

4 listopada 2024 | 5 stron

Citi Weekly

Dziura w budżecie jeszcze większa

- Zgodnie z naszymi wcześniejszymi założeniami rząd zdecydował się na rewizję tegorocznego budżetu. Skala wzrostu deficytu budżetowego okazała się jednak zaskoczeniem – spodziewaliśmy się zmiany o około 30 mld PLN, a przedstawiony plan zakłada wzrost o 56 mld zł (deficyt na poziomie 240,3 mld. Nowelizacja budżetu nie powoduje istotnego wzrostu wydatków, ale zakłada zauważalnie niższe dochody. Przede wszystkim są to dochody podatkowe (VAT oraz CIT), sprzedaż uprawnień do emisji CO2 oraz transfer środków do jednostek samorządu terytorialnego (z tytułu PIT oraz subwencji).

- Istotnej zmianie uległy założenia budżetowe dotyczące wzrostu PKB (wzrost nominalnie o 6,8% wobec 9,5% wcześniej) oraz inflacji (3,7% zamiast 6,6%). W praktyce oznacza to urealnienie założeń i sprowadzenie ich do poziomów zgodnych z bieżącą sytuacją makroekonomiczną. Niezmieniony pozostał jednak szacunek deficytu instytucji rządowych i samorządowych (definicja UE) na poziomie 5,7% PKB.

- Potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa wzrosły o 56 mld PLN czyli o kwotę zgodną ze wzrostem deficytu. Według ostatniego szacunku Ministerstwa Finansów obecnie zrealizowano 95% tegorocznych potrzeb pożyczkowych. W planie finansowania na listopad MF przewiduje dwie aukcje regularne oraz przetarg zamiany, a w kalendarzu przewidziane są jeszcze dwie aukcje w grudniu. Uważamy, że wzrost potrzeb pożyczkowych nie będzie wymagał zwiększenia liczby bądź skali przetargów obligacji i finansowanie zostanie zrealizowane do końca roku. Jednak w odróżnieniu do lat ubiegłych skala prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych będzie relatywnie niewielka. Zakładamy, że zaledwie 10%-20% finansowania na 2025 rok zostanie zapewniona do końca grudnia, gdzie w latach ubiegłych poziom ten nierzadko przekraczał 40%.

- Na ten moment ciężko ocenić, czy zmiana tegorocznego deficytu budżetowego będzie miała istotne przełożenie na ścieżkę [konsolidacji fiskalnej](#) zaprezentowanej w połowie października. Brak zmian celu deficytu fiskalnego na ten rok oraz brak ogłoszenia nowych wydatków wskazuje, że cel na przyszły rok (5,5% PKB) na razie nie wydaje się poważnie zagrożony. Jednocześnie zaznaczamy, że przyszłoroczna konsolidacja miała wynieść zaledwie 0,2% PKB, a większy wysiłek fiskalny planowany jest dopiero od 2026 roku.

- Większa niż oczekiwana rewizja budżetu wywierała presję na notowania polskich obligacji skarbowych, jednak efekt ten ciężko jednoznacznie oddzielić od wzrostów rentowności na rynkach bazowych wynikających z dobrych danych makro oraz zmienności przed wyborami w USA.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

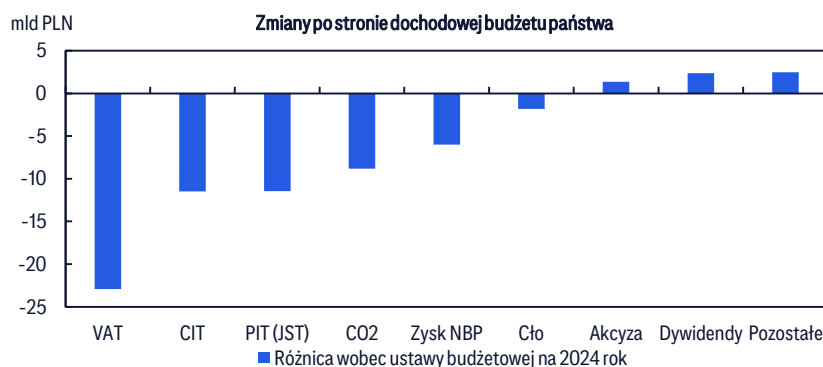
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

aleksandra.siuzdak@citi.com

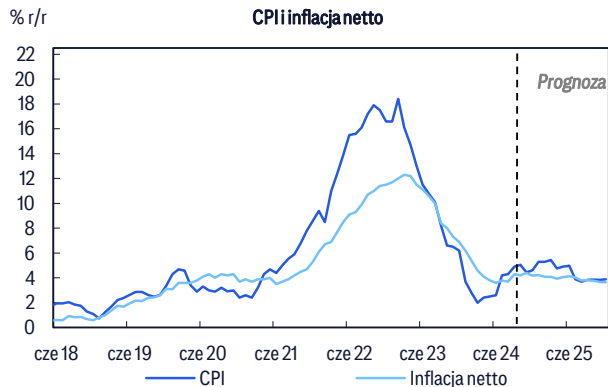
Wykres 1. Niespodziewane załamanie w sprzedaży detalicznej



Źródło: Citi Handlowy, KPRM

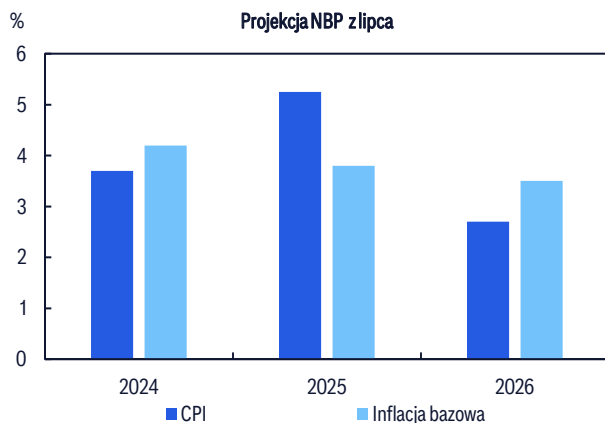
Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja jeszcze trochę do góry



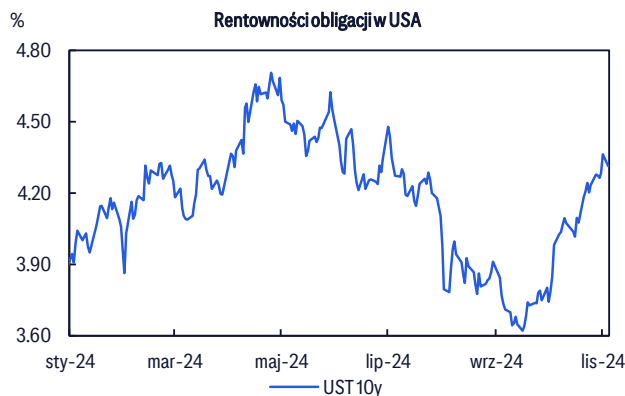
Źródło: Citi Handlowy, GUS, NBP

Wykres 3. NBP prawdopodobnie bez obniżki



Źródło: Citi Handlowy, NBP

Wykres 4. Wybory prezydenckie istotne dla polityki pieniężnej



Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

- Inflacja w październiku wzrosła do 5% r/r wobec 4,9% r/r miesiąc wcześniej. W ujęciu miesięcznym wzrost zanotowały ceny żywności (0,7%) oraz energii (0,3%). Ceny paliw spadły natomiast o 2,2% m/m. Na podstawie tego odczytu szacujemy, że inflacja bazowa nieznacznie się obniżyła do 4,2% r/r (vs. 4,3% r/r we wrześniu).
- Oczekujemy, że w kolejnych dwóch miesiącach wskaźnik CPI spadnie w okolice 4,5% r/r, głównie ze względu na efekt bazy (wzrost cen paliw po wycofaniu obniżek wprowadzonych przed wyborami parlamentarnymi). Niemniej, w 2025 roku inflacja prawdopodobnie powróci przynajmniej przejściowo do swoich poziomów powyżej 5% r/r, w związku z odmrożeniem cen energii oraz wzrostem akcyzy.

- W środę poznamy decyzję Rady Polityki Pieniężnej w sprawie stóp procentowych. Naszym zdaniem stopa referencyjna pozostanie bez zmian na poziomie 5,75%. Wprawdzie nastroje w NBP w ostatnich miesiącach przesunęły się w gołębią stronę, jednak ze względu na perspektywę podwyższonej inflacji oraz nadchodzących wydarzeń geopolitycznych obniżki przed końcem 2024 roku są mało prawdopodobne.

- W ostatnich miesiącach prezes Głapiński podkreślał, że dla RPP fundamentalne znaczenie mieć będą projekcje makroekonomiczne. Najbliższa projekcja ukaże się w listopadzie i mimo, że oczekujemy stosunkowo niewielkich zmian w estymacji wskaźnika CPI, ścieżka inflacji bazowej prawdopodobnie zostanie skorygowana w górę. Kluczowym założeniem w prognozach NBP jest całkowite odmrożenie cen energii w styczniu 2025. Uważamy, że rząd w rzeczywistości je przedłuży (co oznaczałoby niższą inflację), ale oficjalna decyzja w tej sprawie zostanie podjęta dopiero pod koniec roku.

- Wybory prezydenckie w USA (5.11) są bezspornie najważniejszym wydarzeniem dla rynków finansowych w najbliższym czasie. Notowania z tzw. prediction markets jako faworyta wskazywały do niedawna na D. Trumpa, jednak wyniki sondaży z ostatnich dni sugerują zmniejszenie się tej przewagi. Ostatnie tygodnie przyniosły istotne wzrosty rentowności obligacji skarbowych, co miałyby odzwierciedlać docelowo wyższe stopy procentowe Fed w przypadku zwycięstwa Trumpa.

- Zaplanowane na koniec tygodnia posiedzenie Fed prawdopodobnie przyniesie obniżkę stóp procentowych o 25 pb. Wyhamowanie tempa obniżek stóp (z 50 pb we wrześniu) to pokłosie dobrych danych makroekonomicznych, m.in. o wzroście PKB. Ostatni raport z rynku pracy pokazał wzrost zatrudnienia w sektorze pozarolniczym o zaledwie 12 tys. Dane te mogą być zaburzone wpływem huraganów, jednak dalsze pogorszenie sytuacji na rynku pracy może skłonić Fed do rozważenia ruchu o 50 pb w grudniu.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
05 lis WTOREK							
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	IX	-84,3	-73,8	-70,4
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	X	54,3	53,5	54,9
06 lis ŚRODA							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	IX	1,8	1,4	-5,8
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	IX	-4,4	--	-4,1
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	IX	1,5	--	-1,5
09:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	X	--	51,4	51,4
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	X	51,2	51,2	51,4
14:00	PL	Decyzja RPP	%	XI	5,75	5,75	5,75
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	X	--	--	55,3
07 lis CZWARTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	IX	-0,9	-1,2	2,9
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IX	4,1	--	4,1
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IX	5,4	--	5,3
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	0,8	0,5	0,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	223	--	216
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	XI	4	--	4,25
20:00	USA	Decyzja Fed	%	XI	--	4,5 - 4,75	4,75-5
08 lis PIĄTEK							
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	XI	71,8	70	70,5

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	809	912	985
Nominalny PKB (mld PLN)	2127	2288	2338	2631	3067	3396	3610	3900
PKB per capita (USD)	15348	15528	15761	17990	18268	21487	24318	26343
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,1	37,9	37,8	37,6	37,5	37,4
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	4,9	5,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,6	0,2	3,0	4,1
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	2,7	13,1	1,6	7,2
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,3	-0,1	5,0	3,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,4	-1,0	3,9	3,8
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,4	1,9	5,6
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-2,0	3,8	6,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	4,6	3,9
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,6	4,5
Płace nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	11,0	8,4
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	-0,3	4,0	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,88	4,76
Rentowność obligacji 10-letnich	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,40	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,39	3,94	3,96	3,95
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	3,96	3,96
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,30	4,32
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,28	4,29
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	3,4	-2,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	0,4	-0,2
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	1,7	-2,2
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	402,3	427,1
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	400,6	429,3
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	47,3	48,5
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-42,0	-44,5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,5	-5,1	-5,4	-5,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-1,9	-3,0	-3,2	-3,2
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,4	38,9	43,2	47,5

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 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,