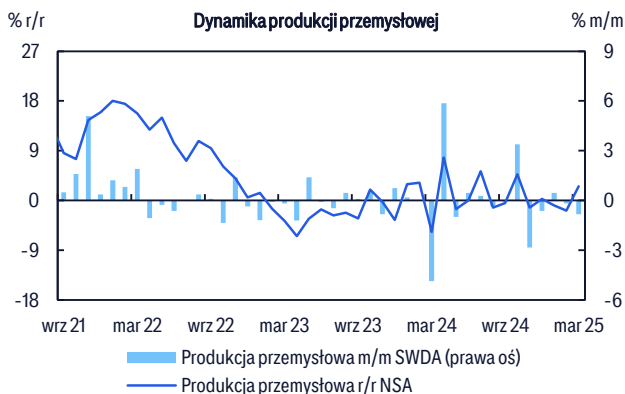
Wykres 2. Inflacja już tylko w dół



Źródło: NBP, GUS, prognozy Citi Handlowy

- W środę poznamy wstępny odczyt inflacji CPI dla Polski. Naszym zdaniem wskaźnik cen w kwietniu obniżył się do 4,1% r/r wobec 4,9% r/r w marcu. Stosunkowo duży spadek inflacji w ujęciu rocznym w dużej mierze powinien być wynikiem wysokiej bazy statystycznej z zeszłego roku – w kwietniu 2024 roku przywrócono podatek VAT na żywność z 0% do 5%.
- Jeżeli chodzi o ujęcie miesięczne, spodziewamy się wzrostu cen żywności o 0,2% (vs. 2,1% w zeszłym roku) oraz spadku cen paliw o 1,3%.
- Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach tempo wzrostu cen będzie dalej hamować do okolic 3%-4% r/r.

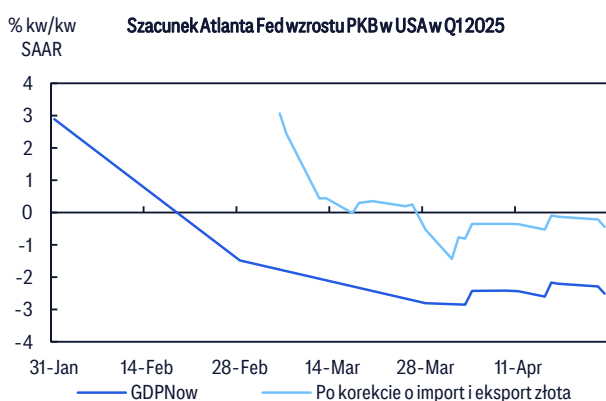
Wykres 3. Dane z polskiej gospodarki nie zachwyciły



Źródło: Citi Handlowy, GUS

- Produkcja przemysłowa w marcu zwiększyła się o 2,5% r/r wobec -1,9% r/r w lutym. Odczyt nie dorównał naszym ani rynkowym oczekiwaniom (odpowiednio: 4,1% r/r i 3,6% r/r). Mimo dodatniego wyniku w ujęciu rocznym, szczegółowe rozbięcie póki co nie zwiastuje poprawy w przemyśle. W miesięcznym i odsezonowanym ujęciu produkcja zmniejszyła się o 0,7%.
- Sprzedaż detaliczna zmniejszyła się o 0,3% r/r w marcu, co stanowi niewielką poprawę w wobec -0,5% r/r w lutym. Największym obciążeniem okazała się sprzedaż żywności, która obniżyła odczyt o 2,4 pp. Niemniej, sprzedaż dóbr trwałych uległa poprawie i zwiększyła się w marcu o 15,3% r/r. Po uwzględnieniu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna wzrosła o 1,9% m/m.

Wykres 4. Spowolnienie w USA w Q1?



Źródło: Citi Handlowy, Atlanta Fed

- Publikowane w tym tygodniu dane z USA mogą dać pierwsze wskazówki jak reaguje gospodarka na zmiany w polityce handlowej. Rynkowe oczekiwania wskazują na wzrost PKB w Q1 o 0,4% kw/kw SAAR, co stanowi wynik znacznie niższy niż 2,4% odnotowane w Q4 2024. Nie brakuje jednak prognoz wskazujących na spadek PKB (Citi: -0,3%). Na taki wynik wskazuje między innymi model Atlanta Fed, gdzie obecny szacunek GDPNow to -2,5% kw/kw SAAR, a w alternatywnym modelu (uwzględniający wpływ importu oraz eksportu złota) PKB miałoby się zmniejszyć o 0,4%.
- Wzrost zatrudnienia w USA w kwietniu prawdopodobnie spowolnił, gdy po zwiększeniu o 228 tys. w marcu, w kwietniu konsensus zakłada wynik 123 tys. (Citi: 105 tys.). Odczyt za kwiecień prawdopodobnie nie będzie jeszcze odzwierciedlał decyzji pracodawców dotyczących zatrudnienia podjętych w wyniku podwyższonej niepewności po ogłoszeniu wyższych celi na import dóbr do USA. Jednak dłuższe utrzymywanie się barier handlowych może wpływać na decyzję przedsiębiorstw dotyczących zatrudnienia i prowadzić do dalszego schłodzenia sytuacji na rynku pracy.

