

2 grudnia 2013

## Przegląd Makroekonomiczny

### Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk  
główny ekonomista  
tel. +48 22 829 01 66  
[ernest.pytlarczyk@mbank.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@mbank.pl)

Marcin Mazurek  
starszy analityk  
tel. +48 22 829 01 83  
[marcin.mazurek@mbank.pl](mailto:marcin.mazurek@mbank.pl)

Piotr Bartkiewicz  
analityk  
tel. +48 22 526 70 34  
[piotr.bartkiewicz@mbank.pl](mailto:piotr.bartkiewicz@mbank.pl)

Marek Ignaszak  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[marek.ignaszak@mbank.pl](mailto:marek.ignaszak@mbank.pl)

### Departament Rynków Finansowych

Marcin Turkiewicz  
transakcje walutowe  
tel. +48 22 829 01 84  
[marcin.turkiewicz@mbank.pl](mailto:marcin.turkiewicz@mbank.pl)

Bartłomiej Małocha  
transakcje stóp procentowych  
tel. +48 22 829 01 77  
[bartlomiej.malocha@mbank.pl](mailto:bartlomiej.malocha@mbank.pl)

### Departament Sprzedaży Rynków Finansowych

Bogusław Goleń  
współpraca z klientami  
tel. +48 22 829 02 11  
[bogdan.golen@mbank.pl](mailto:bogdan.golen@mbank.pl)

Inga Gaszkowska-Gębska  
klienci finansowi  
tel. +48 22 829 12 05  
[inga.gaszkowska-gebska@mbank.pl](mailto:inga.gaszkowska-gebska@mbank.pl)

Jacek Jurczyński  
instrumenty strukturyzowane  
tel. +48 22 829 15 16  
[jacek.jurczynski@mbank.pl](mailto:jacek.jurczynski@mbank.pl)

**mBank S.A.**  
Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
tel. +48 22 829 00 00  
fax. +48 22 829 00 33  
<http://www.mbank.pl>

### Spis treści

<b>Główne wskaźniki makroekonomiczne</b>	<b>2</b>
<b>Przegląd Makroekonomiczny w pigułce</b>	<b>3</b>
<b>Polityka monetarna: Decyzja RPP - stopy bez zmian</b>	<b>4</b>
<b>Gospodarka globalna: Secular stagnation – nowy paradygmat dla rynków finansowych?</b>	<b>6</b>
<b>Gospodarka polska: Rachunek bieżący nie tylko dla orłów</b>	<b>9</b>
<b>Euromonitor</b>	<b>12</b>
<b>Na rynku</b>	<b>13</b>
<b>Kalendarz publikacji danych</b>	<b>15</b>

### PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F
PKB r/r (%)	1.6	3.9	4.5	1.9	1.4	3.2
Inflacja CPI r/r (średnio %)	3.5	2.8	4.3	3.7	1.1	2.225
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1.6	-4.5	-4.9	-3.5	-1.9	-2.6
Stopa bezrobocia (koniec okresu %)	12.1	12.4	12.5	13.4	13.5	13.2
Stopa ref. NBP (koniec okresu %)	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.00

	2013	2013	2013	2013	2014	2014	2014	2014
	Q1	Q2	Q3	Q4 F	Q1 F	Q2 F	Q3 F	Q4 F
PKB r/r (%)	0.5	0.8	1.9	2.4	2.6	3.0	3.4	3.7
Konsumpcja prywatna r/r (%)	0.0	0.2	1.0	1.9	2.2	2.3	2.3	2.4
Konsumpcja publiczna r/r (%)	-0.1	4.3	1.7	2.0	0.3	0.3	0.3	0.3
Inwestycje r/r (%)	-2.1	-3.2	0.6	1.0	1.5	2.5	3.5	4.5
Inflacja (średnio %)	1.3	0.5	1.1	1.3	1.8	2.2	2.4	2.5
Stopa bezrobocia (koniec okresu %)	14.3	13.2	13.0	13.5	14.1	12.8	12.5	13.2
Stopa ref. NBP (% koniec okresu)	3.25	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	3.00
Wibor 3M (% koniec okresu)	3.39	2.73	2.67	2.70	2.70	2.70	2.70	3.20
Rentowność obligacji 2-letnich (%)	3.19	3.07	3.06	2.80	3.00	3.30	3.30	3.30
Rentowność obligacji 10-letnich (%)	3.94	4.34	4.48	4.30	4.60	5.00	5.20	5.50
EUR/PLN (koniec okresu)	4.18	4.33	4.22	4.10	4.05	3.95	3.90	3.90
USD/PLN (koniec okresu)	3.26	3.32	3.12	3.04	2.99	3.10	3.20	3.25
F - prognoza								

## Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Maj 2013	Cze 2013	Lip 2013	Sie 2013	Wrz 2013	Paź 2013	Lis 2013
<b>PKB i produkcja</b>							
PKB (%)		0.8			1.9		
Popyt krajowy (%)		-1.7			0.5		
Spożycie indywidualne (%)		0.2			1.0		
Nakłady brutto na środki trwałe (%)		-3.2			0.6		
Wartość dodana (%)		0.8			1.8		
w przemyśle (%)		3.5			4.4		
w budownictwie (%)		-20.3			-4.2		
w handlu (%)		1.8			2.0		
Produkcja przemysłowa r/r (%)	-1.8	3.0	6.3	2.2	6.2	4.4	0.5
Produkcja przemysłowa m/m (%)	-0.7	2.8	1.5	-4.5	9.6	6.0	-8.4
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	0.5	1.8	4.3	3.4	3.9	3.2	2.1
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	1.6	1.5	3.8	-0.7	-0.9	3.6	-0.9
<b>Rynek pracy</b>							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3699.7	3808.6	3830.1	3760.4	3770.9	3834.2	3879.5
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	2.3	1.4	3.5	2.0	3.6	3.1	2.6
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-3.4	2.9	0.6	-1.8	0.3	1.7	1.2
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	0.1
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1
Stopa bezrobocia (%)	13.5	13.2	13.1	13.0	13.0	13.0	13.3
<b>Ceny</b>							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	-0.1	0	0.3	-0.3	0.1	0.2	0.1
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	0.5	0.2	1.1	1.1	1	0.8	0.9
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	1	0.9	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	0.1	0.7	0.2	-0.3	0.1	-0.5	-0.2
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	-2.5	-1.3	-0.8	-1.1	-1.4	-1.3	-1.3
<b>Agregaty monetarne</b>							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	941.8	946.6	945.1	950.0	947.2	955.8	959.5
Podaż pieniądza r/r (%)	6.5	7.0	6.6	6.1	6.1	5.9	6.4
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	0.7	2.2	3.1	2.8	4.2	3.5	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	-0.6	1.2	0.2	0.4	-0.1	-0.4	
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	7.7	7.6	7.0	6.7	6.4	6.0	
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	2.1	4.5	4.8	4.8	7.3	7.4	
<b>Zagranica</b>							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-204	133	-497	-785	-1024	-1201	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4.28	4.32	4.25	4.27	4.22	4.18	0.00
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3.29	3.32	3.20	3.23	3.12	3.08	0.00
<b>Stopy procentowe</b>							
Stopa interwencyjna NBP (%)	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
Stopa lombardowa (%)	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
Stopa depozytowa (%)	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
WIBOR 3M (%)	2.64	2.63	2.60	2.60	2.57	2.56	2.55
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	2.72	3.07	2.82	3.14	3.06	2.86	2.86
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	3.11	3.73	3.44	3.83	3.88	3.55	3.77
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	3.58	4.34	4.08	4.45	4.48	4.19	4.52
<b>Gospodarka światowa</b>							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	1.4	1.6	1.6	1.3	1.1	0.7	0.9
PKB w strefie euro r/r (%)		-0.6			-0.4		
Stopa podstawowa ECB (%)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.25
Inflacja w USA r/r (%)	1.4	1.8	2.0	1.5	1.2	1.0	
PKB w USA r/r (%)		2.5			2.8		
Stopa docelowa Fed Funds (%)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25

Źródło: Bloomberg; Reuters; NBP; GUS; EBC; Fed; Eurostat.  
Prognozy oznaczono kursywą.

