

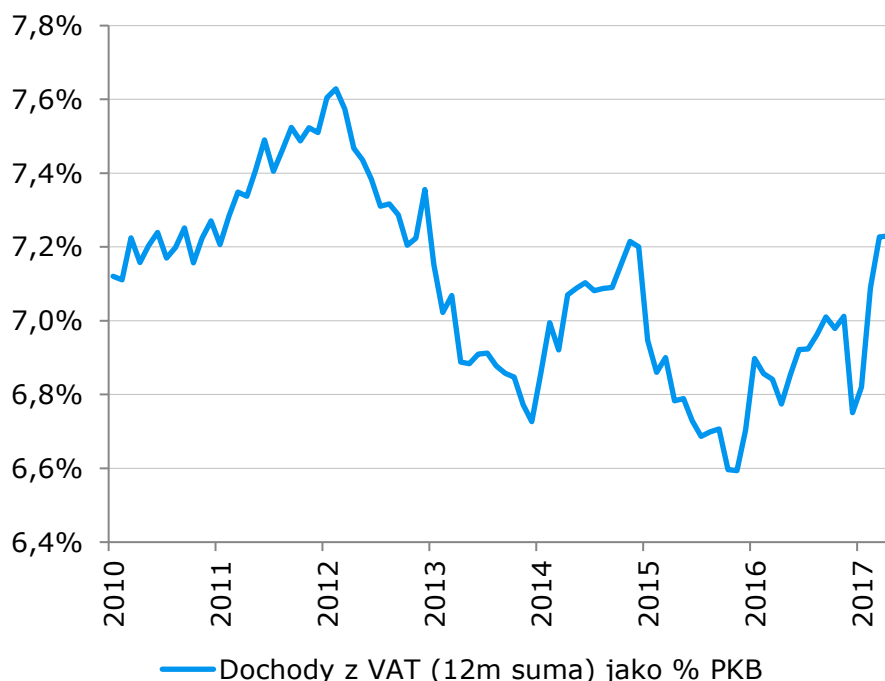


wtorek, 16 maja 2017

## Nasz (jedynie słuszny) pogląd na wszystko

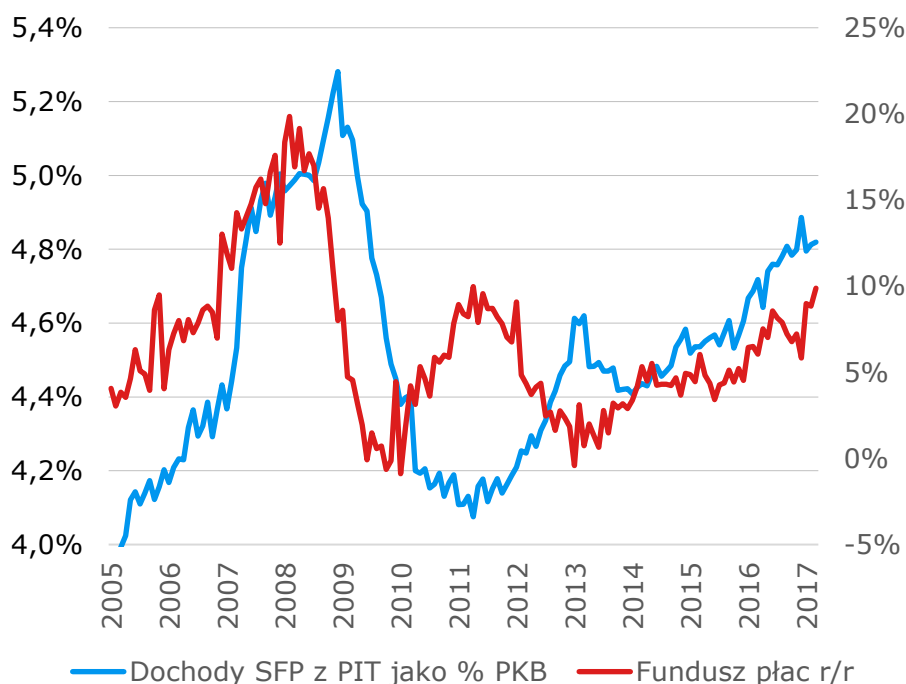
W piątek agencja Moody's zaskoczyła podwyższeniem perspektywy polskiego ratingu, a dzisiejszy odczyt PKB za I kwartał zmniejszył 10 tygodni spadków premii za ryzyko kredytowe w polskiej krzywej dochodowości. Warto zatem w tym momencie ocenić, jak wyglądają krótkoterminowe perspektywy budżetu.

