

Komentarz ekonomiczny

Budżet 2023: Czego nie widać

Piotr Bielski, tel. +48 691 393 119, piotr.bielski@santander.pl
 Marcin Luziński, tel. +48 510 027 662, marcin.luzinski@santander.pl
 Jarosław Kosaty, tel. +48 887 842 480, jaroslaw.kosaty@santander.pl

Rząd przyjął projekt budżetu na 2023 r. z deficytem budżetowym 65 mld zł i deficytem finansów publicznych 4,4% PKB. Dochody mają wzrosnąć o 106 mld zł, a wydatki o 148 mld zł wobec tego roku.

Założenia makroekonomiczne, na których został oparty budżet, w odróżnieniu od lat poprzednich, nie tworzą naszym zdaniem „zaktadki bezpieczeństwa”. Jednocześnie uważamy, że dochody budżetowe są zawyżone o ok. 35 mld zł, ponieważ plan opiera się na mało realistycznym założeniu wycofania „Tarczy antyinflacyjnej” z końcem 2022 r. Naszym zdaniem trudno o takie działanie w obliczu wysokiej inflacji i w roku wyborczym. Ponadto, w budżecie nie zaplanowano środków na 14. emeryturę oraz ewentualne rekompensaty związane z wyższymi cenami energii, co naszym zdaniem generuje ryzyko wzrostu wydatków o 20-30 mld zł. Z drugiej strony, być może ambitny plan wzrostu wydatków na obronę narodową nie zostanie w całości wykonany.

Widzimy ryzyko, że deficyt w 2023 r. okaże się wyższy niż założony przez rząd i może osiągnąć 5,5% PKB (wobec ok. 4,5% PKB w 2022). W efekcie wyższe mogą też być potrzeby pożyczkowe, które i tak rosną. Naszym zdaniem założenie, że uda się je w większości pokryć emisją obligacji oszczędnościowych jest nadmiernie optymistyczne. Jednak biorąc pod uwagę dużą nadwyżkę płynności zakumulowaną przez MF ryzyko dla finansowania budżetu w 2023 r. wydaje się umiarkowane. Większym wyzwaniem może być finansowanie wydatków wypchniętych do funduszy pozabudżetowych.

Rząd przyjął [projekt budżetu na 2023 r.](#) z deficytem w wysokości 65 mld zł. Wykonanie deficytu w 2022 r. ma wynieść 23 mld zł wobec poziomu 29,9 mld zł zaplanowanego w ustawie budżetowej. Ma to być możliwe dzięki dochodom wyższym o ok. 7 mld zł niż planowano i wydatkach mniej więcej zgodnych z założeniami. Wygląda na to, że utrzymanie wydatków w ramach zaplanowanego w ustawie limitu zostanie osiągnięte głównie dzięki wypchnięciu kosztów wynikających z działań interwencyjnych i ostonowych podjętych w trakcie roku, m.in. w reakcji na wojnę w Ukrainie i kryzys energetyczny (np. wydatki związane z napływem migrantów, dopłaty do surowców energetycznych, do nawozów) poza budżet centralny, głównie do Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, obsługiwane przez BGK, wraz z jednorazowym przekazaniem do funduszu również części tegorocznych wpływów budżetowych (m.in. dochodów ze sprzedaży uprawnień do emisji CO₂, zysku NBP). Dzięki temu w tym roku nie będzie konieczności nowelizacji ustawy budżetowej.

Deficyt całego sektora publicznego w metodologii UE (GG) w 2023 r. został założony na poziomie 147 mld zł (4,4% PKB), przy deficycie budżetu centralnego ok. 2% PKB. Projekt budżetu nie wskazuje wprost (podobnie jak w poprzednich latach) przewidywanego wykonania salda GG w tym roku. Niemniej, prognoza poziomu długu sektora publicznego implikuje naszym zdaniem deficyt w pobliżu 4,5% PKB.