## Przegląd Makroekonomiczny w pigułce

W bieżącym wydaniu Przeglądu Makroekonomicznego mBanku, nietypowo, poruszamy kwestię alternatywnej oceny procesów gospodarczych. Jeśli tezy niedoszedłego szefa Fed L. Summersa, który przepowiada długookresową stagnację ze względu na ujemne tzw. naturalne stopy procentowe, miałyby stać się nowym paradygmatem, redefiniowane musiałyby zostać także wytyczne dla polityki gospodarczej oraz mechanizmy funkcjonowania rynków finansowych. Negacja skuteczności polityki pieniężnej stałaby się obowiązującą doktryną, a represja finansowa i permanentnie negatywne stopy realne na rynkach bazowych umożliwiłyby kontynuację stymulacji fiskalnej. Inwestorzy straciliby wiarę w perspektywę normalizacji stóp procentowych, co oznaczałoby japonizację rentowności nawet najdłuższych obligacji amerykańskich i niemieckich. Kapitał, w poszukiwaniu realnie dodatnich stóp zwrotu, wylewałby się szerokim strumieniem z krajów rozwiniętych do rozwijających się, powodując wzrosty cen tamtejszych aktywów i aprecjację kursów walutowych. Jakkolwiek scenariusz ten nie jest ciągle naszym scenariuszem bazowym, tzn. ciągle modelujemy gospodarkę i rynki finansowe opierając się na dotychczasowym paradygmacie, sygnalizujemy gotowość do przyłożenia nowych miar do gospodarek rozwiniętych w sytuacji, gdyby obecne bardzo obiecujące ożywienie gospodarcze, wiosną, wzorem poprzednich lat, miało już po raz czwarty doznać usterki torując drogę dla nowej, potężnej idei tzw. *secular stagnation*.

W części poświęconej polskiej gospodarce przybliżamy czytelnikowi trendy poszczególnych sald rachunku bieżącego oraz szkicujemy perspektywę polityki pieniężnej w Polsce. O ile stoimy na stanowisku, że miesięczne dane o bilansie płatniczym są bardzo silnie zaburzone i nie wnoszą istotnych informacji co do równowagi zewnętrznej polskiej gospodarki, o tyle trendy tych składowych można ekonomicznie interpretować, modelować i na ich podstawie wnioskować co do zmian kursu walutowego. Pogarszanie salda dochodów (polska gospodarka płaci odsetki od zagranicznych kredytów i wyemitowanych obligacji oraz dywidendy dla zagranicznych inwestorów) jest nieuniknione w dłuższym okresie. W perspektywie najbliższego cyklu może ono jednak być neutralizowane dalszym napływem środków z UE oraz utrzymaniem nadwyżki w bilansie handlowym, co z kolei może się udać dzięki strukturalnemu zmniejszeniu importochłonności polskiej gospodarki (niższa dynamika konsumpcji i mniej importochłonne inwestycje) i zwiększeniu konkurencyjności i geograficznej dywersyfikacji eksportu. Utrzymanie nadwyżki handlowej (lub tylko niewielkiego deficytu) w cyklu ożywienia byłoby w przypadku polskiej gospodarki zupełnie nową jakością, kontrastującą z jej historycznymi doświadczeniami. Ta nowa jakość przełożyłaby się zapewne na wzrost zainteresowania inwestorów zagranicznych, wyróżniła nasz kraj na tle innych emerging markets, zneutralizowałaby negatywne skutki ograniczenia QE w USA i wsparłaby aprecjację polskiej waluty w kolejnych kilkunastu kwartałach.

