

GOSPODARKA POLSKA W PIGUŁCE: DIAGNOZA

Relatywnie wysoki obecnie wzrost gospodarczy w Polsce jest owocem cyklu koniunkturalnego. Co więcej – cykl wzrostowy jest zsynchronizowany i ma charakter globalny. I jak każdy cykl jest, oczywiście, odwracalny. Nasz wzrost będzie w okresie najbliższych 2 lat mocno wspierany przez bardzo korzystne warunki w otoczeniu zewnętrznym, w tym przez relatywnie wysoką dynamikę PKB i silny popyt importowy w całej UE, ze szczególnym uwzględnieniem Niemiec i Francji.

Dynamika naszego obserwowanego PKB lokuje się powyżej potencjału. Co więcej - dynamika potencjału maleje. Maleje, bo zasób pracy podlega ustawowym restrykcjom, zasób kapitału nie jest uruchamiany, a produktywność nie rośnie w tempie pozwalającym na przyspieszony wzrost potencjału. W takich warunkach luka produktowa nie może pozostać otwarta.

Popyt krajowy generowany jest przez konsumpcję. Konsumpcja nie podnosi potencjału gospodarki. Przy aktualnym stanie popytu gospodarka napotyka rosnące bariery podażowe. Większość tych barier nie może zostać ominięta na drodze importu uzupełniającego, bo import siły roboczej i kapitału jest trudniejszy niż import – powiedzmy – pietruszki.

Bariera w postaci ograniczeń po stronie podaży pracy, gdzie decydujące znaczenie ma demografia, ale także polityka gospodarcza rządu, była (i częściowo jest nadal) niwelowana przez autonomiczne dostosowania rynku pracy. Zasób pracy uzupełniają: rosnąca aktywizacja zawodowa, przepływy z rolnictwa oraz pracownicy z Ukrainy i Białorusi.

To właśnie wspieranie podaży pracy przez te autonomiczne mechanizmy sprawiło, że przez jakiś czas nie było widać przełożenia ograniczeń podażyowych na inflację płacową. Ale ten okres jest już za nami. I widać to nie na podstawie jednej, czy dwóch obserwacji. Dynamika realnego funduszu płac jest ponad 3-krotnie wyższa od wzrostu wydajności pracy.

Bariery podażowe po stronie gospodarki są tak duże, że rosną zaległości w realizacji krajowych zamówień (też nie do zastąpienia przez import). Będzie to miało konsekwencje dla spadku kontrybucji zapasów (wielkości rezydualnej) do dynamiki PKB w kolejnych kwartałach.

Rosnący popyt krajowy i silne ograniczenia podażowe znajdują odbicie w procesach cenotwórczych w gospodarce. Po stronie wytwórców istotnie rosną koszty produkcji. Przez jakiś czas – jak zwykle – kompensowane to było przez spadek marż. Ale już tak nie jest. Ceny wyrobów gotowych rosną po raz kolejny w tempie najszybszym od 6 lat.

Ścieżka inflacji cen konsumentów podlega rocznym wahaniom związanym z efektami bazowymi i dużą zmiennością po stronie wstrząsów podażyowych. Inflacja wzrosła w listopadzie, spadnie mocno w grudniu, będzie relatywnie niska w 1 kwartale 2018, po czym ostro przyspieszy do celu w połowie roku. Prognozowana ścieżka CPI, podobnie jak inflacji bazowej, są w okresie oddziaływania polityki pieniężnej ścieżkami rosnącymi. Okres inflacji pozostającej znacząco poniżej celu NBP w horyzoncie prognoz jest już za nami.

Wzrost cen producentów mógłby zostać powstrzymany przez skuteczne usunięcie barier podażyowych w gospodarce lub silną aprecjację złotego, co pomogłoby powstrzymać wzrost inflacji konsumentów trwale ponad cel inflacyjny NBP. Prawdopodobieństwo zaistnienia tych czynników w okresie oddziaływania polityki monetarnej na sferę realną nie jest obecnie duże. Wzrost stóp procentowych – jak zaświadczały o tym doświadczenia Czech – nie prowadzi do silnej aprecjacji kursu walutowego. O przepływach kapitału portfelowego decydują obecnie czynniki globalne, a nie lokalne.

Wzrost inwestycji publicznych w Polsce jest skorelowany ze wzrostem deficytu sektora finansów publicznych. Wzrost inwestycji prywatnych jest z kolei skorelowany z konieczną poprawą klimatu inwestycyjnego. Rozwój cyklu inwestycyjnego łączy się z koniecznością poluzowania polityki fiskalnej. Ekspansja fiskalna wymaga zaś zaostrzenia polityki monetarnej. Trwały wzrost wydatków zdeterminowanych w budżecie państwa i relatywnie wysokie, choć zróżnicowane zadłużenie pozostałych elementów SFP, nie tworzą żadnych rezerw na wydatki inwestycyjne w przypadku cyklicznego spowolnienia gospodarki. Stąd wzmocnienie potencjału gospodarki przez inwestycje publiczne nie ma trwałych podstaw.

Aktualna polityka gospodarcza wspiera wzrost popytu konsumpcyjnego. Tworzy zaś bariery podażowe. Ich demontaż jest więc najpilniejszą potrzebą. W przeciwnym wypadku wzrost gospodarczy będzie prowadził do narastania nierównowag i będzie miał charakter proinflacyjny.

Co się dzieje ze Stanami?

Gospodarka amerykańska w rok po wyborze Trumpa i głośno zapowiadanych kontrowersyjnych zmianach w polityce gospodarczej, rozwija się w tempie zbliżonym do tego, jakie osiągała za prezydentury Obamy. Nie jest to wzrost spektakularny, ale solidny, z niską inflacją, dużą liczbą tworzonych miejsc pracy, malejącym bezrobociem i oparty głównie na konsumpcji.

Anemiczny wzrost potencjału, niedostatek inwestycji i niski wzrost wynagrodzeń leżały u podstaw koncepcji stymulacji gospodarki przez obniżki podatków. Strategia nowej administracji amerykańskiej zakłada dużą redukcję podatków dla firm w wyniku czego nastąpić ma mocne odbicie inwestycji, wzrost produktywności, co z kolei doprowadzi do wzrostu wynagrodzeń pracowników.

Ta koncepcja stanowiła od początku przedmiot gorącego sporu wśród ekonomistów. Dyskusje (nieraz zresztą do złudzenia przypominające popularne u nas pyskówki) skupiały się na kilku głównych punktach: **po pierwsze** – czy jest w ogóle sens stymulować fiskalnie gospodarkę, która rozwija się w tempie przewyższającym potencjał? Stymulacja polega w tym wypadku na niezbilansowanym cięciu podatków, co dokłada do deficytu w ciągu dekady kolejne 1,5 bln USD. Na dodatek już w 2 półroczu inwestycje firm zaczęły dynamicznie rosnąć. Do dynamiki PKB pozytywnie będzie też kontrybuował dobrze wyglądający eksport netto. **Po drugie** – jaki ekonomiczny sens ma pożyczanie przez rząd, po to, by opłacić cięcie podatków? **Po trzecie** – jakie są empiryczne dowody na to, że cięcie podatków dla firm prowadzi do wzrostu dochodów pracowników? Bo, że podnosi wartość firm dla udziałowców i akcjonariuszy, co do tego nie ma wątpliwości. **Po czwarte** wreszcie - jak rozkładają się korzyści z proponowanych zmian podatkowych?

Już na wczesnym etapie dyskusji nawet najbardziej zatwardziali wyznawcy porzucili koncepcję, że obniżka podatków w proponowanej postaci jest samofinansująca, to znaczy nie wymaga dostosowań po stronie wydatkowej. Prezydencki organ doradczy, *Council of Economic Advisers*, przedstawił co prawda szacunki, z których wynikało, że obniżka podatków korporacyjnych do 20% spowoduje wzrost dynamiki PKB w pierwszym roku o dodatkowe 0,5 p.p., oraz powyżej 3% w okresie 5 lat. Ale nawet doradcy ekonomiczni Trumpa nie kwestionowali wielu z konkurencyjnych względem siebie propozycji Izby Reprezentantów i Senatu, by w pakiecie podatkowym znalazły się oszczędności na wydatkach.

Jak zawsze w takim wypadku otworzyło to natychmiast drogę do politycznych przetargów, gdzie stawką jest utrzymanie lub likwidacja istniejących przywilejów podatkowych. Nie jest też szczególnym zaskoczeniem, że w tym przetargu uczestniczą głównie Republikanie mający przewagę w obu Izbach Kongresu, ale różną motywację.

Rzut oka na różnice w propozycjach podatkowych, które wyszły ostatecznie z Izby Reprezentantów i Senatu (**patrz – ramka niżej**), doskonale oddaje atmosferę przetargu i nerwowości, jaka panuje obecnie w Waszyngtonie. Warto przy tym pamiętać, że nie wszyscy przedstawiciele większości podpisali się pod propozycjami, jakie ostatecznie wyszły do uzgodnienia z obu izb, w których zasiadają. A przewaga Republikanów w Senacie, której utrzymanie jest niezbędne dla przeprowadzenia pakietu podatkowego bez zgody Demokratów, jest naprawdę bardzo krucha.