Kalendarz ekonomiczny

| Godz. Publikacji | Kraj | Informacja | Jednostka | Okres | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|------------------------|-----------|--|--------------|-----------|---------------|-------------------|--------------------|
| 29 kwi WTOREK | | | | | | | |
| 08:00 | DE | Zaufanie konsumentów | pkt | V | -- | -25,7 | -24,5 |
| 08:30 | HU | Inflacja PPI | % r/r | III | -- | -- | 8,2 |
| 12:00 | EUR | Zaufanie konsumentów - odczyt finalny | pkt | IV | -- | -16,7 | -16,7 |
| 14:00 | HU | Decyzja MNB | % | IV | 6,5 | 6,5 | 6,5 |
| 16:00 | USA | Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS | mln | III | 7,580 | 7,490 | 7,568 |
| 16:00 | USA | Zaufanie konsumentów | pkt | IV | 87,1 | 87 | 92,9 |
| 30 kwi ŚRODA | | | | | | | |
| 08:00 | DE | Sprzedaż detaliczna | % m/m | III | -- | -0,2 | 0,8 |
| 08:30 | HU | PKB - odczyt wstępny | % r/r | Q1 | 0,3 | -- | 0,4 |
| 09:00 | CZ | PKB - odczyt wstępny | % r/r | Q1 | 2,1 | 2 | 1,8 |
| 10:00 | PL | Inflacja CPI - odczyt wstępny | % r/r | IV | 4,1 | 4,3 | 4,9 |
| 10:00 | DE | PKB - odczyt wstępny | % kw/kw | Q1 | 0,2 | 0,2 | -0,2 |
| 11:00 | EUR | PKB - odczyt wstępny | % kw/kw | Q1 | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| 14:00 | DE | Inflacja CPI - odczyt wstępny | % r/r | IV | 2 | 2 | 2,2 |
| 14:30 | USA | PKB - odczyt wstępny | % kw/kw | Q1 | -0,3 | 0,4 | 2,4 |
| 16:00 | USA | Deflator PCE | % m/m | III | 0 | 0 | 0,3 |
| 16:00 | USA | Deflator bazowy PCE | % m/m | III | 0,1 | 0,1 | 0,4 |
| 16:00 | USA | Konsumpcja osobista | % m/m | III | 0,8 | 0,6 | 0,4 |
| 16:00 | USA | Dochód osobisty | % m/m | III | 0,4 | 0,4 | 0,8 |
| 01 maj CZWARTEK | | | | | | | |
| 14:30 | USA | Liczba nowych bezrobotnych | tys. | tyg | 221 | 220 | 222 |
| 15:45 | USA | PMI dla przemysłu - odczyt finalny | pkt | IV | -- | -- | 50,7 |
| 16:00 | USA | ISM dla przemysłu | pkt | IV | 48,3 | 48 | 49 |
| 02 maj PIĄTEK | | | | | | | |
| 09:00 | PL | PMI dla przemysłu | pkt | IV | -- | -- | 50,7 |
| 09:30 | CZ | PMI dla przemysłu | pkt | IV | -- | 47,9 | 48,3 |
| 09:55 | DE | PMI dla przemysłu - odczyt finalny | pkt | IV | -- | 48 | 48,3 |
| 10:00 | EUR | PMI dla przemysłu - odczyt finalny | pkt | IV | 48,7 | 48,7 | 48,6 |
| 11:00 | EUR | Inflacja HICP - odczyt wstępny | % r/r | IV | 2,2 | 2,1 | 2,2 |
| 14:30 | USA | Stopa bezrobocia | % | IV | 4,2 | 4,2 | 4,2 |
| 14:30 | USA | Płaca godzinowa | % m/m | IV | 0,2 | 0,3 | 0,3 |
| 14:30 | USA | Zatrudnienie poza rolnictwem | tys. | IV | 105 | 125 | 228 |
| 16:00 | USA | Zamówienia fabryczne | % m/m | III | -- | -- | 0,6 |

