

21 października 2024 | 5 stron

Citi Weekly

Wyboista droga do redukcji zadłużenia

- W ubiegłym tygodniu opisaliśmy ścieżkę, którą Ministerstwo Finansów zaproponowało, aby wyjść z procedury nadmiernego deficytu. Mniej optymistycznie wyglądają założenia dotyczące zmian zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych (GG), które rośnie z 49,6% PKB w 2023 roku (i szacowanych 54,6% w bieżącym roku) do 61,3% w roku 2027. W związku z tym, przyjrzelśmy się [badaniu](#) Międzynarodowego Funduszu Walutowego (IMF) na temat czynników wpływających na poziom zadłużenia krajów.

- Czynnikiem, który pozwala „wyrosnąć” z nadmiernego zadłużenia jest wzrost gospodarczy. Jest to najdogodniejsza strategia, gdyż w tym przypadku nie są potrzebne dodatkowe działania po stronie rządu, oczywiście o ile koniunktura gospodarcza jest wystarczająco sprzyjająca. Na ścieżkę redukcji długu istotny wpływ ma szczególnie to, na ile tempo wzrostu gospodarczego przekracza oprocentowanie długu – im szybszy wzrost w stosunku do oprocentowania długu, tym łatwiej obniżyć zadłużenie. W przypadku Polski czynnik ten przez lata oddziaływał dużą rolą i skutecznie pomagał utrzymywać dług w ryzach, choć naszym zdaniem w kolejnych latach jego znaczenie może być relatywnie mniejsze.

- Co do zasady, łatwiejsze warunki finansowania sprzyjają spadkowi relacji długu do PKB. Wpływać na nie może bank centralny poprzez zmiany stopy procentowej, a także sytuacja rynkowa – zmiany spreadów obligacji. W tym wypadku warto zaznaczyć, że notowania na rynku dłużnym w dużym stopniu uzależnione są od zdarzeń globalnych, a szacunki IMF wskazują, że zmienność rentowności 10-letnich obligacji w ostatnich dwóch dekadach w ponad 50% była wyjaśniana przez czynniki globalne, a udział ten stopniowo się zwiększał.

- Polityka rządu ma bezpośredni wpływ na dług głównie poprzez decyzje o zmniejszaniu lub zwiększaniu deficytu. Dokonana przez IMF analiza przypadków historycznych sugeruje, że aby osiągnąć wysokie prawdopodobieństwo redukcji długu, deficyt pierwotny powinien spaść o 3%-3,5% PKB w horyzoncie 6 lat. Dla porównania, szacunki polskiego MF wskazują na obniżenie deficytu pierwotnego o 3% PKB w przeciągu najbliższych 4 lat.

- W sumie założenia Ministerstwa Finansów przewidują spadek długu GG poniżej progu 60% w 2030 roku i sukcesywne zejście do poziomu 52,8% w horyzoncie 2038 roku, na co wpływać ma strukturalna fiskalna nadwyżka pierwotna (0,4%) oraz zmniejszające się znaczenie odsetek od długu. Badanie IMF wskazuje, że w przypadku gospodarek rozwijających się bardziej istotne niż ograniczenie wydatków (jak dla krajów rozwiniętych) jest zwiększenie przychodów poprzez działania podatkowe. W przypadku Polski ten argument można interpretować jako konieczność ponownej redukcji luki w VAT, po jej wcześniejszym wzroście w 2023 roku.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

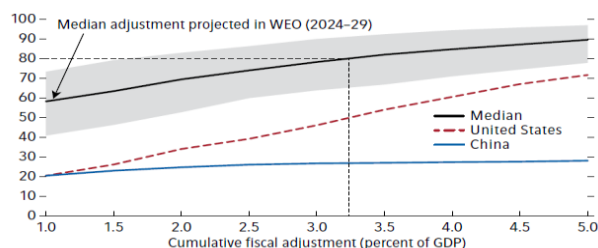
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

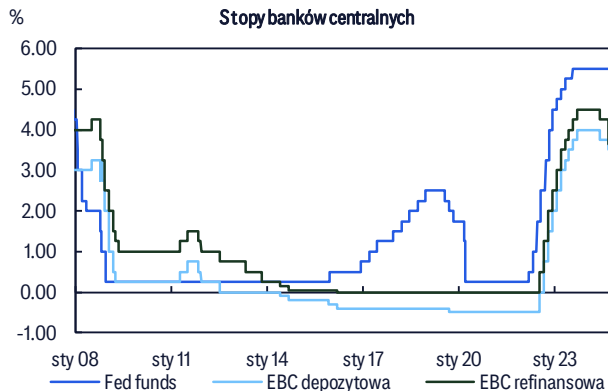
Aleksandra Siuzdakaleksandra.siuzdak@citi.com

Wykres 1. Prawdopodobieństwo zmniejszenia wskaźnika zadłużenia w relacji do PKB wymaga m.in. mocniejszej redukcji pierwotnego deficytu fiskalnego*(Probability for median and interquartile range in percent)*

