

CitiWeekly

Szybszy spadek długu publicznego

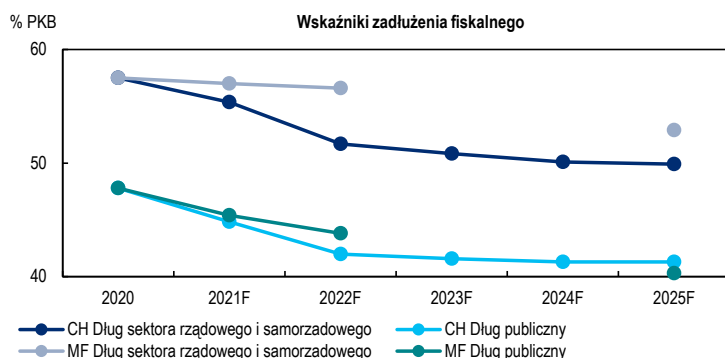
- Spodziewamy się szybszej redukcji wskaźników zadłużenia niż wskazują na to prognozy MF zawarte w opublikowanej Strategii Zarządzania Długiem na lata 2022-2025. Według głównych założeń Strategii rząd przewiduje, że dług publiczny będzie stopniowo się obniżał do 40,3% PKB w 2025 r. z 47% w 2020 r. Towarzyszyć temu będzie mniejsza redukcja długu sektora rządowego i samorządowego do 52,9% z 57,5%, a szczególnie znacznie wolniejsza redukcja w latach 2021-2022, gdzie rząd zakłada stabilizację wskaźnika w pobliżu 57%. Rozszerzająca się luka między obydwiema miarami zadłużenia publicznego odzwierciedla znaczną część finansowania wypchniętą poza budżet centralny w 2020 r. w celu uniknięcia ryzyka przekroczenia przez dług publiczny istotnych limitów zapisanych w ustawie o finansach publicznych. Zakładamy, że wskaźniki zadłużenia będą obniżać się szybciej w latach 2021-2022 w związku z szybszym wzrostem gospodarczym i wyższą inflacją niż zakłada resort finansów. W kolejnych latach zapadające obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa będą zapewne stopniowo finansowane przez emisje papierów skarbowych, co powinno zmniejszać różnicę między wspomnianymi miarami długu.
- Obniżająca się trajektoria zadłużenia publicznego może korzystnie wpłynąć na perspektywy ratingu w kolejnych latach. Wsparciem dla ratingu poza mocnym wzrostem PKB i spadającym zadłużeniem będzie spadający udział zadłużenia walutowego w całości zadłużenia Skarbu Państwa. Ministerstwo Finansów prognozuje spadek do 2025 r. do 17,8% z 24,2% w 2020 r..
- Dobra sytuacja fiskalna sugeruje ujemną emisję netto w IV kwartale. Zgodnie z oficjalnym harmonogramem aukcji resort finansów nie planuje standardowych przetargów w ostatnim kwartale roku, a jedynie 5 przetargów zamiany. To wynika z bardzo dobrej sytuacji budżetu centralnego (nadwyżka 43,5 mld zł) i rekordowych depozytów Ministerstwa Finansów (177 mld zł na koniec września). Biorąc po uwagę wysokie zapadalności w październiku (ok. 8,5 mld zł) emisja netto w IV kw. będzie zapewne ujemna. Ministerstwo Finansów sygnalizuje, że prefinansowało już 6% potrzeb pożyczkowych, ale naszym zdaniem faktyczna realizacja przyszłorocznych potrzeb (ok. 212 mld zł) może być wyższa i może przekraczać 16%.
- Według najnowszych danych resort finansów głównymi nabywcami krajowych obligacji skarbowych pozostają krajowe banki (46% udziału), a w sierpniu portfele inwestorów zagranicznych nie zmieniły się istotnie (udział ok. 16%).

