

Komentarz ekonomiczny

Niepokojący planowany przyrost długu publicznego

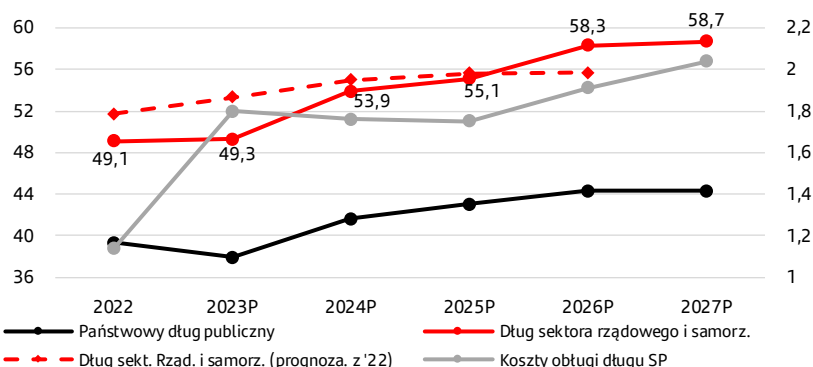
Cezary Chrapek, CFA, tel. 887 842 480, cezary.chrapek@santander.pl

Strategia Zarządzania Długiem na lata 2024-2027 zakłada wzrost długu sektora rządowego i samorządowego znacznie szybszy niż w poprzedniej strategii z ubiegłego roku (choć z niższego poziomu). Strategia zakłada wzrost długu o niemal 10 pkt proc. do 58,7% PKB do 2027 r., co oznacza niepokojąco szybkie zbliżenie się do limitu wynikającego z kryterium z Maastricht. Dążenie do minimalizacji ryzyka przekroczenia przez dług krajowych progów ostrożnościowych tworzy pokusę dalszego powiększania długu poza krajową klasyfikację sektora publicznego, co jednak nie wydaje się spójne z zapowiadaną wcześniej w tym roku przez resort finansów czy BGK konsolidacją finansów publicznych. Wobec spodziewanego przez nas wzrostu długu zewnętrznego, powolnego spadku inflacji, stopniowego pogarszania się wskaźników oceny instytucjonalnej i ryzyka utraty środków unijnych, stwarza to negatywne ryzyka dla ratingu, choć nasz bazowy scenariusz wciąż przewiduje jego stabilizację. Widzimy ryzyko po stronie wyższej niż założona przez resort finansów ścieżki kosztów obsługi długu i większych trudności w wydłużaniu duracji wobec potencjalnych problemów z popytem na dług. Zakładamy, że krajowe banki pozostaną głównym kupującym obligacje przy wsparciu lokalnych funduszy inwestycyjnych z potencjalnym dalszym odpływem ze strony inwestorów zagranicznych. Oczekujemy sporych emisji obligacji brutto w IV kw., znacznie wyższych w ujęciu netto w I kw. 24 r. i wysokich spreadów asset swap w kolejnych kwartałach szczególnie na dłuższym końcu krzywej.

Dług sektora rządowego i samorządowego rośnie do blisko 60% PKB

Strategia Zarządzania Długiem na lata 2024-2027 zakłada wzrost długu sektora rządowego i samorządowego o niemal 10 pkt proc. do 58,7% PKB do 2027 r. z 49,1 w 2022 r., co oznacza niepokojąco szybkie zbliżenie się do limitu 60% wynikającego z kryterium z Maastricht. W przyszłym roku dług ma wzrosnąć zgodnie z projektem budżetu na 2024 r., do 53,9% PKB z 49,3%. Choć wzrost długu jest z niższego poziomu niż zakładała ubiegłoroczna strategia to jednocześnie planowane obecnie poziomy długu na dalsze lata są wyższe w porównaniu do poprzedniej strategii.

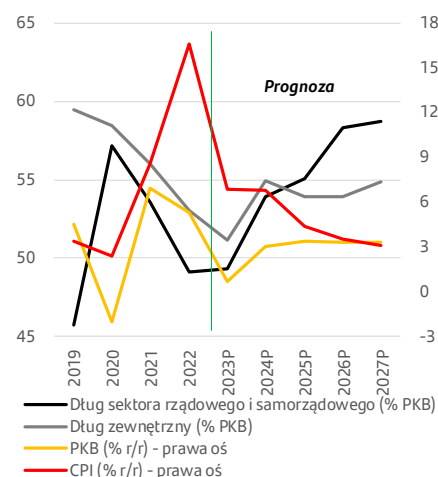
Miary zadłużenia sektora publicznego, % PKB (prognoza Ministerstwa Finansów)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Tak znaczny wzrost długu sektora rządowego i samorządowego to zasługa wzrostu zarówno długu Skarbu Państwa, o ok. 7 pkt proc. do 45,6% PKB w 2024 r. z 38,5% planowanych w 2023 r. jak i rosnącego długu funduszy celowych obsługiwanych przez BGK. Na tym tle wyróżnia się wzrost długu Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, ale także Funduszu Drogowego. Dług Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 miałby rosnąć do 2024 r., a później stopniowo miałby się zmniejszać. Według strategii ma rosnąć także dług netto przedsiębiorstw sektora rządowego i samorządowego. Ministerstwo Finansów szacuje, że dług jednostek samorządu terytorialnego będzie stopniowo maleł zarówno w relacji do PKB, jak i w ujęciu nominalnym - w przeciwieństwie do założeń z ubiegłego roku.