IZBA REPREZENTANTÓW VS. SENAT W KWESTII PODATKÓW	
1. Progi w podatkach osobistych (Trump zapowiadał początkowo 3 zamiast 7)	Izba Reprezentantów zaproponowała 4 progi: 12%; 25%; 35%; 39,6%. Równocześnie obniżki PIT mają przestać obowiązywać za 10 lat Senat 7 progów: 10%; 12%; 22,5%; 25%; 32,5%; 35%; 38,5%. Obniżki PIT - permanentne
2. Odliczenia podatków stanowych i lokalnych (SALT)	Izba: ograniczone tylko do podatków od nieruchomości z limitem 10 tys. USD Senat: eliminacja wszystkich SALT
3. Odliczenia odsetek od kredytów hipotecznych	Izba: obniżenie aktualnego limitu kredytu z 1 mln USD do 500 tys. USD Senat: bez zmian
4. Podatek od korporacji	Izba: natychmiastowa redukcja z 35% do 20% Senat: opóźnienie we wprowadzeniu o rok, począwszy od 2019, co da przestrzeń dla sfinansowania odliczeń, których eliminację zaproponowała Izba
5. Małe i średnie firmy	Izba: nowy 25% podatek dla dochodów uzyskiwanych z tzw. pass-through (95% biznesów w Stanach korzysta z tej formy rozliczania podatków, gdzie dochody firmy są zarazem dochodami właścicieli, co pozwala uniknąć najwyższych stawek opodatkowania PIT) Senat: nowe odliczenie dla pass-through z silnymi bodźcami inwestycyjnymi
6. Podatkowe „wyrównanie szans” dla firm amerykańskich	Izba: 20% „akcyzy” nakładane na afiliowane firmy krajowe i zagraniczne Senat: podatek nakładany na firmy krajowe i zagraniczne transferujące zyski; minimalny podatek na zyski krajowe oraz 12,5% podatku od zysków zagranicznych klasyfikowanych, jako uzyskane z tytułu własności intelektualnej
7. Adopcje, edukacja i zdrowie (dla sfinansowania obniżek podatków i podwyższenia kwoty wolnej)	Izba: eliminacja odliczeń na wydatki medyczne i czesne w szkołach Senat: ostatecznie po poprawkach – likwidacja minimalnych obowiązkowych ubezpieczeń zdrowotnych; zachowanie pozostałych odpisów
8. Podatek od dziedziczenia	Izba: podwyższenie limitu wartości dziedziczonych aktywów zwolnionych z podatku do 11 mln USD; po roku 2025 wygaszenie podatku Senat: podobnie, ale bez wygaszania podatku

Trudno rozstrzygnąć, jaka ostatecznie uzgodniona przez obie Izby Kongresu wersja propozycji podatkowych trafi na biurko prezydenta Trumpa. Republikanie wiedzą jednak, że jest to dla niego kwestia prestiżowa, bardzo pilna, a przy tym mogąca rozstrzygnąć o wynikach wyborów w listopadzie przyszłego roku.

Dla wyrobienia sobie zdania na temat rozkładu indywidualnych korzyści z proponowanych zmian podatkowych warto posłużyć się – jak sądzę – opinią *Congressional Joint Committee on Taxation*. Biuro analiz kongresowych trudno bowiem posądzać o partyjną stronniczość.

I tak, według opinii CJCT, podatnicy zarabiający do 30 tys. USD rocznie, jako grupa, odczują podwyżki podatków osobistych począwszy od roku 2021, o ile wszedłby w życie senacki projekt uchylający obowiązkowe ubezpieczenia zdrowotne. Chodzi o to, że ci podatnicy przestaną dostawać aktualnie im wypłacane federalne subsydia do tego ubezpieczenia.

Podatnicy zarabiający do 75 tys. USD rocznie odczują duże podwyżki podatków w roku 2027, po wygaśnięciu obniżek PIT (o ile nie uwzględnić w tym rachunku ewentualnego wzrostu wynagrodzeń po obniżkach CIT, które są trudne do oszacowania w modelu).

Po roku 2027 podwyżki podatków odczują wszyscy, czyli 137 mln amerykańskich podatników płacących PIT.

Zmiany podatkowe proponowane przez Kongres pociągają za sobą przy tym duże transfery terytorialne. Jest to system o diametralnie odmiennych następstwach dla różnych części kraju. Nawet

w łagodniejszej wersji Izby Reprezentantów eliminacja SALT oznacza skumulowane podwyżki podatków dla mieszkańców Kalifornii i Nowego Jorku warte w 2027 roku 16 mld USD, oraz obniżki podatków dla Teksasu i Florydy o ponad 30 mld USD.

Tak zwane „stany czerwone”, gdzie przewagę ma Trump (poza jednym przypadkiem Utah) skorzystają na obniżce PIT dwukrotnie więcej niż demokratyczne „stany niebieskie”, o ile dostosować obciążenia podatkowe o udziału tych stanów w skumulowanym PKB USA.

Czy rynek wierzy w powodzenie reformy podatkowej Trumpa?

Jak to zaufanie oszacować? Najłatwiej to zrobić na bazie rynkowych stóp procentowych. reforma podatkowa powinna sprzyjać wzrostowi gospodarczemu. A to oznacza wyższe stopy i wyższą inflację. Na tej podstawie można powiedzieć, że inwestorzy wierzą w powodzenie podatkowych planów Trumpa aktualnie nieco bardziej niż pod koniec sierpnia, kiedy to inflacja za 10 lat (*10Y break-even inflation rate*) szacowana była na 1,75%, bo teraz wyceniana jest już na 1,90%. Jest to jednak mniej niż jeszcze w styczniu, kiedy to rynek sądził, że podatki Trumpa podciągną wzrost i tym samym inflację w okresie 10 lat do 2,08%.

O sceptycznym stosunku inwestorów do reformy podatkowej Trumpa zdaje się przy tym świadczyć też kształt krzywej dochodowości, która jest mocno spłaszczona. *Spread 2/10Y* spadł w połowie listopada do zaledwie 70 pkt. baz.. Był tym samym największy od dekady.

Na spłaszczenie się krzywej, które jest dowodem braku wiary w mocne odbicie gospodarki i wzrost inflacji, ma wpływ kilka czynników. Fundusze emerytalne dokonują realokacji portfeli: sprzedają akcje i dokupują obligacje o długiej zapadalności, podnosząc ich ceny i wywołując spadek rentowności. Nowe podatki, dokładające do deficytu kolejnych 1,5 bln USD, są już w cenach obligacji. Albo dla odmiany – rynek nie wierzy w obniżki podatków lub w to, że przyniosą one pożądany skutek. Wreszcie jedną w przyczyn wypłaszczenia się krzywej może być i to, że inwestorzy spodziewają się już w roku 2019 spowolnienia wzrostu amerykańskiej – i tym samym – globalnej gospodarki.

Jest w każdym razie pewne, że rynek inaczej niż Fed w dłuższym okresie postrzegał bilans ryzyk. Po oczekiwanej grudniowej podwyżce stóp, która jest już w pełni zdyskontowana, Fed chciał do niedawna przekonywać inwestorów o kolejnych 3 podwyżkach w roku 2018. Rynek wyceniał tylko jedną. I rynek utwierdził się w swoich przekonaniach po lekturze *minutes* z ostatniego posiedzenia FOMC. Pojawiły się tam bowiem nowe elementy świadczące o tym, że Fed obawia się trwalszego niż dotąd sądzono zakotwiczenie niskich oczekiwań inflacyjnych. Padła tam też sugestia, by cel Fed z inflacji przesunąć na poziom cen. Taka zmiana, w którą rynek najwyraźniej nie uwierzył implikowałaby szybkie wystromienie się krzywej.

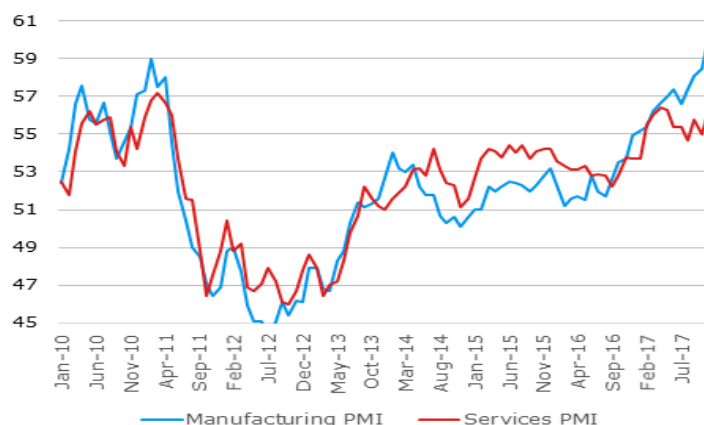
W każdym razie *minutes* z ostatniego posiedzenia zostało odczytane przez rynek, jako znacznie bardziej gołębnie, niż twarda retoryka Fed z oficjalnego komunikatu, gdzie usuwanie akomodacji pozostaje obowiązującą linią normalizacji polityki pieniężnej. I to „gołębnie” przesunięcie akcentów w retoryce Fed wywołało tak silną przecenę dolara pod koniec listopada.

Strefa euro w pełnym biegu i olimpijski spokój EBC

W czasie gdy Fed wywołał falę wątpliwości co do skali i tempa podwyżek stóp, publikacja listopadowego odczytu wskaźnika PMI dla strefy euro (wzrost z 56 do 57,5 pkt.) umocniła optymizm, co do rozwoju sytuacji gospodarczej w Europie. Subindeks przemysłowy ułożył się na najwyższym poziomie od 2000 roku (wzrost z 58,5 do 60 pkt.). Poszczególne komponenty PMI, to już prawdziwy koncert. I tak odnotowaliśmy: największy wzrost produkcji od 6,5 roku; największy wzrost zamówień od 17,5 lat; największy wzrost zamówień eksportowych w historii szeregu; największy wzrost zaległości produkcyjnych od lipca 2006; i związane z tym największe

opóźnienia dostaw od ponad 17 lat (producenci nie wyrabiają się zarówno z wytwarzaniem, jak i realizacją zamówień); największy wzrost zatrudnienia w historii szeregu.

