

CitiWeekly

Przymiarki do zmiany limitu zadłużenia?

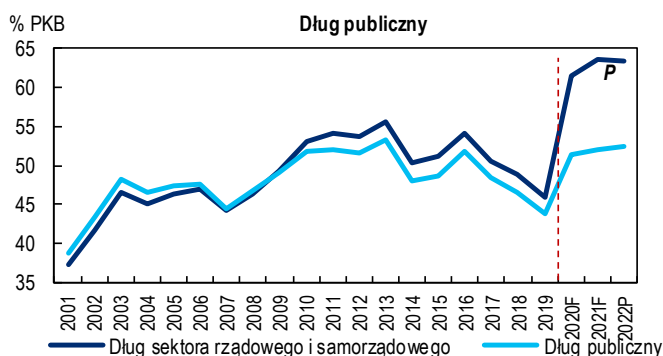
- Temat odpowiedniego poziomu zadłużenia powrócił na dobre do publicznej dyskusji. W ostatnich tygodniach przedstawiciele MF kilkakrotnie sygnalizowali, że należy zastanowić się nad zmianą konstytucyjnego limitu, który ogranicza poziom długu publicznego do maksymalnie 60% PKB. Najpierw taka sugestia padła z ust wiceministra finansów i Głównego Rzecznika Dyscypliny Finansów Publicznych Piotra Patkowskiego (*Rzeczpospolita*), a następnie ze strony samego ministra finansów Tadeusza Kościńskiego (*Interia*). Według ministra gospodarka polska zmieniła się od czasu, gdy wprowadzono konstytucyjny limit i „nikt się nie spodziewa, że dług publiczny musi być na poziomie 60% PKB”. Jego zdaniem „nawet MF i Bank Światowy zaczęły dyskutować, że poziom 85% jest dobry i to jest poziom, jaki powinien być, a nie limit”.
- Dyskusja na temat limitów nie jest zaskakująca w obliczu przewidywanego wzrostu długu publicznego. Jeszcze w 2019 r. dług był szacowany na 43,8% PKB, podczas gdy w bieżącym roku - na skutek szoku pandemicznego i działań podjętych w celu ograniczenia jego skutków - zadłużenie zapewne przekroczy 50%. Wartość ta i tak nie uwzględnia wszystkich kosztów związanych z tarczami antykryzysowymi. Miara długu, która je uwzględnia, czyli zadłużenie sektora rządowego i samorządowego ma w tym roku przekroczyć 60% PKB.
- Sposób konstrukcji limitu zadłużenia rzeczywiście może w niektórych przypadkach wymuszać nieoptymalną odpowiedź polityki fiskalnej. Takie ryzyko istnieje, gdy poziom długu zbliża się do poziomu 60%, a jednocześnie gospodarka wpada w recesję. W takim przypadku optymalną odpowiedzią mogłoby być poluzowanie polityki fiskalnej, podczas gdy limit zadłużenia może wymuszać jej zacieśnienie. Z tego powodu modyfikacja, podniesienie lub zniesienie limitu zadłużenia mogłyby okazać się uzasadnione, ale musiałyby zostać przeprowadzone w sposób, który nie podważa wiarygodności polityki fiskalnej (aby nie zwiększać premii za ryzyko przypisywanej polskiemu aktywom i nie zwiększać zmienności na rynku obligacji). Naszym zdaniem dla wielu inwestorów istotne byłoby jednocześnie ujednolicenie polskich definicji długu publicznego z definicją Eurostat, aby uniemożliwić w przyszłości dostosowywanie definicji długu do bieżących potrzeb. Zmiany mogłyby również zostać przyjęte pozytywnie gdyby ogłoszeniu modyfikacji limitu długu towarzyszyło przedstawienie średnioterminowego programu ograniczania deficytu fiskalnego.
- Niezależnie od argumentów ekonomicznych, wydaje się, że szanse zmiany limitu 60% są ograniczane przez fakt, że wymagałyby one większości konstytucyjnej.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 20	4,44	3,73	4,83	1,19	0,10	-0,50	-0,40	0,89
IV KW 21	4,33	3,52	4,81	1,23	0,10	-0,50	-0,20	1,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 10.09. pozostałe prognozy z 22.07.2020 r.

