

Koszty obsługi długu rozpychają się w budżecie

- Ostatni miesiąc przyniósł ponowny znaczny wzrost rynkowych stóp procentowych, a w minionym tygodniu rentowności papierów 10-letnich na chwilę przekroczyły 6%. W regionalnym porównaniu uwagę przykuwa między innymi to, jak polski dług wypada w porównaniu z choćby węgierskimi obligacjami. Obecnie krajowe rentowności są wyższe od węgierskich po raz pierwszy od 2020 roku (wykres 1). Co istotniejsze, sytuacja na rynkach może mieć potencjalnie konsekwencje nie tylko dla inwestorów finansowych, lecz również dla gospodarki realnej, głównie poprzez wpływ na budżet.

- Spojrzenie na wydarzenia z ostatnich lat wyraźnie pokazuje, że sytuacja fiskalna wyraźnie się pogorszyła. Między 2021 a 2025 rokiem koszty obsługi długu sektora rządowego i samorządowego wzrosły ponad trzykrotnie, sięgając 98 mld zł. W relacji do PKB koszty odsetkowe zwiększyły się więc z 1,1% do 2,5% PKB. W nieco ponad połowie wynikało to z wzrostu rentowności, a pozostała część wynikała z przyrostu długu od którego naliczane są odsetki. W praktyce oznacza to, że większa część budżetu musi być przeznaczona na spłatę odsetek, co ostatecznie zmniejsza przestrzeń na inne wydatki, które mogłyby mieć pozytywny wpływ na długoterminowe tempo wzrostu.

- Ostatnie wzrosty rentowności to reakcja na wyższe ceny ropy oraz rosnące ryzyko podwyżek stóp procentowych. Zależnie od segmentu krzywej dochodowości ubiegłotygodniowe rentowności były w pewnym momencie o 0,3-0,6 punktu procentowego wyższe niż średnio w 2025 roku. Gdyby miały pozostać na tych poziomach przez resztę roku, według naszych szacunków mogłoby to ostatecznie dodać kolejne niemal 0,3% PKB do i tak wysrubowanych kosztów obsługi długu (w dodatku do 0,35% PKB wzrostu wynikającego z samego faktu, że dług jest obecnie wyższy).

- Jak już wielokrotnie sygnalizowaliśmy w naszych raportach, w najbliższym czasie trudno liczyć na istotne zacieśnienie fiskalne, które mogłoby zmniejszyć potrzeby pożyczkowe i koszty obsługi długu. Biorąc pod uwagę wybory parlamentarne przypadające na 2027 rok i jednocześnie groźbę prezydenckiego weta, jakiegokolwiek nowe podwyżki podatków lub cięcia wydatków wydają się poza zasięgiem. Sytuacja ta może przekładać się na ostateczne wyniki fiskalne. W ostatnich latach deficyt sektora rządowego i samorządowego rok po roku negatywnie zaskakiwał, a w 2025 roku sięgnął 7,3%. Plany na ten rok zakładają wynik na poziomie tylko nieco niższym od 7%. Wyższe koszty obsługi długu oraz koszty rozwiązań antyinflacyjnych (na razie koncentrujących się głównie na cenach paliw) mogą ponownie podnieść deficyt powyżej pierwotnie planowanych poziomów.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

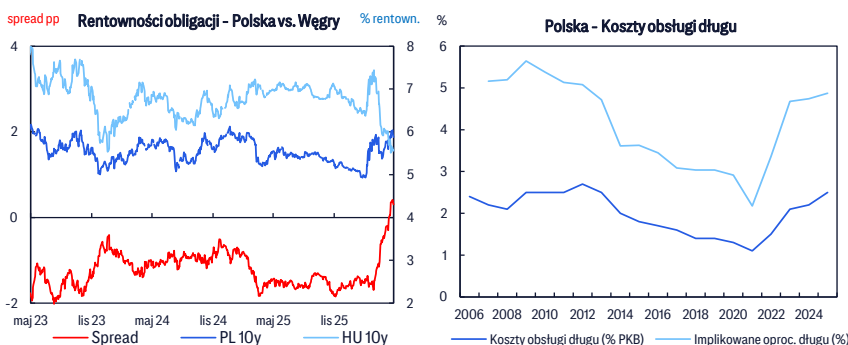
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