Subindeks dla sfery usług wyglądał trochę mniej imponująco (wzrost z 55 do 56,2 pkt.), ale i tak ułożył się na wieloletnich maksimach (najwyżej po górkach z lat 2010-2011).



Nastroje dodatkowo poprawił listopadowy niemiecki wskaźnik Ifo. Uplasował się on najwyżej od 1960 roku. Gospodarka Niemiec rozwija się w tempie przekraczającym 2,5% r/r; annualizowane tempo wzrostu dla strefy euro sięga zaś ok. 3%.

Koniunktura w Europie, a szczególnie w największych krajach strefy euro, jest wprost rewelacyjna. Czekają nas zapewne fale kolejnych rewizji w górę prognoz dla strefy euro na lata 2017-2018.

W przeszłości przy takich poziomach optymizmu i takich odczytach PMI EBC podnosił stopy procentowe. Jest mało prawdopodobne, by tym razem bank spieszył się z usuwaniem akomodacji, zgodnie z dopiero co ogłoszonym planem, ponieważ kanały transmisji monetarnej nie zostały jeszcze w pełni odblokowane. Nie wszyscy członkowie zarządu EBC są jednak aż tak cierpliwi. 4 dysydentów głosowało już przeciw *open-ended QE*, czyli chcieli podania daty zakończenia programu ilościowego luzowania. Najnowsze dane, między innymi te o PMI, dostarczają im amunicji i generują wątpliwości inwestorów, co do kontynuacji łagodnej polityki monetarnej.

Ale większość głosujących członków EBC wciąż takich wątpliwości nie wykazuje. W okresie od listopada 2017 do października 2018 zapadnie blisko 130 mld EUR aktywów kupionych przez EBC do własnego portfela w ramach programu QE. Według dostępnych danych bank będzie reinwestował przeciętnie ok. 12,5 mld EUR miesięcznie z zapadających obligacji. Kwota ta będzie powiększała miesięczne zakupy EBC, które z początkiem przyszłego roku spadną z 60 mld do 30 mld EUR.

Bank w oficjalnych wystąpieniach zapewnia też uczestników rynku, że podwyżka stóp będzie ostatnim etapem zmiany nastawienia w polityce monetarnej. Poprzedzi ją wygaszenie programu QE i ogłoszenie programu skracania bilansu. Oznacza to, że **rynek nadal otrzymuje mocne sygnały o stabilizacji stóp procentowych EBC na obecnym niskim poziomie co najmniej do początku 2019 roku.**

Pozostaje – w mojej opinii – kwestia otwartą, czy rynkowa wycena prawdopodobieństwa podwyżek stóp w strefie euro pozostanie pod wpływem zapewnień ze strony EBC? Czy – innymi słowy – dobre dane ze sfery realnej nie spowodują przesunięcia się rynkowych oczekiwań co do podwyżki na drugą połowę 2018 roku? Dużo tu zależy oczywiście od inflacji. **Gdyby jednak rynek nie dał się dłużej prowadzić EBC, to mielibyśmy**

najprawdopodobniej do czynienia ze wzrostem ryzyka skokowego wzrostu rynkowych stóp i tym samym kolejnym umacnianiem się EUR wobec USD.

O Chinach znów głośno, ale tym razem inaczej

Obawy o spowolnienie wzrostu w Chinach są stałym elementem rozważań na temat perspektyw światowej gospodarki. Po ostatnim partyjnym zjeździe, na którym ogłoszono odejście po 2020 roku od wytyczania ilościowego celu dla wzrostu gospodarczego, kwestia odżyła na nowo.

Ale **tym razem, po raz pierwszy tak wyraźnie, pojawiły się głosy poparcia dla konsekwentnie przeprowadzanej restrukturyzacji przemysłu chińskiego**. Celem ma być nie tylko ograniczenie nadprodukcji, ale też wzrost efektywności, konsekwentne zamykanie nierentownych przedsiębiorstw państwowych, lepsze wykorzystanie zasobów i wzrost cen wielu surowców. **Wolniejszy wzrost chińskiej gospodarki nie musi być dla światowej gospodarki i rynku surowcowego dopustem bożym.**

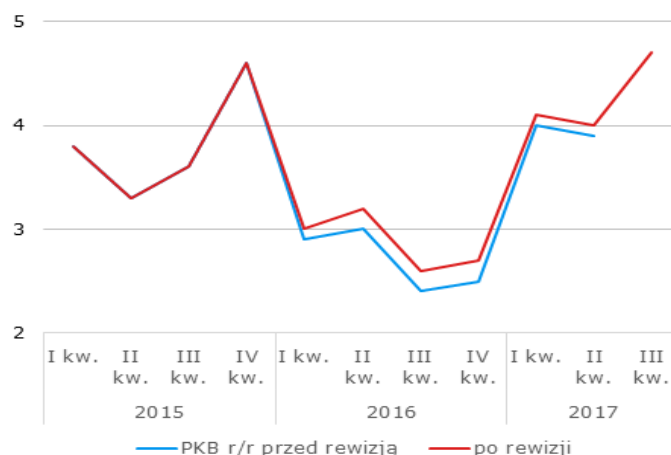
Inwestorzy odnotowali, że od końca 2015 roku zatrudnienie w przemyśle stalowym i górnictwie spadło łącznie o 1,6 mln osób. Plany władz chińskich, mówiące o 1,8 mln, zostały więc praktycznie zrealizowane. A zatrudnienie w obu tych nieefektywnych sektorach spadło o 25%.

Narodowa Agencja Rozwoju i Reform ustaliła precyzyjne cele na kolejne lata. I tak po spadku produkcji stali o 65 mln t w roku 2016, w 2017 nadprodukcja ma spaść o kolejne 50 mln t; a do końca 2021 o dalsze 90 mln t. Cele dla wydobywania węgla po spadku w 2016 o 290 mln t, to 150 mln t w tym roku i kolejne 650 mln t do końca 2021. Produkcja węgla może trwać maksymalnie 276 dni w roku. Pilnowaniem wypełniania nakreślonych precyzyjnie celów zajmuje się bardzo aktywnie Agencja Antykorupcyjna.

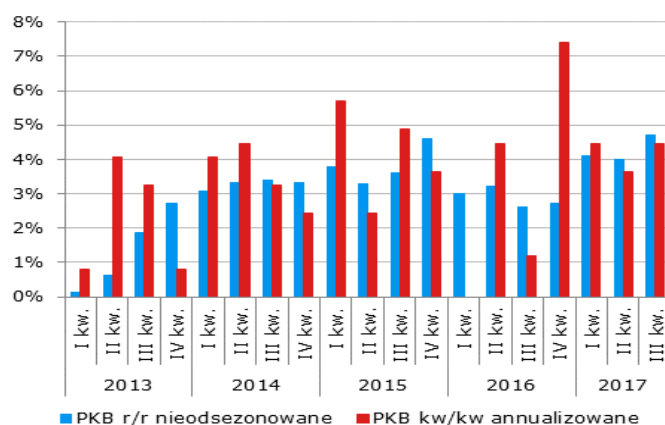
Uporządkowane spowolnienie nieefektywnej gospodarki nie musi prowadzić do załamania na rynku surowcowym. I jest to stosunkowo nowy i bardzo optymistyczny akcent w rozważaniach o wpływie Chin na światową gospodarkę.

Dane historyczne

GUS wstępnie oszacował dynamikę PKB w Polsce w 3 kwartale na 4,7% r/r. Równocześnie lekko, bo o 0,1-0,2 p.p., podniesione zostały szacunki kwartalne za ubiegły rok i pierwszą połowę 2017 (2 kwartał tego roku, to tempo wzrostu 4,0% r/r).



Wzrost w 3 kwartale był najszybszy od 2011 roku. W ujęciu odsezonowanym przyspieszył z 0,9% do 1,1% kw./kw.. Ożywienie gospodarcze i rekordowe dynamiki PKB dotyczą zresztą całego naszego regionu. Bardzo wysokie tempo wzrostu odnotowano także w Rumunii (8,8%) i w Czechach (5,0%), a solidne (w przedziale 3%-4%) na Węgrzech i Słowacji.



W chwili gdy powstawał ten MPM nie była jeszcze znana szczegółowa dekompozycja naszego PKB. **Moje szacunki, na bazie danych o dużej częstotliwości oraz dostępnych już danych GUS i MF, wskazują, że utrzymała się lub nawet nieco przyspieszyła wysoka dynamika konsumpcji, przekraczająca 5% r/r. Powoli, wolniej od oczekiwań, zmienia się przy tym sytuacja jeśli chodzi o inwestycje.** Przy bardzo dobrych wynikach finansowych netto przedsiębiorstw niefinansowych po 3 kwartałach (wzrost o 7,9% do 95,9 mld PLN), nakłady inwestycyjne wciąż jeszcze spadały o 1,0% r/r, sięgając 80,2 mld PLN. Równocześnie jednak inwestycje dużych firm wzrosły w 3 kw. o 1,5% r/r (po spadku o 1,5% r/r w 2 kw.). W dwucyfrowym tempie rosły przy tym nakłady inwestycyjne w handlu, transporcie, informacji i komunikacji. Wzrost odnotowano także w przetwórstwie przemysłowym. Największy spadek inwestycji nastąpił za to w górnictwie i energetyce.

