

Allianz Research | 13 września 2024 r.

Polska: Przedkładanie wzrostu nad konsolidację fiskalną niesie ze sobą ryzyko

EBC obniżył stopy procentowe, w przyszłym tygodniu, wg. oczekiwań, zrobi to FED. W Polsce zaś obniżki prawdopodobnie będą odsunięte w czasie. Krótkoterminowe ryzyko wzrostu inflacji jakie rodzi propozycja polskiego budżetu na 2025 przysłania jednak inne zagrożenia. Scenariusz budżetowy pozbawia bowiem polski rząd znaczącego pola manewru fiskalnego w przypadku potencjalnego szoku gospodarczego po 2025 roku

Ludovic Subran
Główny ekonomista
ludovic.subran@allianz.com

Manfred Stamer
Starszy ekonomista ds. Europy
wschodzącej
manfred.stamer@allianz-trade.com

W skrócie:

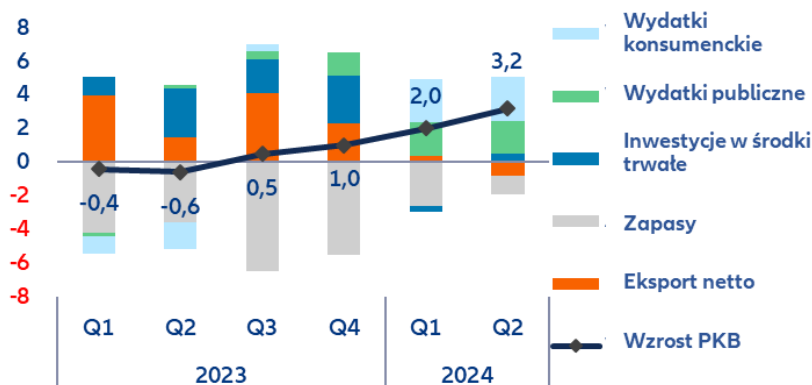
- Według prognoz Allianz Trade wzrost gospodarczy w Polsce powinien pozostać solidny (2024: +3%, 2025: +3,8%), napędzany popytem krajowym stymulowanym dzięki ekspansywnej polityce fiskalnej
- Przyczyny większego niż pierwotnie zakładano deficytu polskiego budżetu na 2025 rok to wydatki socjalne, zwłaszcza w sferze budżetowej oraz wydatki na obronność – najwyższe w całym NATO w stosunku do PKB (z 3,3% w 2023 r. i szacowanych 4,2% w 2024 r. do zaplanowanych 4,7% PKB w 2025 r.)
- W perspektywie krótkoterminowej polski projekt budżetu stwarza ryzyko inflacyjne i prawdopodobnie opóźni to obniżki stóp procentowych do 2. kwartału 2025r.
- Propozycja polskiego budżetu na 2025 r. stawia pod znakiem zapytania konsolidację fiskalną, co niesie ze sobą także niedoceniane przez decydentów i inwestorów ryzyko średnioterminowe:
 - Polska ma stosunkowo krótki profil zapadalności długu państwowego (z obligacjami rządowymi o średniej zapadalności ponad 8% PKB w latach 2024-2025, w porównaniu ze średnią rynków wschodzących wynoszącą 4,4%)
 - Wskaźnik odsetek (długu) do dochodów Polski jest na poziomie około 5%
 - Scenariusz ten (proponowany budżet – odłożenie konsolidacji fiskalnej) pozbawia rząd znaczącego pola manewru fiskalnego w przypadku potencjalnego szoku gospodarczego po 2025 roku
- Oczekujemy, że rząd zacznie konsolidować swój budżet począwszy od 2026r., stabilizując tym samym relację długu publicznego do PKB na poziomie około 56%.
- W scenariuszu zakładającym brak konsolidacji fiskalnej, dług publiczny będzie nadal rósł i do 2027 roku przekroczy 60%

Można oczekiwać, że polski wzrost gospodarczy w nadchodzących kwartałach pozostanie solidny, po zaskakująco silnym ożywieniu w pierwszej połowie roku, które było napędzane popytem krajowym w wyniku ekspansywnej polityki fiskalnej – wynika z analiz Allianz Trade. Realny wzrost PKB Polski przyspieszył do +3,2% r/r w II kwartale z +2% w I kwartale.