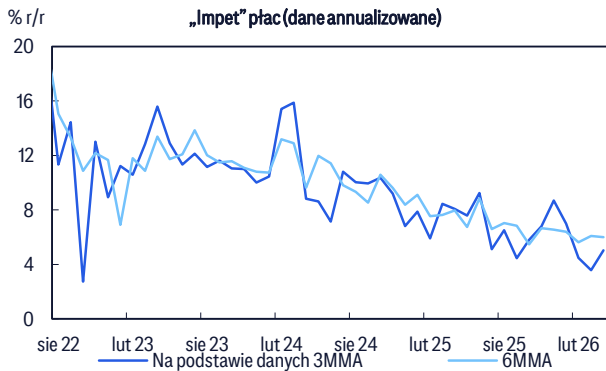
Wykres 1. Wzrost rentowności obligacji podnosi koszty obsługi długu, zmniejszając przestrzeń w budżecie na inne wydatki



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Kwietniowe ochłodzenie aktywności

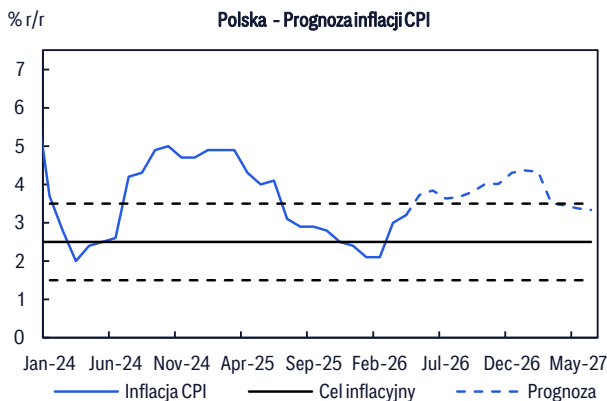


Źródło: GUS, Citi Handlowy

- Kwietniowe dane wskazały na dalsze hamowanie dynamiki płac, która spowolniła do 5,4% r/r z 6,6% r/r w marcu. Odczyt okazał się słabszy od konsensusu rynkowego (6,0% r/r) oraz naszej prognozy (6,1% r/r). Najnowsze dane sugerują jednocześnie, że wpływ podwyższonej inflacji (efekt konfliktu na Bliskim Wschodzie) na żądania płacowe pozostaje jak na razie ograniczony. W naszej ocenie może to dawać RPP nieco więcej przestrzeni do utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie.

- Z kolei dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się do 3,1% r/r. Potwierdza to, że marcowe odbicie (7,5% r/r) nie oznaczało trwałego ożywienia w sektorze, lecz miało w dużej mierze charakter przejściowy, wspierany m.in. wcześniejszą realizacją zamówień oraz efektami kalendarzowymi.