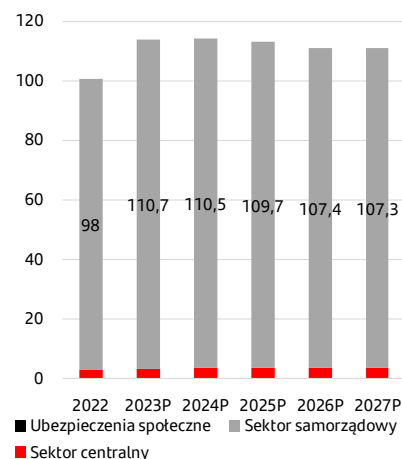
Dług sektora rządowego i samorządowego, dług zewnętrzny Polski, inflacja, wzrost PKB



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

*prognoza długu sektora rządowego i samorządowego Ministerstwa Finansów, pozostałe prognozy Santander, dług zewnętrzny Polski dotyczy wszystkich sektorów gospodarki

Dług jednostek sektora publicznego poza Skarbem Państwa, mld zł (prognoza Ministerstwa Finansów)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

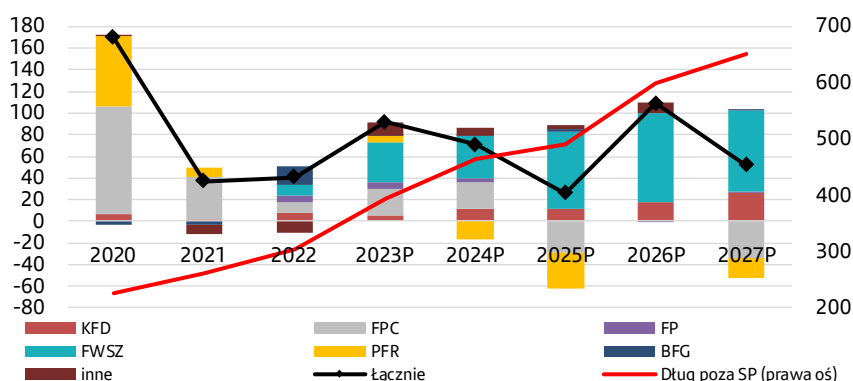
Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
 Piotr Bielski 691 393 119
 Bartosz Białas 517 881 807
 Cezary Chrapek, CFA 887 842 480
 Marcin Łuziński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

Analogicznie do wzrostu długu poza sektorem centralnym strategia na najbliższe lata zakłada znaczny wzrost gwarancji Skarbu Państwa. Wzrost ten jest też w horyzoncie prognozy nawet 200 mld zł większy niż zakładat poprzedni plan i w dużym stopniu wynika to z zadłużania funduszy pozabudżetowych.

Realizacja takiego kierunku polityki fiskalnej rodzi naszym zdaniem ryzyko przekroczenia przez dług sektora rządowego i samorządowego 60% PKB w kolejnych latach. Przekroczenie tego progu nie powoduje automatycznie zwiększenia restrykcyjności polityki fiskalnej, jednak może prowadzić do objęcia kraju procedurą nadmiernego deficytu (EDP)¹. Wymuszenie większej restrykcyjności polityki fiskalnej następuje w przypadku przekroczenia progów ostrożnościowych (55% i 60% PKB) przez dług publiczny według metodologii krajowej. Dążenie do minimalizacji ryzyka takiego scenariusza tworzy pokusę kontynuacji wypychania wydatków poza krajową klasyfikację długu publicznego w większym stopniu także w kolejnych latach. Sądzymy, że planowany szybki przyrost długu poza Skarbem Państwa sprawia, że proces konsolidacji finansów publicznych zapowiadany wcześniej w tym roku przez Ministerstwo Finansów oraz BGK raczej jest mało prawdopodobny albo może przebiegać bardzo wolno.

Zmiana zadłużenia pozaskarbowego i łączny dług poza Skarbem Państwa, mld zł



Zmiana zadłużenia pozaskarbowego i łączny dług poza Skarbem Państwa, mld zł

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
łącznie r/r	169,8	37,2	40,8	91,9	70,6	25,9	108,8	51,5
KFD	6,1	1,1	8,4	5,4	11,3	12,0	17,0	26,3
FPC	99,4	39,4	9,4	32,4(24,9)*	24,2	-28,7	0,0	-33,6
FP	0,0	0,0	6,1	6,1	3,8	0,0	-1,1	1,3
FWSZ	0,0	0,0	9,9	37,1	39,6	70,2	82,7	75,1
PFR	65,4	8,5	0,0	5,0	-16,3	-33,7	0,0	-18,6
BFG	-3,2	-3,2	17,1	0,0	0,5	2,5	0,0	1,0
inne*	2,1	-8,7	-10,1	13,4	7,5	3,6	10,2	0,0
Dług poza SP (mld zł)	224,8	262	302,7	394,6	465,2	491,1	599,9	651,4

