

Codziennik

Deficyt fiskalny lekko spadnie z wyższego poziomu

Dzisiaj wstępna inflacja za sierpień w Polsce i Niemczech, dane o PKB w Czechach
Rząd planuje deficyt fiskalny 6,5% PKB w 2026, przesunął jego szacunek za 2025 r. na 6,9%
Duda z RPP: obniżka stóp możliwa we wrześniu, ale lepiej później
Wzrost rentowności obligacji w reakcji na informacje o budżecie

Dziś poznamy wstępne dane o inflacji CPI w sierpniu. Spodziewamy się spadku inflacji z 3,1% r/r w lipcu do 2,9% r/r, zgodnie z konsensusem rynkowym. Za granicą m.in. lipcowe dane z USA o dochodach i wydatkach osobistych, inflacji PCE, indeksu koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan. W Czechach pojawi się nowy szacunek wzrostu PKB w II kw., a w Niemczech – dane o inflacji HICP w sierpniu. Rano z Niemiec zdążyły napłynąć już zaskakująco słabe dane o sprzedaży detalicznej w lipcu.

Rząd zatwierdził projekt budżetu na 2026 r. z deficytem w wysokości 272 mld zł w porównaniu z 288 mld zł planowanymi na 2025 r. Deficyt sektora publicznego (GG) ma wynieść 6,5% PKB, co oznacza lekki spadek z poziomu 6,9% szacowanego obecnie na 2025 r. Jeszcze przed wakacjami MF szacowało tegoroczny deficyt na 6,3% PKB, a w ustawie budżetowej planowano 5,5% PKB. Mimo wzrostu szacowanego niedoboru całego sektora publicznego w 2025 r. o ponad 50 mld zł wobec planu z ustawy, nie jest przewidywana nowelizacja budżetu centralnego, a szacunek potrzeb pożyczkowych obniżono o ok. 66 mld zł, do 300,5 mld zł, co sugeruje wypchnięcie deficytu i jego finansowania poza budżet centralny. Dług publiczny wg definicji ESA ma wzrosnąć w 2026 r. do 66,8% PKB z 60,4% PKB w br. (w tegorocznym budżecie planowano 58,9%), a wg definicji krajowej (PDP) do 53,8% PKB z 48,9% w br. (planowano 47,9% PKB). Planowane potrzeby pożyczkowe netto rosną w 2026 r. do rekordowego poziomu 422 mld zł, co na pierwszy rzut oka nie wygląda na dobrą wiadomość dla rynku, ale najprawdopodobniej znaczna część tego wzrostu wynika z założonego wykorzystania pożyczkowej części KPO i być może też nowego instrumentu SAFE. Nie znamy jeszcze szczegółów, ale instrumenty te mogą odpowiadać nawet za 120-130 mld zł przyrostu potrzeb pożyczkowych. Jeśli tak, to może się okazać, że budżet nie zakłada istotnego wzrostu emisji długu w porównaniu z tym rokiem. Założenia makroekonomiczne leżące u podstaw budżetu są wiarygodne, zakładając wzrost PKB o 3,5% i inflację 3,0%. Jednak planowane dochody (647 mld zł, wzrost o 7,3% w porównaniu z planowanym wynikiem w 2025 r.) mogą być ponownie trudne w realizacji, szczególnie, że zakładają wzrost niektórych podatków, co przynajmniej częściowo może zostać zablokowane przez prezydenta. W sumie, projekt potwierdza kontynuację ekspansywnej polityki fiskalnej i coraz bardziej niepokojącą trajektorię zadłużenia. Mimo niezłego wzrostu PKB (ok. 7% nominalnie), ścieżka deficytu i długu systematycznie przesuwają się w górę wobec wcześniejszych planów. Bez istotnej konsolidacji prawdopodobne jest przebicie progu 55% PKB przez dług PDP w 2027 r. i 60% PKB w horyzoncie 2-3 lat. Wg nas zaskakująco duże przewidywane deficyty fiskalne na ten i przyszły rok stawiają pod znakiem zapytania obniżkę stóp procentowych w śróde.