W tej sytuacji o zbliżonej do 5,0% r/r dynamice wydatków inwestycyjnych ogółem w 3 kwartale przesądzić musiały inwestycje dokonywane w podsektorze lokalnym. To dlatego właśnie pomimo wzrostu inwestycji ogółem sytuacja budżetu państwa po 3 kwartałach była wciąż jeszcze tak dobra. Inwestycje publiczne finansowane są poza budżetem państwa, co – zgodnie z oczekiwaniami – pociągnąć musi za sobą stopniowe pogarszanie się wyniku całego sektora finansów publicznych począwszy od 2 półrocza.

Wydatki majątkowe samorządów z bardzo niskiego poziomu po 1 kw., kiedy to wyniosły 1,84 mld PLN, wzrosły w 2 kw. do 5,98 mld PLN, po to, by po 3 kw. sięgnąć już 13,96 mld PLN.

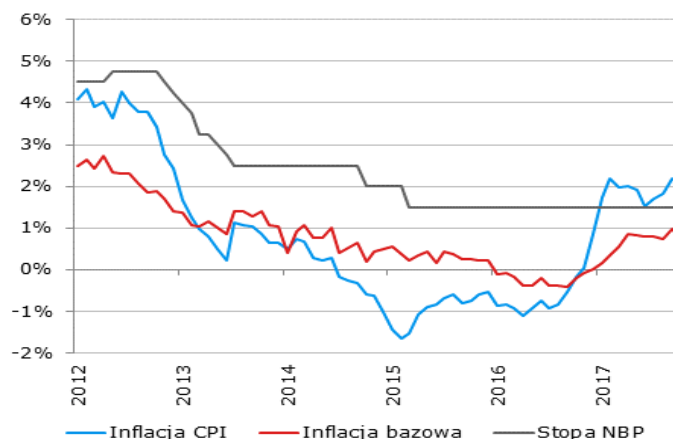
Rozproszone dane podsumować więc można w następujący sposób: umiarkowany postęp ekspansji inwestycyjnej dotyczył po 3 kwartałach tego roku sektora publicznego, a konkretnie podsektora samorządowego, przy bardzo pasywnej roli sektora rządowego, w tym również przedsiębiorstw kontrolowanych przez państwo. Sektor prywatny zaś wciąż przyjmuje postawę zachowawczą i wyczekującą.

Na bazie danych o handlu zagranicznym przyjąć przy tym można, że doskonała koniunktura w Europie (**więcej w sekcji „Trendy na rynkach bazowych”**), pomimo silnej konsumpcji krajowej generującej popyt importowy, pozwoliła utrzymać dodatnią kontrybucję eksportu netto do PKB również w 3 kwartale.

Bariery podażowe zaś, powodujące regularne opóźnienia w realizacji zamówień, musiały zaś wpłynąć na spadek kontrybucji zapasów do PKB.

Bilans ryzyk: inflacja

Po październiku inflacja CPI lekko spadła do 2,1% r/r z 2,2% przed miesiącem, ale do utrzymania wskaźnika na niezmiennym poziomie zabrakło bardzo niewiele. Inflacja bazowa lekko spadła do 0,8% r/r z 1,0% po wrześniu. Inflacja towarów (2,0% r/r) oraz inflacja usług (2,7% r/r) ustabilizowały się na poziomie z września. Przebieg ścieżki inflacyjnej w najbliższych miesiącach i kwartałach jest dość dobrze rozpoznany i przewidywalny. Przesądzają o tym głównie efekty bazowe.



Główną przyczyną spadku inflacji było wyhamowanie rocznej dynamiki cen paliw (wzrost cen w ciągu miesiąca o 0,3% po 2,3% przed rokiem). Spadek inflacji bazowej miał zaś źródło w wyhamowaniu wzrostów cen w kategorii rekreacja i kultura (posezonalny spadek cen turystyki zorganizowanej), oraz spadku cen alkoholu (w ujęciu m/m o 0,4%). Kategorie czysto popytowe koszyka nie pomagają inflacji bazowej: ceny odzieży i obuwia wzrosły w październiku o 3,5% (po wzroście o 2,1% we wrześniu).

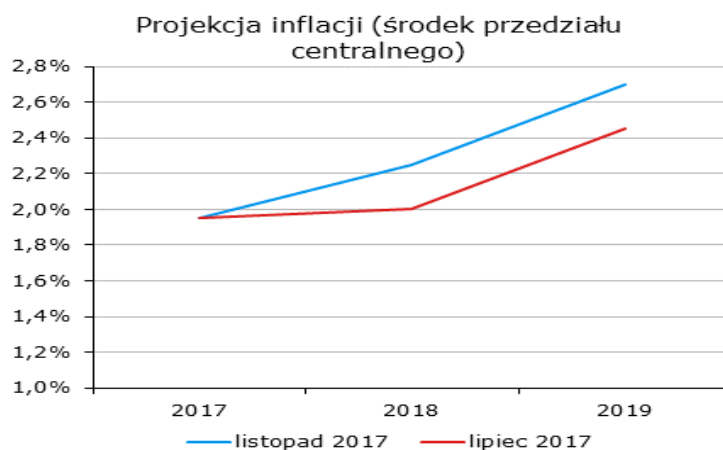
Głębszy spadek wskaźnika CPI został zaś zastopowany przez niestandardowo szybki, najszybszy od 5 lat, wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych (5,4% r/r po 5,0% we wrześniu).

Podrożały warzywa, owoce, nabiał; lekko spadły ceny mięsa drobiowego, wieprzowego i mąki. Czynnikiem podnoszącym inflację były też ceny energii (opał podrożał o 2,8% m/m).

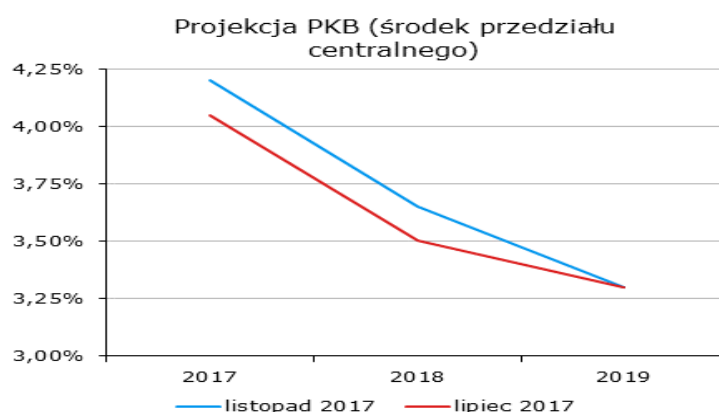
Listopad wyznaczy najprawdopodobniej szczyt tegorocznej inflacji, plasując wskaźnik CPI na poziomie 2,3% r/r. W grudniu zwolennicy teorii niskiej inflacji uzyskają argument w postaci silnego spadku CPI, co jednak będzie wyłącznie skutkiem bazy statystycznej (paliwa, żywność). Inflacja bazowa przez jakiś czas utrzyma się jeszcze w okolicach 1%. Stan uśpienia nie potrwa jednak dłużej niż do marca/kwietnia 2018. Później inflacja bazowa szybko, bo w ciągu kwartału wzrośnie do ponad 2% r/r. Równolegle wzrastać będzie wskaźnik *headline* CPI. Cel inflacyjny, czyli 2,5%, zostanie przekroczony w połowie roku.

Projekcja inflacyjna NBP

W kontekście rozważań o bilansie ryzyk więcej niż zazwyczaj uwagi poświęcić trzeba najnowszej, listopadowej, odsłonie projekcji inflacyjnej NBP. A to dlatego, że – nie po raz pierwszy przecież – jest ona bardzo kontrowersyjna. Nie jest przy tym najważniejsze, że projekcja już w punkcie startowym została negatywnie zweryfikowana przez niespodziewanie wysokie tempo wzrostu w 3 kwartale.



Wzrost PKB z 50% prawdopodobieństwem ukształtuje się w 2017 w przedziale 3,8%-4,6%; w 2018 2,8%-4,5%; w 2019 w przedziale 2,3%-4,3%. Dynamika cen z 50% prawdopodobieństwem wyniesie 1,9%-2,0% w tym roku; 1,6%-2,9% w 2018; 1,7%-3,7% w 2019.



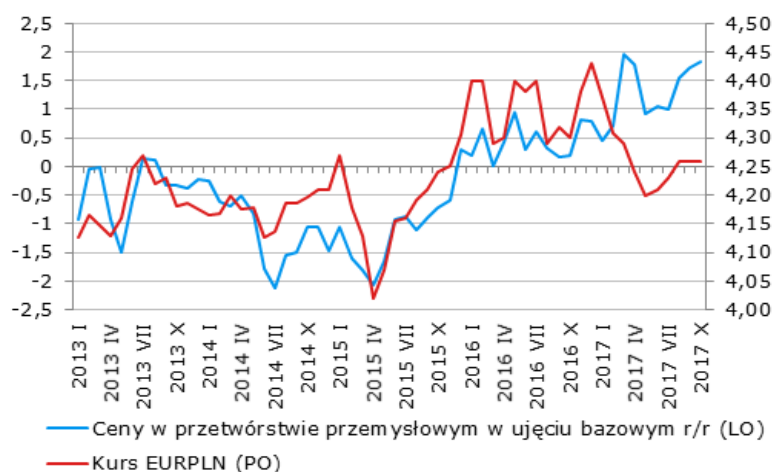
Kwintesencja przekazu analityków NBP co do bilansu ryzyk jest następująca: inflacja będzie przyspieszać w kierunku 2,8%-2,9% r/r na koniec 2019; wzrost PKB ustanowił lokalne maksimum w 3 kwartale tego roku i jego dynamika będzie systematycznie spadać, stabilizując się w 2019 na poziomie 3,3% r/r; luka popytowa domknęła się w poprzednim kwartale, ale spadkowa trajektoria wzrostu PKB i stopniowy wzrost potencjalnego tempa wzrostu gwarantują utrzymanie jej na poziomie poniżej 1% w całym horyzoncie projekcji.

Bariery podażowe, na jakie napotyka gospodarka, spowodują spadek dynamiki PKB, a nie wzrost inflacji wywołany rosnącą presją płacową. W horyzoncie prognozy będziemy mieli do czynienia ze stabilizacją konsumpcji prywatnej w granicach 3,5%-4%. Kontrybucja eksportu netto do PKB będzie ujemna, bo nastąpi wyhamowanie wzrostu u naszych głównych partnerów handlowych. A co najciekawsze - **wzrost inwestycji będzie nie tylko umiarkowany, ale też malejący w całym okresie objętym prognozą, po osiągnięciu lokalnego maksimum w 4 kw. tego roku na poziomie 14% r/r.**

Bilans ryzyk wynikający z uwarunkowań makroekonomicznych oraz cykliczności modelu NBP wydaje mi się dyskusyjny. Spadająca ścieżka dynamiki PKB w latach 18-19 i stabilizacja inflacji w pobliżu środka przedziału celu, to nie jest mój bazowy scenariusz makro. Opóźniona absorpcja funduszy unijnych i relatywnie niska dynamika inwestycji publicznych w tym roku, stwarzają korzystną bazę dla solidnych wzrostów w latach 2018-2019. Bariery podażowe na rynku pracy raczej nie zahamują wzrostu gospodarczego w krótkim okresie 2 najbliższych lat. Pociągną za to za sobą inflację płacową i efekty drugiej rundy najwyraźniej widoczne w postępującym wzroście wskaźników inflacji bazowej. Dynamika wzrostu płac (o czym niżej) plasuje się powyżej poziomów zakładanych przez bank centralny.

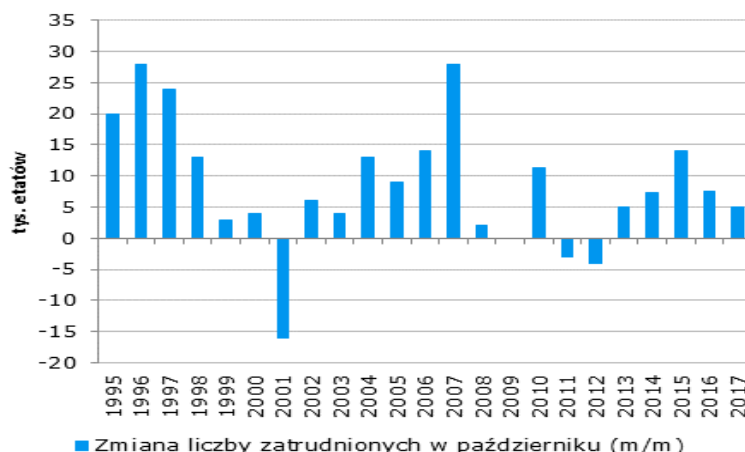
Trudno się oprzeć wrażeniu, że przy kolejnych aktualizacjach projekcji inflacyjnej zespół analityczny NBP jest wciąż o jeden takt spóźniony przy ocenie bilansu ryzyk. Wydaje się, że zaufanie do wyników projekcji wśród członków RPP jest przy tym ograniczone.

Utrzymuje się, z niewielkimi wahaniami, wysoka dynamika **cen producentów**. W październiku spadła ona 3,0% r/r. Było to następstwem spadku rocznej dynamiki cen przetwórstwa przemysłowego. W ujęciu bazowym jednak indeks PPI nieznacznie wzrósł. I to pomimo stabilizacji kursu złotego. Wzrost cen zaopatrzenia surowcowe w niektórych branżach (np. stal) jest dramatyczny. Rozlewanie się inflacji cen producentów na ceny konsumpcyjne jest na dłuższą metę nieuniknione.



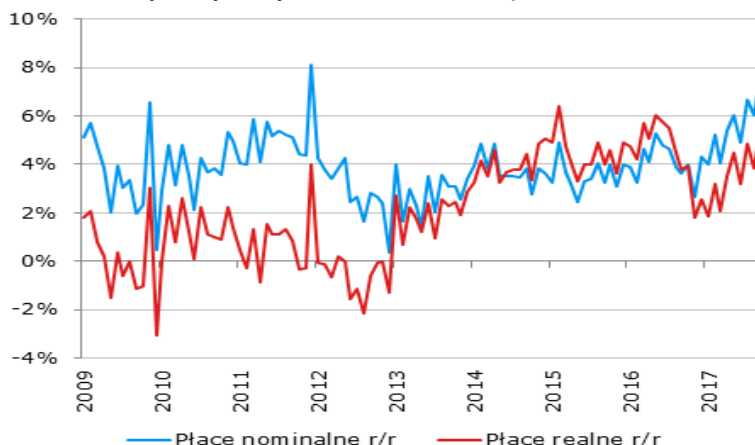
Bilans ryzyk: sfera realna

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w październiku o 4,4% r/r (po 4,5% we wrześniu). Oznacza to, że w zestawieniu z poprzednim miesiącem 5 tys. osób więcej pracowało na etatach. Dynamika zatrudnienia będzie stopniowo spadać. Gospodarka napotyka coraz mocniejszą barierę podażową przy rosnącym popycie na pracę.



Wysoki popyt, przy niedostatecznej podaży, powoduje wzrost aktywności zawodowej, import pracowników i przesunięcia z rolnictwa do produkcji i usług. Obniżenie wieku emerytalnego pociągnęło za sobą spadek stopy bezrobocia. Z rejestru bezrobotnych wypadły jak do tej pory osoby w wieku emerytalnym, ale nieczynne zawodowo. W kolejnych miesiącach i latach na wzrost zatrudnienia będą już jednak oddziaływały negatywnie czynniki demograficzne.

Przeciętne wynagrodzenie brutto wzrosło w październiku o 7,4% r/r, po 6,0% we wrześniu. Przyspieszenie zapisać wypada na rachunek efektów kalendarzowych, ale też coraz bardziej dynamicznym wzrostom płac w sektorze usług, gdzie wynagrodzenia były dotąd najniższe. Rośnie przy tym liczba działów z dwucyfrowymi dynamikami wzrostu płac.

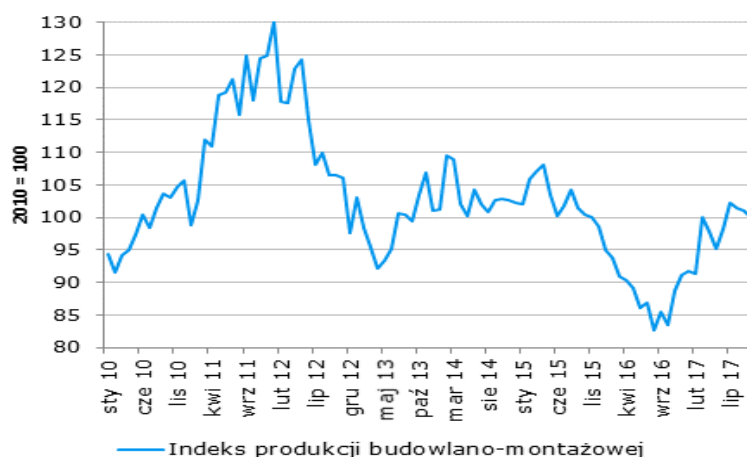


W ujęciu nominalnym fundusz płac wzrósł o 12,2% (po 10,8% przed miesiącem). Realne wzrosty były równie imponujące: po z 8,6% we wrześniu mieliśmy już 10% r/r w październiku. Fundusz płac odrobił z nawiązką wzrost inflacji, co musi pociągnąć za sobą utrzymanie się na wysokich poziomach dynamiki konsumpcji. W okresie najbliższych 2 kwartałów, czyli do połowy 2018 roku, przy takiej dynamice płac, nastąpi podwojenie cen usług z koszyka CPI. Oznaczać to będzie wzrost wskaźnika inflacji bazowej nawet o 1,2 p.p.. Rzecz – moim zdaniem – nie do zignorowania przez RPP.