Strukturalnie poprawiające się saldo handlowe to nie jedyny pozytywny sygnał z polskiej gospodarki. Ożywienie z miesiąca na miesiąc nabiera rozpędu. Granie na podwyżki stóp w Polsce ciągle wydaje się przedwczesne (my widzimy je na sam koniec 2014 roku) a sama retoryka RPP ciągle dryfuje w stronę utrzymania łagodnej polityki na dłużej. Już teraz można stwierdzić, że endogenizacja ożywienia (włączenie popytu wewnętrznego w proces przyspieszania gospodarki) następuje szybciej niż antycypuje to NBP. Kontynuacja tego scenariusza może zatem (oczywiście w perspektywie paru kwartałów) zmniejszyć uczucie, że polska polityka pieniężna osiągnęła stan nirwany.

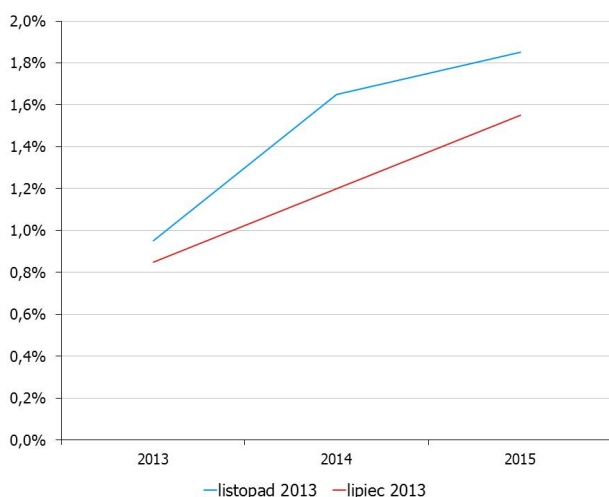
## Polityka monetarna: Decyzja RPP - stopy bez zmian

Zgodnie z oczekiwaniami RPP pozostawiła w listopadzie stopy bez zmian. Stopa bazowa wynosi dalej 2,5%. Również zgodnie ze swoimi zapowiedziami tzw. forward guidance, czyli wskazówka co do przyszłej polityki pieniężnej została przeformułowana i teraz RPP zapowiada utrzymanie stóp bez zmian co najmniej do połowy 2014 (wcześniej był to koniec 2013). Ton listopadowego komunikatu RPP okazał się neutralny w warstwie dotyczącej wzrostu gosp. (niższa aktywność w USA i Chinach, powolne ożywienie w Polsce). Komunikat jest natomiast bardzo łagodny w części dotyczącej inflacji, co potwierdzone jest przez projekcję Instytutu Ekonomicznego NBP (patrz wykresy). Pomimo, iż ścieżka projekcji inflacji kształtuje się powyżej tej z lipca, na całą swojej długości nie przebija ona celu inflacyjnego.

### Rada ani myśli o zacieśnieniu

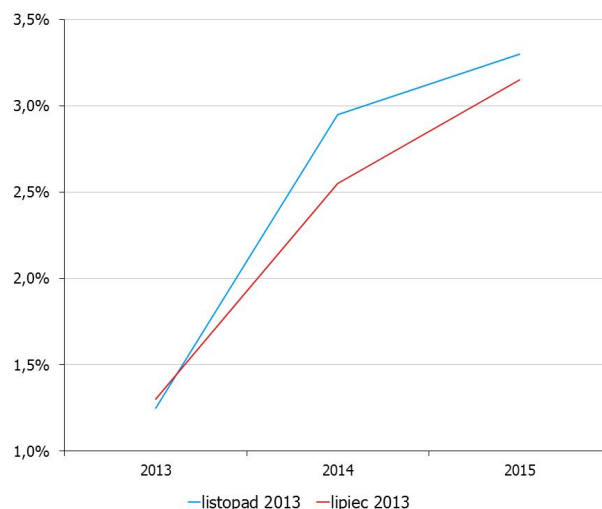
Implikacje projekcji zostały dodatkowo wzmocnione w czasie konferencji po posiedzeniu Rady: prezes Belka praktycznie wykluczył szybkie podwyżki stóp i wielokrotnie podkreślał utrzymywanie się PKB poniżej PKB potencjalnego, a więc i ewidentny brak presji inflacyjnej. Belka wskazywał też na fakt poparcia nowego forward guidance przez całą RPP. I znów, forward guidance nie jest do końca efektywny - otwarcie większość Rady jest za utrzymaniem stóp bez zmian przez znacznie dłuższy okres niż do drugiej połowy 2014. Co więcej, w wypowiedziach poszczególnych członków RPP daje się zauważyć wyraźna tendencja do przesuwania momentu w którym należałoby zacieśnić politykę pieniężną.

