

1 września 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Deficyt ociera się o 7%

- Opublikowany w minionym tygodniu projekt ustawy budżetowej na 2026 rok przewiduje wyraźnie wyższą ścieżkę deficytu fiskalnego niż dotychczas zakładano. Ministerstwo planuje, że w tym roku deficyt ma wynieść 6,9% PKB, a w przyszłym 6,5% PKB. Dotychczas zarówno nasze jak i rynkowe prognozy zakładały przyszłoroczny wynik na poziomie bliskim, lecz jednak niższym od 6%.

- Między 2025 a 2026 rokiem deficyt spada o 0,4% PKB, a więc w skali zgodnej z naszymi wcześniejszymi założeniami. Można więc powiedzieć, że źródłem niespodzianki jest znaczna rewizja tegorocznego deficytu, która po prostu podniosła punkt startowy, podczas gdy sam „impuls fiskalny” (to o ile zmienia się deficyt w stosunku do 2025 roku) pozostał bez zmian. Warto jednak odnotować, że projekt ustawy przewiduje wejście w życie rozwiązań podatkowych, które przynajmniej częściowo mogą zostać zawetowane przez prezydenta. Tworzy to ryzyko dla deficytu rzędu ~0,2% PKB (realistycznie zapewne znacznie mniej).

- Dług publiczny według polskiej metodologii ma zbliżyć się do 54% PKB, a więc niebezpiecznie blisko progu ostrożnościowego 55% zapisanego w ustawie o finansach publicznych. W realistycznym scenariuszu w którym deficyt w 2027 r. jest wciąż w granicach 5-6%, praktycznie cała przestrzeń fiskalna wynikająca z limitu zadłużenia może zostać do tego czasu wykorzystana, a po wyborach planowanych na 2027 r. konieczne będzie zdecydowane zacieśnienie fiskalne. W sumie nowy projekt budżetu sprawia, że obecnie uwaga inwestorów powinna kierować się na agencje ratingowe, które mają w ciągu kolejnych trzech miesięcy dokonać przeglądu ratingu zadłużenia Polski.

- Otwarta pozostaje kwestia tego, jak na nowy budżet zareaguje RPP. Z jednej strony, ponieważ impuls fiskalny w 2026 roku pozostaje zgodny z wcześniejszymi oczekiwaniami, nie powinno to drastycznie zmieniać stanowiska Rady. Z drugiej strony jednak trudno pominąć fakt, że tegoroczny deficyt ma być bliski 7% PKB. Tym bardziej, że RPP wyraźnie sygnalizowała, że ścieżka fiskalna może wpływać na przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych. O ile jeszcze tydzień temu sądziliśmy, że we wrześniu szanse na obniżkę stóp są bardzo wysokie (~80%), obecnie szanse wydają się tylko nieco lepsze niż 50-50. Nawet gdyby jednak Rada zdecydowała się wstrzymać od obniżki we wrześniu, naszym zdaniem z czasem stopy procentowe w Polsce zapewne i tak wyraźnie spadną, choćby ze względu na obniżki stóp na świecie. Ich skala może jednak być mniejsza niż zakłada rynek.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

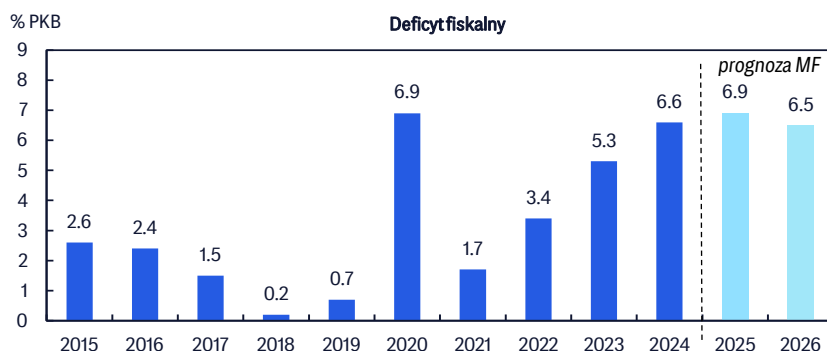
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

