

CitiWeekly

Dług długowi będzie (prawie) równy

■ Rząd planuje rozpoczęcie konsolidacji finansów publicznych od 2024 roku, co w praktyce oznaczałoby włączenie części funduszy pozostających w zarządzaniu BGK oraz PFR do długu publicznego. Takie działania miałyby na celu ujednolicenie długu według definicji krajowej (1209,6 mld zł, co stanowi 39,4% PKB) oraz unijnej (1512,2 mld zł, czyli 49,3% PKB).

■ Różnica między powyższymi miarami długu (304,5 mld zł) zwiększyła się przede wszystkim w wyniku emisji nowych obligacji po wybuchu pandemii COVID-19. Na tę kwotę składają się przede wszystkim: Fundusz Przeciwdziałania COVID-19 (148,2 mld zł), Krajowy Fundusz Drogowy (62,7 mld zł) oraz Tarcza Finansowa (73,9 mld zł).

■ Jednorazowe, natychmiastowe włączenie wszystkich funduszy pozabudżetowych do długu publicznego, skutkowałoby wzrostem zadłużenia o blisko 10% PKB. Przekładałoby się to na istotne zbliżenie do ustawowych progów ostrożnościowych (wynoszących 55% oraz 60% PKB), których przekroczenie powodowałoby automatyczne uruchomienie działań ograniczających możliwość zadłużania czy uchwalania budżetu z deficytem. W związku z tym planowana konsolidacja finansów publicznych ma postępować w sposób stopniowy tak, aby uniknąć gwałtownego wzrostu długu publicznego. Wciąż nie jest jasne, które fundusze zostaną włączone do krajowej definicji długu publicznego, jednak prawdopodobnie Krajowy Fundusz Drogowy oraz Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych nie zostaną objęte planowanymi zmianami.

■ Włączenie obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa do długu publicznego miałoby bezpośredni wpływ na potrzeb pożyczkową brutto. Łączna kwota do wykupu obligacji BGK (bez KFD, FWSZ oraz obligacji własnych) oraz PFR wynosi blisko 220 mld zł (wobec niemal 1000 mld zł obligacji Skarbu Państwa), a pierwsze z nich zapadają już w 2024 roku. Według naszych szacunków, w wyniku ewentualnego włączenia obligacji pozabudżetowych do długu publicznego potrzeby pożyczkowe brutto mogłyby wzrosnąć w 2024 roku o 16,3 mld zł, a w 2025 roku o 62,9 mld zł. W odpowiedzi na interpelację poselską MF poinformowało również, że na rzecz funduszy objętych zmianami nie będzie już zaciągany nowy dług. Nie została jeszcze podjęta decyzja czy w ramach przetargów obligacje z gwarancjami Skarbu Państwa zostaną zamienione na papiery skarbowe.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Maciej Bącal

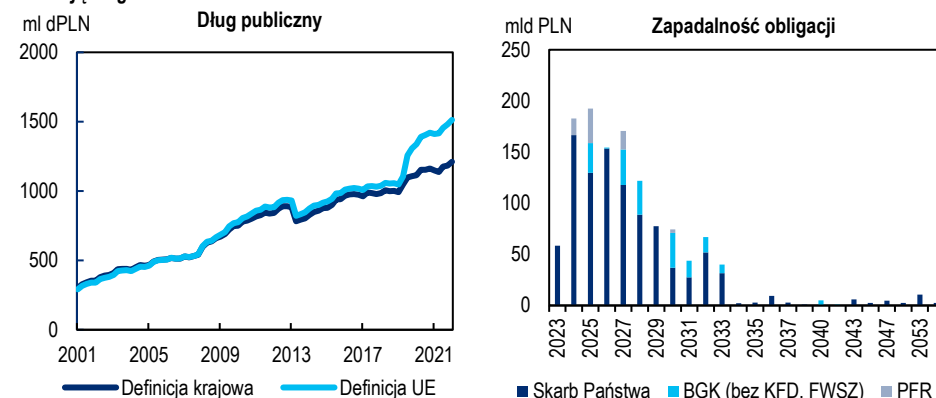
maciej.bacal@citi.com

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
II KW 23	4,67	4,10	5,25	1,14	6,75	2,50	3,55
II KW 24	4,70	4,02	5,24	1,17	6,00	2,00	-

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 18.04.2023 r. Pozostałe prognozy z 19.04.2023 r.

Wykres 1. Planowana konsolidacja ma doprowadzić do zawężenia różnicy między krajową i „europejską” definicją długu.