Wykres 1: Porównanie listopadowej i lipcowej projekcji inflacji



Źródło: NBP, obliczenia własne

Wykres 2: Porównanie listopadowej i lipcowej projekcji inflacji

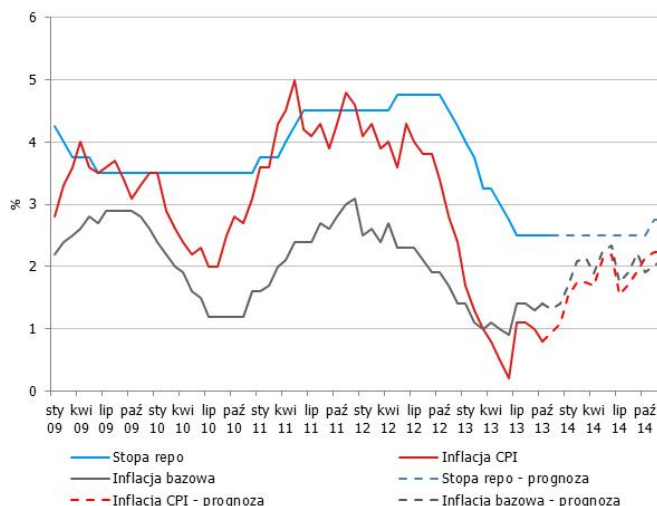


Źródło: NBP, obliczenia własne

### Podwyżki pod koniec przyszłego roku

Spodziewamy się znacznie bardziej dynamicznego ożywienia gosp. niż wskazywałaby projekcja NBP (polecamy śledzenie rozbieżności między strukturą wzrostu PKB w projekcji inflacyjnej NBP a aktualnymi danymi – ostatni przykład - NBP prognozował dynamikę inwestycji w III kw. na poziomie ok. -2% r/r, podczas, gdy w rzeczywistości już w III kw. okazała się ona dodatnia, jednocześnie podważając naczelną obawę polskich ekonomistów o bezinwestycyjny, czytaj nietrwwały wzrost gospodarczy). Oczekujemy również odpowiedniego przyspieszenia procesów inflacyjnych w II połowie 2014. Prognozujemy, że wzrostom inflacji headline będzie towarzyszył równoległy marsz w górę inflacji bazowej (następowało to będzie m.in. pod wpływem stopniowego zacieśnienia rynku pracy i odpowiedniego wzrostu cen usług). Jest to naszym zdaniem czynnik daleko ważniejszy od przytłumionych czynnikami egzogenicznymi odczytów inflacji headline. RPP jest w pełni świadoma efektów tak zwanej nakładki żywnościowo-paliwowej. Przy inflacji bazowej blisko celu, nawet stosunkowo niewielkie szoki podażowe na rynku paliw i żywności mogą powodować szybkie przestrzelenie dynamiki cen powyżej celu. Stąd też bierze się nasza prognoza podwyżki stóp w IV kw. 2014, a nie – jak wskazywałaby projekcja inflacji – gdzieś w 2016r.