Wykres 3. Inflacja w maju powyżej dopuszczalnych odchyień

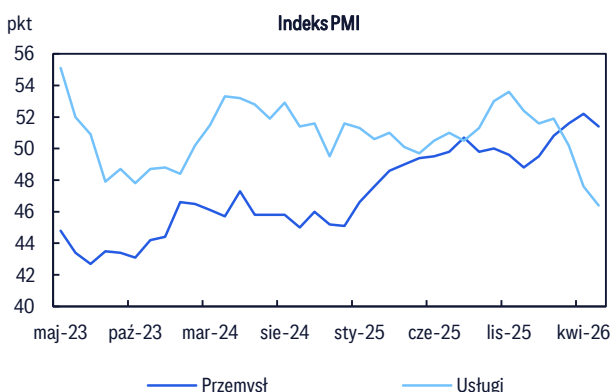


Źródło: Citi Handlowy, GUS, NBP

- Oczekujemy, że już w maju inflacja przekroczy 3,5% r/r, czyli górną granicą przedziału dopuszczalnych odchyień wokół 2,5% celu NBP. Nasza prognoza zakłada wzrost wskaźnika CPI do 3,7% r/r wobec 3,2% odnotowanych w kwietniu. Wzrost głównego wskaźnika inflacji o 0,5 pp wynika zarówno z niskiej bazy statystycznej na paliwach z roku ubiegłego, jak i wzrostu cen paliw w maju bieżącego roku, który według naszych szacunków wyniósł 1,5% m/m. Jednocześnie zakładamy, że ceny żywności zmieniały się zgodnie z wzorcem sezonowym i rosły o około 0,3% m/m.

- Zakładamy, że w najbliższych miesiącach inflacja będzie utrzymywała się powyżej 3,5% r/r, a w czwartym kwartale, może nawet przekroczyć 4% r/r.

Wykres 4. Słabość usług pogłębia problemy europejskiej gospodarki



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Wskaźniki PMI w strefie euro wskazały na dalsze pogorszenie perspektyw gospodarczych związane ze skutkami konfliktu na Bliskim Wschodzie. Choć indeks dla przemysłu pozostał w strefie ekspansji (51,4 pkt), obniżył się z 52,2 pkt miesiąc wcześniej. Sugeruje to, że wpływ wydłużających się czasów dostaw, podbijających odczyty w ostatnich miesiącach, zaczął powoli wygasać.

- Z kolei indeks odnoszący się do usług odnotował najniższy wynik od ponad 5 lat, obniżając się z 47,6 pkt do 46,4 pkt. Odczyt nie dorównał jednocześnie oczekiwaniom rynkowym na poziomie 47,9 pkt. Badanie wykazało dalsze spowolnienie nowych zamówień oraz pogorszenie nastrojów przedsiębiorstw, co wskazuje na utrwalanie się osłabienia w sektorze prywatnym.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
25 maj		PONIEDZIAŁEK					
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	IV	--	11,2	11,5
26 maj		WTOREK					
09:30	PL	Stopa bezrobocia	%	IV	--	6,0	6,1
14:00	HU	Decyzja MNB	%	V	6,25	--	6,25
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	V	90,7	91,5	92,8
28 maj		CZWARTEK					
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt finalny	pkt	V	-19,0	-19,0	-19,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	212	211	209
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	IV	0,6	0,4	0,6
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	IV	0,5	0,7	0,9
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	IV	0,3	0,3	0,3
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	IV	0,4	0,5	0,7
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	IV	5,5	2,5	0,8
14:30	USA	PKB - drugi odczyt	% kw/kw	Q1	--	--	2,0
16:00	USA	Sprzedż nowych domów	tys.	IV	653	663	682
29 maj		PIĄTEK					
08:30	HU	Inflacja PPI	% r/r	IV	--	--	1,2
09:00	CZ	PKB - odczyt finalny	% r/r	Q1	2,1	--	2,1
09:30	PL	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	V	3,7	--	3,2
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	V	2,9	3,0	2,9

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

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1132	1179
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4174	4426
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	30259	31510
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								
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.9	2.9
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	8.8	1.6
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.8	3.4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	3.7	3.5
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	6.0	4.4
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	7.0	6.3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	4.3	3.0
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.3	3.4
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	2.51	7.02	5.88	5.84	3.99	4.09	4.09
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	5.40	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.72	3.77
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.69	3.75
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.25	4.27
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.26	4.26
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-8.9	-17.3	-22.2
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	-6.7	-6.4
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.8	-3.9	-3.6
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	38.9	44.1	49.1	52.4	56.0

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 otrzymaniem 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 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.