

MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

MARZEC 2016, NR 121 (11)

JJ CONSULTING
JANUSZ JANKOWIAK

e-mail: janusz.jankowiak@nwai.com.pl

KWARTALNA AKTUALIZACJA PROGNOZ MAKRO DLA POLSKI, MARZEC/KWIECIEŃ 2016

	2014	2015*	2016f	2017f**
PKB	3.3	3.6	3.5	3.8
EKSPORT	6.7	8.1	6.9	8.6
IMPORT	10.4	8.4	9.8	11.0
POPYT KRAJOWY	4.9	3.4	4.8	5.4
SPOŻYCIE	3.1	3.2	4.0	4.3
w sektorze gospodarstw domowych	2.6	3.1	3.9	4.3
w sektorze instytucji rządowych i samorządowych	4.7	3.5	4.8	4.1
AKUMULACJA BRUTTO	12.6	4.2	7.0	11.3
NAKŁADY BRUTTO NA ŚRODKI TRWAŁE	9.8	6.1	5.2	10.4
CPI (ŚREDNIO W OKRESIE)	-0.1	-0.9	-0.2	1.2
PPI (ŚREDNIO W OKRESIE)	-1.5	-2.1	-1.3	0.9
EUR/PLN (ŚREDNIO W OKRESIE)	4.20	4.19	4.33	4.35
USD/PLN (ŚREDNIO W OKRESIE)	3.23	3.81	4.01	4.10
EUR/USD (ŚREDNIO W OKRESIE)	1.30	1.10	1.08	1.06
STOPA PROCENTOWA (ŚREDNIO W OKRESIE)	2.40	1.50	1.50	1.50
BEZROBOCIE REJESTROWANE (KONIEC OKRESU)	11.4	9.8	9.1	8.4
C/A (PROC. PKB)	-0.6	-0.4	-0.9	-1.2

źródło: GUS, prognozy własne JJ CONSULTING

*)wstępne szacunki DRN GUS; **)pierwszy okres prognozowania

2016: nieco niższa dynamika PKB r/r w wyniku słabej kontrybucji inwestycji i ujemnego wkładu ze strony eksportu netto. Wzrost podtrzymywany przez spożycie, finansowane z budżetu. Wielkość stymulacji fiskalnej ok. 0,9% PKB. Impuls dla konsumpcji prywatnej ze strony programu 500+ da o sobie znać od 2 kwartału. Później, od przełomu roku 2016/2017, stopniowo wygasający.

2017: przyspieszenie wzrostu r/r po odbiciu inwestycji publicznych finansowanych z funduszy unijnych przy stabilnej konsumpcji. Osłabienie PLN następstwem narastającej nierównowagi fiskalnej i zewnętrznej. Umiarkowany wzrost inflacji i słaby złoty zamykają definitywnie przestrzeń dla obniżki stóp. Cykl koniunkturalny i powrót nierównowag makro prowadzi do ryzyka spadku dynamiki PKB w roku 2018.

Ujemne stopy, nieco paniki i *helicopter money*

Nastroje w globalnej gospodarce nie są najlepsze. Nie poprawia ich z pewnością obniżenie przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy - w przeddzień wiosennej sesji w Waszyngtonie - prognoz światowego wzrostu. Kontrowersje wśród ekonomistów wzbudza wezwanie skierowane pod adresem rządów przez IMF, by wspomagać luźniejszą polityką fiskalną banki centralne, starające się wszelkimi sposobami podnieść zagregowany popyt. Wciąż gdzieś pojawiają się głosy ostrzegające przed powrotem recesji.

Dlaczego nastroje nie są najlepsze i skąd pomysł na dołożenie do stymulacji monetarnej jeszcze stymulacji fiskalnej? Odpowiedź wydaje się oczywista: polityka ujemnych realnych stóp procentowych ma jak dotąd stosunkowo słabe przełożenie na sferę realną gospodarki i nie notuje zbyt wielu sukcesów, jeśli chodzi o podniesienie oczekiwań inflacyjnych, tak by zbliżyć je do celu banków centralnych. Deflacja lub bardzo niska inflacja nie pomaga zmniejszyć ciężaru zadłużenia. A ujemne stopy niosą za sobą wiele efektów ubocznych w postaci dystorsji na rynku finansowym.

Jaki miał być główny cel prowadzenia polityki ujemnych stóp procentowych (NIRP) przez banki centralne? Chodziło o wsparcie wzrostu gospodarczego i realizację celu inflacyjnego. Wsparcie wzrostu realizować się miało przez utrzymanie rynkowych stóp procentowych maksymalnie blisko marginalnej ujemnej stopy banku centralnego, co powinno pobudzać popyt na kredyt. Oczekiwania inflacyjne miały rosnąć wraz ze wzrostem zagregowanego popytu.

Ale w tym mechanizmie coś zaczęło szwankować. Tym czymś był negatywny wpływ ujemnych stóp na wyniki banków. Mechanizm ilościowego luzowania (QE) zasadniczo zwiększył rezerwy banków. Te rezerwy obciążone ujemnymi stopami zaczęły bankom ciążyć. Ale nie dało się ich zaprząć do pracy dla realnej gospodarki, z powodu nikłego popytu na kredyt i znaczącego obciążenia bilansów złymi kredytami (NPLs). Banki komercyjne, poganiane ujemnymi stopami przez banki centralne, znalazły się więc w pułapce. Co prawda zadaniem żadnego banku centralnego nie jest dbanie o wyniki banków komercyjnych, ale w tym wypadku sprawcą problemu były przecież same banki centralne ze swoją niekonwencjonalną polityką monetarną. **Stąd wymyślono systemy „warstwowego” obciążenia rezerw banków komercyjnych skutkami ujemnych stóp procentowych** (*tiered reserve charging regimes*).

Wyłączenie niektórych kategorii rezerw z obciążenia kosztem w postaci ujemnego oprocentowania zastosowały jak dotąd bank szwajcarski i japoński, ale nie Europejski Bank Centralny. „Warstwowanie” rezerw osłabiło mechanizm przenoszenia NIRP na wyniki banków. Ale na tym w zasadzie wyczerpują się pozytywne. Wpływ NIRP na wycenę aktywów nie budzi wątpliwości. Wątpliwości budzi już za to twierdzenie, że jest to wpływ jednoznacznie korzystny, czemu przeczyłoby narastanie bąbli spekulacyjnych na wielu kategoriach aktywów.

NIRP powoduje, że detaliczne stopy dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw utrzymują się w okolicach zera, ale trudno zaprzeczyć, że odbywa się to kosztem osłabienia mechanizmu transmisji stóp (w końcu podstawowego narzędzia banku centralnego) na sferę realną. Przenoszenie jest w tym wypadku z pewnością słabsze niż przy stopach dodatnich.

Mamy wreszcie do czynienia z segmentacją produktów bankowych, z których część objęta jest skutkami ujemnych stóp procentowych, a część nie.

Jeśli do mechanizmu NIRP wprowadza się osłony dla wyników banków i depozytariuszy (brak możliwości ujemnego oprocentowania depozytów detalicznych), to osłabieniu i wypaczeniu ulega cel główny ujemnych stóp banku centralnego. Sens makroekonomiczny, którym pierwotnie miało być wzmocnienie konsumpcji, kredytu i podniesienie zagregowanego popytu wypacza się przybierając postać deprecjacji kursu walutowego. Prowadzić to powinno do spirali konkurencyjnych dewaluacji o zerowym wpływie na wzrost w dłuższym okresie. Z tego punktu widzenia NIRP jest więc nieskuteczna.

Skąd w takim razie aprecjacja walut krajów z NIRP? Generalnie – ze spadku oczekiwań na podwyżki stóp w Stanach. Kiedy nikt nie wierzy we wzrost inflacji po zastosowaniu NIRP, to efekty kursowe w postaci deprecjacji szybko wygasają, a brak wiary w restrykcyjny Fed powoduje aprecjację (tak było i w strefie euro, i w Japonii). Ten paradoks sprawia, że NIRP również w praktyce, a nie tylko w teorii, ma ograniczoną skuteczność.

Nic dziwnego, że praktyczna weryfikacja mechanizmu NIRP, z osłoną w postaci „warstwowania” rezerw, doprowadziła logicznie do pomysłu stymulacji popytu nie tylko na drodze stymulacji fiskalnej, ale też poprzez „rozzucanie pieniędzy z helikoptera”, czyli drukowania i rozdawania ich ludziom. Na szczęście takich desperackich kroków dla pobudzenia popytu banki centralne jeszcze się nie imają. Ale kto wie...?