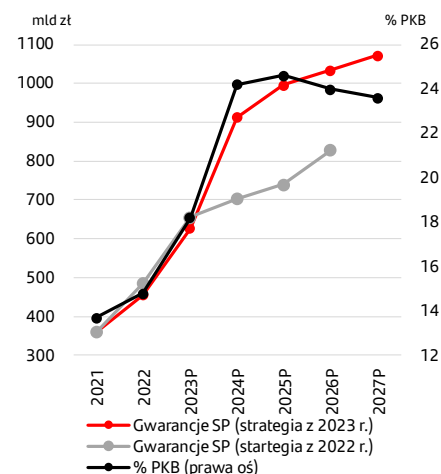
KFD = Krajowy Fundusz Drogowy, FPC = Fundusz Przeciwdziałania Covid, FP = Fundusz Pomocy, FWSZ = Fundusz Wspierania Sił Zbrojnych, PFR = Polski Fundusz Rozwoju, BFG = Bankowy Fundusz Gwarancyjny.

* Strategia Zarządzania Długiem na lata 2024-2027 przewidywała na 2023 r. wzrost o 24,9 mld zł; już po publikacji Strategii MF podwyższyło plan do 32,4 mld zł.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Naszym zdaniem koszty obsługi długu mogą przekroczyć 2% PKB szybciej niż zakłada strategia. Widzimy ryzyko po stronie przyszłych kosztów obsługi przy tak dużych emisjach i założeniu, że najbliższych latach koszty zostaną relatywnie wysoko na dłużej. Sądzymy, że dług krajowy będzie rolowany przy wyższym koszcie. Z kolei w przypadku długu zagranicznego koszt na emisję nie musi znacząco wzrosnąć w ciągu najbliższych 2 lat, w związku z tym, że zapadające obligacje były emitowane kilka lat temu z dosyć wysokimi kuponami, które przy nowych emisjach nie muszą być znacząco wyższe. Z drugiej strony emisji netto ma być znacznie więcej w przyszłym roku i utrzymanie tej tendencji w kolejnych latach przy powolnym spadku rentowności na rynkach bazowych może w większym stopniu podwyższyć koszty. Dodatkowo koszty finansowania mogą wzrosnąć gdyby nie udało się zaciągnąć pożyczki z Funduszu Odbudowy.

Gwarancje Skarbu Państwa, mld zł (prognoza Ministerstwa Finansów)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

¹ państwo UE narusza regułę dotyczącą zadłużenia poprzez utrzymywanie poziomu długu publicznego przekraczającego wartość 60% PKB, który nie zmniejsza się w zadowalającym tempie – oznacza to, że różnica między poziomem zadłużenia danego państwa a wartością 60% musi zostać zredukowana o jedną dwudziestą rocznie (średnio w przeciągu trzech lat). <https://eur-lex.europa.eu/PL/legal-content/glossary/excessive-deficit-procedure-edp.html>

Większe ryzyko dla ratingu?

Wzrostowa trajektoria długu jest negatywna dla perspektyw ratingu. Choć znaczny przyrost długu planowany w projekcie budżetu na 2024 r. do 53,9% PKB mógł niepokoić, to raczej nie spędzałby snu z powiek agencjom ratingowym, o ile byłby przejściowy. Dopiero wzrostowa wieloletnia trajektoria może wzbudzić poważne obawy o przyszłość ratingu. W ostatnich latach wyraźnie pogorszyły się już wskaźniki jakościowe, stosowane przez agencje ratingowe do oceny otoczenia instytucjonalnego, publikowane przez Bank Światowy.

Aby ryzyko dla ratingu istotnie wzrosło, sądzimy, że musiałby nastąpić również znaczny przyrost długu zewnętrznego Polski w relacji do PKB oraz utrzymanie inflacji na podwyższonym poziomie znacznie dłużej. W przypadku długu zewnętrznego zakładamy wzrost w kolejnych latach do ok. 55% PKB z nieco powyżej 50% obecnie, jednak biorąc pod uwagę jego znaczny spadek w ostatnich latach skala oczekiwanego przez nas przyrostu nie będzie raczej wystarczająca dla zmiany ratingu. Ograniczenie inflacji jest wbrew pozorom istotne z punktu widzenia oceny ratingowej Polski i jest klasyfikowane w kategorii siły instytucjonalnej kraju. Od czasu i skali odchyleń się inflacji od celu zależy ocena niezależności banku centralnego od rządu. W przypadku inflacji zakładamy stopniowy powrót do celu, choć wolniejszy niż zakłada rynek, a zbyt szybkie (naszym zdaniem) obniżki stóp przez RPP i determinacja banku centralnego do utrzymywania ujemnych stóp realnych w sytuacji stopy bezrobocia poniżej neutralnej stopy dla rynku pracy sugeruje ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu na dłużej. Naszym zdaniem w obecnym momencie próba oddłużenia poprzez wysoką inflację byłaby niekorzystna z perspektywy oceny ratingowej.