Najnowsza dostępna informacja dotyczy dochodów z VAT. Zgodnie z informacjami prasowymi, w samym kwietniu dochody z VAT wzrosły o ok. 16% r/r, co jest równoznaczne z najlepszym kwietniem i z najlepszym początkiem roku w historii. Jak wskazywaliśmy wielokrotnie, proste dynamiki prawdopodobnie przeszacowują skalę poprawy wpływów z VAT z uwagi na zmiany prawne (likwidacja rozliczeń kwartalnych) i międzyokresowe przesunięcia zwrotów (pamiętajmy o bardzo wysokich zwrotach w grudniu 2016 r.). Można dyskutować na temat roli, jaką we wzroście wpływów z VAT pełni poprawa ściągальności, przyspieszenie procesów nominalnych w gospodarce i w/w zmiany prawne. Otwiera to jednak dyskusje o „zębki” na wykresie, nie zaś o tendencję. Istnienie trendu wzrostowego w dochodach z VAT jest jednak naszym zdaniem niezaprzeczalne. Na chwilę obecną wpływy z VAT liczone jako % PKB wróciły do poziomów z początku 2015 roku.

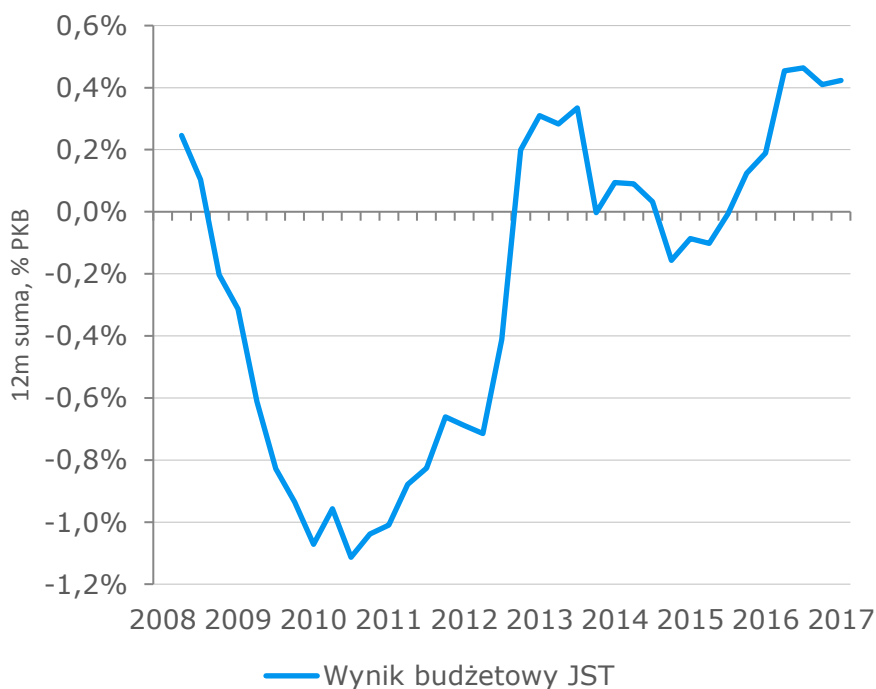


Co z pozostałymi kategoriami wpływów podatkowych? Dochody z akcyzy rosną w umiarkowanym tempie, w statystykach CIT wieje nudą, podatek bankowy przynosi zakładane wpływy, zaś wzrosty dochodów z PIT są zasadniczo zgodne z trendem z poprzednich miesięcy. Warto jednak nad tym podatkiem pochylić się na dłuższą chwilę.