Iwona Duda z RPP oceniła w wywiadzie dla Business Insider, że jeżeli ocena aktualnych danych gospodarczych będzie korzystna z punktu widzenia przebiegu ścieżki inflacji, Rada może zdecydować się we wrześniu na kolejną obniżkę stóp procentowych. Niemniej, jak dodała, jej zdaniem powinno to nastąpić później, ponieważ przed dokonaniem kolejnego dostosowania stóp procentowych konieczne jest potwierdzenie trwałego spadku inflacji do celu. Duda powiedziała również, że spodziewa się, iż inflacja CPI spadła w sierpniu do 2,9% r/r.

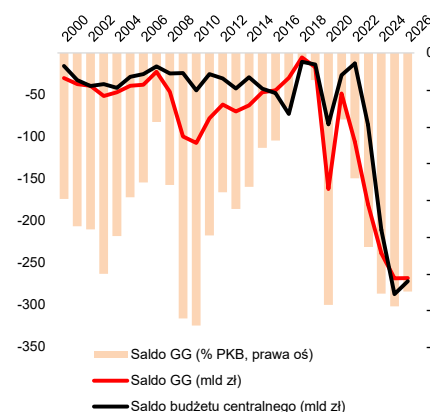
Wskaźnik ESI mierzący koniunkturę gospodarczą w Polsce wzrósł sierpniu o 0,5 pkt do 99,8 pkt, czym skorygował część odnotowanego w lipcu spadku z 101,3 pkt do 99,3 pkt. Sierpniowy wzrost wynikał z odbicia wskaźnika koniunktury konsumenckiej z -2,5 pkt do 1,3 pkt, które zostało dodatkowo wsparte wzrostem wskaźnika koniunktury w sektorze usług o 0,7 pkt do -2,9 pkt. Ograniczająco na skalę poprawy w sierpniu wpłynęły spadki wskaźników koniunktury w przemyśle i budownictwie o 0,7 pkt, a także delikatne osłabienie, o 0,1 pkt, wskaźnika koniunktury w sektorze handlu detalicznego. Od początku roku polski wskaźnik ESI pozostaje relatywnie stabilny i nie wskazuje na istotne zmiany w krajowej koniunkturze. W przypadku strefy euro, wskaźnik ESI spadł w sierpniu o 0,5 pkt do 95,2 pkt, m.in. w wyniku spadku wskaźnika koniunktury konsumenckiej, a także osłabienia wskaźników koniunktury w sektorach budownictwa i usług.

Wzrost PKB USA w II kw. został zrewidowany z 3,0% kw./kw. w ujęciu zannualizowanym do 3,3% kw./kw. Rewizji poddano między innymi stopę wzrostu konsumpcji, z 1,4% kw./kw. do 1,6% kw./kw., a także stopę wzrostu inwestycji, z 0,4% kw./kw. do 3,3% kw./kw. W efekcie stopa wzrostu PKB po wyłączeniu zapasów i eksportu netto (czyli dwóch kategorii, które w II kw. uległy mocnym zmianom w następstwie zmian w polityce handlowej) została zrewidowana z 1,1% kw./kw. do 1,6% kw./kw., a stopa wzrostu PKB po dodatkowym wyłączeniu konsumpcji publicznej (czyli miara preferowana przez Fed) – z 1,2% kw./kw. do 1,9% kw./kw.

Kurs EURPLN pozostawał w czwartek niewiele poniżej 4,27. Kursy EURHUF i EURCZK uległy trochę mocniejszemu wzrostowi, o około 0,2%. Osłabienie walut regionu nastąpiło równoległe do osłabienia dolara do euro o około 0,4%, które zaprowadziło kurs EURUSD powyżej 1,168.

Krajowe obligacje odnotowały w czwartek wzrosty rentowności do 10 pb na długim końcu krzywej, ok. 5 pb na krótkim końcu, reagując na informacje o projekcie budżetu. Stawki rynku pieniężnego wzrosły 3-5 pb w przypadku stóp IRS i 2-5 pb w przypadku stawek FRA. Na rynkach bazowych obserwowano delikatne wzrosty rentowności – o 0-2 pb w Niemczech i o 1-3 pb w przypadku dwu- i pięcioletnich obligacji USA. Rentowność dziesięcioletnich obligacji USA uległa pomijalnemu spadkowi.