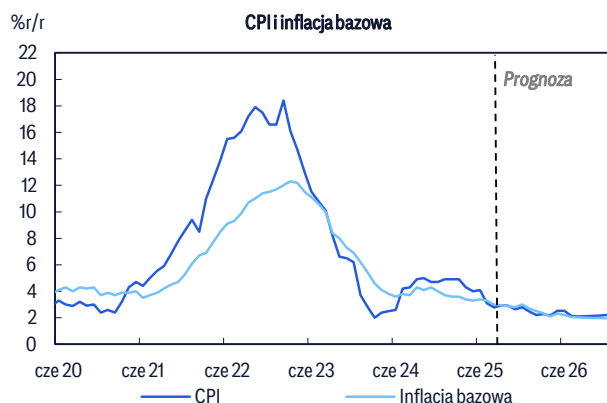
anastazja.nagorka@citi.com

Wykres 1. Budżet zakłada wysoki deficyt fiskalny

Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

Tydzień w wykresach

Wykres 2. CPI z dwójką z przodu

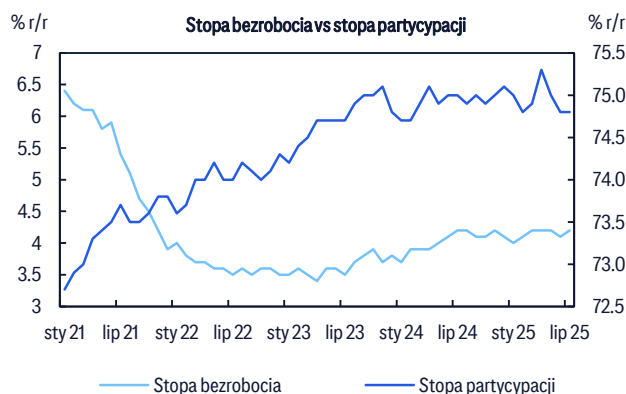


Źródło: GOS, Citi Handlowy

- Według szacunku wstępnego GUS, inflacja CPI w Polsce obniżyła się w sierpniu do 2,8% r/r, wobec 3,1% w lipcu, co było wynikiem zgodnym z naszą prognozą i tylko nieco niższym od konsensusu rynkowego (2,9%). W ujęciu miesięcznym wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżył się o 0,1%. Komponenty inflacji okazały się w dużej mierze zgodne z naszymi oczekiwaniami. Ceny paliw spadły o 0,9% m/m, co oznaczało nieznacznie głębszy spadek niż zakładaliśmy (-0,7% m/m). Z kolei ceny energii wzrosły o 0,1% m/m, a żywności obniżyły się o 0,1% m/m.

- Szacujemy, że inflacja bazowa obniżyła się w sierpniu do 3,0% r/r, wobec 3,3% w lipcu. Zakładamy, że w kolejnych miesiącach inflacja będzie zmierzać w stronę 2,5% celu NBP.

Wykres 3. Rynek pracy na celowniku przed posiedzeniem Fed

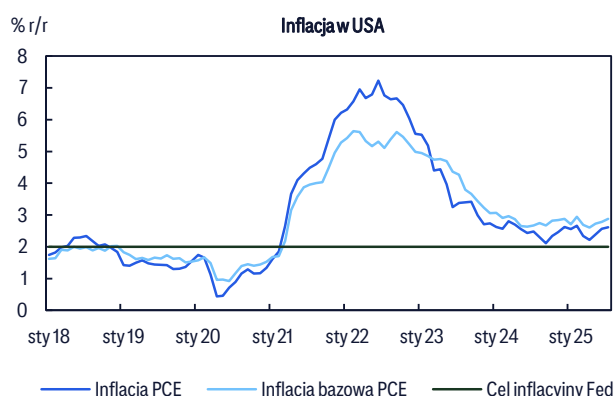


Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

- W czwartek poznamy najnowsze dane z amerykańskiego rynku pracy. Spodziewamy się, że w sierpniu zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło o 45 tys., wobec 73 tys. w lipcu, a stopa bezrobocia podniosła się do 4,3%, przekraczając próg 4,2% utrzymujący się przez ostatni rok. Takie wyniki prawdopodobnie okazałyby się wystarczające do otwarcia drogi do obniżek stóp na najbliższym posiedzeniu Fedu.