Główne parametry budżetu

	2021 wykonanie	2022 PW	2023 plan
Dochody (mln zł)	494 843	498 872	604 431
Wydatki (mln zł)	521 217	521 837	669 431
Saldo (mln zł)	-26 373	-22 965	-65 000
Saldo GG (% PKB)	-1,9%	-4,5%*	-4,4%
Dług GG (% PKB)	53,8%	52,2%	53,1%

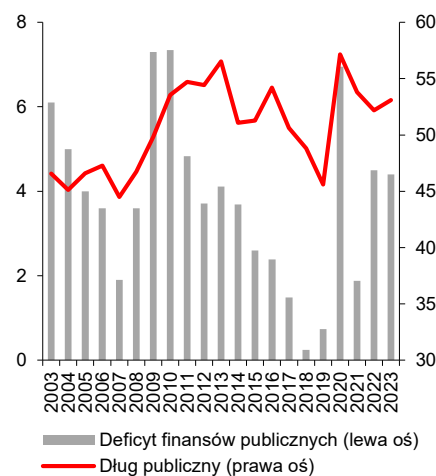
Źródło: Ministerstwo Finansów; * szacunek na podstawie zmiany zadłużenia GG

Prognozy makroekonomiczne na 2023 r.

	Budżet	Bloom berg	Santan der
PKB (mld zł)	3317,7	-	3384,3
PKB (%)	1,7	1,9	0,5
Konsumpcja (%)	2,2	1,6	2,6
CPI (%)	9,8	10,1	11,8
Zatrudnienie w GN (%)	-0,5	-	0,0
Bezrobocie (%)	5,4	5,2	5,6
Place w GN (%)	10,1	-	7,8

Źródło: Ministerstwo Finansów, Bloomberg, Santander

Deficyt i dług finansów publicznych, % PKB



Źródło: Eurostat, Ministerstwo Finansów, Santander

Do 2021: dane historyczne, 2022-2023 wg projektu ustawy budżetowej

Departament Analiz Ekonomicznych:

ał. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
 Piotr Bielski 691 393 119
 Jarosław Kosaty 887 842 480
 Marcin Luziński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

Założenia makroekonomiczne bez zakładki bezpieczeństwa

Założenia makroekonomiczne są wprawdzie mniej więcej zgodne z konsensusem rynkowym, ale nie nazwalibyśmy ich konserwatywnymi, ponieważ perspektywy gospodarcze w ostatnich miesiącach szybko zmieniają się na niekorzyść, za czym konsensus naszym zdaniem nie nadąża. Budżet zbudowano przy założeniu, że w tym roku PKB wzrośnie o 4,6%, a w przyszłym o 1,7%. W naszej ocenie w tym roku wzrost PKB wyniesie ok. 3,5%, a w przyszłym 0,5%, więc rządowa prognoza jest w tym miejscu nieco zbyt optymistyczna. Być może będzie to częściowo kompensowane wyższą inflacją: rząd założył inflację CPI na poziomie 9,8%. Jest to poziom zbliżony do prognoz rynkowych (konsensus Bloomburga to 10,1%), ale ryzyka zdają się asymetryczne po stronie wyższej realizacji. Jednak okazuje się, że ustawa budżetowa bazuje na założeniu zakończenia tzw. „Tarczy Antyinflacyjnej” z końcem 2022 r. Wygaszenie „Tarczy” dodałoby do wskaźnika CPI ok. 4 pkt. proc. – w takim scenariuszu inflacja wynosiłaby ponad 17% na początku przyszłego roku nawet przy braku podwyżek taryf energetycznych dla gospodarstw domowych. W takiej sytuacji osiągnięcie średniej inflacji CPI poniżej 10% w 2023 r. jest naszym zdaniem ekstremalnie mało prawdopodobne. Innymi słowy: przedstawiona przez rząd prognoza inflacji jest niespójna z założeniami dotyczącymi działań „antyinflacyjnych”.

Rząd założył, że konsumpcja wzrośnie w 2023 r. o 2,2%, inwestycje o 6,2%, na rynku pracy lekko wzrośnie bezrobocie (do 5,4% z 5,0%) i spadnie zatrudnienie (o 0,5%). Wynagrodzenia będą przy tym wciąż rosły w dwucyfrowym tempie (10,1% w 2023 i 11,2% w 2022 r.). Uważamy, że zbyt optymistyczne mogą być założenia odnośnie do inwestycji oraz być może rynku pracy.

Dochody budżetowe: do rewizji w dół

Dochody budżetowe założono na poziomie 604,4 mld zł, czyli o 21,1% więcej niż planowana realizacja w 2022 r. Prawie 90% wzrostu wynika z założeń dotyczących trzech pozycji: VAT, PIT i dochodów jednostek budżetowych / innych dochodów niepodatkowych. Wzrost w znacznej mierze opiera się jednak na mało realistycznych założeniach (brak „Tarczy antyinflacyjnej” w 2023 r.) oraz efektach księgowych (przekierowanie niektórych dochodów z 2022 r. w inne źródła). Naszym zdaniem plan dochodów trzeba będzie urealnić w okolice 570 mld zł.

Wpływy z VAT założono na poziomie 286,3 mld zł, czyli o 23% wyższym niż planowane wykonanie w 2022 r. Taki wynik w 2023 r. byłby naszym razem możliwy tylko w przypadku, gdyby „Tarcza antyinflacyjna” nie została przedłużona. A taki scenariusz wydaje nam się wyjątkowo mało prawdopodobny w roku wyborczym. Szacujemy zatem, że z tytułu „Tarczy” należy od tego wyniku odjąć ok. 31,5 mld zł, co daje wzrost dochodów z VAT na poziomie 9,5%, który naszym zdaniem jest spójny z założeniami makro.

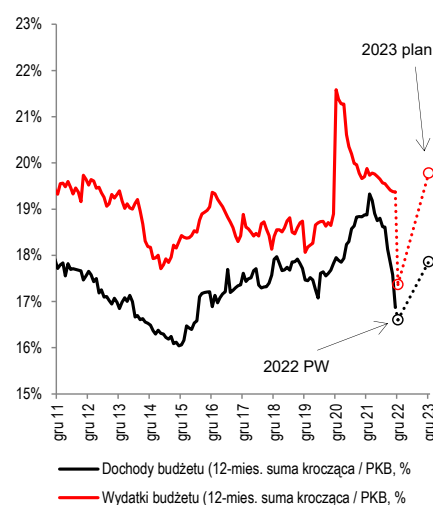
Dochody z PIT zaplanowano na poziomie 78,4 mld zł wobec planowanej realizacji 63,4 mld zł w 2022 r. Nominalny wzrost wynosi zatem 23,6%, co może wydawać się wysoką kwotą. Należy jednak pamiętać o tym, że w 2022 r. rząd planuje przekierować jednorazowo dodatkowe 13,7 mld zł dochodów z PIT do samorządów (co potem odbije sobie niższą subwencją dla samorządów w 2023 r.). Dochody z PIT należy też skorygować o skutki obniżenia pierwszej stawki podatkowej PIT do 12 z 17% od 1 lipca 2022 r. (w całym sektorze finansów publicznych 6,6 mld zł z tytułu zaliczek w 2022 r., 15,2 mld zł z tytułu zaliczek w 2023 r. oraz 7,2 mld zł z tytułu rozliczenia pierwszej połowy 2022 r., płatne w 2023 r.). Dochody z PIT skorygowane o te zmiany rosną o ok. 11-12%, a więc z grubsza zgodnie z założeniami dotyczącymi gospodarki (wzrost funduszu płac o 9,6% i funduszu rent i emerytur o 16,3%).

Wyraźny wzrost w kategorii „**dochody państwowych jednostek budżetowych i inne dochody niepodatkowe**” to efekt księgowy – w 2022 r. rząd przekazał wpływy ze sprzedaży uprawnień do emisji CO₂ do Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (10 mld zł) i do Funduszu Wyплаты Różnicy Ceny (9,42 mld zł), na 2023 r. nie ma takich planów, w związku z czym poziom dochodów tej kategorii jest zbliżony do 2021 r.

Wzrost dochodów z **akcyzy** założono na poziomie 6 mld zł (wzrost o 7,3% r/r) - naszym zdaniem dość skromnie, skoro indeksacja akcyzy na alkohole i tytoń (o 5% na alkohole, stawka kwotowa na papierosy o 10% w górę) mają przynieść 5 mld zł, a cofnięcie „Tarczy” ok. 3 mld zł.

W przypadku **CIT** rząd spodziewa się wzrostu o 6,2% r/r. Należy jednak zauważyć, że w II kw. 2022 r. marże firm zaczęły się pogarszać, m. in. ze względu na mocny wzrost materiałów i energii. W kolejnych kwartałach proces ten może się nasilać, co naszym zdaniem przyniesie

Dochody i wydatki budżetu w relacji do PKB (12-mies. suma krocząca, % PKB)



Źródło: GUS, Santander

Wydatki budżetu w 2023 r. wg działów (mln zł)

	2022 (1)	2023 (2)	zmiana (2) - (1)
Wydatki budżetu	521 837	669 431	147 594
Rolnictwo i łowiectwo	7 960	8 582	622
Leśnictwo	22	8	-13
Rybołówstwo i rybactwo	143	192	48
Górnictwo i kopalnictwo	385	1 357	972
Przetwórstwo przemysłowe	1 386	1 335	-52
Handel	559	185	-374
Hotele i restauracje	20	34	14
Transport i łączność	10 218	16 401	6 184
Turystyka	72	104	32
Gospodarka mieszkaniowa	469	1 638	1 170
Działalność usługowa	577	696	118
Informatyka	24	132	108
Szkolnictwo wyższe i nauka	27 312	28 621	1 309
Administracja publiczna	18 140	20 229	2 089
Urzędy naczelnych organów władzy państwowej, kontroli i ochrony prawa oraz sądownictwa	3 052	3 673	621
Obrona narodowa	47 577	85 497	37 919
Obowiązkowe ubezpieczenia społeczne	91 389	117 777	26 388
Bezpieczeństwo publiczne i ochrona przeciwpożarowa	19 061	21 919	2 858
Wymiar sprawiedliwości	17 214	20 198	2 984
Obsługa długu publicznego	26 000	66 000	40 000
Różne rozliczenia	149 810	174 198	24 389
Oświata i wychowanie	2 553	2 891	338
Ochrona zdrowia	20 945	17 465	-3 480
Pomoc społeczna	4 311	4 398	87
Pozostałe zadania w zakresie polityki społecznej	4 101	4 369	268
Edukacyjna opieka wychowawcza	162	224	62
Rodzina	62 297	63 642	1 345
Gospodarka komunalna i ochrona środowiska	1 702	1 847	145
Kultura i ochrona dziedzictwa narodowego	3 755	3 901	146
Ogrody botaniczne i zoologiczne oraz naturalne obszary i obiekty chronionej przyrody	157	159	2
Kultura fizyczna	464	1 757	1 294

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

pogorszenie wyników i będzie ujemnie wpływać na dochody z tytułu tego podatku, wydaje nam się zatem, że to założenie może okazać się zbyt optymistyczne.

W budżecie założono zerowy zysk NBP. Okazuje się, że w tym roku również będzie to niemal zero, ponieważ efektem wprowadzonej w sierpniu ustawy o dodatku węglowym jest przekazanie ponad 90% zysku (prawie 10 mld zł) do Funduszu COVID-19. W 2023 r. może być podobnie.

Dochody budżetowe (mln zł)

	2021 wykonanie (1)	2022 PW (2)	2023 plan (3)	2023 zmiana (3) - (2)
Dochody budżetu	494 843	498 872	604 431	105 559
1. Dochody podatkowe	432 170	464 598	545 328	80 730
VAT	215 734	232 600	286 300	53 700
Podatek akcyzowy	75 798	82 530	88 597	6 067
Podatek od gier	3 049	3 600	4 000	400
CIT	52 374	69 300	73 607	4 307
PIT	73 606	63 425	78 368	14 943
Podatek od kopalni	3 687	4 200	4 600	400
Podatek bankowy	5 291	5 860	5 980	120
Podatek od sprzedaży detalicznej	2 632	3 083	3 876	793
2. Dochody niepodatkowe	60 521	31 425	55 664	24 239
Dywidendy	1 801	1 677	2 218	540
Zysk NBP	8 877	844	0	-844
Cło	6 413	8 168	8 677	509
Dochody państwowych jednostek budżet. i inne dochody niepodatkowe	40 285	17 285	40 530	23 245
Wpłaty JST	3 146	3 451	4 239	789
3. Środki z UE i inne niepodlegające zwrotowi	2 152	2 848	3 439	591

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Wydatki: wyższe koszty obsługi długu i wydatki na obronę, ale brakuje 14. emerytury

W 2023 r. zastosowano zmienioną niedawno formułę Stabilizującej Reguły Wydatkowej (SRW). Limit wydatków sektora finansów publicznych określony przy pomocy reguły wydatkowej wynosi 1316,4 mld zł w 2023 r., w porównaniu do 1054,8 mld zł w 2022 r. **Nominalny wzrost limitu wydatków sektora wynosi zatem aż 25%** a w odniesieniu do PKB rośnie do 39,7% PKB z 35,0% PKB w 2022 r. Będzie to najwyższy limit w porównaniu do PKB od początku istnienia reguły wydatkowej (pierwszy raz zastosowana w budżecie na 2015 r.)

Wydatki budżetowe mają wzrosnąć do 669,4 mld zł z 521,8 mld zł zapisanych w ustawie budżetowej na 2022 r., czyli o 28%. W porównaniu do PKB wydatki wzrosną do 20,2% PKB z 17,3% w 2022 r. Głównymi czynnikami stojącymi za tym wzrostem są: wyższe koszty obsługi długu, inflacja i wzrost wynagrodzeń (przekładające się na wyższe koszty bieżące) oraz zwiększone z rozmachem wydatki na obronę narodową. Wydatki na obronę narodową zapisane w budżecie (w dziale 752) rosły do 85,5 mld zł z 47,6 mld zł w 2022 r. Natomiast wydatki uwzględnione w dziale 92 i 752 (czyli np. po wliczeniu emerytur wojskowych) mają wynieść 97,4 mld zł a po dodaniu wydatków realizowanych poza budżetem 130-140 mld zł wobec 58 mld zł w 2022 r.

Naszym zdaniem istotne jest jednak to, czego w budżecie brakuje. Nie ma w nim środków na wypłatę 14. emerytury (w Funduszu Solidarnościowym na dodatkowe świadczenia emerytalne zapisano 14,8 mld zł wobec 12,7 mld zł w 2022 r., czyli tylko na 13. emeryturę), która naszym zdaniem jest wysoce prawdopodobna, zwłaszcza w roku wyborczym. Nie ma też środków na ewentualne rekompensaty z tytułu wyższych cen surowców energetycznych (w tym roku ich

wartość przekroczyła 20 mld zł). Uważamy zatem, że w 2023 r. mogą pojawić się dodatkowe pozycje wydatkowe o wartości 20-30 mld zł. Z drugiej strony, być może ambitny plan zwiększenia wydatków na obronę narodową nie zostanie w całości zrealizowany w tym tempie.

Najpoważniejszy wzrost wydatków zaplanowano w grupie ekonomicznej „**wydatki na obsługę długu**”: do 66 z 26 mld zł, czyli o 154% i ma to związek z wyraźnym wzrostem rentowności obligacji skarbowych. To jednak nie jest nowa wiadomość: już w Aktualizacji Programu Konwergencji z kwietnia MF sygnalizowało wzrost kosztów obsługi długu w podobnej skali.

Wydatki w ramach **dotacji i subwencji** mają wzrosnąć o 20 mld zł lub 7,8%. W ramach tej kategorii dotacje i subwencje w kategorii rodzina spadną o 15,6 mld zł, co jednak będzie zrównoważone wzrostem wydatków kategorii „świadczenia na rzecz osób fizycznych”, więc w sumie wydatki na rodzinę wzrosną o 1,3 mld zł. Wygląda na to, że rząd dokonał przeklasyfikowania któregoś ze świadczeń z budżetów wojewodów do budżetu ZUS. Dotacje w kategorii obowiązkowe ubezpieczenia społeczne rosną o 21,4 mld zł (w tym na FUS o 20 mld zł, co jest zapewne pochodną wysokiej indeksacji świadczeń o 13,8%, która pochłonie w sumie ok. 45 mld zł), w kategorii „różne rozliczenia” 7,8 mld zł (w tym dodatkowe 10 mld zł dla samorządów w ramach subwencji ogólnej), w kategorii „transport i łączność” 4,9 mld zł (w tym 4,8 mld zł na infrastrukturę kolejową).

Wydatki w ramach **świadczeń na rzecz osób fizycznych** wzrosną o 24,3 mld zł czyli o 42,2%. Gros z tego to wzrost w kategorii rodzina (o 16,4 mld zł), wynikający z przeniesienia kategorii wydatkowych. O 5,0 mld zł wzrosną wydatki w kategorii obowiązkowe ubezpieczenia społeczne (głównie ze względu na wzrost świadczeń z zabezpieczenia emerytalnego, np. w sprawach wewnętrznych o 2,4 mld zł, w obronie narodowej o 1,3 mld zł) i o 2,3 mld zł w kategorii obrona narodowa, w tym o 2,3 mld zł świadczenia w wojsku, co może mieć związek z planowaną rozbudową stanu osobowego sił zbrojnych.

Wydatki bieżące jednostek budżetowych rosną o 28,4 mld zł (26,1%), w tym o 13,0 mld zł na siły zbrojne, o 6,5 mld zł w ramach różnych rozliczeń (w tym 6,9 mld zł więcej w rezerwach celowych), o 6,2 mld zł w sumie na: wymiar sprawiedliwości (w tym 1,9 mld zł na sądy powszechne), administrację publiczną, bezpieczeństwo publiczne (w tym 1,6 mld zł na policję), ochronę zdrowia (w tym 1,1 mld zł na staże i specjalizacje medyczne).

Wydatki majątkowe mają wzrosnąć o 27,8 mld zł czyli 94,1%, w tym o 21,2 mld zł w ramach obrony narodowej (na modernizację sił zbrojnych) i 2,6 mld zł w ramach różnych rozliczeń (w tym 2,1 mld zł w ramach rezerwy).

Koszty Funduszu Ubezpieczeń Społecznych mają wzrosnąć do 361,2 mld zł z 304,7 mld zł w 2022 r. (o 18,7%), głównie ze względu na wzrost wydatków na emerytury i renty: do 314,6 mld zł z 264,9 mld zł (o 18,8%), co w znacznej mierze jest pochodną wysokiej indeksacji świadczeń.

W ramach budżetu środków europejskich zaplanowano wydatki (i jednocześnie dochody) w wysokości 26,8 mld zł na realizację **Krajowego Planu Odbudowy** w części grantowej. Założenie uruchomienia płatności z KPO było przyczynkiem do dość optymistycznej rządowej prognozy wzrostu inwestycji w 2023 r. Na razie jednak nie widać na horyzoncie perspektyw płatności z tego programu w przewidywalnym terminie.

Wydatki budżetu wg grup ekonomicznych (mln zł)

	2021 wykonanie (1)	2022 ustawa (2)	2023 plan (3)	2023 zmiana (3) - (2)
Wydatki budżetu	521 217	521 837	669 431	147 594
Dotacje i subwencje	289 607	255 416	275 426	20 010
Świadczenia na rzecz osób fizycznych	28 985	57 546	81 851	24 305
Wydatki bieżące jednostek budżetowych	90 600	108 884	137 315	28 430
Wydatki majątkowe	37 403	29 607	57 453	27 846
Wydatki na obsługę długu SP	25 958	26 000	66 000	40 000
Środki własne Unii Europejskiej	32 230	30 376	35 260	4 884
Współfinansowanie projektów UE	8 812	14 007	16 127	2 120
Wydatki niewygasające	7 621			

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Potrzeby pożyczkowe

Potrzeby pożyczkowe netto budżetu w 2023 r. mają wynieść 107,5 mld zł. Jest to około 48 mld zł więcej niż tegoroczne planowane wykonanie. Ciężar finansowania w największej mierze (74,7 mld zł) przypadł na finansowanie krajowe w postaci emisji SPW. Na kwotę tę składają się emisje brutto w kwocie 204,4 mld zł pomniejszone o wykupy w wysokości 129,8 mld zł. Finansowanie przy pomocy środków zagranicznych wyniesie netto ok. 32,9 mld zł, na co, w przeważającym stopniu, mają złożyć się przepływy na rachunkach walutowych (ok. 29,6 mld zł) pochodzące prawdopodobnie ze sprzedaży walut (przewalutowania części środków walutowych pozostających na rachunkach budżetowych - walutowy komponent tzw. „poduszki płynnościowej” budżetu, który dla przykładu na koniec lipca 2022 wyniósł ok. 36,1 mld zł), uzupełnione przez pożyczkę z SURE (pożyczka na ochronę miejsc pracy i pracowników). Natomiast ujemny wkład będą miały zapadalności netto obligacji zagranicznych oraz kredyty z instytucji międzynarodowych.

W 2022 r. potrzeby pożyczkowe zostały już w pełni sfinansowane, zatem od września br. wszelka sprzedaż obligacji netto powinna już prefinansować potrzeby przyszłoroczne.

Potrzeby pożyczkowe i ich finansowanie (mln zł)

	2022 ustawa (1)	2022 PW (2)	2023 plan (3)	2023-22 zmiana (3) - (2)
Deficyt budżetu państwa	29 900	22 965	65 000	42 035
Deficyt środków UE	10 221	2 609	16 182	13 573
Kredyty i pożyczki udzielone	1124	1 171	17 614	16 443
Prefinansowanie zadań z UE	69	69	319	250
Płatności związane z udziałami w inst. międzynarodowych	1 770	1 785	1 982	197
Zarządzanie płynnością	15 173	18 100	2 900	-15200
Zarządzanie środkami europejskimi	-3	13 799	3 540	-8 809
Pozostałe	-18	-1 100	-21	979
SUMA (potrzeby pożyczkowe netto)	58 236	59 398	107 516	48 118
Z tego:				
1. Finansowanie krajowe	54 522	93 782	74 655	-19 127
1.1 SPW	54 522	43 939	74 655	30 716
1.2 Środki na rachunkach budżetowych	0	49 843	0	-49 843
2. Finansowanie Zagraniczne	3 714	-34 384	32 861	67 245
2.1 Obligacje skarbowe	-16 060	-12 717	-9 137	3 580
2.2 Kredyty otrzymane	-1 633	2 431	-1 039	-3 470
2.3 Pożyczka z SURE	13 620	14 184	13 471	-713
2.3 Przepływy związane z rachunkiem walutowym	7787	-38 282	29 566	67 848

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Gdy się bliżej przyjrzeć kwocie 74,7 mld zł netto przypisanej do finansowania przy pomocy SPW widać, że kolejny raz z rządu zrezygnowano z finansowania przy pomocy bonów skarbowych. Największy przyrost względem planu wykonania 2022 r. odnotowano w emisji obligacji zmiennokuponowych: o 31,2 mld zł. Emisja netto obligacji stałokuponowych ma w 2023 roku być (ponownie) ujemna: nowa sprzedaż będzie o 4,5 mld zł mniejsza od wykupów zapadających papierów. Ujemne saldo emisyjne ze względu na wykupy w 2023 roku dotyczyć będzie również obligacji indeksowanych (6,3 mld zł).

Taka kompozycja struktury emisyjnej obligacji rynkowych tj. przede wszystkim utrzymanie ujemnych emisji netto obligacji stałokuponowych przy równocześnie znaczącym zwiększeniu emisji netto obligacji zmiennokuponowych wydaje się niezbyt współgrać z oczekiwanym scenariuszem spowolnienia wzrostu PKB i inflacji oraz obniżek stóp NBP od IV kwartału 2023 r.

Emisje netto obligacji oszczędnościowych w przyszłym roku mają wynieść 57,7 mld zł i będą o ok. 3,1 mld niższe niż jest to planowane na 2022 r. Niemniej jednak jeżeli dodatkowo uwzględnić jeszcze konieczność wykupów wygasających w 2023 r. obligacji oszczędnościowych emitowanych

w latach ubiegłych, wówczas całkowita kwota, która ma być sfinansowana obligacjami oszczędnościowymi (emisje brutto) rośnie do 103,6 mld zł wobec 73,2 mld zł planowanych na 2022 rok. Warto jednak zwrócić uwagę, że pierwotnie planowana w ustawie budżetowej na 2022 rok emisja brutto obligacji oszczędnościowych miała wynosić nie 73,2 mld zł, a jedynie 26,8 mld zł (z czego wykupy miały wynieść około 14,4 mld zł), ale duży popyt w trakcie 2022 r., prawdopodobnie spowodowany wysoką inflacją i wzrostem niepewności co do rozwoju sytuacji na rynkach gieldowych, spowodował znaczący wzrost emisji netto obligacji oszczędnościowych z pierwotnie planowanych 12,4 mld zł do 60,8 mld zł. Plan finansowania potrzeb pożyczkowych brutto na 2023 r. opiera się więc na założeniu, że rynkowy popyt na obligacje zmiennokuponowe będzie zbliżony do tego jaki jest prognozowany na rok bieżący (27,8 mld zł w 2023 roku wobec 28 mld zł w 2022 r.), o około 10% wzrośnie popyt na obligacje stałokuponowe (z około 65,6 mld zł do około 73 mld zł) oraz, że całkowity popyt na obligacje oszczędnościowe wzrośnie aż o 29% względem rekordowego pod tym względem roku 2022 r. Szczególnie to ostatnie wydaje się bardzo ambitnym założeniem w warunkach antycypowanego spowolnienia gospodarczego, uszczuplenia zdolności nabywczych gospodarstw domowych, a także w obliczu faktu, że bankowa oferta depozytowa stała się już obecnie konkurencyjna wobec oprocentowania obligacji detalicznych, co zapewne oznacza, że w kolejnych miesiącach trudno liczyć na tak dobre wyniki ich sprzedaży jak w rekordowym czerwcu i lipcu 2022.