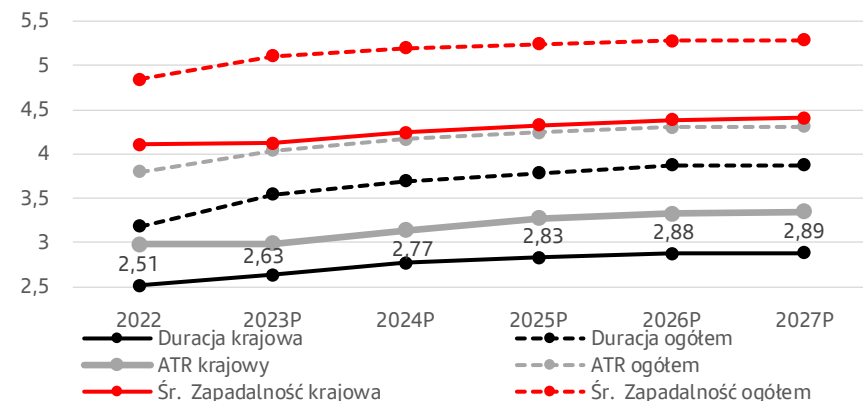
Czynnikami stabilizującymi rating będą w najbliższym czasie: wciąż rosnący poziom PKB per capita i relatywnie mocne tempo wzrostu PKB. Negatywnie działałby z pewnością brak środków unijnych, co byłoby szczególnie niekorzystne, gdyby prowadziło do większych deficytów fiskalnych i szybszego wzrostu długu publicznego i zewnętrznego.

Choć w najbliższym czasie nie spodziewamy się reakcji ze strony agencji ratingowych, to zmiany w parametrach makroekonomicznych w kolejnych latach mogą być negatywne z punktu widzenia oceny ratingowej.

Planowane zwiększenie duracji i emisji walutowych

Naszym zdaniem zaplanowany wzrost duracji długu krajowego (wskaźnik przeciętnego czasu zapadalności) może być trudny do zrealizowania. Choć warunki rynkowe wydają się trudniejsze niż w ubiegłym roku, resort finansów zaplanował wyższą ścieżkę duracji zarówno dla długu krajowego jak i zagranicznego. Wydłużenie duracji dla długu walutowego nie powinno dziwić z uwagi na znaczny wzrost emisji, a te są zwykle z dłuższymi terminami zapadalności niż krajowe. Jednocześnie, wzrost duracji dla krajowego długu wydaje nam się nieco trudniejszy do zrealizowania. Nasze wątpliwości są związane z planowaną znaczną emisją bonów skarbowych oraz zakładaną przez nas ogólnie większą trudnością ze sprzedażą obligacji długoterminowych. Częściowo efekt dłuższej duracji mógłby zostać osiągnięty przez wysoką skalę planowych emisji przy tylko nieco wyższej duracji nowego długu wobec obecnej średniej.

Parametry długu skarbowego w Polsce (prognoza Ministerstwa Finansów)



ATR - wyrażona w latach średnia długość okresu, na jaki ustalone są koszty obsługi długu. W przeciwieństwie do duracji obejmuje również obligacje inflacyjne i wartość nie zależy od stóp procentowych

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

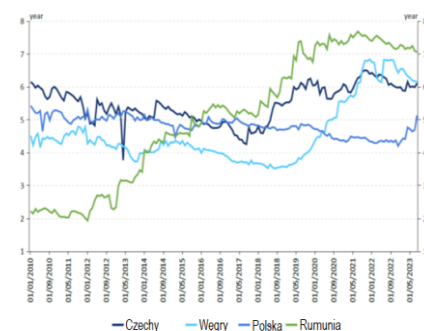
Wskaźniki WGI, pozycja Polski jako percentyl

	2015	2021	2022
Voice and accountability	81.8	63.4	65.2
Political Stability and Absence of Violence/Terrorism	74.8	61.3	61.8
Government Effectiveness	74.3	61.4	61.8
Regulatory Quality	79.5	75.7	74.5
Rule of Law	76.2	64.3	64.2
Control of Corruption	74.8	68.1	68.4

Wskaźniki dotyczą odpowiednio: prawa wyrażania opinii i wpływ obywateli, politycznej stabilności i braku przemocy, efektywności rządu, jakości stanowionego prawa, rządów prawa, kontroli korupcji.

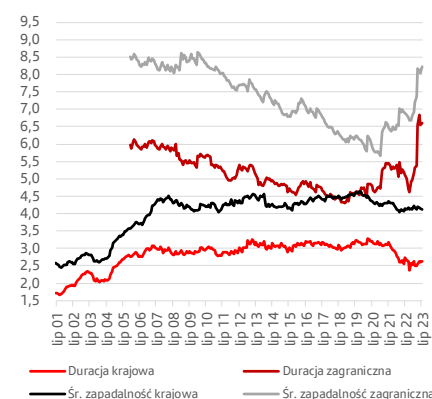
Źródło: Bank Światowy, Santander

Średnia zapadalność długu skarbowego w regionie, w latach



Źródło: MNB

Parametry długu skarbowego w Polsce



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Udział długu nominowanego w walutach obcych w długi Skarbu Państwa ma pozostać w przedziale 20-25% który uważamy za bezpieczny dla stabilności finansów publicznych. Ścieżka udziału długu walutowego w najnowszej strategii została podwyższona wobec poprzedniej o 1,3-2 pkt proc., ale zakłada wypetnienie głównego założenia, tj. utrzymanie go poniżej 25%. Wysokie emisje walutowe sprawiają, że dług walutowy SP stabilizuje się w pobliżu 21-22% długu ogółem z lekkim wzrostem zakładanym jedynie na 2024 r. Naszym zdaniem jest to neutralne z punktu widzenia ratingu kraju i oceny stabilności finansów publicznych. Z punktu widzenia oceny przez agencje ratingowe optymalny poziom prawdopodobnie byłby znacznie niższy (bliżej 10%), o ile założymy, że plany przyjęcia euro są raczej odległe. Jednak obecny poziom jest i tak blisko historycznie niskich wartości i po znacznym spadku z ponad 30% w poprzednich latach jest przestrzeń do większych emisji walutowych wobec zwiększonych potrzeb pożyczkowych przy chęci zmniejszenia presji z rynku lokalnego.