- Niemniej dane z ostatnich miesięcy nie wskazują na gwałtowne osłabienie się rynku pracy, choć ograniczona podaż siły roboczej na rynku pracy w ostatnich miesiącach mogła tłumić wzrost bezrobocia. Jednocześnie rosnąca liczba wniosków o zasiłek i sygnały z badań konsumenckich sugerują stopniowe osłabienie popytu na pracę, co naszym zdaniem również wzmacnia argumenty za wrześniowym cięciem stóp.

Wykres 4. Dane o PCE potwierdzają przestrzeń do obniżek



Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

- W lipcu inflacja PCE w USA wzrosła o 2,6% r/r oraz 0,2% m/m, a bazowa o 2,9% r/r oraz 0,3% m/m, co było zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. Wydatki konsumpcyjne zwiększyły się o 0,5% m/m, a dochody gospodarstw domowych o 0,4% m/m. Stopa oszczędności pozostała na poziomie 4,4%, poniżej normy sprzed pandemii.

- Raport za lipiec potwierdził dalsze spowolnienie realnej konsumpcji usług przy utrzymującej się niskiej presji inflacyjnej. Część wzrostu PCE była efektem jednorazowych opłat w usługach finansowych, co prawdopodobnie nie utrzyma się w kolejnych miesiącach. Dane za lipiec, w zestawieniu ze słabszymi wynikami z rynku pracy utwierdzają nas w przekonaniu, że Fed obniży stopy procentowe już we wrześniu. Oczekujemy pięciu cięć do marca 2026 r., co sprowadziłoby stopy Fed do poziomu 3,0-3,25%.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
2 wrz		WTOREK					
08:30	HU	PKB - odczyt finalny	% r/r	Q2	0,2	--	0,1
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	VIII	2,0	2,1	2,0
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	VIII	--	--	53,3
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VIII	49,0	48,8	48,0
3 wrz		ŚRODA					
09:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	VIII	--	--	50,1
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	VIII	50,7	50,7	51,0
14:00	PL	Decyzja RPP	%	IX	4,75	--	5
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	VII	--	--	-4,8
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	VII	7.560	--	7.437
4 wrz		CZWARTEK					
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	3,3	--	3,0
09:00	CZ	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	VIII	2,5	--	2,7
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VII	-0,6	-0,2	0,3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	229	--	229
14:30	USA	Bilans handlowy	mln USD	VII	-79,6	--	-60,2
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	VIII	--	--	55,4
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VIII	51,2	50,5	50,1
5 wrz		PIĄTEK					
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	VII	--	0,5	-1
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	VII	-3,2	--	-4,9
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	3,4	--	4,5
11:00	EUR	Rewizja PKB	% kw/kw	Q2	0,0	--	0,1
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VIII	45	78	73
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VIII	4,3	4,3	4,2
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	VIII	0,3	0,3	0,3

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	690	697	813	915	1067	1118
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3899	4160
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28528	29889
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	5.3	5.1
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	3.7	3.7
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	2.8	2.2
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	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	3.75
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	5.10	4.60
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.61	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.65	3.72
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.27
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.23	4.26
Bilans płatniczy (mld USD)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.3
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.6	-1.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.5	1.7	0.4	-0.2	-0.1
Saldo handlu zagranicznego	-5.5	9.2	-10.4	-26.9	7.3	1.7	-2.3	-1.5
Eksport	276.1	287.6	368.4	357.0	390.7	402.6	453.0	480.4
Import	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.9	455.3	481.9
Saldo usług	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	51.4	56.1
Saldo dochodów	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-47.2	-50.9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.2	-5.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-3.6	-2.9
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	47.4	50.7

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 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.