

CitiMonthly

Czy RPP może pomóc gospodarce?

- Tym razem w temacie miesiąca przyglądamy się temu jak zmiana w składzie RPP wpłynie na stopy procentowe w kraju.
- Naszym zdaniem powołanie nowej, potencjalnie łagodnej RPP, zwiększa szanse dodatkowych obniżek stóp procentowych w 2016 roku. W sumie stopy mogą spaść o 50 pb.
- Niekonwencjonalna polityka pieniężna powoli wchodzi do menu dostępnych opcji w Polsce, choć naszym zdaniem nie jest ona ani potrzebna, ani też nie byłaby skuteczna.
- Z punktu widzenia rynków finansowych, na rozważanych zmianach powinny skorzystać obligacje z krótkiego końca krzywej rentowności. Przejściowo obligacje mogą odczuć pozytywne efekty programu QE w strefie euro.
- Gospodarka lekko wyhamowała, ale wciąż rośnie w tempie przekraczającym 3%. Popyt krajowy jest głównym motorem, między innymi dzięki ożywieniu na rynku pracy.
- Głównym źródłem niepewności są potencjalne zmiany w polityce fiskalnej. Na ocenę ich skutków należy poczekać przynajmniej do expose nowego prezesa Rady Ministrów.
- W horyzoncie roku spodziewamy się stopniowego umocnienia złotego.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

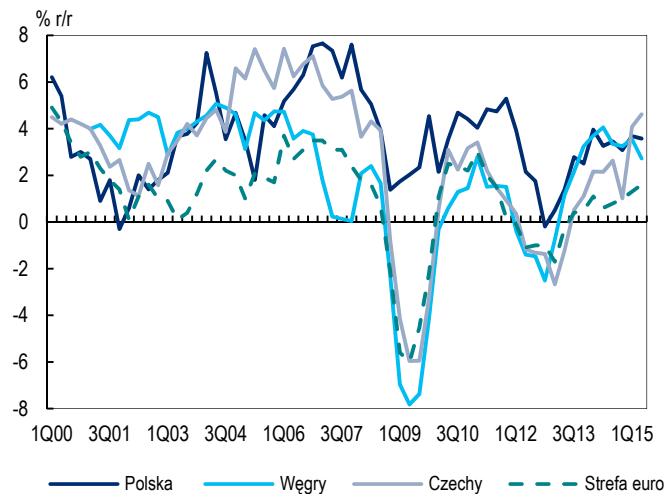
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

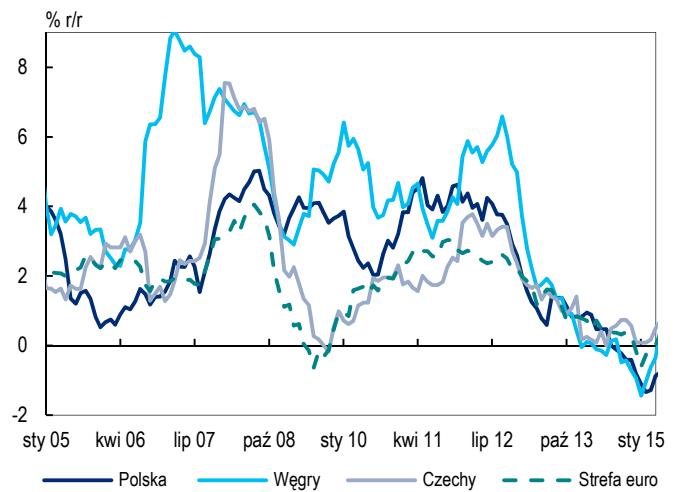
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



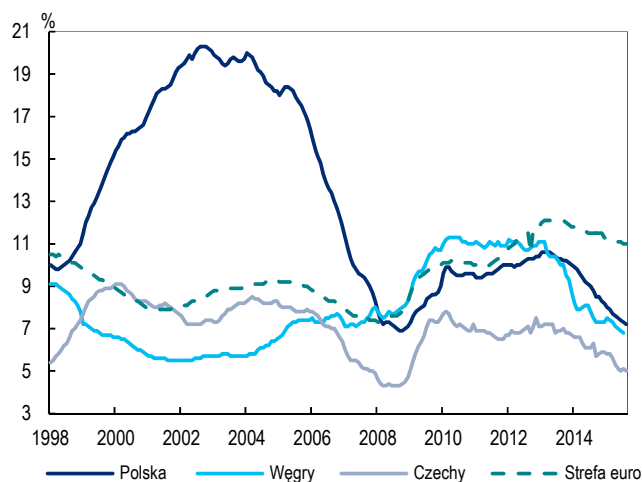
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



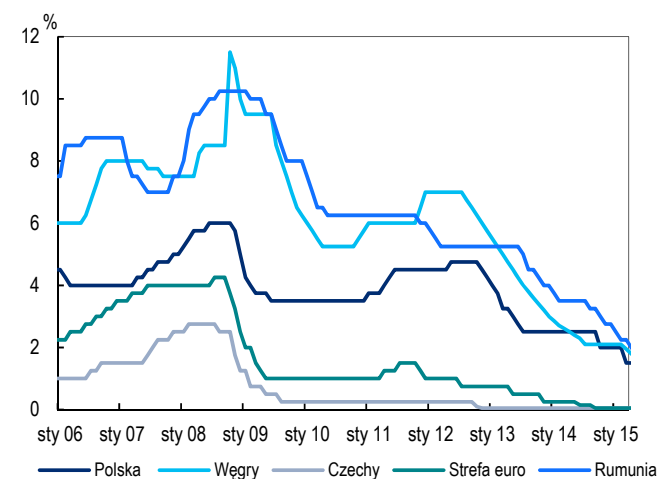
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Tabela 1. Kryteria konwergencji – porównanie krajów regionu Europy Środkowej.

	Inflacja	Stopy procentowe	Saldo budżetu*	Dług publiczny*
Czechy	0,4	0,7	-2,0	41,5
Węgry	-0,2	3,6	-2,5	75,0
Polska	-0,7	2,7	-2,8	50,9
Rumunia	0,5	3,5	-1,6	40,1
Kryterium konwergencji	0,7	4,3	-3,0	60,0

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognozy Komisji Europejskiej na rok 2015, opublikowane w maju 2015 r.

Uwaga: Inflacja została obliczona, jako dwunastomiesięczna średnia wskaźników HICP. Stopa procentowa to średnia dwunastomiesięczna z rentowności dziesięcioletnich obligacji rządowych. Dług i saldo sektora inst. rządowych i samorządowych (*general government*) jest zdefiniowany zgodnie z metodologią ESA-2010.