Saldo finansów publicznych



Źródło: MF, GUS, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: ekonomia@santander.pl

www: santander.pl/serwis-ekonomiczny

Piotr Bielski 691 393 119

Bartosz Białas 517 881 807

Adrian Domitrz 571 664 004

Marcin Luźniński 510 027 662

Grzegorz Ogonek 609 224 857

Rynek walutowy

Dzisiejsze otwarcie

EURPLN	4.2650	CZKPLN	0.1736
USDPLN	3.6574	HUFPLN*	1.0645
EURUSD	1.1665	RONPLN	0.8423
CHFPLN	4.5566	NOKPLN	0.3626
GBPPLN	4.9349	DKKPLN	0.5714
USDCNY	7.1307	SEKPLN	0.3851

*za 100HUF

Poprzednia sesja na rynku FX

28.08.2025

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4.2601	4.2711	4.2633	4.2658	4.2681
USDPLN	3.6465	3.6720	3.6630	3.6552	3.6658
EURUSD	1.1627	1.1686	1.1638	1.1671	-

Rynek stopy procentowej

28.08.2025

Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark (termin)	%	Zmiana (pb)
PS0527 (2L)	4.34	7
PS0730 (5L)	4.96	11
DS1034 (10L)	5.55	9

Stawki IRS na rynku międzybankowym**

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	4.36	2	4.04	1	2.06	1
2L	4.11	4	3.67	2	2.07	2
3L	4.06	5	3.57	0	2.15	1
4L	4.08	5	3.56	-1	2.23	1
5L	4.14	5	3.60	-2	2.31	1
8L	4.36	5	3.80	-3	2.53	0
10L	4.53	6	3.94	-3	2.66	0

Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	4.99	-5
T/N	5.05	-3
SW	5.05	-1
1M	4.94	-2
3M	4.81	-2
6M	4.68	-1
1Y	4.52	-1

Stawki FRA (na rynku międzybankowym)**

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	4.68	0
3x6	4.47	2
6x9	4.12	4
9x12	3.78	3
3x9	4.34	2
6x12	4.02	5

Stawki CDS i różnica rentowności wobec niemieckich obligacji

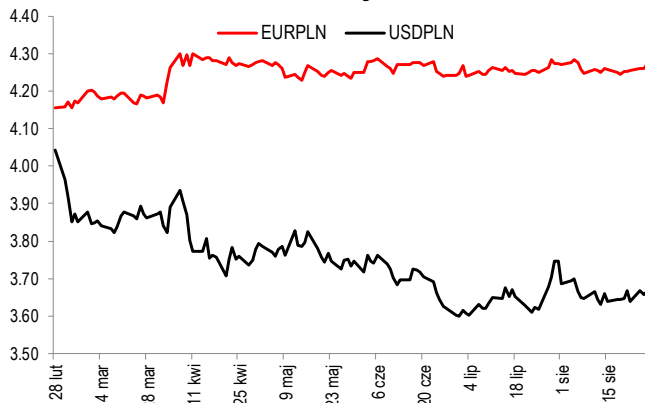
Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska	60	0	285	9
Francja	19	0	78	-3
Węgry	108	0	0	-445
Hiszpania	28	0	60	-2
Włochy	18	0	87	-3
Portugalia	15	0	45	-1
Irlandia	11	0	25	-3
Niemcy	5	0	-	-

*spread 10-letnich obligacji skarbowych do 10-letnich Bundów

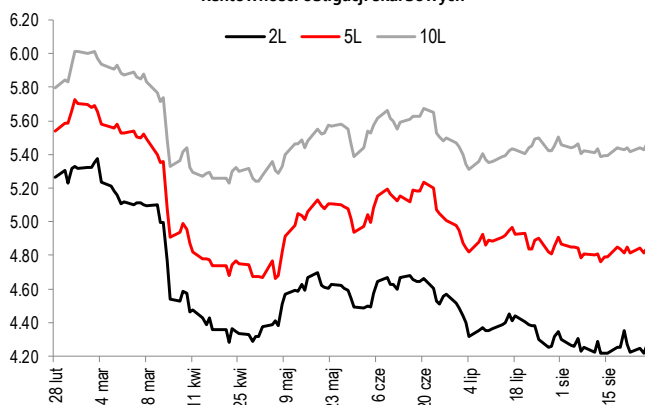
**Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: LSEG, Datastream