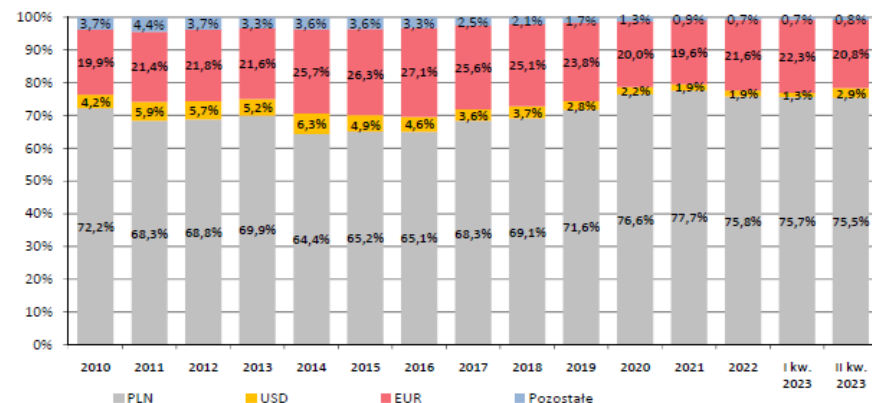
Sądzimy też, że większe emisje walutowe to po części odpowiedź na preferencje inwestorów zagranicznych i sytuację rynkową. Relatywnie wysokie rentowności polskich skarbowych obligacji denominowanych w euro i dolarze sugerują raczej niewielkie potencjalne problemy z ich sprzedażą, czego nie można do końca powiedzieć o obligacjach krajowych. Sądzimy, że aktualne poziomy rentowności krajowych obligacji w walucie lokalnej niekoniecznie rekompensują dla inwestorów zagranicznych ryzyko walutowe, a zabezpieczenie pozycji walutowej jest dla nich kosztowne chociażby z uwagi na wysoki poziom basis swapów.

Walutowy dług Skarbu Państwa będzie pod wpływem pożyczek z europejskiego Funduszu Odbudowy. Projekt budżetu na przyszły rok przewiduje pożyczki z programu RRF na Krajowy Program Odbudowy na poziomie 28 mld zł. Rząd wystąpił także z wnioskiem o powiększenie łącznej skali pożyczek z Funduszu Odbudowy z 11,5 mld EUR o dodatkowe 23 mld EUR. W przypadku gdyby Komisja Europejska wyraziła na to zgodę przyrost długu walutowego byłby wyższy niż zakłada strategia.

Walutowy dług sektora rządowego i samorządowego będzie rósł szybciej niż dług Skarbu Państwa z uwagi na zobowiązania Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych. Fundusz obronny FWSZ będzie odpowiedzialny za większość przyrostu zadłużenia poza Skarbem Państwa w kolejnych latach. Choć budżet FWSZ został utajniony to z informacji zawartych w projekcie budżetu na 2024 r. i informacji prasowych wnioskujemy, że działalność FWSZ poza dotacjami z budżetu centralnego będzie finansowana głównie przez kredyty w twardej walucie (\$) z USA i Korei.

Sądzimy, że wzrost długu FWSZ może podwyższyć udział długu walutowego sektora rządowego i samorządowego do ok. 32% do 2027 r. z obecnych ok. 24,5%, a dodatkowe pożyczki z Funduszu Odbudowy (23 mld EUR), o które zawnioskował rząd, mogłyby podwyższyć ten udział do ok. 36%, blisko historycznie wysokich poziomów i powyżej lokalnego szczytu z 2016 r. Naszym zdaniem z punktu widzenia stabilności sektora większe zadłużanie w walutach obcych nie byłoby korzystne.

Struktura walutowa długu sektora instytucji rządowych i samorządowych

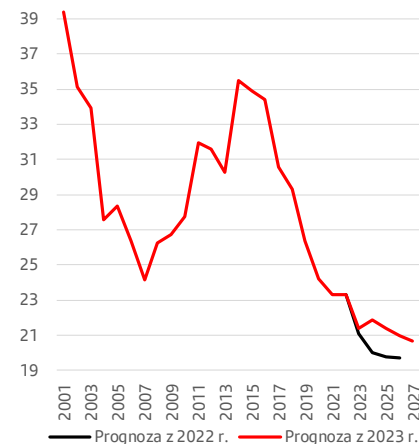


Źródło: Ministerstwo Finansów

Spora podaż obligacji w IV kwartale, ale znacznie większa dopiero w I kw. 24 r.