Kto jeszcze pół roku temu mógł sobie wyobrazić, że taki – na przykład – bank szwedzki przy 4,2% wroście PKB zaszerwuje gospodarce stopę procentową na poziomie -0,5%? Kto mógł się spodziewać, że Japonia wyemituje i sprzeda transzę 10-letnich obligacji, wartych 2,2 bln jenów (19,4 mld USD) ze średnią rentownością -0,024%? Oznacza to przecież, że inwestorzy w kraju najbardziej zadłużonym w grupie G-7, zapłacili rządowi za pożyczone mu przez siebie na 10 lat pieniądze. Albo też, że liczą na dalszy spadek rentowności poniżej zera przed zapadalnością obligacji.

Wydaje mi się, że nastroje depresyjne, podgrzewane między innymi przez wezwania do podejmowania coraz liczniejszych kroków mających pobudzić globalny popyt, podobnie jak niektóre zachowania inwestorów, są jednak nieco na wyrost.

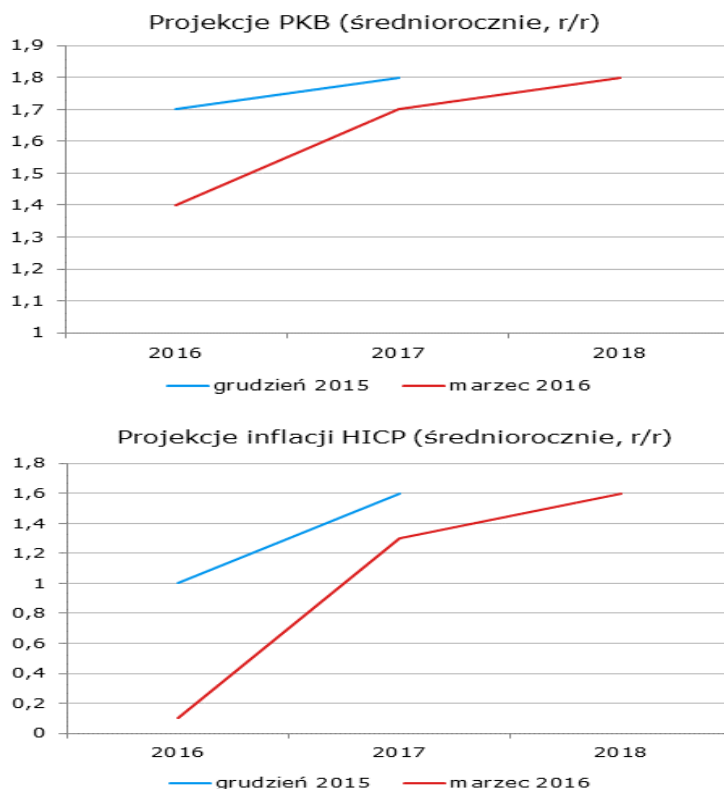
EBC na swojej ścieżce NIRP

Wyjątkiem wśród banków stosujących ujemne stopy pozostaje wciąż Europejski Bank Centralny. **EBC nie wyłącza z rezerw banków komercyjnych wybranych kategorii, które zwalnia z konieczności obciążenia ujemnymi stopami.** Jako formę rekompensaty za straty ponoszone przez banki z tytułu braku możliwości przeniesienia kosztów ujemnych stóp na deponentów detalicznych, EBC proponuje bankom komercyjnym dopłacanie do pożyczanych im pieniędzy. Z początkiem czerwca uruchomione mają zostać przez EBC nowe operacje TLTRO. Banki komercyjne, udzielające kredytów klientom w skali przekraczającej ustaloną normę, uzyskają prawo zaciągnięcia w EBC pożyczki płynnościowej po stopie, która może spadać do wysokości stopy depozytowej (-0,4% po marcowym posiedzeniu EBC). Oznacza to subsydiowanie kredytu.

Trudno powiedzieć, jak sprawdzi się ten mechanizm w praktyce. **Wydaje się, że płynność nie jest jednak największym problemem banków w strefie euro.** Problemem jest za to z pewnością brak kapitału, który po zmianach regulacyjnych i przy tak słabych wynikach banków pozostaje wciąż dobrem rzadkim i drogim. Problemem jest też nie najwyższa jakość portfela kredytowego banków w strefie euro. Na te problemy operacje zasilające - sprowadzające się do tego, że EBC zacznie płacić prywatnym bankom za to, żeby pożyczwały pieniądze klientom - chyba nie pomogą.

Tym niemniej EBC stara się jak może wspierać wzrost i podnieść oczekiwania inflacyjne. Trudno się dziwić patrząc na ostatnią aktualizację bilansu ryzyk w strefie euro. Mamy tu do czynienia

ze zjawiskiem, które określane jest jako *deflationary mind set*, czyli takim zestawem danych (inflacja CPI w lutym -0,2%; inflacja bazowa 0,7%) i oczekiwań, które obniżają konsumpcję i inwestycje.



Prognozy EBC charakteryzują się przy tym – tak naprawdę – wydźwiękiem raczej optymistycznym. Co dotyczy szczególnie dłuższego okresu. **EBC jest dziś – jak się wydaje – jedyną poważną rynkową instytucją, która wierzy, że jej działania dla wzrostu i inflacji przyniosą wreszcie skutek.** Prognoza inflacyjna na ten rok została poważnie skorygowana: CPI z 1% oczekiwanego przez EBC jeszcze w grudniu, spadła do 0,1%. Ale w 2017 inflacja ma już wynieść 1,3%, a w 2018 1,8%. PKB w strefie euro w tym roku ma urosnąć o 1,4%; w 2017 o 1,7%; w 2018 o 1,8%. **Szczerze powiedziawszy moje przewidywania, użyte jako zmienne egzogeniczne do prognoz dla Polski, są nieco bardziej pesymistyczne.**

Pakiet stymulacyjny EBC, który ma prowadzić do realizacji prognoz, jest bogaty i wykracza daleko poza nowe TLTRO. Przede wszystkim bank przeprowadził cięcie tym razem już wszystkich kategorii stóp (depozytowa do -0,40%; operacji refinansujących do 0,00%; pożyczkowa do 0,25%). Skala miesięcznego skupu aktywów została zwiększona do 80 mld EUR. Do kategorii aktywów objętych skupem dodano obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym. Podniesiony został limit koncentracji w jednej kategorii aktywów w programie (udział EBC może wynieść nie jak dotąd 33%, ale już nawet 50% emisji).

Pomimo tego bogatego zestawu reakcje rynkowe – poza krótkim epizodem euforii - były rozczarowujące. Strategii sterowania oczekiwaniami rynku przez EBC brakuje wiarygodności i spójności. W dalszym ciągu inwestorzy nie mają pewności, czy EBC może posunąć się jeszcze dalej z obniżkami stóp, czy nie. Wypowiedzi prezesa Mario Draghiego (nie) i głównego ekonomisty EBC Petera Praeta (tak) są rozbieżne. Decyzja EBC nie była zresztą jednomyślna. Z dysponujących prawem głosu nie poparli marcowego pakietu Klaus Knot z holenderskiego banku centralnego i Sabine Lautenschlaeger z zarządu banku.

Zapowiedziom EBC brakuje precyzji. Przez to obietnica skupu obligacji korporacyjnych wywołała zakłócenia na rynku długu. Bank mówi o zakupie obligacji „*instytucji niefinansowych o statusie inwestycyjnym denominowanych w euro, emitowanych przez firmy powołane na obszarze strefy euro*”. Co jednak w takim razie z wielkimi emitentami długu korporacyjnego dysponującymi licencjami bankowymi? Czy zostaną wyłączeni w programie? I na jakich zasadach odbywać się będą zakupy? Z ogólnego zasobu ok. 2 bln obligacji denominowanych w euro, ok. 500-900 mld spełnia kryteria EBC (w zależności od tego jak je doprecyzujemy). Ponieważ na ten rok przewiduje się emisję rzędu 175 mld euro, EBC skupując miesięcznie 10-15 mld, byłby odbiorcą ok. połowy nowych emisji netto. Takie szacunki, nawet bez precyzyjnych informacji na temat klucza zakupów, musiały doprowadzić do natychmiastowego wzrostu cen obligacji korporacyjnych, zakłócając funkcjonowanie sprawnego dotąd rynku.

Skutki polityki banków centralnych, prowadzących politykę QE, obejmują więc coraz szersze obszary rynku długu: już nie tylko rządowego, ale też prywatnego.

USA, czyli Bloomberg v FRED

Nie ma już takiego banku centralnego na świecie, który podejmowałby dziś jednomyślne decyzje. Rozbieżność opinii nie omija więc również i amerykańskiej Rezerwy Federalnej.

Podczas marcowego posiedzenia Fed, Esther George z Kansas opowiedziała się za podwyżką stóp o 25 pkt. baz.. Ten odosobniony głos można by zlekceważyć, gdyby nie to, że 7 z 17 członków FOMC wciąż widzi w tym roku jeszcze co najmniej 3 podwyżki stóp, przy medianie - zbieżnej już w oczekiwaniach rynku - na 2x25 pkt. baz..

Fed, dokonując bilansu ryzyk, zaktualizował swoje prognozy co do wzrostu i inflacji, dostosowując przewidywaną ścieżkę stóp procentowych, jako uśredniona miarę oczekiwań członków FOMC, do oczekiwań rynku w krótkim okresie, ale zachowując w zasadzie niezmiennione przewidywania co do podwyżek w dalszej fazie cyklu (rok 2017, to 100 pkt. baz.). Widać też, że zdania wśród gubernatorów na temat przebiegu ścieżki stóp pozostają nadal podzielone.

Oddaje to, moim zdaniem, stan niepewności, co do kondycji amerykańskiej gospodarki. Odmiennie postrzegana ona jest wciąż przez rynki finansowe, gdzie dominuje pogląd, że podwyżki powinny być łagodne i odłożone w czasie. Odmiennie rzecz ocenić można jednak patrząc na bieżące dane i prognozy ze sfery realnej, gdzie widać nie tylko ustabilizowany na poziomie ok. 2% wzrost, ale też rosnącą inflację i zacieśniający się rynek pracy. Tę trudno rozstrzygalną na gruncie praktycznym dychotomię w oglądzie rzeczywistości gospodarczej określa się popularnie w żargonie, jako starcie Bloomburga (tu mamy oczekiwania analityków) z FRED (*Federal Reserve Economic Data*), czyli zestawem miarodajnych danych ze sfery realnej.

Przyznam, że w starciu Bloomberg v FRED jestem raczej po stronie FRED. Dla mnie argumentem rozstrzygającym o ostrzejszym przebiegu ścieżki stop procentowych, jest badanie wskazujące na daleko idące skorelowanie cen obligacji indeksowanych do inflacji (TIPS) z cenami ropy. **TIPS-y przestały być po prostu wiarygodnym źródłem dla pomiaru oczekiwań inflacyjnych.** *Break even* szacowany dziś na podstawie *spreadu* między TIPS a standardowymi obligacjami wskazuje, że inflacja w roku 2026 wyniesie w Stanach 1,6%, czyli mniej niż dziś. To narzędzie pomiaru oczekiwań inflacyjnych stało się zupełnie niewiarygodne.

A skorelowanie dziś parametrów makro z cenami ropy i surowców, przy tak niepewnym rynku, powinno budzić czujność. Na 17 kwietnia w katarskiej Doha zapowiadane jest kolejne spotkanie największych producentów ropy, którego celem ma być „przedyskutowanie zamrożenia podaży”. Lutową decyzję Arabii Saudyjskiej, Rosji, Kataru, i Wenezueli o zamrożeniu produkcji ropy na

poziomach ze stycznia popiera dziś oficjalnie już 15 krajów zrzeszonych i niezrzeszonych w OPEC, dostarczających 2/3 globalnej podaży ropy. Nie ma w tej grupie Iranu, ale uzyskał on już od innych producentów zielone światło dla wzrostu sprzedaży do poziomu sprzed sankcji.

Chińczycy stymulują po staremu

Mniej zaawansowanych technik stymulacji gospodarki mają się nadal Chiny. Dostłownie 48 godzin po zakończeniu szczytu G-20 w Szanghaju, gdzie padały ostrzeżenia przed nadmierną rynkową aktywnością banków centralnych, **PBoC zredukował stopę rezerw obowiązkowych (RRR) o 0,5 p.p., uwalniając tym samym ok. 690 mld RMB (106 mld USD) płynności w bankach komercyjnych**. W ostatnim roku RRR spadła już o 2 p.p., a rezerwy dla obniżek są tu potencjalnie wciąż duże, bo dla dużych banków RRR wynosi aż 17%.

Pomimo, że na szczycie G-20 Chińczycy zapewniali, iż nie będzie dewaluacji RMB, po tej decyzji chińska waluta naturalnie się osłabiła. Wzmocniła się też fala odpływu kapitału.

Najistotniejsze jest jednak to, że dla podtrzymania wzrostu władze chińskie sięgnęły na powrót po krótkiej przerwie po bardzo prymitywne instrumenty zwiększające płynność, które w jakimś sensie wyparły te bardziej wysublimowane w postaci operacji otwartego rynku.

Takimi, czy innymi technikami – jest więcej niż pewne – Chinom uda się jednak osiągnąć zapowiadane tempo wzrostu gospodarczego, które nie może spaść poniżej 6,5%.

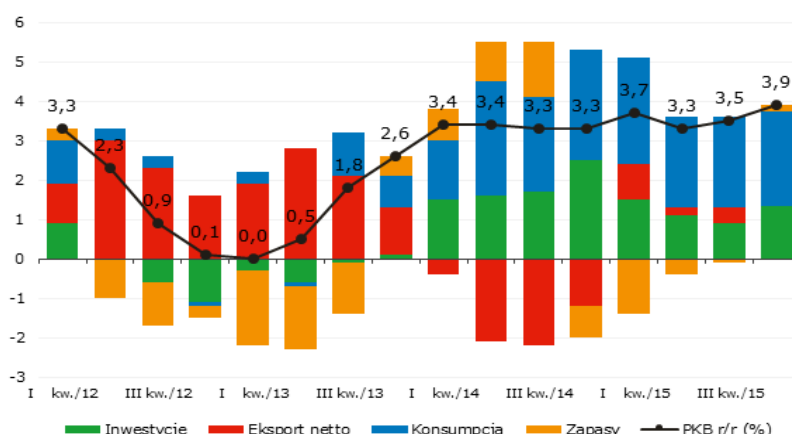
Dane historyczne: 4 kwartał – bez zaskoczeń

Według wstępnych szacunków GUS w 4 kwartale dynamika PKB wyniosła 3,9% w ujęciu rocznym oraz 1,1% k/k, czyli był taki, jak w szybkim odczycie. Obyło się również bez większych niespodzianek przy dekompozycji wzrostu.

Prywatna konsumpcja zakotwiczyła się solidnie na poziomie 3,1 r/r. Tu oczekiwałbym przy kolejnych przybliżeniach lekkiej korekty w górę, bo na taka możliwość wskazują dane o przyspieszającej wyraźnie pod koniec ubiegłego roku sprzedaży detalicznej i dochodach gospodarstw domowych. Spożycie w sektorze instytucji publicznych nabrało solidnego przyspieszenia (z 2,7% w 3 kwartale do 4,5% w 4 (w ujęciu r/r)). Należy oczekiwać, że między innymi za sprawą odmrożenia wynagrodzeń w sferze budżetowej podobnie wysoka dynamika spożycia zbiorowego utrzyma się również w tym roku, będąc obok prywatnej konsumpcji głównym motorem wzrostu popytu krajowego, który przyspieszył pod koniec roku do 3,9%, zrównując się tym samym z dynamiką całego PKB.

Bo z inwestycjami wciąż jest i będzie przez większość tego roku raczej nietęgo. W 4 kwartale 2015 urosły one ledwie o 4,9%. Inwestycje publiczne były w stagnacji, bo brakowało tych finansowanych przez budżet państwa, a samorządy wstrzymywały się z wydatkami, gromadząc środki na dofinansowanie programów z nowej perspektywy finansowej. Dzięki temu – na marginesie mówiąc – osiągnęły nadwyżkę, uszczuplając tym samym ubiegłoroczny deficyt SFP o ok. 0,2 p.p. w relacji do PKB. Te 4,9% wzrostu inwestycji w ostatnim kwartale 2015 zapisać więc wypada na rachunek prywatnych inwestorów.

Zmienne rezydualne pozostawały bez większego wpływu na wzrost w ostatnim kwartale 2015. W przypadku eksportu netto zerowy wkład udało się osiągnąć za sprawą wyjątkowo dobrze trzymającego się eksportu. Warto przy okazji odnotować, że udział Niemiec w naszym handlu zagranicznym nadal regularnie rośnie. Według GUS w styczniu eksport zwiększył się o 0,9 p.p. i wyniósł 28,8% wartości eksportu ogółem, a w imporcie wzrósł o 0,2 p.p. sięgając 22,4% wartości przywozu towarów do Polski ogółem. **Stan gospodarki niemieckiej przesądza o blisko 1/3 wyników naszego eksportu, co przekłada się bezpośrednio, poprzez kontrybucję eksportu netto na dynamikę naszego PKB.**



Jak już wielokrotnie podkreślałem, polityka gospodarcza oraz zacieśnienie na rynku pracy będą w najbliższym czasie wspierały rosnącą wagę konsumpcji krajowej w popycie krajowym. Jeśli chodzi o drugi składnik – inwestycje – to tu nie należy się spodziewać w okresie pierwszych 3

kwartałów tego roku większych rewelacji. Inwestycje publiczne będą nadal kulały, a niepewność w otoczeniu makroekonomicznym nie zwiększy istotnie prywatnego popytu inwestycyjnego.

W moich prognozach (**czytaj w dalszej części tej sekcji**) przekłada się to na spadek dynamiki inwestycji ogółem w tym roku w zestawieniu z wynikiem ubiegłorocznym. **Tempo wzrostu gospodarczego pozostanie w 2016 na poziomie zbliżonym do 2015 tylko za sprawą wyraźnie szybciej rosnącej konsumpcji. Nie jest to – pomimo oczekiwanego przyspieszenia tempa wzrostu inwestycji w 2017 – zbyt optymistyczny prognostyk dla zrównoważonego tempa wzrostu już w średnim czasie.** Kiedy bowiem popyt krajowy zaczyna rosnąć w tempie o ponad 1,5 p.p. szybszym niż dynamika PKB - a dzieje się tak głównie za sprawą pędzącej konsumpcji - i ta różnica nie tylko się utrzymuje, ale powiększa z każdym rokiem, to w gospodarce zaczynają się dość szybko objawiać napięcia, a zrównoważony wzrost zmienia się w niebilansowany.

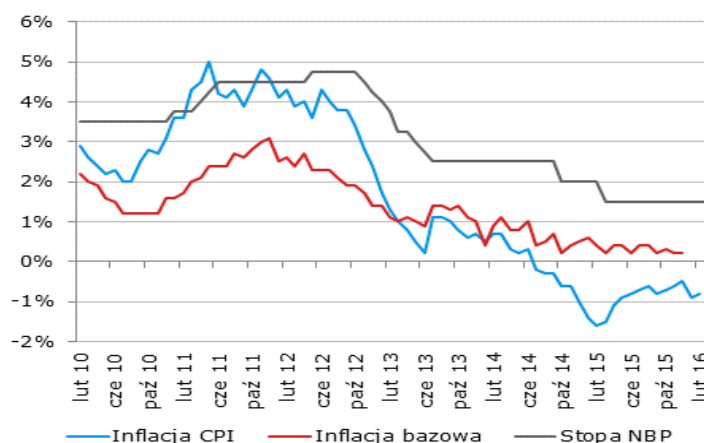
Warto – jak sądzę – w tym kontekście odnotować, że w styczniu wydajność pracy w przemyśle spadła o 0,2% r/r, przy większym o 1,6% zatrudnieniu i wzroście przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia brutto o 3,5%.

Bilans ryzyk: inflacja

Tradycyjnie na początku roku zmienił się system wag stosowanych przy szacowaniu przez GUS wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych w 2016 roku. Żywność, paliwa, hotele i restauracje straciły na znaczeniu w koszyku inflacyjnym; zyskały za to: odzież i obuwie, rekreacja i kultura, pozostałe dobra i usługi, zdrowie. Nasz koszyk systematycznie się europeizuje.

Po rewizji wag dostaliśmy pogłębienie deflacji w styczniu (-0,9% r/r) i w lutym (-0,8% r/r). Nieco szybciej rosły ceny żywności (1,0% w styczniu; 0,3% w lutym). Skończyły się najostre spadki cen paliw. Podniosły się odczyty inflacji w kategoriach rekreacja i kultura.

Co ciekawe – inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i paliw) spadła po zmianach wag lekko poniżej zera na poziom -0,1%. Nie należy tego jednak interpretować jako odwrócenia trendu, który od dłuższego czasu utrzymuje inflację bazową na poziomie znacząco odbiegającym w dół od komfortowego z punktu widzenia banku centralnego odczytu 1%. Długotrwałej deflacji we wskaźniku bazowym nie będzie.



Zmiana wag w koszyku CPI musi przesunąć w dół całą prognozowaną ścieżkę inflacyjną. I tak w moich prognozach deflacja potrwa do września/października tego roku. Oznacza to średnioroczny wskaźnik CPI na poziomie -0,2% (przy 1,7% prognozowanym przez rząd w tegorocznym budżecie).

Kłopotem przy prognozach inflacji na 2017 rok jest nie tylko niepewność co do cen surowców, które są wkładem egzogenicznym do modelu. Dochodzi do tego również istotny czynnik lokalny. Jest nim niepewność dotycząca wpływu polityki fiskalnej na poziom cen. W swoich prognozach – podobnie jak NBP – musiałem przyjąć, że zgodnie z obowiązującym wciąż zapisem ustawowym nastąpi z początkiem przyszłego roku obniżka o 1 p.p. podatku VAT. Oznaczać to musi mniejszą presję na wzrost cen. Jest jednak bardzo prawdopodobne, że podatki nie spadną, co pociągnie za sobą konieczność rewizji w górę prognozowanej ścieżki inflacyjnej po roku 2016.

Aktualizacja projekcji inflacyjnej IE NBP

Spójrzmy jak z tymi dylematami uporał się w aktualizacji projekcji inflacyjnej Instytut Ekonomiczny NBP. Nowe prognozy znane były RPP, której posłużyły dla uzasadnienia decyzji o braku zmian parametrów polityki pieniężnej w marcu. Bank centralny istotnie obniżył prognozy inflacji w krótkim terminie (dla 2016 o 1,4 p.p., dla 2017 – o 0,2 p.p.) i podwyższył przewidywania, co do PKB (odpowiednio: o 0,4 p.p. i 0,3 p.p.).



Przesłanki dla takich zmian są oczywiste i nie budzą większych wątpliwości. Krajowa polityka gospodarcza dostarcza impulsu popytowego w sytuacji dużej niepewności, co do warunków w otoczeniu zewnętrznym Polski. Niski popyt w gospodarce światowej uzasadnia utrzymywanie się niskich cen surowców. Import deflacji do Polski równoważy więc cenowe skutki wzrostu konsumpcji krajowej, nie pozwalając na szybkie domknięcie się luki popytowej. Ale ponieważ impuls dla konsumpcji ze strony transferów (głównie programu 500+) ma charakter wygasający, wsparcie dla popytu krajowego w miarę upływu czasu maleje, co wraz z cyklem koniunkturalnym prowadzi do osłabienia tempa wzrostu gospodarczego już w roku 2018.

Inflacja w okresie objętym oddziaływaniem polityki monetarnej (gdzie przyjmowane jest standardowe założenie braku zmiany stóp procentowych) wchodzi w pasmo dopuszczalnych odchyień od celu. Roczna dynamika cen w 2016 roku z 50% prawdopodobieństwem znajduje się w przedziale od -0,9% do -0,2%. Roczne tempo wzrostu PKB lokuje się w przedziale 3,0%-4,5%. Prawdopodobieństwo przekroczenia celu inflacyjnego na koniec 2018 szacowane jest przez IE NBP na 31%.

Czynniki ryzyka dla prognozy inflacyjnej NBP (surowce, podatki, płace, destrukcyjny wpływ wprowadzonych już i zapowiadanych rozwiązań ustawowych na podaż na rynku pracy, a tym samym potencjalny PKB) są dobrze znane i rozpoznane. Nie sposób ich jednak ująć w bazowym scenariuszu przebiegu ścieżki inflacyjnej. Są one i pozostaną czynnikiem ryzyka.

Takie podejście jest metodologicznie jak najbardziej uprawnione. Stosuję je również w moich prognozach. Prowadzi to do wniosku, że **przy tak rozpoznanych czynnikach ryzyka prawdopodobieństwo wyższego przebiegu ścieżki inflacyjnej w okresie oddziaływania polityki pieniężnej jest większe niż prawdopodobieństwo przebiegu tej ścieżki poniżej prognoz. Innymi słowy: sytuacja z dwóch ostatnich lat, kiedy uporczywość niewielkiej deflacji mocno nas zaskoczyła, raczej już się nie powtórzy. Inflacja będzie więc raczej wyższa od tej prognozowanej przez IE NBP. Chyba, że gospodarkę globalną czeka kryzys.**

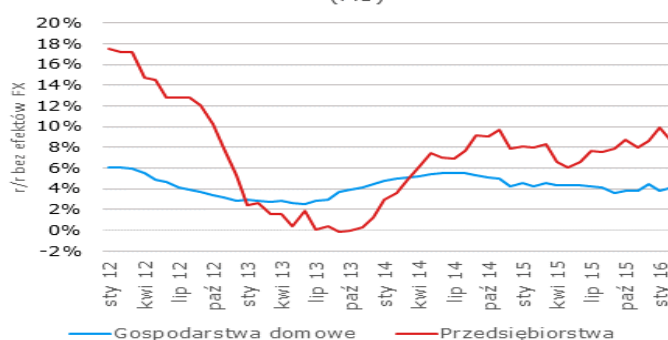
Jeśli uznać, że RPP po zmianie składu realizować będzie swój podstawowy cel, zgodnie z powierzonym jej mandatem, oraz uwzględni fakt poluzowania fiskalnego, co powinno mieć zgodnie z modelowym podejściem przewidywalny wpływ na *policy mix*, to nie ma podstaw do podejmowania w obecnych warunkach decyzji o obniżce stóp procentowych. Taki też scenariusz bazowy zakładam w swoich prognozach, zdając sobie sprawę, że podejście Rady do stóp procentowych może być oportunistyczne.

Agregaty monetarne

Jak do tej pory trudno w agregatach pieniężnych dopatrzeć się następstw wprowadzenia podatku bankowego. Dynamika podaży pieniądza jest w zasadzie stabilna (w lutym 10% r/r wobec 10,2% w styczniu). Pieniądz gotówkowy – stabilny: 15,6% r/r w lutym wobec 16,8% w styczniu). Spadki dynamiki depozytów gospodarstw domowych (do 9,1% r/r w lutym), czy wyhamowanie wzrostu depozytów korporacyjnych (do 12% r/r), albo silny wzrost depozytów samorządów - idą na karb warunków rynkowych (niskie oprocentowanie; gromadzenie środków przez sektor lokalny na współfinansowanie funduszy unijnych). Nie zmienia to jednak zasadniczych trendów: **stan depozytów jest i pozostaje wysoki.**

Ktoś mógłby dopatrywać się negatywnych skutków podatku bankowego po stronie kredytowej. Oto miesięczny spadek wartości kredytów (-0,7%), był przecież najgłębszym tąpnięciem od lipca 2010. Byłaby to jednak teza nieuprawniona. Po pierwsze – o takim odczycie przesądziła aprecjacja PLN; po drugie – mocno spadły należności od niemonetarnych instytucji finansowych.

Dynamika należności od sektora prywatnego (M3)



Należności od gospodarstw domowych wzrosły w lutym o 0,2% m/m (po wyłączeniu efektów kursowych nawet o 0,4%). Kredyty dla firm spadły co prawda o 1% (-0,4% m/m po wyeliminowaniu efektu kursowego), ale są to zmiany niewielkie i typowe dla odczytów o dużej częstotliwości. Miary roczne pozostają stabilne. **W akcji kredytowej próżno – jak na razie – doszukiwać się negatywnych skutków podatku bankowego. Ale – dodajmy – jest też na to zdecydowanie za wcześnie.**

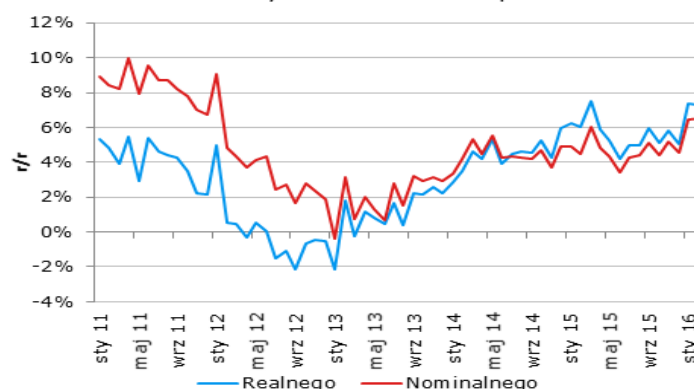
Nie zmieniam poglądu, że w najbliższej przyszłości w strukturze sprzedaży nastąpią w bankach przesunięcia w kierunku produktów wysokomarżowych, co przyniesie pogorszenie dostępności i podniesienie ceny kredytów inwestycyjnych. Będzie to zresztą – moim zdaniem – istotnym argumentem dla dokonania przez RPP zmian w instrumentach polityki pieniężnej, idących w kierunku sugerowanego przez rząd zwiększenia płynności w sektorze bankowym.

Bilans ryzyk: sfera realna

W lutym **dynamika wynagrodzeń** pozostała stabilna (minimalny spadek z 4,0% do 3,9% r/r). W działaniach rządu nie widać kroków stymulujących wzrost podaży pracy. Jest za to dużo przedsięwzięć lub ich zapowiedzi dezaktywujących kobiety i ludzi starszych. Rynek pracy zacieśniający się i tak z powodów demograficznych będzie tym samym w warunkach relatywnie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, coraz trudniejszy dla pracodawcy. Daje to solidne podstawy do prognozowania dalszego przyspieszenia dynamiki płac ponad poziom z początku tego roku, nawet do ponad 5,5%.

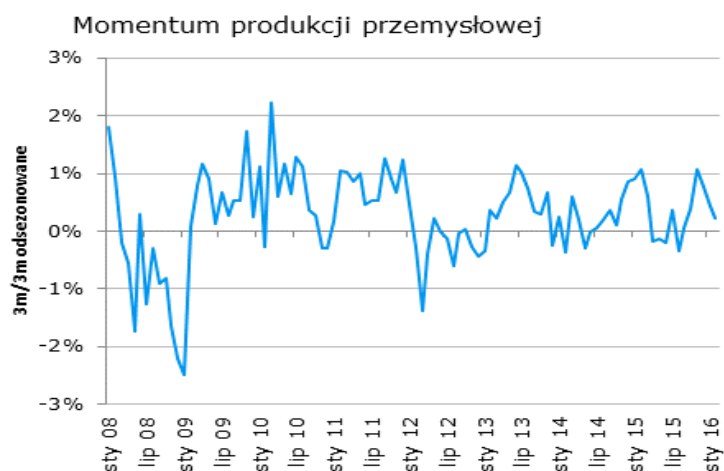
Zatrudnienie w ujęciu rocznym wzrosło do 2,5%. Miesięczne przyrosty etatów znajdują się na poziomach z lat przedkryzysowych (2007-2008).

Dynamika funduszu płac

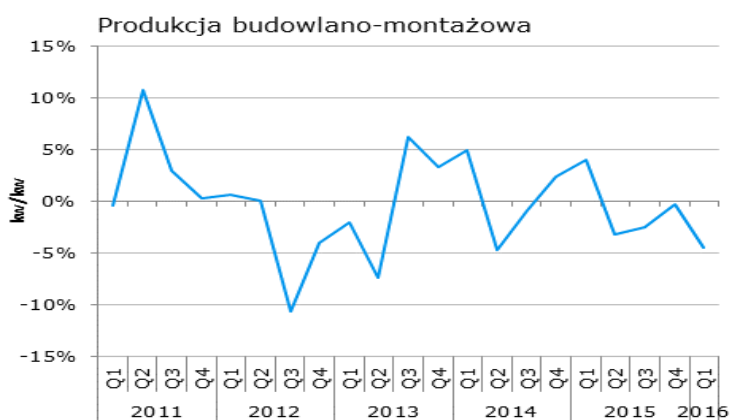


Liczony w cenach bieżących **fundusz wynagrodzeń** urósł w lutym ponownie o 6,5% r/r, powtarzając wynik stycznia. Realnie stabilizuje się on na poziomie 7,3%-7,4%. Dochody rozporządzalne z pracy i nowych transferów, w warunkach deflacji stanowią mocną bazę dla wzrostu konsumpcji w krótkim okresie czasu.

Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym w ujęciu rocznym o 6,7% r/r, po wzroście o 1,4% w styczniu. Po odsezonowaniu o efekty kalendarzowe produkcja przemysłowa wzrosła o 3,0%, wobec 3,3% r/r w styczniu. Wzrost zanotowano w 29 z 34 sekcji, głównie w eksporcie (meble, pojazdy samochodowe). Spadki – idą na rachunek produkcji energii elektrycznej, gdzie słabszy popyt nie podbił podaży. W dalszej części roku ścieżka produkcji zależy przede wszystkim od popytu zewnętrznego na nasz eksport. Popyt krajowy wpłynie bowiem raczej na wzrost konsumpcyjnego importu. *Momentum* wzrostu produkcji pozostaje niezakłócone, wahając się w przedziale 0%-1%.



Produkcja budowlano-montażowa spadła w ujęciu rocznym o 10,5%. Po wyłączeniu czynników sezonowych spadek w ujęciu miesięcznym wyniósł w lutym 0,8%. Budowlanka tkwi w czarnej dziurze. Spadki pogłębiają się nawet pomimo korzystnych efektów kalendarzowych i dobrej aury. Nie inwestują samorządy. Nie ma wydatków rządowych na koleje. Budownictwo komercyjne kuleje. Wkład budownictwa do wzrostu w najlepszym wypadku będzie w tym roku neutralny.



Sprzedaż detaliczna wzrosła w lutym o 3,9% w cenach bieżących i o 6,3% w cenach stałych. Umacniają się trendy wzrostowe w kategoriach bazowych (samochody, RTV, AGD, żywność). Nie będzie już tak mocno spadała sprzedaż paliw, bo skończyły się spadki cen. Oznacza to – po uwzględnieniu siły nabywczej, dochodów rozporządzalnych i zacieśniania rynku pracy - utrzymanie się rosnącego trendu. Dynamika sprzedaży detalicznej może w tym roku oscylować wokół 9%-10%.

Wzrost w pierwszej połowie roku powinien być nieco wolniejszy niż w końcu 2015.

Z pewnością nie podniesie go budownictwo, ani inwestycje. Nowe transfery przyspieszą jednak wzrost konsumpcji już na przełomie 1 i 2 kwartału, z mocnym akordem przypadającym na 2 połowę roku. Korzystne krótkookresowe trendy mogą jednak zostać zakłócone przez ryzyko polityczne, co przełoży się na niekorzystną przecenę aktywów na rynku finansowym. Wpływ czynników ryzyka na sferę realną w perspektywie tego roku pozostaje jednak wciąż ograniczony.

Kwartalna aktualizacja prognoz makroekonomicznych dla Polski: marzec/kwiecień 2016

	2014	2015*	2016f	2017f**
PKB	3.3	3.6	3.5	3.8
EKSPORT	6.7	8.1	6.9	8.6
IMPORT	10.4	8.4	9.8	11.0
POPYT KRAJOWY	4.9	3.4	4.8	5.4
SPOŻYCIE	3.1	3.2	4.0	4.3
w sektorze gospodarstw domowych	2.6	3.1	3.9	4.3
w sektorze instytucji rządowych i samorządowych	4.7	3.5	4.8	4.1
AKUMULACJA BRUTTO	12.6	4.2	7.0	11.3
NAKŁADY BRUTTO NA ŚRODKI TRWAŁE	9.8	6.1	5.2	10.4
CPI (ŚREDNIO W OKRESIE)	-0.1	-0.9	-0.2	1.2
PPI (ŚREDNIO W OKRESIE)	-1.5	-2.1	-1.3	0.9
EUR/PLN (ŚREDNIO W OKRESIE)	4.20	4.19	4.33	4.35
USD/PLN (ŚREDNIO W OKRESIE)	3.23	3.81	4.01	4.10
EUR/USD (ŚREDNIO W OKRESIE)	1.30	1.10	1.08	1.06
STOPA PROCENTOWA (ŚREDNIO W OKRESIE)	2.40	1.50	1.50	1.50
BEZROBOCIE REJESTROWANE (KONIEC OKRESU)	11.4	9.8	9.1	8.4
C/A (PROC. PKB)	-0.6	-0.4	-0.9	-1.2

źródło: GUS, prognozy własne JJ CONSULTING

*)wstępne szacunki DRN GUS; **)pierwszy okres prognozowania

2016: nieco niższa niż w 2015 dynamika PKB r/r w wyniku słabej kontrybucji do wzrostu ze strony inwestycji i ujemnego wkładu ze strony eksportu netto. Wzrost podtrzymywany przez spożycie, finansowane z budżetu. Wielkość stymulacji fiskalnej szacować można na ok. 0,9% PKB. Impuls dla konsumpcji prywatnej ze strony programu 500+ da o sobie znać od 2 kwartału. Później, na przełomie roku, stopniowo wygasający.

2017: przyspieszenie wzrostu r/r na skutek odbicia inwestycji publicznych finansowanych z funduszy unijnych i stabilnej konsumpcji. Osłabienie PLN następstwem narastającej nierównowagi fiskalnej i zewnętrznej. Umiarkowany wzrost inflacji w połączeniu ze słabym złotym zamknie definitywnie przestrzeń dla obniżki stóp. Cykl koniunkturalny i powrót nierównowag oznacza ryzyko spadku dynamiki PKB w roku 2018. Pogorszenie warunków finansowania dla rządu skłoni bank centralny do poszerzenia palety instrumentów polityki pieniężnej o bodźce kanalizujące płynność banków na zakupie SPW. Pogorszenie dostępności kredytów korporacyjnych i dla ludności otworzy przestrzeń dla operacji NBP zasilających banki komercyjne w płynność. Oznaczać to będzie duże zmiany w polityce makroekonomicznej, początkowo niezauważalne i nieodczuwalne przez podmioty gospodarujące, ale o daleko idących negatywnych konsekwencjach dla długoterminowego zrównoważonego wzrostu.

Czynniki ryzyka dla prognoz

1. Czynniki zewnętrzne

- a) **geopolityka:** niestabilna sytuacja polityczna dotyczy nie tylko Europy, ale również USA, gdzie wynik listopadowych wyborów jest dalece niepewny. Po destabilizacji rządów w krajach strefy euro objętych programami naprawczymi, w 2017 roku czekają nas wybory w największych krajach strefy: we Francji i w Niemczech. W obu wypadkach wyniki są trudne do przewidzenia. Podobnie jak wynik czerwcowego referendum na temat pozostania Wlk. Brytanii w Unii. Kryzys migracyjny pozostaje nierozwiązany demolując ustabilizowane demokracje zachodnie. Wzrost nastrojów izolacjonistycznych w Europie jest faktem, a tradycyjny w UE podział według linii Północ-Południe ustępuje miejsca nowemu: stare vs nowe kraje członkowskie.
- b) **następstwa coraz dalej idącej niekonwencjonalnej polityki monetarnej banków centralnych** w postaci nowego reżimu ujemnych stóp procentowych (*negative interest rate policy*: NIRP) dla równowagi makroekonomicznej i stabilności instytucjonalnej pozostają niezbadane (**więcej w sekcji „Trendy na rynkach bazowych”**). Niektóre banki centralne tłumaczą brak przełożenia reżimów ultra-niskich stóp na sferę realną nagromadzeniem złych długów w bilansach banków lub wysokim stanem zadłużenia podmiotów gospodarczych. Widocznym skutkiem NIRP jest jednak mocny spadek produktywności, powstawanie bąbli na aktywach, gorsze wyniki banków, zaniechanie reform strukturalnych, wzmacnianie spirali interwencjonizmu państwowego w wielu obszarach, wreszcie – dysfunkcjonalność na rynku długu (ujemne rentowności w przypadku obligacji nawet do 20 lat; wypłaszczona krzywa dochodowości – co zwiastuje zwyczajowo recesję). Wszystko to podkopuje przewidywalność, psuje klimat inwestycyjny i generuje niepewność, co musi negatywnie wpływać na inwestycje.

2. Czynniki lokalne

Żaden z niżej przytoczonych czynników ryzyka – moim zdaniem – nie wymaga szerszego opisu i komentarza w tym miejscu:

- a) **destabilizacja polityczna i izolacja Polski na arenie międzynarodowej**
- b) **niewiarygodna ścieżka konwergencji fiskalnej (więcej w sekcji „Polityka fiskalna”)**
- c) **podkopanie stabilności systemu bankowego, zapaść na rynku nieruchomości, wzrost kosztów budżetowych - wywołane konwersją na PLN kredytów hipotecznych denominowanych w walutach obcych**
- d) **zmiany w arsenale instrumentów polityki pieniężnej NBP**
- e) **multiplikowana obniżka ratingów inwestycyjnych Polski, dokonana przez główne agencje ratingowe latem tego roku lub na początku 2017**

Finanse publiczne at a glance

W marcu Ministerstwo Finansów miało sfinansowane ok. 44% tegorocznych potrzeb pożyczkowych.

Ponad 3 mld PLN w ciągu 10 lat wyda budżet państwa po zmianie ustawy, która pozwoli na uzyskanie uprawnień do zasiłku dla bezrobotnych lub świadczenia przedemerytalnego przez osoby, które pobierały świadczenie pielęgnacyjne.

Transfery środków z Unii Europejskiej do Polski wyniosły w styczniu 2.196,15 mln euro.

Zadłużenie nominowane w złotych w grudniu 2015 stanowiło 65,1% całego długu Skarbu Państwa .

Zadłużenie Skarbu Państwa na koniec grudnia 2015 wzrosło o 7%, czyli o 54.602,6 mln PLN r/r, osiągając wielkość 834.541,0 mln PLN.

W styczniu inwestorzy zagraniczni zmniejszyli swoje zaangażowanie w krajowych obligacjach skarbowych o 13,1 mld PLN. Na koniec stycznia portfel rynkowych obligacji skarbowych nierezydentów wyniósł 193,7 mld PLN. Styczniowy odpływ kapitału zagranicznego wynikał w głównej mierze z odkupu 8 mld PLN obligacji.

W wyniku konsolidacji zarządzania płynnością sektora publicznego, na koniec lutego zgromadzono środki w wysokości 36,8 mld PLN, z czego w depozytach terminowych 28,3 mld oraz w depozytach typu O/N 8,5 mld PLN.

Na koniec lutego poziom krajowego długu rynkowego wyniósł w Polsce 533,6 mld zł wobec 513,4 mld zł na koniec 2015 r.

Według stanu na koniec lutego do wykupu w 2016 pozostawał dług o wartości nominalnej 70,1 mld PLN, wobec 81,9 mld na koniec stycznia 2015.

Oficjalne aktywa rezerwowe spadły w lutym o 868,6 mln euro do 90,6 mld euro z 91,5 mld euro w styczniu.

Samorządy w 2015 roku miały 2,5 mld PLN nadwyżki wobec 7,336 mld planowanego deficytu. Oszczędności były wynikiem odkładania inwestycji i gromadzenia środków na współfinansowanie programów unijnych z nowej perspektywy finansowej.

Stan środków walutowych na rachunkach budżetowych na koniec lutego wyniósł łącznie 4.141,5 mln euro, czyli 18.052,5 mln PLN. Na koniec stycznia było to 5.130,8 mln euro, czyli 22.783,1 mln PLN.

Zobowiązania polityczne rządu będą realizowane przy zachowaniu zdrowych finansów publicznych - poinformował minister finansów.

Dochody z VAT w lutym były na poziomie oczekiwań, jak oznajmiła wiceminister finansów Hanna Majczyk. Oznaczać by to musiało, że MF spodziewało się spadku wpływów z VAT w lutym r/r o ponad 10%, bo taki wynik został osiągnięty. Trudno się dopatrzeć śladów takich przewidywań w tegorocznym harmonogramie.

Ministerstwo Finansów podtrzymuje, że deficyt budżetu państwa po 2015 był niższy niż 44 mld PLN – zapewniła wiceminister finansów Hanna Majczyk.

Pewna forma rozłożenia wzrostu kwoty wolnej w czasie jest "na pewno potrzebna", aby deficyt sektora finansów publicznych nie przekroczył poziomu 3% PKB. Takie oświadczenie złożył wiceminister finansów.

Według MF nie ma obecnie harmonogramu prac dotyczących podatku od sprzedaży detalicznej. „*Jakość ostatecznej wersji ustawy przeważała nad kwestią czasu*” – oznajmił wiceminister finansów.

Wykonanie budżetu państwa po lutym

W sprawozdawczości budżetowej Ministerstwa Finansów widać nową jakość. I tak – **do przedostatniego tygodnia marca nie było informacji o wykonaniu budżetu państwa w 2015 roku**. Ostatnie dostępne publicznie informacje pokazują szacunkowe wykonanie budżetu do listopada. Mamy też ustne zapewnienia wiceminister finansów, że deficyt na koniec roku znalazł się poniżej 44 mld PLN. Nie znamy jednak szczegółów, ani jeśli chodzi o wykonanie prognozy dochodów, z rozbiem na poszczególne kategorie, ani zaawansowania wykonania poszczególnych wydatków.

Jeśli zaś chodzi o ten rok, to na stronach MF, po opóźnieniu publikacji styczniowych wyników budżetu, pokazała się 16 marca informacja o szacunkowym wykonaniu łącznie za dwa miesiące - styczeń i luty. Zasadniczo utrudnia to analizowanie progresji wykonania budżetu w kolejnych w układzie miesięcznym.

Bazując na szacunkach możemy jednak powiedzieć, że bez zmian pozostaje w tym roku tradycyjna wolatylność miesięcznych wpływów z najważniejszej kategorii dochodów podatkowych. VAT z uwagi na niestabilną bazę statystyczną do zestawień rocznych charakteryzuje się wciąż dużą zmiennością. I tak o ile w styczniu dynamika dochodów VAT r/r sięgnęła 19%, to w lutym spadła już o ponad 10%. W układzie 2 miesięcy VAT jest co prawda wyższy o blisko 9% r/r, ale z uwagi na wspomnianą już bazę nie da się na tej podstawie sformułować tezy o lepszej ściągalskości podatków pośrednich.

Dochody ogółem budżetu były co prawda po 2 miesiącach wyższe niż w ubiegłym roku o blisko 19%, ale równocześnie ulokowały się o 2,3 mld PLN poniżej harmonogramu. Ważne też, że do tych dochodów liczyły się dochody niepodatkowe, w łącznej wysokości 10,08 mld PLN (ponad 2-krotnie więcej niż rok temu po 2 miesiącach), z których lwią część, bo 9,2 mld stanowiły jednorazowe dochody z tytułu aukcji LTE. Deficyt budżetu był o 0,9 mld PLN powyżej harmonogramu. W kolejnych miesiącach, z uwagi na tradycyjną cykliczność wydatków na początku roku, czeka nas zapewne szybki przyrost deficytu.

Na początku roku sytuacja budżetu pozostaje stabilna, ale bez nadziei na pozytywną niespodziankę. Łączne dochody podatkowe po 2 miesiącach były o ok. 7,6% wyższe niż w tym samym czasie przed rokiem. Ubytek w nominalnych dochodach wywołany znacznie niższą od zakładanej inflacją zostanie zrekompensowany przekroczeniem o ok. 5 mld PLN planowanych dochodów z tytułu wpłaty zysku NBP za 2015 rok. Trzeba jednak pamiętać, że wpłata z banku centralnego nie liczy się do dochodów budżetu w ujęciu ESA 2010. Oznacza to, że o ile nie nastąpi przyspieszenie dochodów podatkowych, wynik budżetu państwa liczący się do wyniku szerokiego sektora rządowego, będzie gorszy niż wynik kasowy.

Trudno więc liczyć na pozytywną niespodziankę ze strony budżetu państwa do wyniku SFP. Równie trudno liczyć na powtórkę dobrego wyniku sektora lokalnego z ubiegłego roku.

Samorządy będą chciały zwiększyć wydatki, współfinansując z oszczędności inwestycje z nowej perspektywy finansowej. Przyspieszenie będzie tu widoczne zapewne od przełomu 3 i 4 kwartału.

Obrona granicznej linii 3% PKB dla deficytu SFP, wytyczonej przez rząd, może być trudna już w tym roku. W roku 2017 będzie zaś skrajnie trudna.

The day after

Aktualizacja Programu Konwergencji, która rząd powinien przygotować i przedłożyć Komisji Europejskiej w kwietniu, będzie ważniejsza niż kiedykolwiek dotąd.

Przebieg proponowanej w APK ścieżki konwergencji fiskalnej i jej wiarygodność przesądzi nie tylko o akceptacji lub odrzuceniu planów fiskalnych rządu przez Brukselę. Ścieżka konwergencji, w przebiegu której uwzględnione muszą zostać skutki fiskalne wszystkich niewyjaśnionych dotąd planów rządu, co do podatków i wydatków budżetu aż do roku 2019, gdzie oszacowany musi też zostać wpływ na wynik SFP planów finansowych samorządów, zdeterminować może reakcję agencji ratingowych, a tym samym i rynków finansowych. Przełoży się to więc na wycenę aktywów polskich w 2 połowie roku.

Nie wiemy jeszcze, które z obietnic wyborczych obciążą finanse publiczne w kolejnych latach. Wiemy już jednak, że ścieżka konwergencji będzie łagodniejsza niż poprzednio zapowiadana. A to, bez względu na jej punktowy przebieg i wiarygodność, oznacza kłopoty w wymiarze makroekonomicznym. Przed nadmiernym wzrostem wydatków nie broni nas już rozmiękczone przez rząd stabilizująca reguła wydatkowa, gdzie limit wydatków rosnąc może już nie zgodnie ze skorygowanym wskaźnikiem rzeczywistej inflacji, ale zostanie powiększony o cel inflacyjny NBP, czyli 2,5%.

Prognozy wskazują, że cykl koniunkturalny i podjęte już przez rząd kroki modyfikujące politykę gospodarczą, podtrzymując dynamikę PKB w latach 2016-2017, zasadniczo zwiększają ryzyko spadku dynamiki wzrostu począwszy od roku 2018. Ścieżka konwergencji fiskalnej wspierająca się na nieprzekraczalnej, wynoszącej 3% PKB, traktatowej granicy deficytu SFP wystawiona jest w tych warunkach na zbyt duże ryzyko cykliczne.

Inaczej mówiąc: nie da się tej ścieżki obronić przy spowolnieniu gospodarczym. Utrzymując deficyt na wysokim poziomie przy relatywnie wysokim wzroście rząd pozbawia się możliwości stymulacji fiskalnej w warunkach cyklicznego spowolnienia.

Złoty

Pierwszy kwartał, to prawdziwy *rollercoaster* dla rynków wschodzących. Najpierw mieliśmy gigantyczną wyprzedź aktywów z segmentu EM, połączoną w odpływem kapitału netto. Jednak już w końcu lutego nastroje gwałtownie się odwróciły.

Inwestorzy z nastawienia skrajnie pesymistycznego popadli w – nadmierny moim zdaniem – optymizm. W marcu, po pierwszych zwyżkach, które w okresie niespełna 2 tygodni ze styczniowego dna podbiły ceny ropy o 50%, zaczął się ponowny napływ kapitału. Na międzynarodowe rynki kapitałowe wróciły w emisjami długu dawno tu nie widziane rządy Brazylii i Turcji. Plany emisji potwierdziły Arabia Saudyjska, Rosja i Argentyna.

Zmienność jest jednak immanentną cechą rynków wschodzących. Szczególnie w tak niepewnym otoczeniu. Aprecjacja walut z segmentu EM sprawiła, że w 8 tygodni indeks JP Morgan EM FX wzrósł o 6,7%, po to, by później w połowie marca w niespełna tydzień znów stracić 1%. Ropa, która wzrosła do ponad 40 USD/b, znów staniała o 2%.

Marzec przyniósł jednak przede wszystkim odwrócenie pesymistycznych nastrojów, co do Stanów Zjednoczonych. Gdyby w czerwcu Fed zdecydował się na kolejną podwyżkę stóp procentowych, to oznaczać to będzie – moim zdaniem – wygaszenie rozpalonego entuzjazmu inwestorów, co do segmentu EM i dalszą deprecjację walut.

Złoty idealnie wkomponował się w nastroje na rynku globalnym, nie odstając szczególnie od dominującego trendu. Słabł i wzmacniał się w całym 1 kwartale wraz z walutami EM. Czynniki lokalnego ryzyka nie miały przy tym większego znaczenia dla zmienności kursu. Nie znaczy to, że tak będzie w drugim kwartale.

Zainteresowanie Polską jest duże. Ale horyzont inwestycji przeważnie bardzo krótki. W kwietniu rząd musi przedłożyć KE aktualizację programu konwergencji. Wczesnym latem przypada termin regularnej aktualizacji ratingu polskiego przez Fitch i Moody's. Wtedy też powinniśmy poznać założenia przyszłorocznego budżetu. Nastąpi zmiana na stanowisku prezesa NBP. Do tego czasu kurs PLN będzie zdeterminowany przez trendy globalne oraz korzystne dla Polski wskaźniki makroekonomiczne oraz spory *spread* na stopach procentowych nie tylko wobec rynków bazowych, ale też krajów CEE 4. Czas wyceny w aktywach lokalnego ryzyka fiskalnego i politycznego nadejdzie latem.

W obecnej aktualizacji moich prognoz kursowych są 2 podwyżki każda po 25 pkt. baz. stóp w USA w tym roku i kolejne 3x25 pkt. w 2017. Marcowa obniżka stóp w strefie euro została uwzględniona. Nie ma jednak żadnych zmian stóp do końca 2017 roku. Zakładam brak zmiany stóp przez RPP do końca 2017.

W 2015 średnioroczny kursu EUR/USD wyniósł 1,10. Średnioroczny kurs EUR/PLN 4,19; kurs USD/PLN 3,82.

W 2016 będzie to odpowiednio średniorocznie: EUR/USD 1,08; EUR/PLN 4,33; USD/PLN 4,01.

W 2017 będzie to odpowiednio średniorocznie: EUR/USD 1,06; EUR/PLN 4,35; USD/PLN 4,10.

Lekkie wzrosty na GPW nie zmieniają zasadniczego obrazu rynku. Jest on bardzo słaby. **Od maja 2015 do końca lutego GPW straciła ok. 29% i znalazła się najniżej od kwietnia 2009.** Marcowe odbicie zmniejszyło skalę spadku o ok. 4%. Zła passa naszej giełdy trwa jednak w zasadzie nieprzerwanie. Skala spadków jest mocno zniechęcająca, choć – przyznać trzeba - rozmieszczona bardzo niejednolicie. W wąskim indeksie, gdzie dużo ważą banki i spółki kontrolowane przez SP, jest źle. W szerokim indeksie, gdzie są prywatne spółki SMEs – jest nieco lepiej.

Nad giełdą wiszą wciąż czarne chmury konwersji kredytów frankowych. Od października 2015 indeks MSCI polskich banków stracił 18%. Kredyty denominowane w CHF stanowiły w listopadzie 16% łącznego portfela kredytów hipotecznych. W oczekiwaniu na rozstrzygnięcie losów prezydenckiego projektu ustawy frankowej, agencja Fitch wydała ostrzeżenie. *„Konwersja kredytów do tego stopnia osłabi sektor bankowy, że nie będzie on w stanie dostarczyć finansowania polskiej gospodarce, co w rezultacie doprowadzi do obniżenia ratingu krajowego.”* Potwierdzeniem tego ostrzeżenia stały się szacunki kosztów przewalutowania przeprowadzone przez KNF, gdzie skala strat sektora ulokowała się w przedziale 69-90 mld PLN (bez innych kosztów budżetowych).

W wielkim programie inwestycyjnym rządu zabrakło zarysowania strategii dla rynku kapitałowego, postrzeganego jako źródło pozyskiwania finansowania dla krajowych spółek. Nad giełdą ciąży niepewność, co do losów ostatniego instytucjonalnego inwestora, czyli akcyjnej części portfela OFE. Roszady personalne, jakie dokonały się w spółce, którą jest sama GPW, są w tych warunkach drugorzędne.

Strukturalne słabości GPW (mała płynność, niskie obroty) stanowią dla zagranicznych inwestorów instytucjonalnych barierę nie do pokonania.

W takich warunkach utrzymuje się od dłuższego czasu trudna do przeskoczenia, granica dla WIG 20, zlokalizowana aktualnie wciąż poniżej 2000 pkt., z mocnym punktem oporu na poziomie ok. 1700 pkt.. Nie widzę szans, by ten przedział został przekroczony w latach 2016-2017. W przypadku zaś nasilania się w trakcie roku niepewności, co do akcyjnej części portfela OFE WIG 20 spadnie nawet do 1200 pkt..