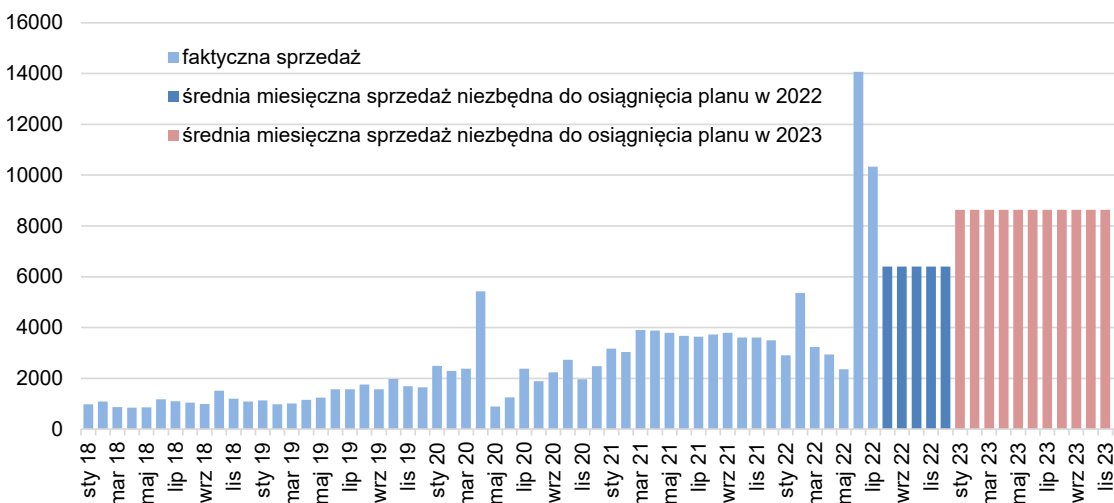
W sumie, ze względu na znaczną nadwyżkę środków zgromadzonych na rachunkach budżetowych, które na koniec sierpnia br. wyniosła około 142 mld złotych, finansowanie potrzeb pożyczkowych na 2023 rok wydaje się wykonalne, przy ewentualnym większym użyciu tej „poduszki płynnościowej” do finansowania budżetu i/lub zaproponowaniu korzystniejszych warunków cenowych emitowanych obligacji. Warto jednak pamiętać, że faktyczne potrzeby pożyczkowe (podobnie jak deficyt) mogą się okazać wyższe. Większym wyzwaniem będzie zapewne pozyskanie dodatkowego finansowania przez fundusze pozabudżetowe niż rząd.

Emisje SPW w 2023 r. zakładane w planie budżetu (mln zł)

	Plan na 2023			PW 2022	Zmiana (2023 – PW 2022)
	Netto	Wykupy	Brutto	Netto	Netto
Bony skarbowe	0	0	0	0	0
Obligacje rynkowe - staty kupon	-4 569	77 553	72 984	-13 476	8 907
Obligacje rynkowe - zmienny kupon	27 827	0	27 827	-3 397	31 224
Obligacje rynkowe - indeksowane	-6 307	6 307	0	0	-6 307
Obligacje oszczędnościowe	57 704	45 906	103 610	60 811	-3 107
SUMA	74 655	129 766	204 421	43 938	30 717

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Sprzedaż obligacji oszczędnościowych (mln zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

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