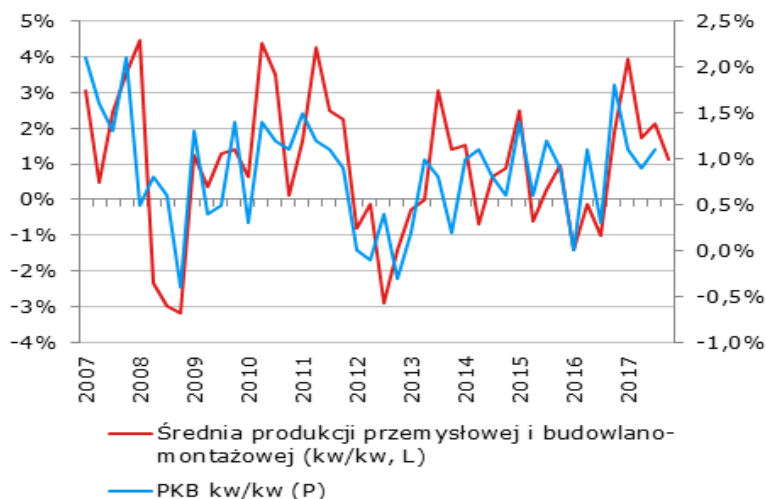
Produkcja przemysłowa wzrosła w październiku o 12,3% r/r. Był to najwyższy odczyt od sierpnia 2010. Za tak pokaźnym wzrostem stoją jednak efekty kalendarzowe i bazowe (w sumie ok. 2,5 p.p.). Po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych produkcja wzrosła o 1,7% m/m. Początek 4 kwartału nie zapowiada załamania produkcji sprzedanej przemysłu. Niewielkie spowolnienie będzie zaś następstwem efektów bazowych.



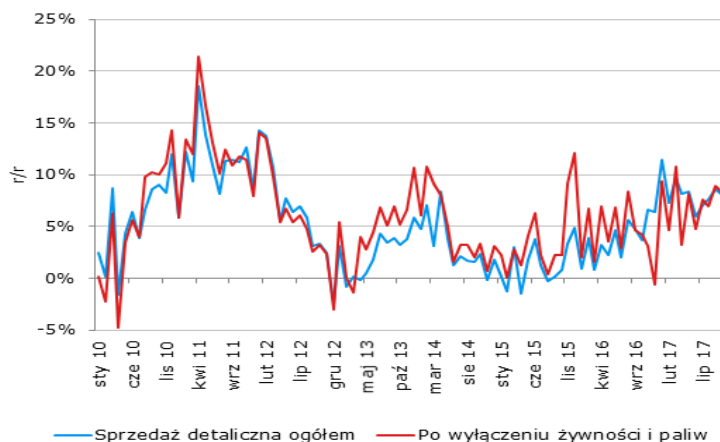
Na dane o **produkcji budowlano-montażowej** patrzeć trzeba koniecznie przez pryzmat ubiegłorocznej bazy. 20,3% wzrostu r/r w październiku wygląda imponująco. Ale oczyszczenie z efektów sezonowych i kalendarzowych produkcja spadła w ujęciu m/m po raz trzeci z rzędu. Otwarcie 4 kwartału nie było więc wciąż najmocniejsze, jeśli chodzi o inwestycje infrastrukturalne. Mogą tu wchodzić w rachubę zarówno opóźnienia przy absorpcji funduszy unijnych, jak rosnące trudności z zatrudnieniem w branży, oraz kłopoty z płynnością części wykonawców.



Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa relatywnie dużo waży w PKB. Otwarcie 4 kwartału pozwala postawić tezę, że 3 kwartał, z dynamiką PKB 4,7% r/r, stanowił szczyt cyklu. W kolejnych kwartałach wzrost w ujęciu rocznym i odsezonowanym kw/kw powinien utrzymywać się już lekko poniżej tego poziomu.



Sprzedaż detaliczna wzrosła w październiku o 8,0% r/r/. Konsumpcję wspiera silny rynek pracy, wysoki wzrost funduszu płac i niemalejący optymizm konsumentów. Niewielkie miesięczne wahania odczytów nie zagrażają trwałości trendu.



Polska gospodarka w pigułce: diagnoza w 13 punktach

1. Relatywnie wysoki obecnie wzrost gospodarczy w Polsce jest owocem cyklu koniunkturalnego. Co więcej – cykl wzrostowy jest zsynchronizowany i ma charakter globalny. I jak każdy cykl jest, oczywiście, odwracalny.
2. Nasz wzrost będzie w okresie najbliższych 2 lat mocno wspierany przez bardzo korzystne warunki w otoczeniu zewnętrznym, w tym przez relatywnie wysoką dynamikę PKB i silny popyt importowy w całej UE, ze szczególnym uwzględnieniem Niemiec i Francji.
3. Dynamika naszego obserwowanego PKB lokuje się powyżej potencjału. Co więcej - dynamika potencjału maleje. Maleje, bo zasób pracy podlega ustawowym restrykcjom, zasób kapitału nie jest uruchamiany, a produktywność nie rośnie w tempie pozwalającym na przyspieszony wzrost potencjału. W takich warunkach luka produktowa nie może pozostać otwarta.
4. Popyt krajowy generowany jest przez konsumpcję. Konsumpcja nie podnosi potencjału gospodarki.
5. Przy aktualnym stanie popytu gospodarka napotyka rosnące bariery podażowe. Większość tych barier nie może zostać ominięta na drodze importu uzupełniającego, bo import siły roboczej i kapitału jest trudniejszy niż import – powiedzmy – pietruszki.
6. Bariera w postaci ograniczeń po stronie podaży pracy, gdzie decydujące znaczenie ma demografia, ale także polityka gospodarcza rządu, była (i częściowo jest nadal) niwelowana przez autonomiczne dostosowania rynku pracy. Zasób pracy uzupełniają: rosnąca aktywizacja zawodowa, przepływy z rolnictwa oraz pracownicy z Ukrainy i Białorusi.
7. To właśnie wspieranie podaży pracy przez te autonomiczne mechanizmy sprawiło, że przez jakiś czas nie było widać przełożenia ograniczeń podażowych na inflację płacową. Ale ten okres jest już za nami. I widać to nie na podstawie jednej, czy dwóch obserwacji. Dynamika realnego funduszu płac jest ponad 3-krotnie wyższa od wzrostu wydajności pracy.

8. Bariery podaŹowe po stronie gospodarki są tak duŹe, Źe ros zaleŹoci w realizacji krajowych zamówień (teŹ nie do zastąpienia przez import). Będzie to miało konsekwencje dla spadku kontrybucji zapas (wielkości rezydualnej) do dynamiki PKB w kolejnych kwartałach.
9. Rosnący popyt krajowy i silne ograniczenia podaŹowe znajdują odbicie w procesach cenotwórczych w gospodarce. Po stronie wytwórców istotnie ros koszty produkcji. Przez jakiś czas – jak zwykle – kompensowane to było przez spadek marŹ. Ale juŹ tak nie jest. Ceny wyrobów gotowych ros po raz kolejny w tempie najszybszym od 6 lat.
10. cieŹka inflacji cen konsumentów podlega rocznym wahaniom związanym z efektami bazowymi i duŹ zmiennością po stronie wstrząsów podaŹowych. Inflacja wzrosnie w listopadzie, spadnie mocno w grudniu, będzie relatywnie niska w 1 kwartale 2018, po czym ostro przyspieszy do celu w połowie roku. Prognozowana cieŹka CPI, podobnie jak inflacji bazowej, są w okresie oddziaływania polityki pienięŹnej cieŹkami rosnącymi. Okres inflacji pozostającej znacząco poniŹej celu NBP w horyzoncie prognoz jest juŹ za nami.
11. Wzrost cen producentów mógłby zosta powstrzymany przez skuteczne usunięcie barier podaŹowych w gospodarce lub silną aprecjc złotego, co pomgoby powstrzymać wzrost inflacji konsumentów trwale ponad cel inflacyjny NBP. Prawdopodobieństwo zaistnienia tych czynników w okresie oddziaływania polityki monetarnej na sferę realną nie jest obecnie duŹe. Wzrost stóp procentowych – jak zawiadczej o tym doświadczenia Czech – nie prowadzi do silnej aprecjacji kursu walutowego. O przepływach kapitału portfelowego decydują obecnie czynniki globalne, a nie lokalne.
12. Wzrost inwestycji publicznych w Polsce jest skorelowany ze wzrostem deficytu sektora finansów publicznych. Wzrost inwestycji prywatnych jest z kolei skorelowany z konieczną popraw klimatu inwestycyjnego. Rozwój cyklu inwestycyjnego aczy się z koniecznością poluzowania polityki fiskalnej. Ekspansja fiskalna wymaga za zaostrzenia polityki monetarnej. Trwły wzrost wydatków zdeteminowanych w budŹecie państwa i relatywnie wysokie, choć zróznicowane zadłuŹenie pozostałych elementów SFP, nie tworzą żadnych rezerw na wydatki inwestycyjne w przypadku cyklicznego spowolnienia gospodarki. Stąd wzmocnienie potencjału gospodarki przez inwestycje publiczne nie ma trwych podstaw.
13. Aktualna polityka gospodarcza wspiera wzrost popytu konsumpcyjnego. Tworzy za bariery podaŹowe. Ich demontaŹ jest więc najpilniejszą potrzeb. W przeciwnym wypadku wzrost gospodarczy będzie prowadził do narastania nierwnowg i będzie miał charakter proinflacyjny.

Finanse publiczne at a glance

Na koniec października poziom krajowego długu rynkowego wyniósł 600,3 mld PLN, wobec 576,7 mld na koniec 2016. Stan środków złotych i walutowych na rachunkach budżetowych na koniec października spadł do 64,2 mld PLN z 75 mld zł na koniec września.

„Duża ustawa reprivatyzacyjna” pociągnie za sobą wydatkami z budżetu szacowane na 10-15 mld PLN.

GUS podał, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2016 wyniósł 2,5% PKB. Dług sektora finansów publicznych sięgał zaś 54,1% PKB.

Eurostat: Polski dług publiczny, liczony według metodologii ESA 2010, na koniec 2 kwartału wyniósł 53,4% PKB, wobec 54,0% PKB w 1 kw. i 53,58% PKB w 2 kw. 2016.

Według Eurostatu deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w Polsce w 2017 roku wzrośnie do 51,172 mld PLN z 45,870 mld PLN w 2015 roku.

Deficyt sektora rządowego i samorządowego w 2 kw. wyniósł 1,3% PKB (1,2% według Eurostatu), przy nadwyżce pierwotnej w wysokości 0,5% PKB - podało Ministerstwo Finansów w raporcie kwartalnym.

Na koniec 2017 roku deficyt budżetowy będzie niższy niż 33 mld PLN - poinformowała wiceminister finansów podczas posiedzenia sejmowej komisji finansów publicznych.

Wskaźnik pokrycia wydatków składkami do FUS po 1 półroczu wyniósł 79,1%. Deficyt w FUS na koniec września wyniósł 1,18 mld PLN - wynika z informacji o wykonaniu planu finansowego FUS opublikowanego przez ZUS. Dzięki wyższemu wpływom ze składek tegoroczna dotacja do FUS zostanie zmniejszona o 3,7 mld PLN.

Wartość udzielonych przez banki kredytów konsumpcyjnych ogółem we wrześniu wzrosła m/m o 1 312,5 mln PLN i wyniosła łącznie 171 103,0 mln PLN. Wartość udzielonych przez banki kredytów na nieruchomości dla gospodarstw domowych ogółem we wrześniu wzrosła w porównaniu z poprzednim miesiącem o 3 035,5 mln PLN, sięgając skumulowanej wartości 409 138,2 mln PLN.

Lepsze wykonanie budżetu w 2017 pozwala na zwiększenie limitu wydatków o ok. 9,4 mld PLN w niektórych częściach budżetu. Środki zostaną przeznaczone m.in. na wypłaty rekompensat za utracone deputaty węglowe oraz dofinansowanie PFR, BGK i PALiH. Ministerstwo wyemitowało obligacje o wartości 3 mld PLN przeznaczone na zwiększenie funduszu statutowego BGK - podał resort finansów w komunikacie.

Sejm znowelizował tegoroczny budżet, co umożliwi m.in. wypłatę 2,3 mld PLN rekompensat dla górników oraz 980 mln PLN dla publicznych telewizji i radia. Przepadły wnioski PO i Nowoczesnej o odrzucenie noweli oraz poprawki dotyczące m.in. wstrzymania przekazania pieniędzy dla mediów.

W grudniu możliwa będzie druga w tym roku nowelizacja budżetu - poinformował wicepremier, minister rozwoju i finansów Mateusz Morawiecki. Wyjaśnił, że celem tegorocznych nowelizacji budżetu jest - wobec lepszej od planu realizacji budżetu - pokrycie przeszłych zobowiązań rządu wobec m.in. górników czy służb mundurowych.

Koszt programu 500+ w 2017 wyniesie 23 mld PLN, a w 2018 25 mld PLN - poinformował wicepremier Morawiecki. Średnia kwota pomocy państwa w zakresie ulg na dzieci i świadczeń rodzinnych wynosi

w Polsce 8225 PLN - podała firma konsultingowa PwC. W porównaniu do średniego wynagrodzenia plasuje to Polskę na 4 miejscu w Unii Europejskiej.

W opinii MF deficyt sektora finansów publicznych w 2018 może być niższy niż zakładane 2,7% PKB.

Mocny złoty zmniejszył koszty obsługi długu w tym roku o 600 mln PLN.

MRPiPS liczy na 5,4 mld PLN w 2018 roku dla sektora finansów publicznych z tytułu zniesienia górnego limitu składek na ubezpieczenia emerytalne i rentowe.

W opinii MF dochody z tytułu VAT po październiku wyniosły ok. 131-132 mld PLN. W całym 2017 roku mają one wynieść 153 mld PLN.

We wrześniu inwestorzy zagraniczni zmniejszyli zaangażowanie w obligacje o 3,5 mld zł do 205,1 mld PLN - podało w komunikacie MF. W październiku ten trend się utrzymał.

Oficjalne aktywa rezerwowe wzrosły w październiku do 95.099,3 mln euro z 94.368,1 mln euro we wrześniu - podał Narodowy Bank Polski.

Borys (PFR): Docelowo Pracownicze Plany Kapitałowe będą zasilać rynek kapitałowy kwotą 15-20 mld PLN na rok. Udział TFI w PPK będzie ograniczony kryterium kapitałowym na poziomie 10 mln PLN i 3-letnim doświadczeniem. Pracownicze Plany Kapitałowe mogą zwiększyć długoterminowy wzrost gospodarczy o ok. 0,3-0,4 p.p.. rocznie.

Koszt wprowadzenia Pracowniczych Planów Kapitałowych dla finansów publicznych w okresie 10 lat wyniesie 29,33 mld PLN – wynika z Oceny Skutków Regulacji projektu ustawy o Pracowniczych Planach Kapitałowych.

Udział inwestycji zagranicznych Pracowniczych Planów Kapitałowych nie powinien przekroczyć 30% wynika z Oceny Skutków Regulacji projektu ustawy o Pracowniczych Planach Kapitałowych.

Skala uszczelniania systemu podatkowego w 2018 wyniesie 0,5% PKB i da budżetowi 10 mld PLN – ocenił wicepremier, minister rozwoju i finansów.

Zadłużenie Skarbu Państwa na koniec października spadło m/m o 0,9%, czyli o 8,7 mld PLN do 932,0 mld PLN.

Zadłużenie nominowane w złotych we wrześniu sięgało 68,4%, wobec 68,6% miesiąc wcześniej i 65,6% na koniec 2016 roku.

Wykonanie budżetu państwa po 3 kwartałach: jak wydać to, czego nie wydamy na inwestycje?

3,8 mld PLN – tyle według danych MF wyniosła nadwyżka budżetu państwa po wrześniu. Dla porównania: zgodnie z harmonogramem po 3 kwartałach rząd w ustawie budżetowej prognozował deficyt rządu 32,6 mld PLN. Dochody ogółem były o 23,3 mld PLN powyżej prognozy z harmonogramu; wydatki zaś o 13 mld PLN poniżej planu.

Problemem tego rządu, problemem, który coraz ostrzej daje o sobie znać nie jest jednak niedostateczna dynamika dochodów. Tu nadwyżka ponad prognozę będzie zapewne sięgała nawet kilkunastu mld złotych (zdaniem rządu prognoza dochodów podatkowych zostanie przekroczona o 18,4 mld PLN, na co złożą się wyższe dochody z VAT i wpłata z zysku NBP).

Według prognozy w ustawie budżetowej dochody z VAT na koniec roku miały dać 145 mld PLN. Dadzą zapewne ok. 154 mld. Te blisko 10 mld PLN ponad prognozę wpływów z VAT, to nie tylko wynik domykania luki podatkowej, ale również sprzyjającej podatkom dekompozycji PKB z

wielką wagą konsumpcji bieżącej, oraz zmian regulacyjnych dokonanych przez rząd w ramach tzw. dużej nowelizacji ustawy o VAT obowiązującej od początku tego roku. Warto też zwrócić uwagę, że JST, które wcześniej dokonywały znaczących, bo sięgających kilku miliardów złotych odpisów, praktycznie przestały w tym roku odliczać VAT, co może być związane zarówno z brakiem zakupów, jak też obawami samorządowców przed represyjnością systemu podatkowego.

Problemem bazowym jest niskie zaawansowanie wydatków inwestycyjnych. Wydatków z tego tytułu w budżecie państwa nie widać. **Większe dochody i niższe od planów wydatki otwierałyby pole dla deficytu budżetu niższego nawet o ponad 1 p.p. PKB wobec wcześniejszych prognoz, czyli nie przekraczającego 1,8% PKB oraz deficytu SFP grubo poniżej 2,4% PKB. Złożyłyby się na to dochody podatkowe wyższe od prognoz o 0,5 p.p. PKB, oraz o 0,5 p.p. PKB niższe od planów wydatki.** Wpłata z zysku NBP nie redukuje deficytu w ujęciu ESA 2010.

Ale aż tak dobrze nie będzie. Bo plan wydatków zostanie w 2 krokach zwiększony o ok. wcześniej nie ujęte w harmonogramie 10 mld PLN. W obecnej sytuacji każda wiadomość o poprawie kondycji finansów publicznych skłania kolejne grupy zawodowe do zgłaszania roszczeń. Ale też – co warto podkreślić – rząd niewykonane wydatki inwestycyjne zastępuje sprawnie innymi. **W 4 kwartale tego roku przeprowadzone zostaną 2 nowelizacje budżetu państwa zwiększające wydatki służące „pokryciu zobowiązań z przeszłości”.** Na górników, telewizję publiczną, dofinansowanie instytucji państwowych i inne nie do końca jeszcze ujawnione cele, przeznaczona zostanie kwota przekraczająca 10 mld PLN, nie ujęta wcześniej w pierwotnej wersji budżetu państwa. Deficyt budżetu państwa – pomimo braku wydatków inwestycyjnych – ma dzięki temu szansę, by na koniec roku wzrosnąć do ok. 33 mld PLN, co oznaczać będzie istotne zwiększenie ekspansji fiskalnej w końcówce roku. **Zamiast finansowania inwestycji rząd kosztem wzrostu deficytu sfinansuje więc ostatecznie konsumpcję.**

Uszczelnienie systemu podatkowego zapewne nieco złagodzi cykliczność dochodów podatkowych. Ale nigdy przecież nie zmieni cykliczności w antycykliczność. Spowolnienie wzrostu, które kiedyś nastąpi, pociągnie za sobą wzrost deficytu. Jest to nieuchronne w sytuacji wzrostu udziału wydatków zdeterminowanych w wydatkach ogółem w okresie ostatnich 2 lat o kolejne 2 p.p., oraz w obliczu konieczności wygospodarowania środków na współfinansowanie przez sektor publiczny niezbędnych inwestycji.