Zależność pomiędzy funduszem płac i wpływami z PIT jest mocna (co widać na poniższym wykresie). Wyjątek stanowią lata 2010-2011. Choć nie mamy przekonującej teorii opisującej ten szczególny okres, rozbieżność pomiędzy funduszem płac i wpływami z PIT mogła być echem przeprowadzonej w specyficznym 2009 roku reformy podatkowej (przejście na obecny system z dwoma progami podatkowymi), a także pokłosem generalnie pogarszającej się w tym czasie ściągальności podatków spowodowanej w wymiernej części przez prawdopodobny wzrost szarej strefy w obliczu minorowych nastrojów podczas gry na rozpad strefy euro. Obecnie gospodarka wolna jest od tych problemów, a ściągальność poprawia się. W obliczu zacieśniającego się rynku pracy należy oczekiwać silniejszego wzrostu płac (6% wzrosty wydają się w zasięgu jeszcze w tym roku) przy dalszym, solidnym wzroście zatrudnienia. Tym samym poprawa wpływów z PIT wygląda na pewny element układanki fiskalnej na 2017 i 2018 rok.



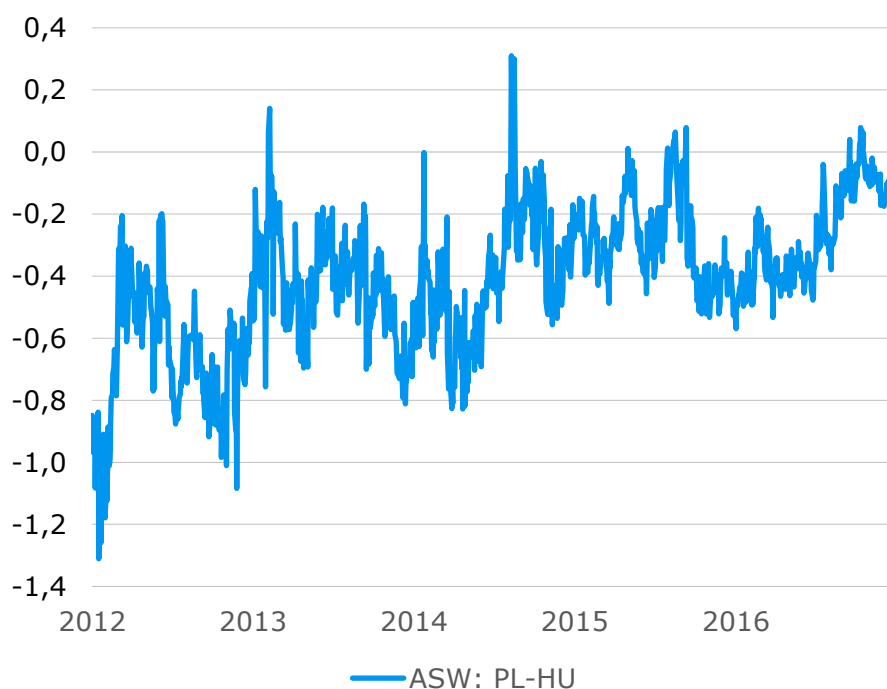
Łączna trajektoria wpływów podatkowych w pierwszych miesiącach 2017 roku, nawet przy zachowaniu ostrożności co do kolejnych miesięcy, w połączeniu ze znaną już wpłatą zysku NBP i zwyczajową możliwością pozytywnego zaskoczenia po stronie wydatkowej sugeruje, że deficyt budżetu państwa w 2017 roku będzie mniejszy od zakładanego o 15-20 mld zł. Obok niższych potrzeb pożyczkowych netto (co zapewni przestrzeń do prefinansowania 25-30% przyszłorocznych potrzeb jeszcze przed końcem 2017 r.) ma to pozytywne implikacje dla deficytu sektora finansów publicznych. Mówiąc kolokwialnie – niższy deficyt podsektora centralnego to większa przestrzeń dla podsektora samorządowego do zwiększenia wydatków bez przekraczania ogólnego progu 3% dla wyniku SFP.

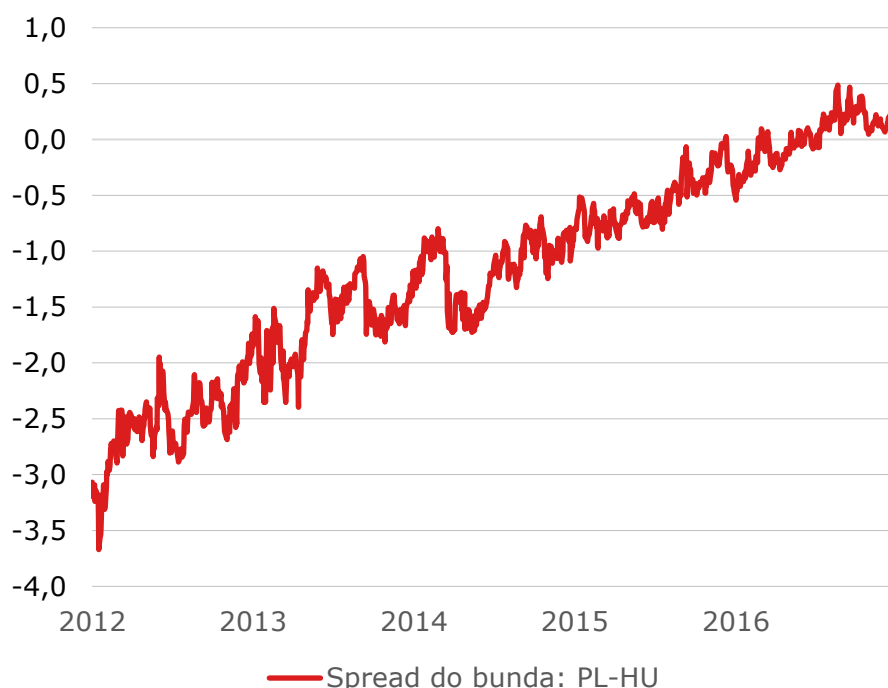


Skalę zmiany wyniku JST szacowaliśmy od dłuższego czasu na 1 pkt. proc. PKB (z +0,5% do -0,5% PKB), ale mogliśmy być zbyt pesymistyczni. Opublikowane w tym tygodniu dane o finansach JST wskazują, że samorzady w I kwartale b.r. zdołały

jednocześnie zwiększyć wydatki inwestycyjne o 11,2% r/r bez istotnego pogorszenia wyniku finansowego – ten uplasował się na poziomie zbliżonym do zanotowanego w analogicznym kwartale poprzedniego roku. W konsekwencji i wbrew naszym oczekiwaniom, początek roku nie przyniósł żadnego pogorszenia wyniku podsektora JST pomimo odbicia inwestycji. Ten stan rzeczy nie utrzyma się długo – dość powiedzieć, że plany samorządów wskazują na wielokrotnie szybszy wzrost i inwestycje będą się rozpędzać w kolejnych kwartałach – ale wskazuje, że przyspieszenie gospodarki może mieć (za pośrednictwem kanału dochodowego) łagodzący charakter również dla finansów samorządów. Summa summarum, przekroczenie pułapu 3% deficytu SFP nie jest wydarzeniem, którym Minister Finansów powinien się martwić w najbliższym czasie.

Zaprognozować to jedno, zagrać rynkowo to drugie. Jak wspominaliśmy na wstępie, w ostatnich tygodniach wycena ryzyka polskich SPW obniżyła się znacząco (o 40 pb w relacji do Bunda lub w metryce ASW). Żeby nie stawić tylko na powrót do średniej (czyli założyć, że skoro ryzyko spadło, to powinno teraz wzrosnąć), postanowiliśmy odwołać się do przykładu węgierskiego. Porównanie relatywnych wycen obligacji polskich i węgierskich (krajowa waluta) w ASW wskazuje, że obecnie papiery polskie są w ASW już droższe (mniejsza różnica rentowności obligacji i swapa niż na Węgrzech). Trend faworyzuje delikatną poprawę wyceny ryzyka gospodarki polskiej, choć nie jest on w tym przypadku wybitnie przekonujący. Z kolei kompresja spreadu do Bunda przebiegała w ostatnich latach szybciej na Węgrzech niż w Polsce. To dość oczywiste zjawisko zważywszy, że poruszaliśmy się na Węgrzech od oczekiwanej katastrofy fiskalnej po konsolidację finansów publicznych i oswojenie się inwestorów z rządami Orbana. Warto przy tym zauważyć, że nie ma powodu (choćby z uwagi na miks finansowania, deficyt strukturalny, trajektorię długu publicznego i aktywizm banku centralnego), aby wycena ryzyka kredytowego na Węgrzech była wyższa od niż w Polsce. Obecnie papiery polskie są tańsze od węgierskich, jeśli za miernik przyjąć spread do obligacji niemieckich. Różnice wyjaśnia jednak praktycznie w 100% punkt zaczeplenia stopy repo.