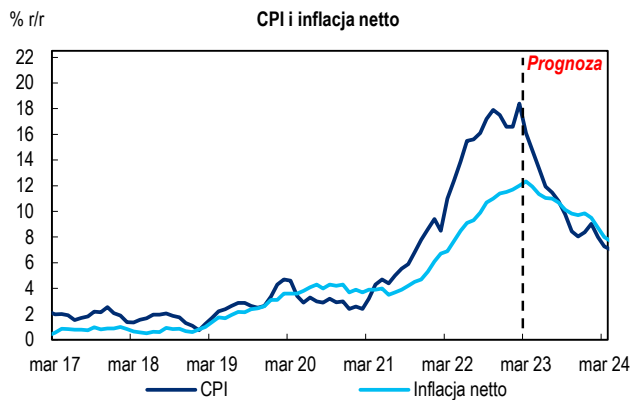
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, MF, BGK, PFR, Refinitiv.

Spis treści

	Nr str.
- Temat tygodnia	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja w kwietniu najprawdopodobniej wyraźnie spadła



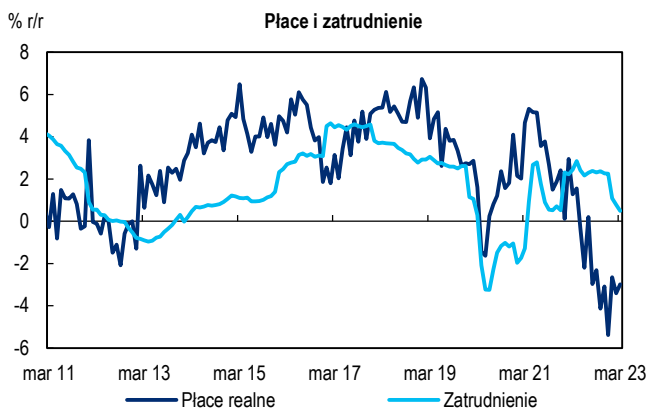
■ W najbliższy piątek GUS opublikuje szacunkowe dane o inflacji za kwiecień. Spodziewamy się jej spadku do 14,8% r/r z 16,1% r/r w marcu.

■ Nasze szacunki wskazują, że do znacznego spadku przyczyniły się przede wszystkim czynniki statystyczne – efekt wysokiej bazy, związany z ubiegłorocznym wzrostem cen po wybuchu wojny na Ukrainie.

■ W swojej prognozie widzimy jednak ryzyka w górę. Po pierwsze źródłem niespodzianki mogą być ceny żywności. Po drugie widzimy potencjał szybszego od przewidywanego wzrostu w przypadku inflacji bazowej, na którą w dalszym ciągu oddziałuje podwyższona dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

Wykres 3. Stabilizacja na rynku pracy

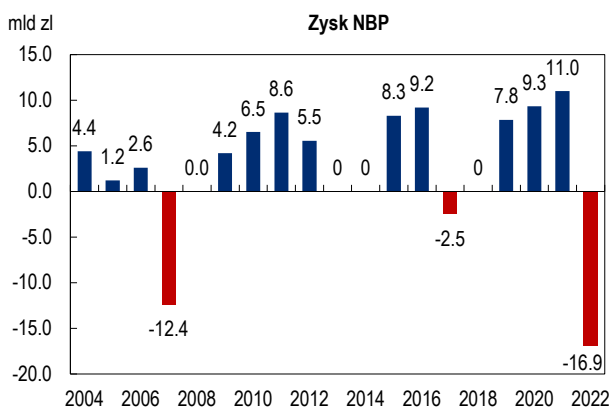


■ Płace w sektorze przedsiębiorstw spowolniły w marcu do 12,6% r/r z 13,6% r/r, a tym samym okazały się nieznacznie wyższe od naszej prognozy i konsensusu rynkowego (odpowiednio 12% r/r i 12,4% r/r). W ujęciu realnym płace spadły o 3% r/r, co oznacza lekką poprawę w stosunku do średniej z ostatnich trzech miesięcy (-4% r/r). W kolejnych miesiącach oczekujemy kontynuacji tego trendu, głównie za sprawą obniżenia się inflacji CPI w wyniku działania efektów bazowych.

■ Nieco rozczarowujące okazały się dane o zatrudnieniu, którego dynamika w marcu wyhamowała do 0,5% r/r z 0,8% r/r w lutym. W ujęciu m/m liczba etatów w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się o 9 tys., co przy mniejszej liczbie ofert pracy w porównaniu z ubiegłym rokiem, może sugerować lekkie schłodzenie rynku pracy.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

Wykres 4. NBP ze sporą stratą w 2022 roku



■ Z opublikowanego przez Narodowy Bank Polski sprawozdania finansowego za ubiegły rok wynika, że NBP w 2022 roku odnotował rekordową stratę w wysokości 16,9 mld zł w porównaniu do 11 mld zł zysku w 2021 roku.

■ Ujemny wynik banku centralnego nie jest niespodzianką. Jest to efekt wzrostu rentowności obligacji na rynkach światowych, co doprowadziło do spadku wyceny posiadanych przez NBP papierów skarbowych (wynik -25,3 mld zł). Istotny negatywny wpływ miały również podwyżki stóp procentowych w kraju, które podniosły koszty sterylizacji (wynik z odsetek: -5,8 mld zł).

■ Naszym zdaniem ubiegłoroczna strata NBP nie powinna nieść za sobą negatywnych konsekwencji rynkowych, tym bardziej, że w polskich warunkach prawnych nie wymaga ona automatycznego dokapitalizowania banku przez budżet. Strata NBP oznacza jednak brak wpływów do budżetu państwa.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
24 kwi PONIEDZIAŁEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	III	-6.2	-6.2	-5
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	III	2.7	0.5	6.6
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	III	-0.8	-2.2	-1.2
10:00	DE	Indeks Instytutu Ifo	pkt	IV	94.2	93.4	93.3
25 kwi WTOREK							
14:00	PL	Podaż pieniądza	% r/r	III	--	7.2	7.4
14:00	HU	Decyzja MNB	%	IV	13	13	13
16:30	USA	Wskaźnik Conference Board	pkt	IV	106	104.5	104.2
26 kwi ŚRODA							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	% r/r	III	5.4	5.4	5.5
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	III	-92.5	-90	-91.6
27 kwi CZWARTEK							
11:00	EUR	Wskaźnik zaufania konsumentów	pkt % kw/kw	IV	99.7	99	99.3
14:30	USA	PKB	ann	1Q	2.3	2	2.6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	235	250	245
28 kwi PIĄTEK							
8:00	DE	PKB	1Q	% kw/kw	0.3	0.2	-0.4
10:00	PL	Inflacja CPI	% r/r	IV	14.8	15	16.1
14:00	DE	Inflacja CPI	% r/r	IV	7.4	7.3	7.4
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	III	0.1	0.1	0.3
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	III	-0.2	0.2	0.3
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	III	0	-0.1	0.2
15:45	USA	Indeks Chicago PMI	pkt	III	--	43.5	43.8
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan	pkt	III	--	63.5	63.5

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	680	690	803	922
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 983	2 127	2 288	2 338	2 624	3 068	3 366	3 690
PKB per capita (USD)	13 689	15 348	15 528	15 689	17 858	18 107	21 101	24 262
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1	38,0
Stopa bezrobocia (%)	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	5,2	5,6	5,6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,8	4,9	0,3	4,1
Inwestycje (% r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	2,1	4,5	0,3	3,5
Spożycie ogółem (% r/r)	5,4	4,4	4,1	-1,5	5,9	2,2	-0,2	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,3	3,0	-1,1	3,6
Eksport (% r/r)	9,0	6,8	5,3	-1,1	12,5	4,5	2,9	7,5
Import (% r/r)	9,9	7,5	3,2	-2,4	16,1	5,5	-0,3	6,8
Ceny, pieniądz i kredyty								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	8,2	5,6
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	12,2	6,7
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	10,3	8,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,2	2,5	5,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	6,75	5,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	6,77	5,26
Rentowność obligacji 10-letnich	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	6,05	5,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,47	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	4,06	3,95
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,19	4,00
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,70	4,70
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,69	4,70
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-21,4	-17,4	-17,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-3,1	-2,2	-1,9
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-26,0	-22,8	-23,2
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	337,9	391,3	435,0
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	364,0	414,1	458,2
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	37,8	43,4	48,5
Saldo dochodów	-21,1	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,1	-35,4	-39,3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,4	-5,6	-3,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,1	1,2	0,7	-5,6	-0,7	-2,0	-3,7	-1,5
Dług publiczny (polska metodologia)	48,3	46,4	43,2	47,5	43,8	39,4	40,1	39,1

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

Arkadiusz Trzciółek

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Maciej Bącal

Stażysta

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 jedynego 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.