Temat miesiąca

Czy RPP może pomóc gospodarce?

- Zmiana w składzie RPP zwiększa szanse dodatkowych obniżek stóp procentowych w 2016 roku.
- Niekonwencjonalna polityka pieniężna powoli wchodzi do menu dostępnych opcji w Polsce, choć naszym zdaniem nie jest ona ani potrzebna, ani też nie byłaby skuteczna.
- Z punktu widzenia rynków finansowych, na rozważanych zmianach powinny skorzystać obligacje z krótkiego końca krzywej rentowności.

Zmiany na scenie politycznej będą miały nie tylko wpływ na politykę fiskalną, lecz również mogą pośrednio wpłynąć na politykę pieniężną. W przeciwieństwie do poprzednich lat, lista potencjalnych opcji obejmuje już nie tylko zmiany stóp procentowych, lecz również działania niekonwencjonalne.

Kolejne cięcia

Niemal cały skład Rady Polityki Pieniężnej zostanie powołany na początku przyszłego roku. Kadencje ośmiu z dziesięciu członków RPP wygasają już w styczniu i lutym, a nowi członkowie zostaną powołani przez Sejm, Senat oraz Prezydenta. Z kolei w czerwcu wygasa kadencja prezesa NBP. Oznacza to, że po raz pierwszy w historii RPP niemal wszyscy członkowie zostaną powołani przez przedstawicieli jednej partii politycznej, co może doprowadzić do mniejszej polaryzacji poglądów wewnątrz Rady.

Tabela 2. Sześcioletnia kadencja dziewięciu członków RPP upłynie w 2016

Data nominacji	Imię i nazwisko	Mianowani przez:
8-sty-10	Andrzej Bratkowski	Sejm
8-sty-10	Elżbieta Chojna-Duch	Sejm
13-sty-10	Jerzy Hausner	Senat
13-sty-10	Andrzej Rzońca	Senat
13-sty-10	Jan Winiecki	Senat
9-lut-10	Anna Zielińska-Głębocka	Sejm
16-lut-10	Adam Glapiński	Prezydent
16-lut-10	Andrzej Kaźmierczak	Prezydent
10-cze-10	Marek Belka	Prezydent

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Samo prawo powołania członków RPP nie oznacza jeszcze automatycznie kontroli nad sposobem prowadzenia polityki pieniężnej. Prawo daje członkom Rady bardzo dużą niezależność – nie mogą być oni odwołani za wyjątkiem konkretnie określonych przypadków, a przede wszystkim nie mogą być powołani na drugą kadencję. Dotychczas mechanizm ten działał dobrze, a doświadczenie z poprzednich lat pokazuje, że nawet początkowo gołębi członkowie Rady, już po powołaniu stawali się bardziej umiarkowani. Niemniej nie można zignorować faktu, że poglądy na kwestię cięcia stóp procentowych mają być jednym z argumentów branych pod uwagę przy wyborze członków RPP (Ramka 1 na stronie 4). Jeżeli tak rzeczywiście będzie, do RPP mogą

trafić osoby z wyraźną skłonnością do dalszego obniżania stóp procentowych. Ponadto, Sejm może zdecydować się na korektę mandatu NBP, tak aby oprócz stabilności cen, bank centralny przywiązywał dużą wagę do pełnego zatrudnienia lub wzrostu gospodarczego. Biorąc to pod uwagę, wydaje się, że w kolejnych kwartałach polityka pieniężna może być prowadzona w bardziej łagodny sposób niż wynikałoby to z dotychczasowych zależności (opisywanych przez funkcję reakcji RPP).

Ramka 1. Ostatnie komentarze przedstawicieli PiS.

Na temat stóp procentowych:

"To jest moje prywatne zdanie i taką opinię wyrażam. Uważam że jest pole do obniżenia stóp procentowych, powiedzmy o 50 pb jeszcze. Bo jeśli jest deflacja oznacza to tyle, że nie osiągamy celu inflacyjnego. A więc jest tutaj to pole manewru. RPP ma realizować cel inflacyjny." 27.X.2015, PAP, Henryk Kowalczyk, poseł PiS.

"Tak jest [pytany, czy jeśli w przypadku wygranej PiS w wyborach, która umożliwi samodzielne rządzenie, przy wyborze 6 członków RPP przez Sejm i Senat w styczniu i lutym 2016 roku PiS będzie poszukiwało kandydatów "o gołęmbim nastawieniu", skłonnych bardziej do poluzowania polityki pieniężnej niż zaostrzania]. Na pewno będzie ten czynnik brany pod uwagę. Poglądy." 21.X.2015, PAP, Henryk Kowalczyk, poseł PiS.

Na temat niekonwencjonalnych działań banku centralnego:

"To jest program, który wspierałby kredyty. Jest nadzieja, że byłyby one udzielane po jeszcze niższej stopie procentowej niż w tej chwili - na rynku międzybankowym byłaby to pożyczka praktycznie darmowa [...]. Czyli to powinno pobudzić też chęć inwestycyjną i wtedy ta akcja kredytowa powinna ruszyć. To jest zresztą pakiet na 6 lat, to nie jest tak, że to ma być natychmiast. Musiałyby się banki rozliczać z tych pieniędzy wobec NBP. Jeśli przeznaczałyby je na inne cele, to wtedy byłyby traktowane innymi odsetkami. Tak to sobie wyobrażam." 21.X.2015, PAP, Henryk Kowalczyk, poseł PiS.

"Będziemy się starali rozmawiać z NBP. Niezależnego banku do niczego nie zmusimy, ale uważamy, że w każdym cywilizowanym kraju, kiedy rozwój potrzebny jest jak powietrze, także do tego rozwoju powinien przyczynić się bank centralny". 25.X.2015, PAP, Zbigniew Kuźmiuk, poseł PiS.

"Należy dążyć do zmiany proporcji długu emitowanego w złotych i w walutach. Ta druga część stanowi ok. 1/3 całości długu, a powinna wynosić znacznie mniej. Władze powinny także dążyć do wydłużenia okresu jego zapadalności (spłacalności). Należałoby emitować go na dłuższe okresy i kierować do obywateli polskich, ewentualnie połączyć z dodatkowymi możliwościami oszczędzania na emeryturę." 21.X.2015, PAP, Paweł Szalamacha, poseł PiS.

Zmiany instytucjonalne oraz personalne w banku centralnym są wystarczającym argumentem aby skorygować oczekiwania na najbliższe miesiące. O ile jeszcze niedawno spodziewaliśmy się stabilizacji stóp procentowych przez kilkanaście miesięcy oraz powolnych podwyżek na przełomie lat 2016/2017, obecnie ten scenariusz wydaje się mało prawdopodobny. Zamiast tego zakładamy, że stopa referencyjna NBP spadnie w przyszłym roku łącznie o 50 pb (przyjmujemy, że w dwóch krokach w marcu oraz maju). Pretekstem do cięcia stóp byłoby zapewne wydłużenie programu QE przez Europejski Bank Centralny oraz prawdopodobne (choć przejściowe) osłabienie wzrostu gospodarczego w Polsce. Czynnikiem, który mógłby ewentualnie powstrzymać Radę od obniżek byłoby osłabienie złotego.

Choć wpisaliśmy obniżki stóp do naszego podstawowego scenariusza, bynajmniej nie sądzimy, że takie działania są konieczne w świetle wydarzeń w polskiej gospodarce. Co prawda inflacja pozostanie poniżej celu przez długi okres, w przyszłym roku powinna jednak powrócić w granice przedziału 1,5-3,5% zakreślającego przedział dopuszczalnych wahań CPI. Obniżki stóp procentowych nie zmieniłyby nic w tym zakresie, tym bardziej że główne czynniki antyinflacyjne mają niewiele wspólnego z krajową polityką pieniężną. Ponadto, obecny wzrost gospodarczy na poziomie 3-3,5%, jest już i tak wyższy od poziomu, który Polska może w bezpieczny sposób utrzymywać w dłuższym okresie. Wskazuje na to choćby fakt, że już przy obecnym wzroście sytuacja na rynku pracy jest wyjątkowo dobra i wciąż się poprawia. Jeżeli nowa polityka gospodarcza będzie dążyła do podniesienia wzrostu do poziomu 5-6% mogłoby to zakończyć się przegrzaniem gospodarki oraz wzrostem nierównowag.

Ponadto, zapowiedzi obniżek stóp procentowych powinny być rozważane w kontekście planowanego wzrostu transferów do gospodarstw domowych. Pełne wprowadzenie programu 500+ (500 zł na dziecko, na miesiąc) mogłoby dodać do wzrostu PKB około 1 punkt proc. Nawet częściowa realizacja tego planu byłaby wystarczająca aby sprawić, że obniżki stóp procentowych stałyby się zbędne.

Wykres 5. Siła rynku pracy sugeruje, że wzrost gospodarczy może być już powyżej potencjału



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 6. Nadmierna płynność absorbowana przez bank centralny w tygodniowych operacjach płynnościowych



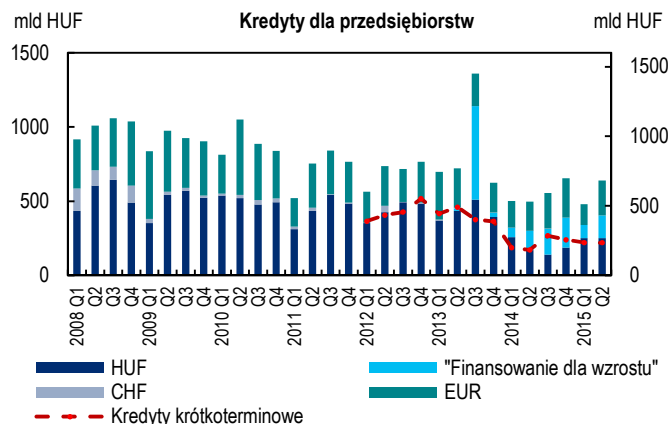
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Krok w nieznane

Oprócz obniżek stóp procentowych rozważane są również działania niekonwencjonalne. Na razie nie jest jasne jak miałyby te działania wyglądać. W pierwszej reakcji media określiły pojawiające się propozycje „dodrukiem pieniądza”, co sugerowałoby znany ze Stanów Zjednoczonych lub strefy euro program QE (polegający na zakupie aktywów przez bank centralny). Kierując się publicznie dostępnymi wypowiedziami przedstawicieli PiS przypuszczamy, że na tym etapie nie powstał jeszcze nawet precyzyjny plan, jak wspomniane niekonwencjonalne działania miałyby wyglądać. Na razie plany te pozostają raczej w formie niezobowiązujących deklaracji. Wypowiedzi z ostatnich dni sugerują jednak, że gdyby program miał być realizowany to miałyby on raczej formę znanego ze strefy euro LTRO lub jednego z dwóch programów węgierskiego banku centralnego (FGS oraz SFP).

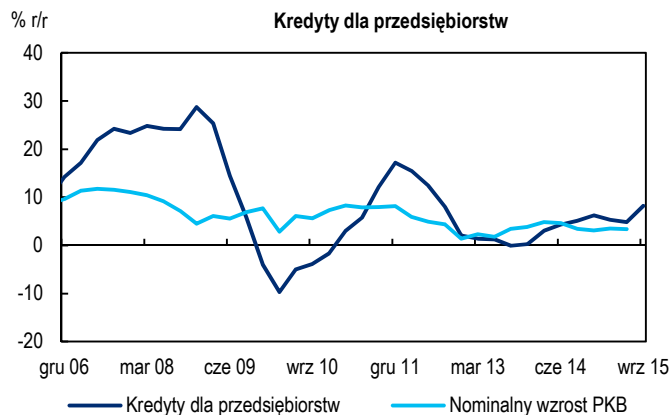
Trudno uzasadnić prowadzenie niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, przynajmniej odwołując się do konwencjonalnych argumentów ekonomicznych. Niestandardowe działania mają sens w wyjątkowych warunkach i w praktyce stanowią dla banków centralnych skok na nieznane wody. Zaczynając od LTRO, jest to program polegający na udzielaniu bardzo tanich pożyczek bankom komercyjnym i w strefie euro jego wprowadzenie miało na celu zmniejszenie napięć płynnościowych. W Polsce jednak nie istnieją żadne oznaki sugerujące istnienie podobnych problemów – w rzeczywistości sektor bankowy ma nadmiar płynności w wysokości 90 mld zł (5% PKB), który musi być absorbowany w cotygodniowych operacjach NBP. Biorąc to pod uwagę, dodatkowe zwiększenie płynności co najwyżej mogłoby doprowadzić do zwiększonego popytu na obligacje, z niewielkim skutkiem dla wzrostu oraz inflacji.

Wykres 7. Na Węgrzech akcja kredytowa pozostała niewielka po wprowadzeniu Programu Finansowania dla Wzrostu (Funding for Growth Scheme)



Źródło: NBH, Citi Handlowy.

Wykres 8. Kredyty dla przedsiębiorstw w Polsce rosną szybciej niż nominalny PKB, co pokazuje brak potrzeby niekonwencjonalnej stymulacji



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy.

Z kolej program FGS (Funding for Growth Scheme) na Węgrzech był wprowadzany aby stymulować udzielanie kredytów dla firm. Zakładał on finansowanie banków przez bank centralny praktycznie za darmo (stopa 0%), pod warunkiem, że udzielią one przedsiębiorstwom kredytów o oprocentowaniu nie przekraczającym 2,5%. Węgierski program nie przyniósł zauważalnych efektów. Początkowo został on użyty wyłącznie do zrolowania już wcześniej udzielonych kredytów, tym razem po niższej stopie procentowej. Na późniejszym etapie środki z FGS mogły być używane głównie do finansowania nowych projektów inwestycyjnych, jednak nie odnotowano istotnego dodatkowego wzrostu akcji kredytowej. Co więcej, trudno uzasadnić stosowanie tego niekonwencjonalnego instrumentu w Polsce, gdzie tempo wzrostu kredytów dla firm przekracza nominalny wzrost PKB i jest od lat wyższe niż na Węgrzech.

Innym węgierskim programem, na którym może się wzorować Polska jest SFP (Self Financing Plan, Plan Samodzielnego Finansowania). Miał on na celu ograniczenie wykorzystania depozytów w banku centralnym przez banki komercyjne i skłonienie ich do zakupów papierów skarbowych. Efektem było zepchnięcie rentowności obligacji w dół, co ułatwiło rządowi finansowanie potrzeb pożyczkowych. Dodatkowo większy napływ na rynek papierów forintowych mógł zostać wykorzystany do zakupu rezerw walutowych w banku centralnym i do spłaty walutowego

zadłużenia państwa. SFP okazał się skuteczny w tej kwestii, umożliwiając ograniczenie udziału zagranicznych inwestorów na Węgrzech (o tym wspominał m.in. P. Szałamacha – Ramka 1). Niemniej trudno byłoby zrozumieć czemu akurat realizacja tego celu miałaby mieć aż tak wysoki priorytet w Polsce.

Wnioski

Nowa RPP, która zostanie powołana na początku 2016 r., najprawdopodobniej będzie bardziej otwarta na scenariusz łagodzenia polityki pieniężnej niż obecna Rada. Chociaż ekonomiczne argumenty przemawiające za takim scenariuszem nie są przekonujące, parlament może po prostu wybrać członków RPP, którzy chcą obniżyć stopy procentowe. Nie można również wykluczyć niekonwencjonalnych działań, szczególnie po powołaniu nowego prezesa NBP w czerwcu 2016 r.

Dokładny kształt polityki pieniężnej będzie wypadkową zmian w składzie RPP oraz czynników zewnętrznych, w tym QE w strefie euro. Dostrzegamy jednak ryzyko nadmiernego rozluźnienia polityki pieniężnej, szczególnie, że będzie ono następowało w sytuacji rosnących transferów do gospodarstw domowych.

Taka mieszanka polityki pieniężnej oraz budżetowej powinna być silnym wsparciem dla instrumentów z krótkiego końca krzywej rentowności. Wpływ na dłuższy koniec jest mniej jasny i będzie uzależniony od skali, tempa oraz kierunku zmian wydatków i podatków.

Gospodarka w skrócie

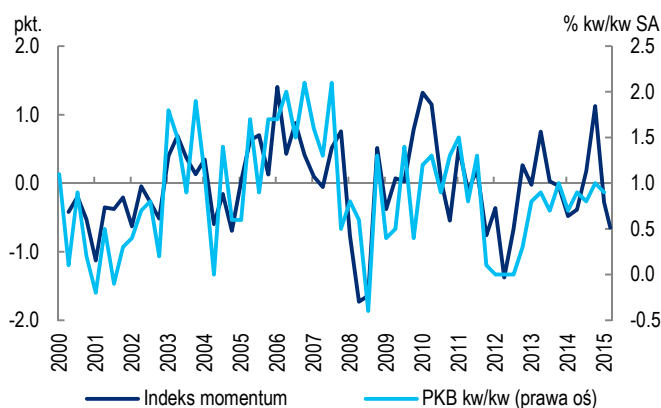
Trend wzrostowy bez większych zmian

- Gospodarka lekko wyhamowała, ale wciąż rośnie w tempie przekraczającym 3%.
- Głównym źródłem niepewności są potencjalne zmiany w polityce fiskalnej. Na ocenę ich skutków należy poczekać przynajmniej do expose nowego prezesa Rady Ministrów.
- W horyzoncie roku spodziewamy się stopniowego umocnienia złotego.

Lekkie spowolnienie

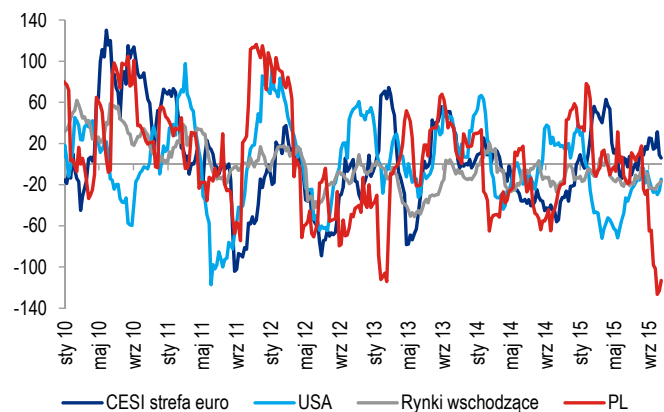
W ciągu ostatniego miesiąca niewiele zmieniło się w naszych prognozach dla polskiej gospodarki. Dane, które napłynęły w tym czasie potwierdzają obawy, że gospodarka straciła swój dotychczasowy rozpęd, o czym świadczy choćby nasz indeks *momentum* (Wykres 9). Dodatkowo wskaźniki niespodzianek wskazują również, że autorzy prognoz w ostatnich miesiącach byli wielokrotnie zaskakiwani danymi gorszymi od przewidywań.

Wykres 9. Gospodarka wytraciła trochę ze swojego dotychczasowego rozpędu



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Indeksy niespodzianek pokazują, że dane w Polsce systematycznie okazywały się gorsze od prognoz

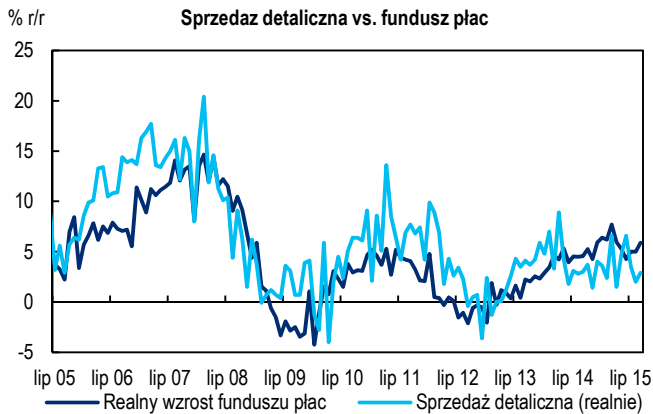


Źródło: Citi Research.