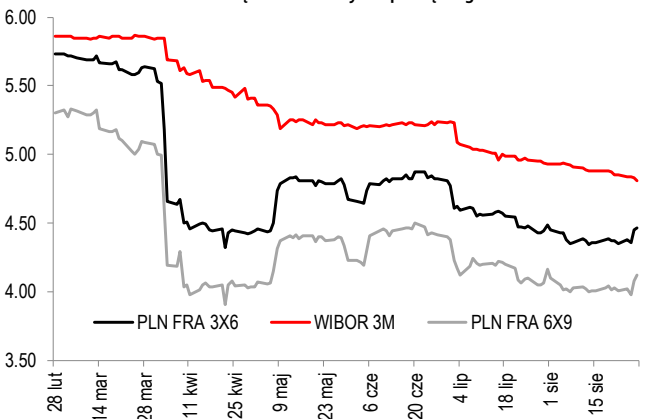
Kurs złotego



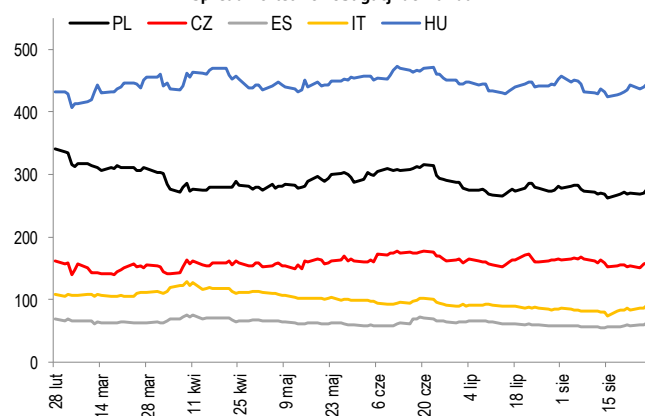
Rentowności obligacji skarbowych



3-miesięczne stawki rynku pieniężnego



Spread 10-letnich obligacji do Bunda



Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		REALIZACJA	OSTATNIA WARTOŚĆ*
				RYNEK	SANTANDER		
PIĄTEK (22 sierpnia)							
08:00	DE	PKB WDA	II kw.	% r/r	0,4	0,2	0,4
PONIEDZIAŁEK (25 sierpnia)							
10:00	DE	Ifo	VIII	pkt	88,8	89,0	88,6
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	VII	% r/r	3,5	3,5	4,8
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	VII	% r/r	10,5	10,8	10,5
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VII	% m/m	0,5	-0,6	4,1
WTOREK (26 sierpnia)							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VII	%	5,4	5,4	5,2
14:00	HU	Decyzja banku centralnego	VIII	%	6,50	6,50	6,50
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	VII	% m/m	-3,8	-2,8	-9,4
16:00	US	Conference Board Konsumenci	VIII	pkt	96,5	97,4	98,7
ŚRODA (27 sierpnia)							
Brak istotnych publikacji danych i wydarzeń							
CZWARTEK (28 sierpnia)							
11:00	EZ	ESI	VIII	pkt	96,0	95,2	95,7
14:30	US	PKB	II kw.	% k/k	3,0	3,3	3,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	230	229	234
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VII	% m/m	-0,2	-0,4	-0,8
PIĄTEK (29 sierpnia)							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	VII	% m/m	0,0	-1,5	1,0
09:00	CZ	PKB SA	II kw.	% r/r	2,4	-	2,4
10:00	PL	Inflacja	VIII	% r/r	2,9	-	3,1
14:00	DE	Inflacja HICP	VIII	% m/m	0,0	-	0,4
14:30	US	Wydatki osobiste	VII	% m/m	0,5	-	0,3
14:30	US	Dochody osobiste	VII	% m/m	0,5	-	0,3
14:30	US	Indeks cen PCE SA	VII	% m/m	0,2	-	0,3
16:00	US	Indeks Michigan	VIII	pkt	58,6	-	61,7

Źródło: Santander Bank Polska, Reuters, Parkiet, Bloomberg

* w przypadku rewizji dane uaktualnione

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych, Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji, Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych. W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl