

CitiWeekly

Przesuwanie cienkiej czerwonej linii

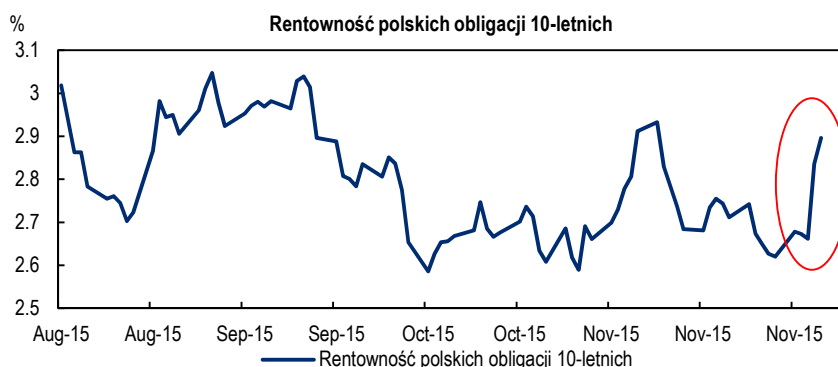
- Jedną z najlepszych decyzji w polskiej polityce fiskalnej ostatnich lat było wprowadzenie reguły wydatkowej. Ma ona za zadanie ograniczenie tempa wzrostu wydatków, uzależniając je od PKB oraz inflacji. Najnowsze propozycje ustaw przewidują jednak złagodzenie reguły, co może pozwolić przesunąć limit wydatków w górę, według naszych szacunków o około 5 mld zł.
- Zaproponowana zmiana reguły wydatkowej ma również interesujące konsekwencje dla polityki pieniężnej. Limit wydatków ma bowiem zależeć nie od przewidywanego poziomu inflacji, lecz od celu inflacyjnego. W rezultacie rządowi może bezpośrednio zależeć na odpowiednio wyższym celu inflacyjnym, tak aby pozwolić na szybszy wzrost limitu wydatków. W Polsce cel jest ustalany przez Radę Polityki Pieniężnej (RPP) i teoretycznie Ministerstwo Finansów lub rząd nie mają na tę decyzję żadnego wpływu. Ponieważ jednak w przyszłym roku wygasa kadencja ośmiu z dziewięciu członków Rady, parlament i prezydent mogą mieć duży wpływ na decyzje przyszłej RPP.
- Obecna RPP nie ma zamiaru zbyt wiele zmieniać w polityce pieniężnej. W minionym tygodniu Rada pozostawiła stopy procentowe bez zmian i wydała komunikat, który sugeruje, że obecny poziom jest odpowiedni do stanu gospodarki. W przyszłym roku – po zmianie składu RPP – sytuacja może wyglądać inaczej. Oczekujemy obniżek stóp procentowych w 2016 roku o 25-50 pb i nie wykluczamy również niekonwencjonalnych działań banku centralnego.
- Z kolei EBC – w przeciwieństwie do RPP – postanowił obniżyć stopę depozytową o 10 pb. Decyzja ta rozczerowała inwestorów, a euro wyraźnie umocniło się wobec dolara oraz złotego. W przyszłym roku oczekujemy głębszego złagodzenia polityki pieniężnej.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
I KW 16	4,19	4,07	6,07	1,03	1,25	0,05	1,32	0,20	2,20
I KW 17	4,05	3,95	5,87	1,02	1,25	0,05	1,66	0,50	2,33

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 30.11.2015 r.

Wykres 2. Reakcja rynku obligacji na decyzję EBC



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

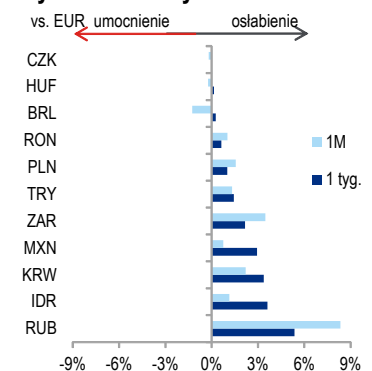
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 4.12.2015 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Miniony tydzień	2
- Tabela z prognozami	5

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
7 gru PONIEDZIAŁEK							
	EA	Spotkanie Eurogrupy					
09:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	0.2	0.7	-1.1
8 gru WTOREK							
03:00	CN	Eksport	% r/r	XI	-5.6	-5.0	-6.9
10:00	EA	PKB	% kw/kw	XI	-0.3	0.3	0.3
9 gru ŚRODA							
01:30	CN	Inflacja	% r/r	XI	--	-5.9	-5.9
08:00	DE	Eksport	% m/m	X	--	-0.6	2.6
10 gru CZWARTEK							
09:30	CH	Decyzja w sprawie stóp	%		--	--	-0.8
12:00	PL	Przetarg zamiany					
14:00	USA	Liczba nowych bezrobotnych			--	--	269
11 gru PIĄTEK							
08:00	DE	Inflacja	% r/r	XI	--	0.4	0.4
14:00	PL	Dane o obrotach towarowych handlu zagranicznego					
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XI	--	0.3	0.1
14:30	USA	PPI	% m/m	XI	--	-0.1	-0.4
14:30	USA	Indeks Michigan	% m/m	XII	--	91.0	91.3

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

Miniony tydzień

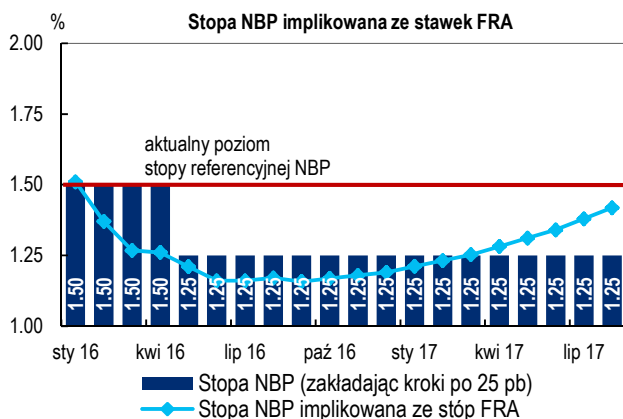
Większe wydatki publiczne w 2016 r.

Nad zmianami w polskiej polityce fiskalnej trudno nadążyć. Cały tydzień minął pod znakiem kolejnych propozycji zmian ustaw, które mogą mieć pewne konsekwencje budżetowe. Rząd planuje wprowadzić od przyszłego roku program 500+, którego koszt ma wynieść w pierwszym roku około 16 mld zł. Jednocześnie prezydent RP zgłosił projekt ustawy obniżającej wiek emerytalny (do 60 lat dla kobiet i 65 lat dla mężczyzn), a także zaproponował podniesienie kwoty wolnej (koszt 15-20 mld zł). O ile już ten pierwszy projekt wydaje się kosztowny, prezydenckie propozycje są bardzo trudne do pogodzenia z deficytem na poziomie 3% PKB. Zakładamy, że ich wdrożenie zostanie odłożone w czasie, tak aby nie kreować nadmiernych kosztów budżetowych w 2016 roku. Ich realizacja w kolejnych latach będzie uzależniona od sytuacji fiskalnej.

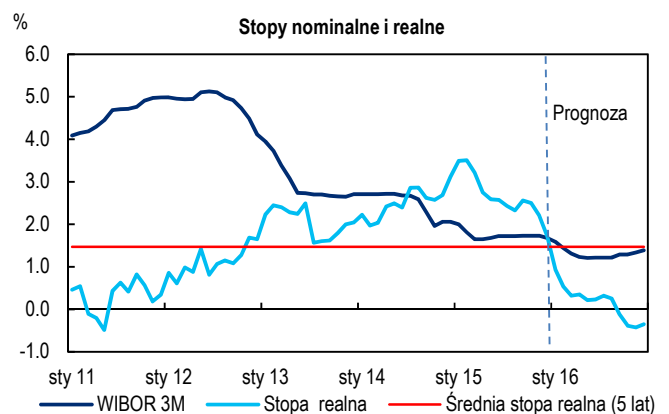
W piątek grupa posłów zgłosiła do Sejmu projekt ustawy zmieniającej regułę fiskalną. Reguła ta wyznacza maksymalny poziom wydatków w danym roku, uzależniając go między innymi od rzeczywistej inflacji oraz trendu wzrostu gospodarczego. Dzięki temu zapewnia ona w dłuższym

okresie redukcję długu publicznego. Zaproponowana nowelizacja zakłada między innymi, że zamiast prognozowanej/rzeczywistej inflacji, formuła reguły fiskalnej będzie wykorzystywała cel inflacyjny. Ponieważ zarówno w 2015 jak i 2016 inflacja ma utrzymywać się znacznie poniżej celu, zmiana ta stworzy dodatkową przestrzeń dla wydatków budżetowych. Ponadto nowa ustawa zakłada, że rząd byłby w stanie przejściowo ustalić poziom wydatków na wyższym poziomie niż wynika to z reguły, o ile byłoby to związane z jednorazowymi i przejściowymi zmianami po stronie dochodowej (na przykład dochody z aukcji częstotliwości komórkowych).

Wykres 3. Notowania z rynku FRA wskazują na możliwość cięcia stóp w I połowie roku



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy.

Według naszych szacunków proponowana nowelizacja tworzy przestrzeń dla przynajmniej 5 mld zł dodatkowych wydatków (0.3% PKB) powyżej poziomu wynikającego z dotychczasowej reguły wydatkowej. Ponadto, w kolejnych latach wydatki mogą rosnąć szybciej niż dotychczas, o ile inflacja pozostanie poniżej celu RPP. Co więcej, planowana nowelizacja tworzy dla rządu dodatkowy bodziec do podniesienia celu inflacyjnego. Co prawda zmiany celu może dokonać tylko Rada Polityki Pieniężnej, jednak w przyszłym roku parlament i prezydent wybierze ośmiu z dziewięciu członków Rady, a tym samym może mieć pośredni wpływ na decyzje RPP w tym zakresie.

Wszystkie powyższe zmiany zmierzają w kierunku zwiększenia deficytu i wydatków publicznych w gospodarce, która takiego wsparcia nie potrzebuje. Biorąc pod uwagę, że w przyszłym roku skala emisji obligacji może być na rekordowo wysokim poziomie, powyższe informacje traktujemy jako negatywne dla polskiego rynku długu.

W Polsce stopy bez zmian

Grudniowe posiedzenie RPP minęło bez niespodzianek – stopy procentowe pozostały bez zmian. Komunikat Rady zasugerował, że obecny poziom stóp jest odpowiedni dla gospodarki i sprzyja stabilnemu wzrostowi gospodarczemu. Grudniowa decyzja niewiele jednak mówi o tym, co będzie się działo ze stopami w 2016 roku. Naszym zdaniem obniżka stóp nie jest potrzebna, a korzyści z tytułu takiej decyzji byłyby wątpliwe. Niemniej wypowiedzi przedstawicieli rządu sugerują, że parlamentowi może zależeć na wyborze takich członków Rady, którzy byliby gotowi zagłosować za niższymi stopami procentowymi. Dlatego

wciąż oczekujemy, że w I poł. 2016 roku, gdy ukonstytuuje się nowa Rada, może dojść do obniżki stóp o 25-50 pb. W dalszej części roku nie można też wykluczyć niestandardowych działań polityki pieniężnej.

EBC nie sprostало

Przez ostatnie miesiące przedstawiciele Europejskiego Banku Centralnego (EBC) zdołali przekonać inwestorów, że w grudniu dojdzie do istotnego złagodzenia polityki pieniężnej. W rzeczywistości jednak EBC nie sprostало wykreowanym przez siebie oczekiwaniom. W czwartek Rada EBC obniżyła stopę depozytową o 10pb do -0,3% i pozostawiła inne stopy procentowe bez zmian. Ponadto okres zakupu aktywów został wydłużony o pół roku do marca 2017, a lista aktywów została rozszerzona o obligacje samorządowe.

Reakcja rynkowa na decyzję EBC była gwałtowna – euro wyraźnie umocniło się wobec dolara i innych walut (w tym również złotego). Rentowności polskich 10-letnich obligacji wzrosły w ciągu dwóch dni o ponad 20 pb do 2,9%, choć trend ten był pewnie wspierany również przez niepokojące doniesienia na temat zmian w polityce budżetowej w kraju. W dłuższym okresie temat łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro powróci, ponieważ inflacja prawdopodobnie będzie wciąż rozczarowywać. W 2016 roku spodziewamy się kolejnych obniżek stopy depozytywnej do poziomu -0,75%, ponownego wydłużenia okresu zakupu aktywów oraz prawdopodobnie zwiększenia skali tych zakupów.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. 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	461	461
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,629	1,656	1,719	1,775	1,872
PKB per capita (USD)	11,508	12,382	13,626	12,983	13,615	14,197	12,012	12,007
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	9.9	9.0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2.6	3.7	5.0	1.6	1.3	3.3	3.5	3.3
Inwestycje (% r/r)	-12.7	9.7	12.8	-3.9	-5.8	12.6	4.1	3.8
Spożycie ogółem (% r/r)	3.5	2.8	2.0	0.5	0.7	3.1	2.9	3.6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.4	2.7	3.3	0.8	0.2	2.6	3.1	4.1
Eksport (% r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.6	6.1	6.4	5.6	4.7
Import (% r/r)	-12.4	14.0	5.8	-0.3	1.7	10.0	4.7	5.5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	0.1	1.8
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.9	1.3
Place 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
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4.27	3.95	4.99	4.11	2.71	3.66	1.70	1.39
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	2.60	3.30
USD/PLN (Koniec okresu)	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	4.05	4.01
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	3.85	4.06
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.24	4.07
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.19	4.12
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17.3	-25.8	-27.0	-17.6	-6.7	-11.0	-2.7	-7.9
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	-3.3	-3.1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-4.6	-5.1	-2.4	-1.0	-1.5	-1.2	-1.5	-1.4
Dług publiczny (Polska metodologia)	49.8	52.0	52.5	51.6	53.3	47.9	49.8	50.7

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 r. 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) może być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może 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.