W naszym subiektywnym rankingu na najbardziej zaskakujące dane wygrywają dane o sprzedaży detalicznej, które od kilku miesięcy okazują się niższe od oczekiwań. Dzieje się to w sytuacji gdy rynek pracy jest w fazie silnego ożywienia. Zazwyczaj okresy szybkiego wzrostu płac realnych oraz zatrudnienia bywały również okresami dynamicznego wzrostu wydatków detalicznych. Tym razem to zjawisko się nie ujawnia. Może to oznaczać, że Polacy relatywnie więcej ze swoich wydatków przeznaczają na usługi, a nie towary, co zresztą byłoby zgodne z długookresowymi trendami zachodzącymi w bogacącym się społeczeństwie. Ponadto, nie można wykluczyć, że Polacy coraz częściej dokonują zakupów w mniejszych sklepach, a nie w supermarketach (statystyki GUS na temat sprzedaży detalicznej obejmują tylko większe punkty, zatrudniające ponad 9 osób). Zakładamy więc, że pomimo słabszej

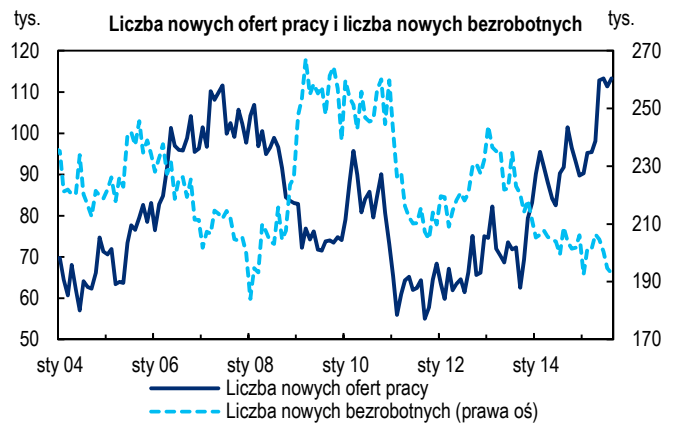
sprzedaży detalicznej wzrost konsumpcji utrzyma się na relatywnie wysokim poziomie 3%.

Wykres 11. Sprzedaż detaliczna i realny fundusz płac



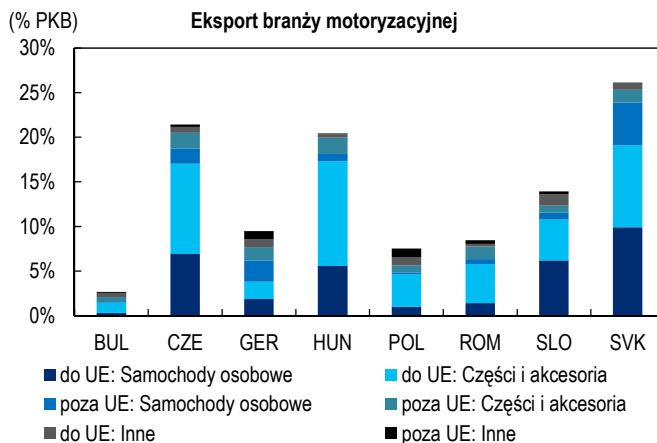
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Liczba nowych miejsc pracy na rekordowych poziomach



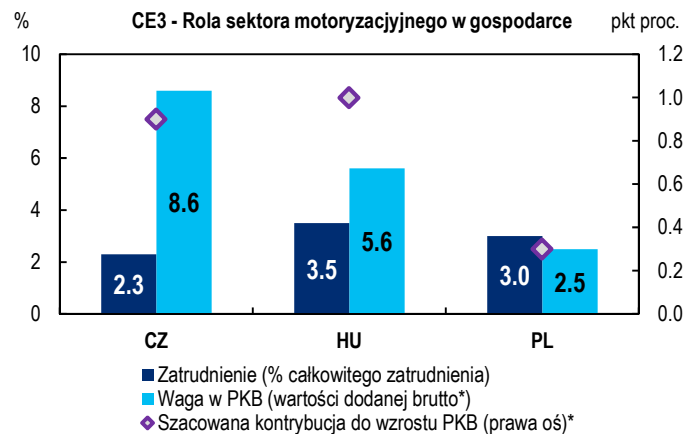
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 13. Skala eksportu w relacji do PKB jest w przypadku Polski stosunkowo niewielka



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy, Citi Research.

Wykres 14. Branża motoryzacyjna ma stosunkowo niską kontrybucję do wzrostu PKB w Polsce



Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

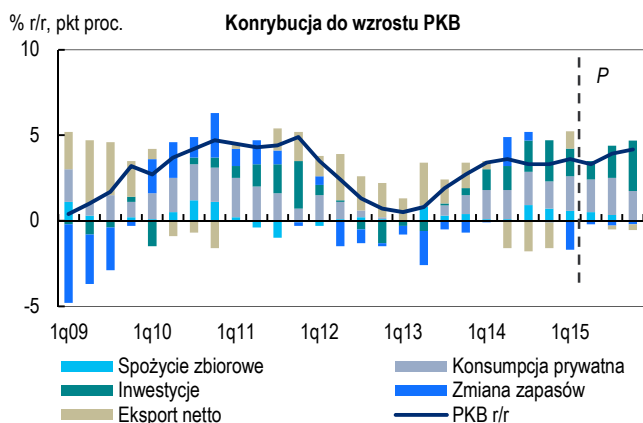
Chociaż seria słabych danych z Niemiec rozbudziła obawy przed spowolnieniem popytu zagranicznego, na razie dane o produkcji oraz eksporcie wydają się znacznie bardziej optymistyczne. Sama produkcja zwiększyła się we wrześniu o około 4% r/r, a eksport do Niemiec nie tylko nie załamał się, ale rósł w dynamicznym tempie. Kryzys motoryzacyjny, który dotknął Volkswagena może mieć pewien negatywny wpływ na polską gospodarkę, ale będzie to raczej drugorzędny szok z perspektywy całej gospodarki. Wkład branży motoryzacyjnej (przetwórstwa przemysłowego) jest na tyle niewielki, że sam z siebie nie zdestabilizowałby gospodarki.

Scenariusze te są kreślone przy założeniu ścieżki fiskalnej, która dramatycznie nie odbiega od dotychczasowych przewidywań. Gdyby jednak powyborcze zmiany doprowadziły do istotnego wzrostu wydatków i deficytu, miałyby to wpływ również na nasze prognozy. Potencjalny scenariusz alternatywny wiązałby się ze zwiększeniem wydatków publicznych oraz obniżką podatków dla gospodarstw domowych, czemu towarzyszyłoby podniesienie podatków dla dużych firm, szczególnie z wybranych sektorów gospodarki (finanse, sklepy wielkopowierzchniowe). W efekcie takich działań tempo wzrostu konsumpcji okazałoby się znacznie wyższe, a z czasem pojawiłaby się (dawno nie widziana) presja cenowa.

Gdyby transfery na rzecz gospodarstw domowych były finansowane podatkami sektorowymi mogłoby to spowodować zmniejszenie aktywności inwestycyjnej (ze względu na większą niepewność dotyczącą stabilności systemu podatkowego). Efekt netto słabych inwestycji i znacznie silniejszej konsumpcji prawdopodobnie byłby pozytywny dla PKB, jednak sama struktura wzrostu byłaby negatywna z punktu widzenia stabilności makroekonomicznej. W jej efekcie doszłoby do pogorszenia salda rachunku obrotów bieżących oraz obniżenia potencjału wzrostu gospodarczego.

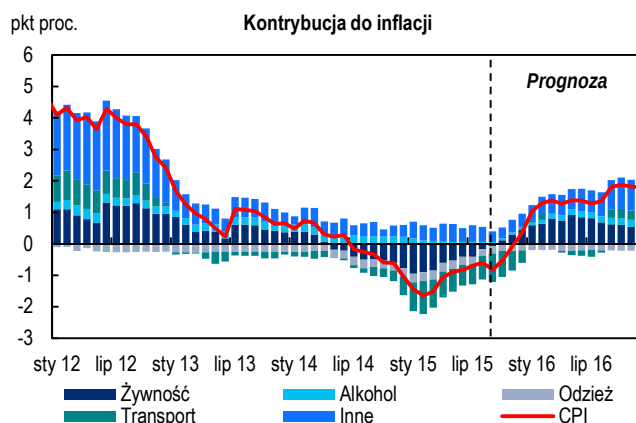
Podsumowując, nasz podstawowy scenariusz zakłada wzrost gospodarczy nieco powyżej 3% w 2016 i 2017 roku, przy w miarę zrównoważonej strukturze i bardzo powoli rosnącej inflacji. Co prawda zagraniczne czynniki mogą negatywnie wpływać na aktywność w Polsce, jednak powinno to być rekompensowane przez przynajmniej częściową realizację przedwyborczych zapowiedzi zakładających zwiększenie transferów do gospodarstw domowych.

Wykres 15. Wzrost powinien utrzymać się powyżej 3%



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 16. Wskaźnik CPI bardzo powoli w górę



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Niskie ceny paliw utrzymują inflację poniżej zera. Dodatkowo do niskiego wyniku we wrześniu (-0,8% r/r) przyczyniły się obniżki cen książek na skutek uwzględnienia w statystyce GUS darmowych podręczników finansowanych z budżetu. Choć tanie podręczniki obniżyły wskaźnik CPI, trudno to zjawisko uznawać za przejaw presji deflacyjnej. Z tego względu lekkie pogłębienie deflacji we wrześniu i odejście od dotychczasowej ścieżki cenowej nie jest istotnym wydarzeniem. W kolejnych miesiącach indeks CPI będzie powoli rósł i w przyszłym roku może przekroczyć 1,5%. Szczególnie istotny, skokowy wzrost powinien zostać odnotowany na początku 2016 roku pod wpływem bardzo silnego efektu bazy związanego ze spadkiem cen paliw na początku 2015 r. Aby do tego wzrostu CPI nie doszło, ceny paliw lub ceny w innej kategorii musiałyby ponownie znacznie spaść. O ile jest to technicznie możliwe, scenariusz ten wydaje się mało prawdopodobny.

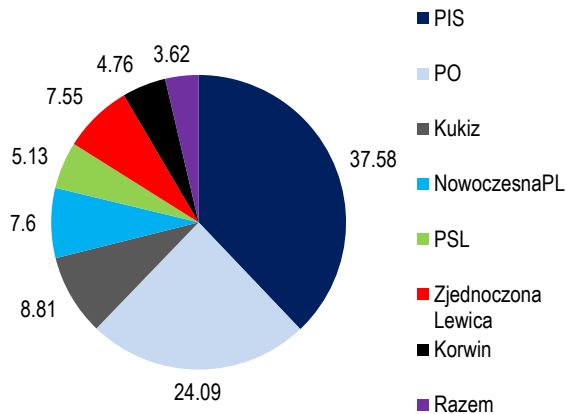
Polityka fiskalna

W momencie przygotowywania tego raportu nie był jeszcze znany skład nowego rządu, a tym bardziej konkretne założenia programowe. Niemniej na podstawie przedwyborczych zapowiedzi można spróbować sformułować podstawowe założenia dotyczące kierunku polityki fiskalnej na najbliższe lata. Po pierwsze, będzie ona charakteryzowała się

większym stopniem redystrybucji, przy czym transfery do gospodarstw domowych będą finansowane wyższymi podatkami dla dużych firm.

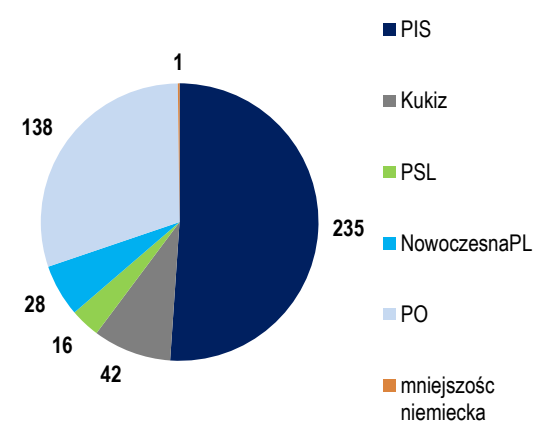
Po drugie, koszt najważniejszych zapowiedzi programowych wynosi w przypadku PiS ponad 40 mld zł. W krótkim horyzoncie możliwe wydaje się znalezienie finansowania na około 10 mld zł (podatki sektorowe), co prawdopodobnie oznacza, że niektóre z propozycji będą mogły być zrealizowane w ograniczonej formie lub odłożone w czasie.

Wykres 17. Odsetek uzyskanych głosów w wyborach parlamentarnych



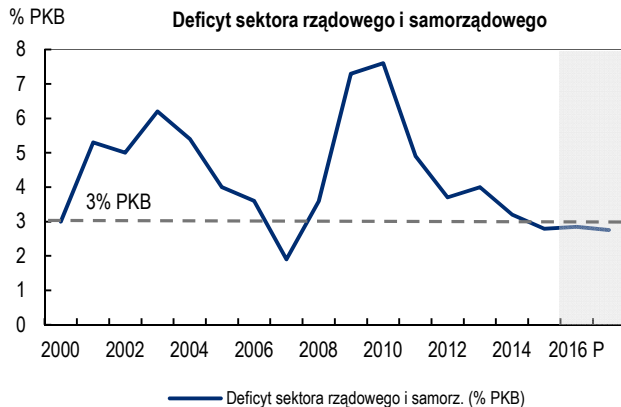
Źródło: PKW

Wykres 18. Podział miejsc w nowym parlamencie



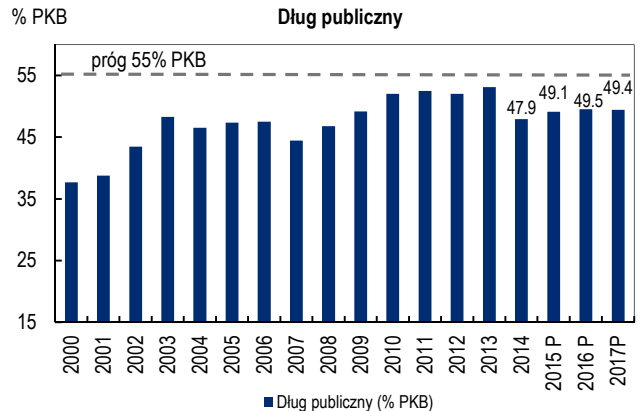
Źródło: PKW

Wykres 19. Deficyt budżetowy



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 20. Dług publiczny



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Po trzecie, nawet jeżeli w najbliższym czasie deficyt fiskalny wzrośnie z bieżącego poziomu, rozluźnienie fiskalne będzie bardzo ograniczone. W naszych prognozach zakładamy, że deficyt sektora rządowego i samorządowego będzie utrzymywany w pobliżu 3% PKB. Innymi słowy, propozycje będą realizowane na tyle, na ile możliwe będzie znalezienie dodatkowego finansowania. Z punktu widzenia rynków finansowych oznacza to ogólnie ograniczenie potrzeb pożyczkowych i podaży obligacji. Biorąc jednak pod uwagę niepewność dotyczącą ostatecznego programu rządu, projekcje te mogą ulec istotnej zmianie w kolejnych miesiącach.

Rynek walutowy

Oczekiwany przez nas stopniowy spadek premii za ryzyko polityczne będzie pozytywnie wpływał na złotego. Wsparciem dla krajowej waluty będzie naszym zdaniem wciąż wysoki wzrost gospodarczy, wyższy od potencjalnego tempa wzrostu, rekordowo niski deficyt na rachunku obrotów bieżących i napływ środków unijnych na rachunek kapitałowy, który istotnie ogranicza wrażliwość złotego na wahania apetytu na ryzyko. Ponadto także program skupu aktywów EBC oraz jego prawdopodobne powiększenie w najbliższych miesiącach będzie pozytywnie wpływać na złotego. W związku z tym oczekujemy kurs EURPLN w perspektywie 3 miesięcy osiągnie poziom 4,25 a w perspektywie 6-12 miesięcy poziom 4,10. Ryzykiem dla takiego scenariusza byłaby zmiana reguł fiskalnych oraz znaczne zwiększenie deficytu fiskalnego. Jednocześnie globalni stratedzy Citi wciąż oczekują umocnienia dolara wobec euro w stronę 1,05 w perspektywie kilku najbliższych miesięcy. W związku z bazowym założeniem Citi o spodziewanym mniejszym napływie kapitału na rynki wschodzące w najbliższych miesiącach nie oczekujemy nadmiernej presji na umocnienie złotego.

Rynek długu mocniejszy w krótkim terminie

Rosnące prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych oraz zwiększenie programu skupu aktywów przez EBC mogą pozytywnie wpływać na rynek obligacji. EBC najprawdopodobniej zdecyduje się wydłużyć i ewentualnie także powiększyć programu skupu aktywów przez EBC, które najprawdopodobniej nastąpi w grudniu br. Ponadto naszym zdaniem możliwość utworzenia stabilnego rządu przyczyni się do spadku premii za ryzyko polityczne po wyborach przy założeniu, że nie zostaną zmienione reguły fiskalne i nie dojdzie do znaczącego wzrostu wydatków. Co więcej w kierunku niższych rentowności będą działać oczekiwania na ponowne obniżki stóp procentowych. Przy jednoczesnym umocnieniu złotego mogłoby to skutkować spadkiem rentowności na całej krzywej. W najbliższych tygodniach korzystny wpływ na rynek długu będzie miał też duży przepływ środków z Ministerstwa Finansów do inwestorów w związku ze znaczną pulą obligacji, które zapadały w październiku.

W dłuższym terminie negatywnie na dług będzie wpływać rekordowa wielkość potrzeb pożyczkowych (180 mld zł planowane w budżecie na 2016 r.) oraz oczekiwany przez nas wzrost inflacji. Długoterminowy wpływ programu EBC na krajowy rynek długu jest trudny do przewidzenia w związku z tym, że obecnie poziomy rentowności obligacji niemieckich są na zbliżonych poziomach do notowanych na początku roku, gdy EBC nawet jeszcze nie zapowiedział wprowadzenia takiego programu. W związku z tym trudno jednoznacznie ocenić czy zwiększenie programu QE doprowadzi do spadku rentowności na bazowych rynkach długu w dłuższym horyzoncie.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2014								2015				
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	4.2	1.6	0.3	8.4	1.6	5.0	8.8	2.4	2.8	7.6	3.8	5.3	4.1
Produkcja przemysłowa (% m/m)	16.5	3.5	-7.5	-2.3	-3.2	1.4	13.5	-7.9	-1.4	4.7	-1.3	-7.1	-0.3
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	4.9	2.7	1.0	9.1	3.1	6.8	9.6	2.6	2.8	8.9	4.6	6.1	4.6
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	5.6	-1.0	-1.6	5.0	1.3	-0.3	2.9	8.5	1.3	-2.5	-0.1	4.8	-2.5
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	1.6	2.3	-0.2	1.8	0.1	-1.3	3.0	-1.5	1.8	3.8	1.2	-0.3	0.1
Stopa bezrobocia (%)	11.5	11.3	11.4	11.5	12.0	12.0	11.7	11.2	10.8	10.3	10.1	10.4	10.4
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-0.3	-0.6	-0.6	-1.0	-1.4	-1.6	-1.5	-1.1	-0.9	-0.8	-0.7	-0.6	-0.8
Inflacja (% m/m)	0.0	0.0	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.2	0.4	0.0	0.0	-0.1	-0.4	-0.3
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.6	-1.3	-1.6	-2.7	-2.8	-2.8	-2.5	-2.7	-2.1	-1.4	-1.7	-2.7	-2.9
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.0	-0.4	-0.5	-1.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.4	0.4	0.6	-0.4	-0.7	-0.1
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.4	3.8	2.7	3.7	3.6	3.2	4.9	3.7	3.2	2.5	3.3	3.4	4.1
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-258	-319	114	-1,011	-228	93	1,054	1,642	1,124	-1,602	-1,212	-864	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1.2	-2.2	-1.1	-1.3	-1.7	-0.9	-0.6	-0.8	-0.1	-0.1	-0.4	-0.4	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	313	-384	-231	-629	639	526	485	-142	539	-47	-747	-91	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	14466	14903	13765	12356	13323	13791	15439	14447	13939	14275	13977	12764	-
Eksport (% r/r)	7.0	4.3	3.8	9.8	4.4	10.9	14.3	8.5	7.8	10.4	3.5	8.6	-
Import f.o.b. (mln EUR)	14153	15287	13996	12985	12684	13265	14954	14589	13400	14322	14724	12855	-
Import (% r/r)	8.9	7.0	6.5	13.1	-2.1	3.9	8.7	7.8	0.3	9.2	5.8	6.7	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.9	7.7	8.4	8.2	8.6	8.7	8.9	7.2	7.6	8.3	8.6	7.3	7.9
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	6.9	7.6	8.0	8.8	8.5	8.7	8.4	7.8	8.3	8.5	8.8	9.1	9.7
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	10.6	8.9	10.4	9.4	10.1	9.7	11.3	9.2	9.3	12.4	11.1	9.3	8.6
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	5.3	5.7	5.4	5.5	7.7	7.1	7.2	6.3	7.7	7.9	7.1	6.6	6.5
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	6.6	7.1	7.5	7.4	5.6	5.6	5.5	3.4	3.7	4.5	5.5	6.6	7.7
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M (średnio)	2.45	2.07	2.01	2.06	2.03	1.91	1.73	1.65	1.67	1.70	1.72	1.72	1.72
WIBOR 3M (koniec okresu)	2.28	1.96	2.06	2.06	2.00	1.81	1.65	1.65	1.68	1.72	1.72	1.72	1.71
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.99	1.68	1.75	1.80	1.61	1.64	1.55	1.66	1.69	1.82	1.65	1.67	1.70
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	2.00	1.75	1.73	1.77	1.56	1.61	1.60	1.77	1.79	1.98	1.81	1.87	1.79
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.38	2.01	1.98	2.15	1.68	1.89	1.94	2.23	2.46	2.74	2.49	2.51	2.39
EUR/PLN (koniec okresu)	4.18	4.20	4.18	4.29	4.19	4.15	4.07	4.04	4.12	4.19	4.15	4.23	4.24
USD/PLN (koniec okresu)	3.31	3.35	3.36	3.54	3.71	3.70	3.79	3.61	3.76	3.76	3.76	3.77	3.80
EUR/USD (koniec okresu)	1.26	1.25	1.25	1.21	1.13	1.12	1.07	1.12	1.10	1.11	1.10	1.12	1.12
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	22.4	27.3	24.8	29.0	0.6	11.3	16.7	16.7	19.6	26.2	26.6	25.9	31.1
Def. budżetowy kum. (% planu)	47.1%	57.4%	52.1%	61.0%	1.3%	24.6%	36.2%	36.2%	42.6%	57.0%	57.7%	56.1%	67.6%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	500	524	546	472	495
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,629	1,656	1,719	1,776	1,873
PKB per capita (USD)	11,508	12,382	13,626	12,983	13,615	14,197	12,298	12,897
Populacja (mln)	38,2	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4
Stopa bezrobocia (%)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,5	10,1	10,9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2,6	3,7	5,0	1,6	1,6	3,3	3,6	3,3
Inwestycje (% r/r)	-12,7	9,7	12,8	-3,9	-5,8	12,6	5,4	6,1
Spożycie ogółem (% r/r)	3,5	2,8	2,0	0,5	0,7	3,1	2,9	3,0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,4	2,7	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	3,3
Eksport (% r/r)	-6,3	12,9	7,9	4,6	6,1	6,4	6,2	5,8
Import (% r/r)	-12,4	14,0	5,8	-0,3	1,7	10,0	5,8	6,6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	3,1	4,6	2,4	0,7	-1,0	0,3	1,8
Inflacja CPI (% średnia)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,8	1,5
Płace nominalne (% r/r)	4,2	3,6	4,9	3,5	2,6	3,8	3,7	4,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	3,66	1,68	1,22
USD/PLN (Koniec okresu)	2,86	2,95	3,40	3,10	3,01	3,52	3,69	3,76
USD/PLN (Średnia)	3,10	3,01	2,96	3,26	3,16	3,15	3,76	3,78
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,22	4,06
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,11
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17,3	-25,8	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-2,7	-8,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,9	-5,4	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,6	-1,7
Saldo handlu zagranicznego	-10,2	-13,8	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	1,9	-3,3
Eksport	133,1	156,3	184,2	181,0	198,1	210,4	185,1	186,5
Import	143,3	170,1	201,6	190,2	198,5	214,7	183,2	189,8
Saldo usług	4,8	3,1	7,3	8,0	10,1	11,4	9,3	9,6
Saldo dochodów	-12,7	-16,5	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-13,9	-14,0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8,8	6,9	-14,0	-6,6	-3,4	-8,1	-10,0	-11,0
Rezerwy międzynarodowe	73,4	86,3	89,7	100,3	99,3	94,1	94,1	94,1
Amortyzacja	46,9	44,1	39,1	47,2	49,9	58,2	56,3	51,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7,4	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-2,8	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4,6	-5,1	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-1,0	-1,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	49,8	52,0	52,5	51,6	53,3	47,9	49,1	49,5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 5. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,6	3,3	3,6	3,6	3,6
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,8	1,5	2,5	2,5	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,0	-0,6	-1,7	-2,0	-2,3	-3,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,00	2,00	3,00	3,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	3,69	3,76	3,58	3,35	3,15
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,76	3,78	3,66	3,44	3,22
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,22	4,06	3,99	3,96	3,93
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,11	4,02	3,97	3,94

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) mogą być zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.

Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.