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

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025P | 2026P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Najważniejsze wskaźniki | | | | | | | | |
| Nominalny PKB (mld USD) | 596 | 600 | 682 | 690 | 809 | 907 | 1049 | 1110 |
| Nominalny PKB (mld PLN) | 2288 | 2338 | 2631 | 3067 | 3396 | 3609 | 3876 | 4117 |
| PKB per capita (USD) | 15528 | 15761 | 17990 | 18268 | 21487 | 24170 | 28028 | 29664 |
| 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 | 5.2 | 5.0 |
| Aktywność ekonomiczna | | | | | | | | |
| Realny wzrost PKB (% r/r) | 4.4 | -2.0 | 6.9 | 5.3 | 0.1 | 2.9 | 3.9 | 3.2 |
| Inwestycje (% r/r) | 6.2 | -2.3 | 1.5 | 1.7 | 12.6 | 1.5 | 4.8 | 4.1 |
| Spożycie ogółem (% r/r) | 4.1 | -1.5 | 5.9 | 4.0 | 0.7 | 4.0 | 3.5 | 2.9 |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r) | 3.5 | -3.6 | 6.2 | 5.0 | -0.3 | 3.1 | 3.7 | 3.3 |
| Eksport (% r/r) | 5.3 | -1.1 | 12.3 | 7.4 | 3.7 | 1.2 | 4.4 | 5.8 |
| Import (% r/r) | 3.2 | -2.4 | 16.3 | 6.8 | -1.5 | 3.3 | 4.1 | 5.9 |
| Ceny, pieniądź i kredyt | | | | | | | | |
| Inflacja CPI (% r/r) | 3.4 | 2.4 | 8.6 | 16.6 | 6.2 | 4.7 | 3.4 | 2.3 |
| Inflacja CPI (% średnia) | 2.3 | 3.4 | 5.1 | 14.3 | 11.5 | 3.6 | 3.8 | 2.7 |
| Płace nominalne (% r/r) | 6.5 | 4.7 | 8.8 | 13.0 | 11.9 | 11.0 | 7.9 | 6.1 |
| 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 | 3.50 |
| WIBOR3M (% koniec okresu) | 1.71 | 0.21 | 2.51 | 7.02 | 5.88 | 5.82 | 4.51 | 3.63 |
| Rentowność obligacji 10-letnich | 2.07 | 1.25 | 3.71 | 6.88 | 5.25 | 5.90 | 4.80 | 4.50 |
| USD/PLN (Koniec okresu) | 3.79 | 3.77 | 4.04 | 4.39 | 3.94 | 4.10 | 3.59 | 3.80 |
| USD/PLN (Średnia) | 3.84 | 3.89 | 3.86 | 4.45 | 4.20 | 3.98 | 3.70 | 3.71 |
| EUR/PLN (Koniec okresu) | 4.26 | 4.61 | 4.60 | 4.69 | 4.35 | 4.27 | 4.30 | 4.32 |
| EUR/PLN (Średnia) | 4.30 | 4.44 | 4.57 | 4.69 | 4.54 | 4.31 | 4.27 | 4.31 |
| Bilans płatniczy (mld USD) | | | | | | | | |
| Rachunek bieżący | -1.6 | 16.9 | -10.1 | -17.6 | 13.7 | 3.4 | -2.6 | -1.6 |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB) | -0.3 | 2.8 | -1.5 | -2.6 | 1.7 | 0.4 | -0.3 | -0.1 |
| Saldo handlu zagranicznego | -5.5 | 9.2 | -10.4 | -26.9 | 7.3 | 1.7 | -2.1 | -1.4 |
| Eksport | 276.1 | 287.6 | 368.4 | 357.0 | 390.7 | 402.6 | 410.6 | 436.3 |
| Import | 281.6 | 278.4 | 378.8 | 383.9 | 383.5 | 400.9 | 412.7 | 437.7 |
| Saldo usług | 30.2 | 29.9 | 37.5 | 40.4 | 46.4 | 47.3 | 46.6 | 51.0 |
| Saldo dochodów | -27.9 | -26.0 | -36.6 | -28.7 | -36.9 | -42.0 | -42.8 | -46.2 |
| Finanse publiczne (% PKB) | | | | | | | | |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95) | -0.7 | -6.9 | -1.7 | -3.4 | -5.3 | -6.6 | -6.0 | -4.8 |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicznych | 0.6 | -5.6 | -0.7 | -1.9 | -3.2 | -4.3 | -3.2 | -2.1 |
| Dług publiczny (polska metodologia) | 43.3 | 47.6 | 43.7 | 39.4 | 35.6 | 44.0 | 48.2 | 51.2 |

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

Aleksandra Siuzdak

Stażystka
aleksandra.siuzdak@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 tożsamyh 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.