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 21	4,56	3,83	5,43	1,19	0,10	-0,50	-0,25	2,00
IV KW 22	4,42	3,81	5,46	1,16	1,00	-0,50	0,00	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 14.09. Pozostałe prognozy z 22.09.2021 r

Wykres 1. Dług publiczny prawdopodobnie spadnie szybciej niż zakłada Ministerstwo Finansów



Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy, *CH – Citi Handlowy, MF – Ministerstwo Finansów

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

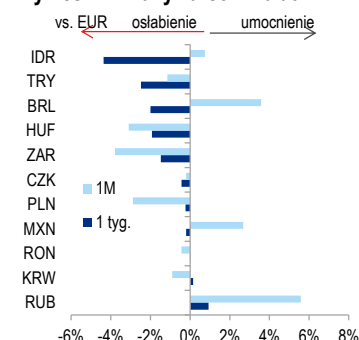
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

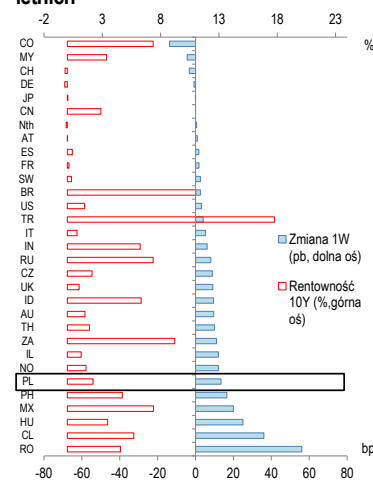
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 1.10.2021 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



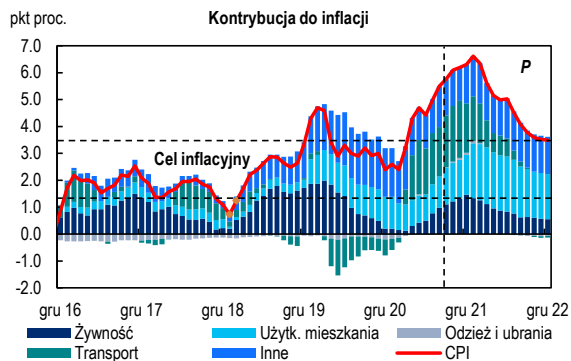
Według stanu na dzień 1.10.2021 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

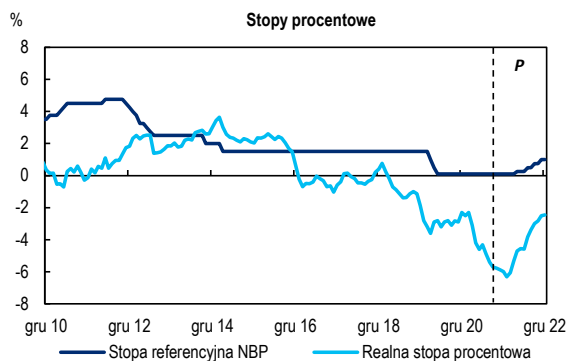
Wykres 4. Inflacja znów zaskakuje



- Inflacja CPI wzrosła we wrześniu do 5,8% r/r, po raz kolejny przebijając oczekiwania rynkowe oraz naszą prognozę (5,5% r/r). W ujęciu miesięcznym ceny konsumpcyjne wzrosły o 0,6%. Szacujemy, że za niespodziankę odpowiada przede wszystkim wzrost inflacji bazowej, a w drugiej kolejności wzrost cen paliw i energii.
- Oczekujemy, że inflacja będzie kontynuowała trend wzrostowy i osiągnie szczyt ok 6,6% w styczniu 2022 r. Następnie CPI zacznie stopniowo spadać, niemniej utrzymując się powyżej celu NBP przez cały 2022 r.
- W górę zaskoczyły dane inflacyjne z USA (indeks bazowej inflacji PCE wzrósł w sierpniu o 0,33% m/m, co było jednym z najwyższych odczytów od 20 lat i sugeruje utrzymanie presji cenowej także w 2022 r. Nieco niższa od prognoz, ale najwyższa od 30 lat była inflacja w Niemczech za wrzesień (4,1% r/r)

Źródło: GUS, Citi Handlowy

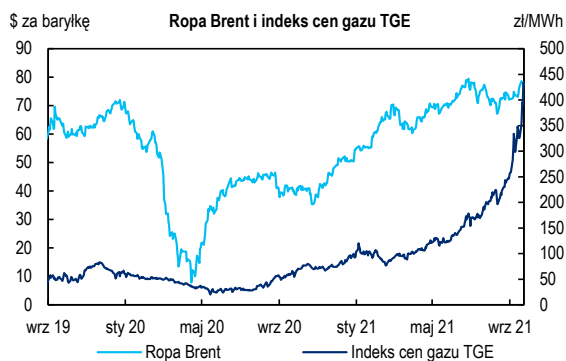
Wykres 5. Stopniowa zmiana retoryki RPP?