Wykres 1. Dług sektora rządowego i samorządowego może przekroczyć 60% PKB już w tym roku



Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

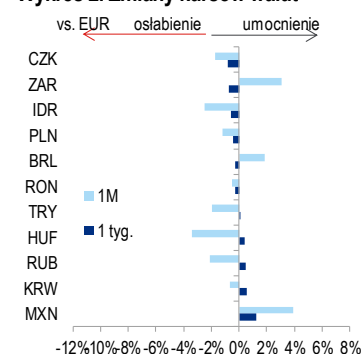
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

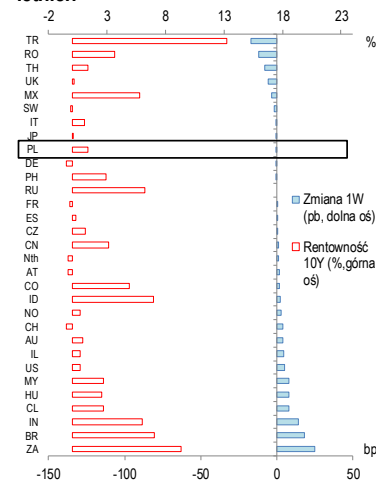
Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 11.09.2020 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 11.09.2020 r.

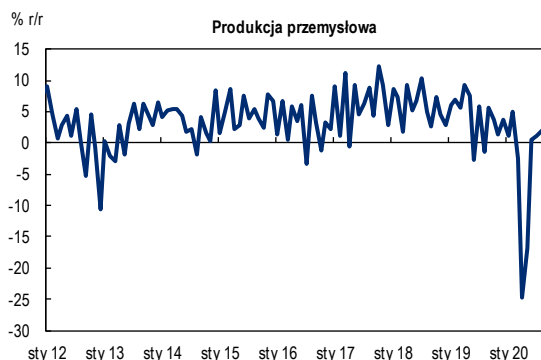
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

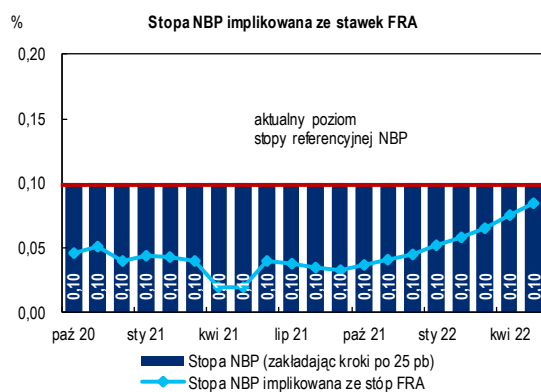
Wykres 4. Spodziewamy się dalszego ożywienia w danych za sierpień



- Spodziewamy się solidnego wyniku produkcji przemysłowej (+2,1% r/r). Na stopniową odbudowę w przemyśle może wskazywać rosnący ruch aut ciężarowych na autostradach.
- Jednocześnie oczekujemy dalszego ożywienia na rynku pracy w związku ze stopniowym otwieraniem się gospodarki, powrotami pracowników z urlopów opiekuńczych i bezpłatnych urlopów oraz zakończeniem obowiązywania rządowych programów ochronnych. W rezultacie spodziewamy się przyspieszenia wzrostu płac do 4,1% i wyhamowania spadku zatrudnienia do -1,6% r/r.
- Inflacja netto najprawdopodobniej spadnie z najwyższych poziomów od 2001 r. do ok. 4%.

Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy

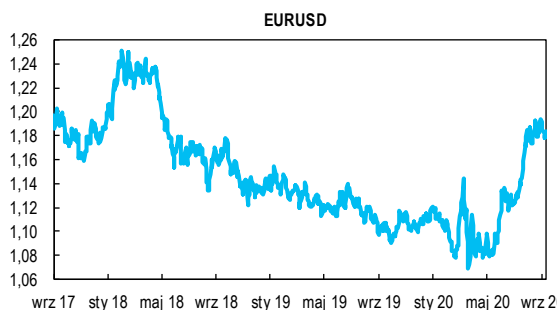
Wykres 5. Nie oczekujemy zmian w komunikacji RPP



- Na wtorkowym posiedzeniu nie oczekujemy żadnych istotnych zmian w komunikacji RPP. Chociaż część członków Rady preferowałaby wyższe stopy procentowe w tym lub przyszłym roku, naszym zdaniem większość, wliczając w to prezesa A. Głapińskiego, zapewne będzie opowiadać się za stabilizacją stóp przez długi czas. Choć dane publikowane w ostatnim miesiącu zaskoczyły pozytywnie, to naszym zdaniem niespodzianka nie była na tyle duża aby rozwiać obawy RPP dotyczące przyszłego popytu krajowego oraz inflacji.
- Oczekujemy, że bank centralny będzie kontynuował skup aktywów, choć w mniejszym tempie niż dotychczas, głównie ze względu na niewielkie emisje i niechęć uczestników rynku do sprzedaży obligacji.

Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 6. Reaktywny EBC



- Na wrześniowym posiedzeniu EBC nie zmienił parametrów polityki pieniężnej. Bank centralny podwyższył prognozy na 2020 r. do -8% z -8,7%, a na 2021 r. obniżył do 5% z 5,2%. EBC zwrócił uwagę na poprawę aktywności gospodarczej, ale podkreślił negatywny bilans ryzyk. Rada EBC dyskutowała nad siłą euro i zasygnalizowała, że będzie uważnie monitorować zachowanie kursu w kontekście jego wpływu na ścieżkę inflacji. Komunikat EBC sugeruje, że bank centralny wciąż będzie prowadził reaktywną (a nie proaktywną) politykę pieniężną. Oczekujemy, że EBC zwiększy program skupu aktywów w grudniu o kolejne 500 mld EUR, a data skupu może zostać wydłużona do końca 2021 r.
- Fed prawdopodobnie podwyższy prognozy PKB i inflacji, ale utrzyma gołębie nastawienie. Nie oczekujemy zmian w polityce skupu aktywów.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz, publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
14 wrz PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	VII	4,5	--	9,1
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	VII	1360	2412	2842
15 wrz WTOREK							
10:00	PL	Inflacja	% r/r	VIII	2,9	2,9	3
	PL	Decyzja RPP	%	IX	0,1	0,1	0,1
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	IX	75	69,5	71,5
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	IX	--	15	3,7
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	0,6	1,1	3
16 wrz ŚRODA							
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	VIII	3,9	4,1	4,3
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	0,6	1	1,2
20:00	USA	Stopa Fed Funds	%	IX	0-0.25	0-0.25	0-0.25
17 wrz CZWARTEK							
04:00	JP	Decyzja Banku Japonii	%	IX	--	-0,1	-0,1
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	VIII	-1,6	-1,4	-2,3
10:00	PL	Płace	% r/r	VIII	4,1	4,0	3,8
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	VIII	-0,2	-0,2	0,4
12:00	PL	Aukcja zamiany					
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	IX	0,1	0,1	0,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	830	850	994
14:30	USA	Kontynuujący pobieranie zasiłku	tys.	tyg.	13100	--	13385
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	VIII	1526	1480	1496
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	VIII	1567	1520	1483
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	IX	15	--	17,2
18 wrz PIĄTEK							
10:00	PL	PPI	% r/r	VIII	--	-0,9	-0,6
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	2,1	3,1	1,1
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan - wstępny	pkt	IX	75,9	75	74,1
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	pkt	VIII	--	1,2	1,4

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	587	590	569	648
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.265	2.249	2.418
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.270	15.348	14.854	16.908
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	9,0	8,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	-4,0	4,7
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-13,1	16,1
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	-2,1	4,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-3,2	6,1
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	-7,9	5,3
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	-9,1	6,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,7	2,1
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	2,0
Płace nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	3,0	3,6
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,6	7,4	4,9	3,5	7,4	7,0	6,5	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,26	0,26
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,50	1,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,54	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,71	3,50
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,59
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,42	4,34
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,42	4,38
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,6	-2,5	0,8	-6,0	2,5	17,0	16,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	0,4	3,0	2,6
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	2,7	7,4	4,8
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	257,8	225,9	249,5
Import	215,0	188,6	193,1	226,6	260,1	255,1	218,5	244,7
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	28,2	24,7	29,7
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-26,4	-12,5	-15,0
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	115,8	117,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,6	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-11,4	-5,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-10,3	-4,3
Dług sektora rządowego i samorządowego	50,4	51,3	54,2	50,6	48,8	46,0	61,6	63,6

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do 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, nie stanowi „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 oraz 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, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. 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. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. 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. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte 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 prognozowanych wartości. 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 występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. 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. 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 numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.