Źródło: Monitor Fiskalny Międzynarodowego Funduszu Walutowego

Tydzień w wykresach

Wykres 2. EBC z trzecią obniżką



Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- W minionym tygodniu, zgodnie z oczekiwaniami, Europejski Bank Centralny zdecydował się na kolejny ruch w polityce pieniężnej i obniżył stopę depozytową o 25 pb do 3,25%.
- Dla Rady Prezesów głównymi argumentami przemawiającymi za trzecim w tym roku cięciem był przebiegający w miarę gładko proces dezinflacji oraz niższe od oczekiwań wskaźniki o aktywności gospodarczej. Mimo, że Rada Prezesów deklaruje utrzymanie restrykcyjnej polityki aż do momentu, gdy inflacja powróci na dobre do swojego celu, zauważalna jest zmiana retoryki na rzecz większego wsparcia wzrostu gospodarczego.
- Decydenci podkreślają, że ich przyszłe kroki będą w dużej mierze zależeć od bieżących danych. Naszym zdaniem na najbliższym grudniowym posiedzeniu cykl łagodzenia będzie kontynuowany w podobnej jak dotąd skali.

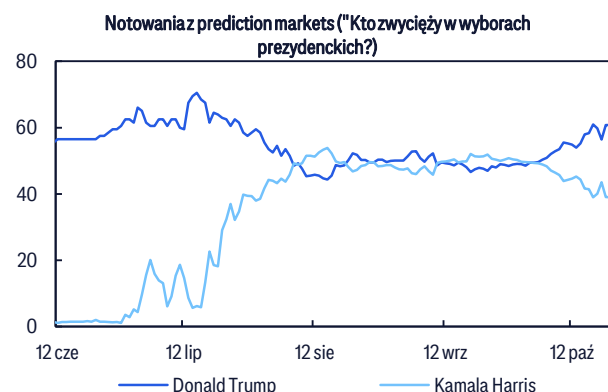
Wykres 3. Inflacja bazowa do góry



Źródło: Citi Handlowy, NBP, GUS

- Inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) we wrześniu wzrosła do 4,3% r/r wobec 3,7% w sierpniu. W ujęciu miesięcznym natomiast inflacja utrzymała swoje tempo, wzrastając tak samo jak poprzednio o 0,3%.
- Do stosunkowo dużego wzrostu wskaźnika przyczynił się efekt niskiej bazy z zeszłego roku spowodowany obniżkami cen leków. Niemniej, impet inflacji bazowej (po uwzględnieniu wahań sezonowych) wciąż jest silny i we wrześniu wyniósł około 5,4% (3MMA), znacznie odbiegając od celu inflacyjnego NBP.
- Oprócz inflacji po wykluczeniu cen żywności i energii, NBP publikuje również inne miary inflacji bazowej, które obecnie znajdują się w przedziale 3,4% - 5,3% r/r. Wszystkie z tych miar wyraźnie wzrosły w porównaniu z poprzednim miesiącem.

Wykres 4. Kwotowania prediction markets zmieniają się na korzyść D. Trumpa



Źródło: Dane Polymarket, Bloomberg

- Do wyborów prezydenckich w Stanach Zjednoczonych pozostało zaledwie dwa tygodnie. Ostatnie sondaże sugerują poprawę notowań Donalda Trumpa, a tzw. *prediction markets* (na których inwestorzy mogą „obstawiać” konkretny wynik wyborów) wskazują byłego prezydenta jako faworyta.
- Sytuacja polityczna częściowo wyjaśnia relatywną siłę dolara, która się ujawniła pod koniec września. Ewentualne wprowadzenie ceł przez nowego prezydenta jest uważane przez ekonomistów za czynnik, który powinien sprzyjać dolarowi i jednocześnie może szkodzić gospodarkom i walutom rynków wschodzących. Tradycyjnie zaś niższym notowaniom EUR/USD towarzyszy również słabość złotego.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
22 paź WTOREK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IX	2,3	2,1	2,6
14:00	HU	Decyzja MNB	%	X	6,5	6,5	6,5
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	IX	--	6,8	7,8
23 paź ŚRODA							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	IX	--	5	5
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	X	-12,4	-12,1	-12,9
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	IX	3,73	3,90	3,86
24 paź CZWARTEK							
09:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	X	50	50,8	50,6
09:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	X	39,5	40,7	40,6
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	X	51,2	51,5	51,4
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	X	44,5	45,1	45
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	242	--	241
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	X	46,6	--	47,3
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	X	54	--	55,2
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	IX	0,742	0,713	0,716
25 paź PIĄTEK							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	X	85,3	85,9	85,4
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	IX	-0,6	-1	0
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	X	--	--	68,9

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	907	991
Nominalny PKB (mld PLN)	2127	2288	2338	2631	3067	3396	3625	3918
PKB per capita (USD)	15348	15528	15761	17990	18268	21487	24173	26478
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	3,4	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	5,5	3,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,4	-1,0	4,6	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	4,7	3,8
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	5,25	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,39	3,94	3,95	3,91
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	4,25	4,30
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	-2,5
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	398,1	431,9
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	396,4	434,1
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,8	49,0
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,5	-45,0
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 publicz.	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 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.