To wydatki rządowe stały się kluczowym motorem wzrostu w ostatnich kwartałach, rosnąc o prawie +11% r/r w pierwszej połowie roku (H1), częściowo dzięki wzrostowi wynagrodzeń w sektorze publicznym. To ostatnie, wraz z ogólnie silnym rynkiem pracy i spadającą inflacją, zwiększyło wzrost wydatków konsumpcyjnych do średnio +4,7% w pierwszej połowie roku. Tymczasem wkład eksportu netto we wzrost PKB był w II kwartale ujemny, odzwierciedlając utrzymującą się słabość głównych rynków polskiego eksportu: strefy euro, a zwłaszcza Niemiec. Z drugiej strony, **spadek liczby nowych zamówień ograniczył spadek zapasów, zmniejszając tym samym ich negatywny wpływ na ogólny wzrost** (wykres 1).

Patrząc w przyszłość oczekujemy, że dynamika wydatków krajowych w Polsce utrzyma się w nadchodzących kwartałach. Ponadto powinien przyspieszyć wzrost inwestycji, ponieważ polski rząd zamierza wydać wszystkie wcześniej zamrożone fundusze unijne w ciągu najbliższych dwóch lat. Eksport powinien stopniowo poprawiać się od końca 2024 r., dzięki umiarkowanemu ożywieniu w strefie euro. Ogólnie rzecz biorąc, Allianz Trade podniósł całoroczne prognozy wzrostu realnego PKB Polski do +3% w 2024 r. i +3,8% w 2025 r.

Wykres 1: Wzrost realnego PKB (% r/r) i jego składowe (p.p.)



Źródła: Główny Urząd Statystyczny, Allianz Research

Propozycja budżetu Polski na 2025 r. w opinii Allianz Trade kwestionuje jednak konsolidację fiskalną co niesie ze sobą średnioterminowe ryzyko fiskalne. W przyszłym roku polityka fiskalna ma być bardziej ekspansywna niż wcześniej prognozowano. Projekt budżetu ogłoszony przez polski rząd pod koniec sierpnia przewiduje deficyt fiskalny na poziomie -5,5% PKB w 2025 r., a szacowany deficyt na 2024 r. został skorygowany w górę do -5,7% PKB. W porównaniu z naszymi sierpniowymi prognozy polskiego deficytu były na poziomie odpowiednio -4,3% i -5% (które były nieco poniżej konsensusu). Hojne wydatki socjalne wspierające wydatki konsumpcyjne oraz wzrost wydatków obronnych do 4,7% PKB w 2025 r. (z 3,3% w 2023 r. i szacowanych 4,2% w 2024 r.)¹ są głównymi przyczynami wzrostu deficytu. Propozycja ta musi jeszcze zostać zatwierdzona przez parlament i podpisana przez prezydenta, ale jest prawdopodobne, że zostanie powszechnie przyjęta. Reakcja rynku na to ogłoszenie była bardzo stonowana, być może odzwierciedlając pogląd, że ryzyko związane z długiem państwowym prawdopodobnie pozostanie umiarkowane w najbliższym czasie. Decydenci i inwestorzy nie doceniają jednak średnioterminowego ryzyka fiskalnego, ponieważ dług publiczny ma obecnie wzrosnąć z 50% PKB w 2023 r. do około 55% w 2025 r. i przekroczyć 60% do 2027 r. bez przyszłej konsolidacji (wykres 2).

Wykres 2: Scenariusze dla polskich finansów publicznych (% PKB)



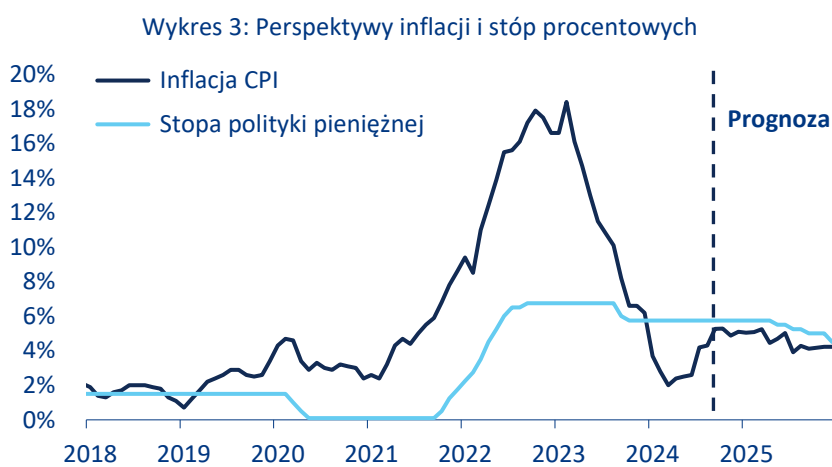
Źródła: Eurostat, polskie Ministerstwo Finansów, Allianz Research

W tym kontekście należy zauważyć, że Polska ma stosunkowo krótki profil zapadalności długu państwowego (z obligacjami rządowymi o średniej zapadalności ponad 8% PKB w latach 2024-2025, w porównaniu ze średnią rynków

¹ Od 2023 roku Polska ma najwyższe wydatki na obronność w stosunku do PKB wśród państw członkowskich NATO.

wschodzących wynoszącą 4,4%) i wskaźnik odsetek do dochodów na poziomie około 5%. Wszczęcie procedury nadmiernego deficytu wobec Polski przez Komisję Europejską w czerwcu, jeszcze przed projektem budżetu, oznacza, że kraj będzie musiał zobowiązać się do ścieżki redukcji deficytu. Scenariusz bazowy Allianz Trade zakłada zatem, że Polska zacznie konsolidować swój budżet począwszy od 2026 roku. W rezultacie wskaźnik długu publicznego do PKB prawdopodobnie ustabilizuje się na poziomie około 56% po 2026 r. (wykres 2). **Scenariusz ten pozbawia jednak rząd znaczącego pola manewru fiskalnego w przypadku potencjalnego szoku gospodarczego po 2025 roku.**

W perspektywie krótkoterminowej polski projekt budżetu stwarza ryzyko inflacyjne i prawdopodobnie opóźni obniżki stóp procentowych. Inflacja zasadnicza wzrosła z niedawnego niskiego poziomu 2% r/r w marcu 2024 r. do 4,3% w sierpniu, napędzana rosnącymi cenami żywności i energii. Biorąc pod uwagę dodatkową presję inflacyjną wynikającą z planowanych podwyżek zasiłków na dzieci, emerytur i wynagrodzeń w sektorze publicznym, Allianz Trade podniósł prognozy średniorocznej inflacji do 3,8% w 2024 r. i 4,5% w 2025 r. (z odpowiednio 3,6% i 3,8% w czerwcu). Oczekujemy również, że polski bank centralny, który od października 2023 r. utrzymuje główną stopę procentową na niezmiennym poziomie 5,75%, odłoży kolejną obniżkę stóp do II kwartału 2025 r., w porównaniu z naszą poprzednią prognozą obniżki w grudniu 2024 r. (wykres 3).



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research

Kontakt z Allianz Trade

Grzegorz Błachnio

+48 601 056 830

grzegorz.blachnio@allianz-trade.com

Kontakt z multiAN PR

Artur Niewrzędowski

+ 48 509 433 874

artur.niewrzedowski@multian.pl

Oceny te, jak zawsze, podlegają poniższemu zastrzeżeniu.

STWIERDZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI

Stwierdzenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą obejmować perspektywy, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań i inne stwierdzenia dotyczące przyszłości, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i wiążą się ze znanym i nieznanym ryzykiem i niepewnością. Rzeczywiste wyniki, wydajność lub zdarzenia mogą się znacznie różnić od tych wyrażonych lub sugerowanych w takich stwierdzeniach dotyczących przyszłości.

Takie odchylenia mogą wynikać m.in. z (i) zmian ogólnych warunków gospodarczych i sytuacji konkurencyjnej, w szczególności w zakresie podstawowej działalności Grupy Allianz i na podstawowych rynkach, (ii) wyników rynków finansowych (w szczególności zmienności rynku, płynności i zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i dotkliwości ubezpieczonych zdarzeń szkodowych, w tym katastrof naturalnych, oraz rozwoju kosztów szkód, (iv) poziomów i trendów śmiertelności i zachorowalności, (v) poziomu uporczywości, (vi) w szczególności w działalności bankowej, zakres niewykonania zobowiązań kredytowych, (vii) poziomy stóp procentowych, (viii) kursy wymiany walut, w tym kurs wymiany EUR/USD, (ix) zmiany przepisów prawa i regulacji, w tym przepisów podatkowych, (x) wpływ przejęć, w tym związane z nimi kwestie integracji, oraz środki reorganizacyjne, a także (xi) ogólne czynniki konkurencyjne, w każdym przypadku w skali lokalnej, regionalnej, krajowej i/lub globalnej. Wystąpienie wielu z tych czynników może być bardziej prawdopodobne lub bardziej wyraźne w wyniku działań terrorystycznych i ich konsekwencji.

BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI

Firma nie zobowiązuje się do aktualizowania jakichkolwiek informacji lub stwierdzeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym dokumencie,

z wyjątkiem wszelkich informacji, których ujawnienie jest wymagane przez prawo.

Allianz Trade to znak towarowy używany do oznaczania szeregu usług świadczonych przez Euler Hermes.