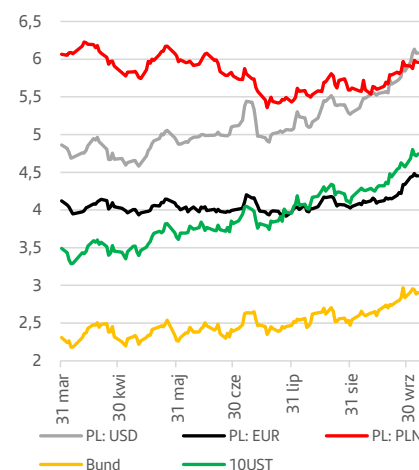
Ministerstwo Finansów planuje spore emisje w IV kw. Według planu podaży na IV kw., emisje na aukcjach podstawowych mają wynieść 25-35 mld zł na 3-4 aukcjach podstawowych, a dodatkowo zorganizowane zostaną 1-2 przetargi zamiany. W październiku resort finansów

Udział długu walutowego w długi Skarbu Państwa, mld zł (prognoza MF)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Rentowności polskich obligacji skarbowych 10-letnich w EUR, USD i PLN vs. niemieckie Bundy i amerykańskie Treasuries, %



Źródło: Refinitiv, Santander

zaplanował sprzedaż 9-20 mld zł na dwóch standardowych aukcjach, co współgra z zapadalnością 17,7 mld zł obligacji DS1023 i dodatkowymi płatnościami odsetek 4,6 mld zł.

Wyniki pierwszej październikowej aukcji były relatywnie dobre. Departament Długu sprzedał ok. 9 mld zł obligacji przy popycie przekraczającym 13 mld zł. Przy wysokiej sprzedaży obligacji 5-letnich bid-to-cover był, relatywnie niski (ok. 1,28), ale część inwestorów mógł zachęcić do zakupu spadkowy ruch na rynkach bazowych czy nieco szerszy spread asset swap. Duża kwota zaaprobowanych ofert, podobnie zresztą jak na wcześniejszych kilku aukcjach, świadczy o wysokich potrzebach finansowych. Spodziewamy się dużej podaży papierów skarbowych także na kolejnej aukcji w październiku.

MF poinformowało, że po ostatnim przetargu sprzedaży obligacji i sprzedaży dodatkowej potrzeby pożyczkowe budżetu państwa w 2023 r. zostały w całości sfinansowane. Poziom prefinansowania potrzeb pożyczkowych brutto na 2024 r. wynosi około 5%.

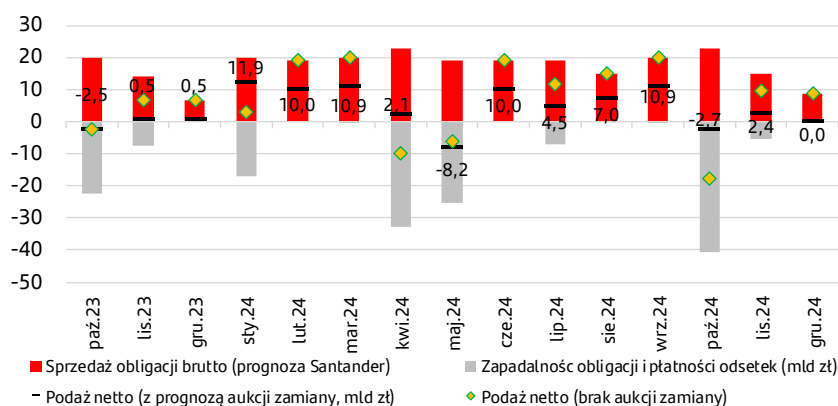
Wobec dużych potrzeb finansowych Ministerstwo Finansów może chcieć utrzymać wysoki poziom poduszki płynnościowej. Na koniec września poduszka płynnościowa wynosiła na koniec sierpnia ok. 133,7 mld zł. Choć daje ona dużą elastyczność w zarządzaniu długiem i kolejnymi emisjami zakładamy, że podaż na aukcjach pozostanie stosunkowo wysoka.

Oczekujemy niskiej emisji netto w listopadzie i grudniu, ale wyższej niż w październiku. Przy braku zapadalności i płatnościach odsetkowych na poziomie ok. 7,5 mld zł oraz zakładanej przez nas emisji na poziomie 20 mld zł z ryzykiem w górę, w tym ok. 6-12 mld zł na aukcjach zamiany, może pojawić się lekka presja na wzrost rentowności z tytułu nieco większej emisji.

W 2024 r. spodziewamy się, zgodnie z planami resortu finansów, emisji netto rynkowych papierów skarbowych na poziomie 154 mld zł w tym 100 mld zł obligacji skarbowych i ok. 54 mld zł bonów skarbowych. Wobec tego, że Ministerstwo Finansów skorygowało deficyt fiskalny o potencjalną rezerwę 1,1% PKB, wynikającą z historycznie lepszych realizacji wydatków, sądzimy, że pole do pozytywnych niespodzianek może być ograniczone. W 2024 r. emisje brutto obligacji miałyby wynieść 220 mld zł, co daje ok. 9,5 mld zł na aukcję. Przy założeniu, że Ministerstwo może ulokować w jednostkach sektora finansów publicznych dodatkowe 20-30 mld zł w ramach tzw. asymilacji, efektywna średnia miesięczna podaż brutto krajowych obligacji skarbowych (z aukcjami zamiany) wyniosłaby ok. 20-21 mld zł wobec możliwej sprzedaży obligacji asymilacyjnych na rynku wtórnym w celu pozyskania środków finansowych na bieżące funkcjonowanie wybranych jednostek.