Reasumując, krótkoterminowa sytuacja fiskalna Polski wydaje się być pod kontrolą i nie brakuje tutaj dobrych wiadomości. Z punktu widzenia rynku jest to już jednak zgrany temat. O dalsze, szybkie spadki rentowności polskich obligacji (o ile do nich dojdzie) będzie raczej trudno z tytułu ryzyka kredytowego. Na chwilę obecną bardziej prawdopodobny wydaje się kanał stopy wolnej od ryzyka, gdyż inwestorzy wkręcają się w temat spowolnienia w Chinach i komplikacji politycznych w USA. Niewykluczone jednak, że wystarczy kilka budujących komentarzy z Białego Domu oraz kontynuacja poprawy danych w USA a stopy wolne od ryzyka będą kontynuować ruch w górę. Już od dawna uważaliśmy, że trend jest w tym zakresie wzrostowy. Obecnie gra toczy się o zaistnienie bądź nie krótkoterminowej korekty w dół. Nie chcemy w niej uczestniczyć a nasza rekomendacja z dnia 30 stycznia pozostaje w mocy (można ją przeczytać [tu](#)).

#### mBank Research

Dr Ernest Pytlarczyk, CFA  
główny ekonomista  
tel: +48 22 829 0166  
email: [ernest.pytlarczyk@mbank.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@mbank.pl)

Piotr Bartkiewicz  
analityk  
tel: +48 22 526 7034  
email: [piotr.bartkiewicz@mbank.pl](mailto:piotr.bartkiewicz@mbank.pl)

Dr Marcin Mazurek  
analityk  
tel: +48 22 829 0183  
email: [marcin.mazurek@mbank.pl](mailto:marcin.mazurek@mbank.pl)

Karol Klimas  
Analityk  
tel: +48 22 829 0256  
email: [karol.klimas@mbank.pl](mailto:karol.klimas@mbank.pl)

#### Uwaga:

Niniejsza publikacja została przygotowana w celu promocji i reklamy zgodnie z definicją zawartą w paragrafie 9, ustęp 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20. listopada 2009 w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych. Opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, jednakże nie możemy gwarantować ich pełnej wiarygodności i kompletności. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają nasze opinie w dniu wydania raportu i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Informacje, na które powołują się w niniejszym opracowaniu autorzy niekoniecznie pozostają w zgodzie z opiniami mBanku S.A. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego i mają charakter wyłącznie informacyjny. Nie są zatem poradą, rekomendacją, ofertą dotyczącą kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych i nie należy ich tak traktować. Prognozy wskazane w niniejszym dokumencie nie gwarantują osiągnięcia zysków przez inwestora działającego na ich podstawie. mBank S.A. (lub jego pracownicy) może posiadać na rachunku własnym lub może zawierać transakcje kupna/sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszej publikacji. Autorzy oświadczają, że inwestor nie powinien działać wyłącznie na podstawie niniejszego opracowania, bez zasięgnięcia niezależnej profesjonalnej porady inwestycyjnej. Jakakolwiek odpowiedzialność mBanku S.A., jego zarządu, pracowników, współpracowników, kooperantów, agentów z tytułu podjęcia przez jakąkolwiek osobę działań lub zaniechań w związku z niniejszym opracowaniem jest wyłączona. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.



**mBank.pl**