Rząd szykuje się na te gorsze czasy w dość specyficzny sposób: zwiększa obciążenia parafiskalne, dokonując przy okazji międzyokresowego przesunięcia długu. Błyskawicznie przeprowadzona przez Sejm likwidacja limitu składek emerytalnych (30-krotność przeciętnego wynagrodzenia) jest najlepszą tego ilustracją. Na przyszły rok rząd ma zamiar zaoszczędzić na dotacji do FUS kilka miliardów złotych zabrane dziś lepiej wynagradzanym pracownikom i pracodawcom, po to, by w postaci wyższych podatków oddawały te pieniądze emerytom za kilkanaście lat dzisiejsze dzieci.

Skromny wzrost inwestycji publicznych w Polsce, widoczny już w 3 kwartale, finansowany był głównie przez podsektor samorządowy. Jednostki samorządu terytorialnego po trzech kwartałach miały wciąż jeszcze nadwyżkę w wysokości 14,74 mld PLN, pomimo planowanych 16,72 mld PLN deficytu. Wydatki zrealizowano tylko w 63,0%. Ale nadwyżka wobec analogicznego okresu ubiegłego roku stopniała o 4,2 mld PLN. Samorządy rozpędzają się z inwestycjami. Wolno, ale przed nami rok wyborczy. Te wydatki przyspieszają. A wraz z nimi – nie zapominajmy – przyspieszy też deficyt sektor finansów publicznych.

Złoty

Umocnienie się złotego w drugiej połowie listopada to w całości zasługa zmiany nastrojów na globalnym rynku. Sceptyczny stosunek inwestorów do powodzenia reformy podatkowej Trumpa oraz doskonale dane ze sfery realnej w strefie euro spowodowały silną przecenę dolara wobec euro.

Waluty tych krajów z segmentu EM, które mogą pochwalić się szybkim wzrostem, zrównoważonym bilansem na rachunku bieżącym i wysokimi rezerwami walutowymi zyskiwały wobec obu głównych walut światowych. Te zaś, gdzie stan równowagi makro oceniany był gorzej szybko traciły (lira turecka, meksykańskie i kolumbijskie peso, real brazylijski, rand). Złoty znalazł się szczęśliwie w tej pierwszej grupie.

Indeks walutowy JPM EM do początku września zdołał zyskać blisko 9%, ale od tego czasu pod wpływem przesunięć na rynku globalnym zdołał już stracić blisko 6%. Rynek EM przestał jednak być zhomogenizowany. Dywersyfikacja jest bardzo widoczna.

Czynnikiem dominującym przy decyzjach o przepływach kapitału nie przestaje jednak być rozwój sytuacji na rynku globalnym. **Jeśli inwestorzy nadal wątpić będą w powodzenie reformy podatkowej w Stanach i utwierdzą się w przekonaniu, że niskie oczekiwania inflacyjne są trwałe zakorzenione, co skłoni Fed do łagodniejszego zaost్రzania polityki monetarnej, a równolegle wysoki wzrost i rosnące oczekiwania inflacyjne w strefie euro przesuną oczekiwania rynkowe na podwyżki stóp, poddając w wątpliwość zapewnienia EBC o ich utrzymywaniu na obecnym poziomie przez dłuższy czas – to złoty pozostanie relatywnie mocny. Jeśli w tym bilansie makro dla Stanów i strefy euro wahadło przesunie się znów w stronę większej wiarygodności *guidelines* oferowanych przez Fed i EBC – to czeka nas ponowne osłabienie PLN.**

Jest – w mojej opinii – jeszcze za wcześnie by zmieniać prognozy kursowe złotego na 2018 rok. Mamy tu zbyt dużo niepewności. Do tematu będzie można wrócić przy okazji kwartalnej aktualizacji prognoz makro na przełomie 2017 i 2018 roku. Wtedy będzie więcej wiadomo o rynkowych reakcjach na podatki Trumpa i *guidelines* EBC.

Trzeba jednak wziąć pod uwagę sytuację na globalnym rynku w 2 ostatnich miesiącach tego roku, co musi pociągnąć za sobą pewną korektę na 2017: mniejszą w stosunku do EUR; nieco większą wobec USD. w obu wypadkach jednak na korzyść aprecjacji PLN.

W 2016 średnioroczne kursy wyniosły: EUR/USD 1,10; EUR/PLN 4,33; USD/PLN 3,92.

W 2017 będzie to odpowiednio średniorocznie: EUR/USD 1,18; EUR/PLN 4,24; USD/PLN 3,59.

W 2018 będzie to odpowiednio średniorocznie: EUR/USD 1,13; EUR/PLN 4,21; USD/PLN 3,73.

Giełda

Tradycyjna korelacja słabnącego dolara z rosnącymi giełdami w segmencie EM odchodzi – jak się wydaje – definitywnie w przeszłość. Dolar słabł od połowy listopada, a indeksy na GPW nie porażały wzrostami.

Inwestorzy dezagregują spółki w segmencie EM, przez co tradycyjne relacje kursu USD, cen ropy i zagregowanego indeksu MSCI – tracą na znaczeniu. Stąd nie jest zaskoczeniem, że waga Rosji w indeksie *MSCI EM* została obniżona do 3,3%, zachowując ledwie ok. połowy wagi, jaką miała jeszcze na początku 2012 roku. Inwestorzy premiąją spółki technologiczne, o wysokiej wartości dodanej i – tym samym – dywidendowych pewniaków.

Nasza giełda ma zbyt mało spółek technologicznych, by mogły ją ratować najnowsze trendy wśród globalnych inwestorów. Jest też za mało płynna, bez inwestorów instytucjonalnych, z dużym udziałem spółek nadzorowanych przez rząd.

Nasz rynek kapitałowy pozostaje poboczny, jeśli chodzi o krąg zainteresowań globalnych inwestorów plasujących się w segmencie EM. Dobra regulacja, to zdecydowanie za mało, by przyciągnąć instytucjonalnych inwestorów. Rynek musi być rosnący, płynny, z dużym udziałem spółek technologicznych o dużej wartości dodanej. Żadnego z tych elementarnych warunków GPW nie spełnia.

A jeśli chodzi o kapitał krajowy, to napływ krajowych inwestorów detalicznych do funduszy akcyjnych skończył się już jakiś czas temu. Inwestorzy zwrócili się w stronę obligacji i – pomimo ich niskiej atrakcyjności - funduszy gotówkowych. Kiedy banki nie są szczególnie zainteresowane, by szybko reagować na wzrost inflacji podnosząc oprocentowanie depozytów, fundusze pieniężne stają się ich substytutem.

Stałym już źródłem niepewności pozostaje też powstający w bólach projekt przekształcenie resztek OFE w TFI. Programy emerytalne powinny po zmianach systemu zyskiwać na znaczeniu. Ale wciąż jeszcze brakuje dla nich odpowiednich kategorii aktywów: długoterminowych, pewnych i o wysokich stopach zwrotu. Jest już jednak przesądzone, że przekształcone OFE odzyskają możliwość inwestowania w obligacje rządowe. Atrakcyjność SPW oraz wymagany przy programach emerytalnych długi horyzont inwestycyjny już redukuje popyt na fundusze akcyjne.

Nowy zapowiadany program emerytalny PPK jest jeszcze w powijakach. Będą w nim jednak ograniczenia koncentracji i wagi dla ekspozycji na ryzyko związane z wiekiem ubezpieczonego. Ten program, o ile wypali, wzmocni rynek kapitałowy, ale nie nastąpi to wcześniej niż za 5-7 lat.

W tej sytuacji wydaje się pewne, że popyt ze strony funduszy akcyjnych w ramach TFI będzie się w dalszym ciągu dynamicznie przenosił na aktywa zagraniczne, a odpływy z akcji polskich, które zaznaczyły się pod koniec lata, będą się nasilać.

W ostatnich tygodniach inwestorzy – jak już wspomniałem - masowo wychodzą z funduszy akcyjnych w TFI plasując się w instrumentach dłużnych. Miało to decydujący wpływ na spadki indeksów giełdowych.

Indeks wąskiego rynku, z dużym udziałem spółek SP, spadał w ostatnim czasie szybciej niż indeksy szerszego rynku. Dużych, płynnych spółek wciąż z GPW ubywa. Inwestorzy wychodzą z funduszy akcyjnych. Trwały wzrost WIG 20 powyżej 2 500 pkt. wydaje się w tej sytuacji mało prawdopodobny. Ale WIG 80 też nie zachowuje się lepiej. Po silnych spadkach i lekkim - nie rekompensującym ich - odbiciu, zakotwiczył się na poziomie niewiele przekraczającym 14 100 pkt.. Nic nie wskazuje, żeby miał się w najbliższym czasie wybić ponad obecne poziomy.