Istnieje też ryzyko, że środków z Funduszu Odbudowy nie uda się wciąż odblokować w przyszłym roku, co może wymusić zwiększenie emisji rynkowego długu skarbowego w złotym lub walutach obcych.

Prognoza podaży obligacji brutto i netto, mld zł (bez uwzględnienia emisji asymilacyjnych)

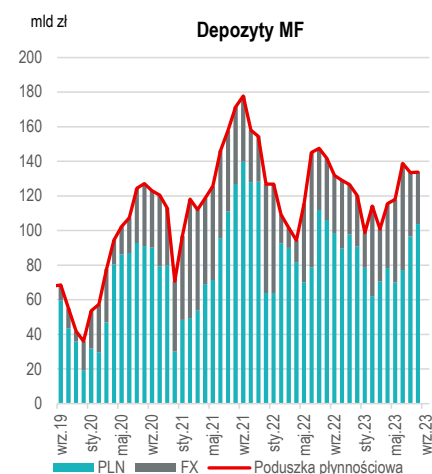


Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander, * obligacje asymilacyjne mogą być sprzedane na rynku w dowolnym momencie przed podmioty, na rzecz których zostaną one przekazane

Większe niż zwykle trudności z popytem?

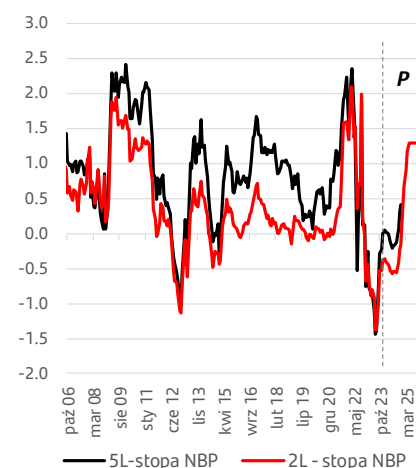
Najnowsze dane o portfelach krajowych obligacji za sierpień pokazały utrzymanie wcześniejszych tendencji, powiększenie pozycji sektora bankowego o 2,5 mld zł (40 mld zł od początku roku) wobec redukcji zaangażowania ze strony większości pozostałych podmiotów, w tym zarówno inwestorów zagranicznych jak i krajowych funduszy inwestycyjnych.

Poduszka płynnościowa Ministerstwa Finansów, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Nachylenie krzywej dochodowości, 2- i 5-letnie obligacje vs. stopa NBP, pkt proc.



Źródło: Refinitiv, Santander, stopa 2-letnich obligacji na 25r. przyjęta na średnim poziomie oczekiwanym na 24 r.

Spodziewamy się, że w najbliższych kwartałach krajowe banki pozostaną głównym kupującym krajowy dług skarbowy. Podtrzymujemy nasz szacunek potencjalnego popytu netto ze strony sektora bankowego na poziomie 70 mld zł, spójny z zakładanym przez nas wzrostem bazy depozytowej i przy założeniu utrzymania niezmiennego udziału obligacji skarbowych w bilansach banków. W przypadku, gdyby krzywa była odpowiednio stroma sądzimy, że banki mogłyby nawet kupić więcej obligacji.

Krajowe fundusze inwestycyjne mogą zwiększyć zakupy długu skarbowego w przyszłym roku wraz z napływem nowych środków. Przyjmujemy napływy do funduszy w przyszłym roku na poziomie ok. 20-25 mld zł, z czego większość do funduszy dłużnych. To, co może ograniczać popyt funduszy, to poziomy basis swap, które zachęcają do kupna zagranicznych bonów skarbowych z wykorzystaniem swapa walutowego, który daje dodatkową premię. Dopóki basis swapy są mocno dodatnie, będą zachęcały do tego typu arbitrażu, o ile skala zakupów będzie mieściła się w mandatach i limitach poszczególnych funduszy.

Możliwy jest mniejszy popyt z zagranicy. Sądzymy, że rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych są na tyle wysokie, że popyt na polski dług w walucie lokalnej może być ograniczony. Taki scenariusz jest szczególnie prawdopodobny w przypadku inwestorów amerykańskich, dla których główną zachętą do zakupu obligacji byłaby perspektywa osłabiania się dolara w kolejnych kwartałach wobec złotego. W przypadku inwestorów chcących zabezpieczyć częściowo ryzyko kursowe, negatywnie na atrakcyjność krajowego długu oddziałuje dodatni basis swap, który sprzyjał popytowi z zagranicy w latach 2008-2014. Ponadto negatywnie na popyt z zagranicy może wpływać dodanie Indii do głównych globalnych indeksów obligacji. Przy założeniu, że obecnie inwestorzy benchmarkowi nie są istotnie niedoważeni na Polskę w stosunku do indeksów, zakładamy możliwy odpływ inwestorów zagranicznych z rynku krajowych SPW rządu co najmniej 7-10 mld zł.