- Najważniejszym wydarzeniem najbliższych dni będzie środowe posiedzenie RPP. Rada najprawdopodobniej nie zmieni znacząco swojej retoryki i pozostawi stopy procentowe na obecnym poziomie, mimo wysokiej inflacji. Oczekujemy, że stopniowa zmiana retoryki rozpocznie się dopiero w listopadzie, gdyż RPP będzie chciało poczekać na nowe projekcje NBP oraz efekty czwartej fali COVID.
- We wrześniu rada odrzuciła wniosek o podwyżkę stopy referencyjnej o 190 pb (do 2%). Naszym zdaniem była to próba zasygnalizowania, że jastrzębia część RPP zdecydowanie nie zgadza się z obecnym poziomem stóp. Mimo, że Rada uchyliła furtkę do podwyżki stóp w tym roku poprzez zmiany w komunikacji minutes, najprawdopodobniej pierwsza podwyżka stóp nastąpi na początku 2022 r.
- W ubiegłym tygodniu CNB podniósł główną stopę procentową o 75 pb (do 1,5%), przy konsensusie zakładającym podwyżkę o 50 pb. Spodziewamy się, że główna stopa procentowa osiągnie poziom 2% do końca br.

Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 6. Globalny kryzys energetyczny i spowolnienie w Chinach



- Spowolnienie produkcji, kryzys zadłużenia koncernu Evergrande i przerwy w dostawie prądu stanowią potencjalną przeszkodę dla perspektyw wzrostu gospodarczego w Chinach. Czynniki te wpływają na wzrost ryzyka stagflacji. To stwarza ryzyko w górę dla przyszłych odczytów inflacji PPI oraz w dół dla niedawno obniżonej prognozy wzrostu PKB w Chinach (o 0,5 pkt. proc. do 8,2% 2021 r.), która nie uwzględniała potencjalnego kryzysu energetycznego.
- Ponadto sytuacja w Chinach staje się jeszcze większym obciążeniem dla globalnych łańcuchów dostaw. Zatory w handlu w połączeniu z dynamicznym wzrostem popytu napędzają wzrost cen surowców i w konsekwencji energii, co znacząco uderza w przemysł w Europie i pośrednio w Polsce.

Źródło: Bloomberg, TGE, Citi

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
4 paź	PONIEDZIAŁEK						
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	%	VIII	--	0,5	0,4
5 paź	WTOREK						
09:55	DE	PMI dla usług	pkt.	IX	--	--	56
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt.	IX	56,1	56,3	56,3
14:30	USA	Bilans handlowy	mln \$	VIII	-68,7	-67,7	-70,1
16:00	USA	ISM dla usług	pkt.	IX	59,8	61,3	61,7
6 paź	ŚRODA						
	PL	Decyzja RPP	%	X	0,1	0,1	0,1
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VIII	-2,2	-1,3	3,4
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	1,5	0,5	-2,3
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	IX	--	475	374
7 paź	CZWARTEK						
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	-0,4	-0,1	1
10:00	PL	Aukcja zamiany obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	370	349	362
8 paź	PIĄTEK						
03:45	CN	PMI dla usług (Caixin)	pkt.	IX	--	--	46,7
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	IX	--	--	4,9
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	IX	5,1	5,1	5,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	IX	560	500	235
16:00	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	VIII	--	0,6	0,6

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	597	666	737
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1990	2122	2293	2.324	2.570	2.833
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13737	15313	15540	15.582	17.413	19.286
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	5,7	5,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,5	-2,8	5,2	5,3
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-9,6	6,1	8,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,3	4,6	5,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	6,4
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	-0,2	13,8	10,0
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,9	17,8	11,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	6,3	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,7	4,7
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,8	8,0	8,1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	3,6	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10	1,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	0,26	1,60
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	2,25	2,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,77	3,84	3,83
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,86	3,85
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,56	4,42
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,46
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	21,0	15,4	7,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,3	1,0
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	13,1	10,3	9,0
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	259,0	321,2	380,7
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	246,0	310,9	371,7
Saldo usług	12,1	15,4	20,2	25,9	26,5	26,7	29,2	32,2
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-17,7	-21,3	-29,8
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	153,5	165,5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,0	-5,0	-3,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,6	-3,6	-1,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,3	46,4	43,2	47,8	44,8	42,0

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 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 specyficznych odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne 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 tożsamy 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.