Szansa na większą sprzedaż obligacji detalicznych

Sądzimy, że plan sprzedaży obligacji detalicznych na 2024 r. na poziomie ok. 7 mld zł netto jest realistyczny z szansą na pozytywną niespodziankę. Plan resortu finansów zakłada sprzedaż rządu 2,5 mld zł brutto miesięcznie. Skala sprzedaży obligacji detalicznych mogłaby być nawet wyższa, gdyby tak jak w październiku resort finansów zdecydował się na utrzymanie wysokiego atrakcyjnego stałego oprocentowania obligacji oszczędnościowych znacznie dłużej, mimo spadku stóp NBP. Obecnie obligacje detaliczne stanowią ok. 7,2% łącznego zadłużenia Skarbu Państwa wobec ok. 19-20% na Węgrzech, co daje przestrzeń do dalszego wzrostu finansowania z tego źródła. Warto jednak pamiętać, że większy napływ środków prywatnych do obligacji oszczędnościowych odbyłby się zapewne kosztem depozytów bankowych i/lub środków w funduszach inwestycyjnych, co ograniczyłoby potencjał tych dwóch sektorów do zakupu obligacji na rynku hurtowym.

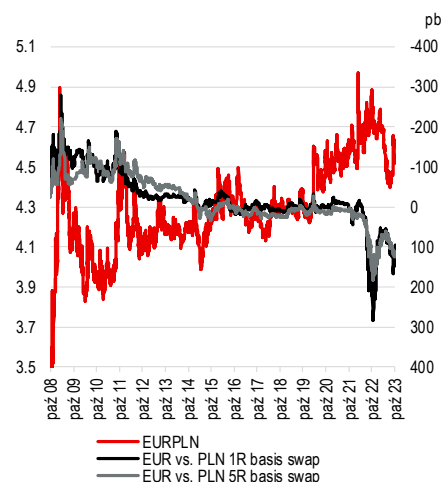
Emisje BGK wyższe niż w ubiegłym roku

Resort finansów przewiduje emisję obligacji na rzecz Funduszu COVID-19 na poziomie ok. 32,4 mld zł na 2023 r. i 24,2 mld zł na 2024 r. wobec ok. 9 mld zł w 2022 r. Wielkość emisji na bieżący rok została przeszacowana o ok. 7 mld zł w górę już po publikacji najnowszej strategii zarządzania długiem przy okazji ostatniej aukcji BGK. BGK zapowiedział też łącznie 5 przetargów na IV kwartał tego roku. To, podobnie jak brak znaczącej redukcji emisji obligacji skarbowych w tym roku, świadczy o napiętych perspektywach dla finansowania. Trudno powiedzieć, czy większe emisje na rzecz Funduszu Przeciwdziałania Covid w tym roku oznaczają redukcję emisji zaplanowanych na przyszły rok.

Na pierwszej aukcji w październiku BGK sprzedał obligacje za ok. 1,3 mld zł przy sporym popycie ok. 2 mld zł. Rentowności obligacji FPC utrzymują się ok. 7-50 pb powyżej benchmarkowej krzywej obligacji skarbowych i mogą stanowić dla nich atrakcyjną alternatywę mimo niskiej płynności. Większe emisje BGK oznaczają również zmniejszenie potencjalnego popytu na papiery skarbowe.

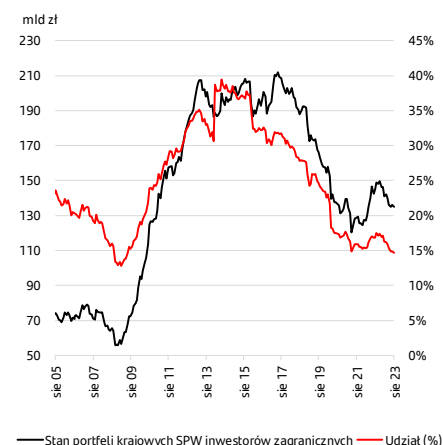
Pierwsze większe zapadalności obligacji na rzecz FPC przypadają dopiero na 2025 r. Z kolei w przypadku obligacji PFR ok. 16 mld zł zapada już w marcu 2024 r., co będzie oznaczać zwiększone potrzeby finansowe PFR w ramach obsługi wykupu tych obligacji. Według Strategii Zarządzania Długiem PFR nie planuje emitować obligacji w kolejnych latach. Przy ewentualnym braku środków z Funduszu Odbudowy możliwości prefinansowania projektów w ramach KPO ze środków PFR wydają się więc ograniczone, biorąc pod uwagę konieczność wykupu zapadającego długu.

EURPLN vs. basis swap PLN vs. EUR



Źródło: Refinitiv, Santander

Inwestorzy zagraniczni na krajowym rynku długu, mld zł, %



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

NBP raczej nie pomoże

Zakładamy, że zgodnie z wypowiedziami prezesa NBP bank centralny nie będzie obecny na rynku dłużnym i nie będzie skupował obligacji, mimo znacznego wzrostu potrzeb pożyczkowych i długu w kolejnych latach. Wobec 4,5 mld zł obligacji PFR w portfelu NBP zapadalnych w marcu przyszłego roku spodziewamy się jedynie lekkiego zmniejszenia nadpłynności sektora bankowego wraz z ich wykupem.

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