Wykres 3: Przyszła ścieżka CPI, bazowego CPI i stopy repo NBP





Źródło: NBP, GUS, obliczenia własne

Najbliższe tygodnie mogą przynieść jednak, jeśli nie stabilizację, to nawet przesunięcie oczekiwań co do zacieśnienia monetarnego na 2015 rok. Po pierwsze, bieżąca inflacja pozostaje w Polsce (i w strefie euro) bardzo niska (przejściowo), uprawdopodobniając niskie długookresowe projekcje inflacyjne. Po drugie banki centralne zmieniają swoją komunikację (ECB, Fed) nastawiając się na "przytrzymanie" krótkich stóp (tu chociażby prawdopodobne obniżenie celu na stopie bezrobocia przez Fed i forward guidance ECB). Granie na podwyżki stóp w Polsce ciągle wydaje się przedwczesne, a jak już wspomnieliśmy retoryka RPP ciągle dryfuje w stronę utrzymania łagodnej polityki na dłużej (pewien wpływ może tu mieć zmiana personalna w Radzie i zachwianie dotychczasowego mechanizmu osiągania konsensusu). Już teraz można stwierdzić, że endogenizacja ożywienia (włączenie popytu wewnętrznego w proces przyspieszania gospodarki) następuje szybciej niż antycypuje to NBP. Kontynuacja tego scenariusza może zatem (oczywiście w perspektywie paru kwartałów) zmniejszyć uczucie, że polska polityka pieniężna osiągnęła stan nirwany.

## Gospodarka globalna: Secular stagnation – nowy paradygmat dla rynków finansowych?

Rozpoczęta na początku 2009 roku bieżąca faza ożywienia gospodarczego w gospodarkach rozwiniętych nieustannie rozczarowuje i jest najwolniejsza od II wojny światowej. Biorąc pod uwagę skalę kontrakcji na przełomie lat 2008 i 2009 jest jasne, że wszystkie rozwinięte gospodarki charakteryzuje obecnie potężna luka popytowa, mająca odzwierciedlenie w utrzymującej się słabości procesów inflacyjnych. Anemicznemu wzrostowi towarzyszy pozostające na historycznie wysokich poziomach bezrobocie i niemożliwe do zaniedbania zniechęcenie osób długotrwale bezrobotnych.

Choć polityka pieniężna weszła tam od 2008 roku w fazę ultra ekspansywną (ścięcie stóp procentowych do zera i wielokrotny wzrost sum bilansowych), oczekiwane monotoniczne ożywienie nie następuje, prognozy banków centralnych okazują się zbyt optymistyczne, a termin normalizacji polityki pieniężnej – na który, pamiętajmy, przygotowaliśmy się już w 2010 roku – z roku się przesuwają.

Długotrwale współwystępowanie znaczących luk popytowych, ultra ekspansywnej polityki pieniężnej i braku inflacji nie jest stanem normalnym. Niedoszły szef Fed Larry Summers jest jednak odmiennego zdania. W swoim krótkim przemówieniu na konferencji MFV wyłożył on hipotezę, wedle której naturalna stopa procentowa w gospodarce znajduje się na ujemnym poziomie, nieosiągalnym dla banków centralnych przy zerowej granicy stóp nominalnych i trudnych do zmiany (w górę) celach inflacyjnych. Dlatego też, mimo występującej na pierwszy rzut oka skali ekspansywności polityki pieniężnej, ożywienia nie ma, a gospodarki rozwinięte zmierzają do sekularnie zerowego tempa wzrostu.

Hipoteza jak zwykle znalazła wielu ojców (podpisał się pod nią między innymi Paul Krugman), jednak sama koncepcja nie jest absolutnie nowa w swej substancji. Stagnacja w warunkach niedostatecznego poziomu inwestycji i trwałego obniżenia potencjału gospodarki to idea obecna w piśmiennictwie ekonomicznym i około-ekonomicznym od Marksa, przez Alvina Hansena i Michała Kaleckiego, aż po koncepcje bardzo współczesne (por. T. Cowen: The Great Stagnation).

Odświeżonej przez Summersa koncepcji daleko do doskonałości na gruncie teoretycznym. Stanowi ona raczej załączek potencjalnie potężnej idei i póki co jest próbą scalenia wiedzy płynącej z wielu nurtów ekonomii. Nie będziemy rozważać jej teoretycznych aspektów: z jednej strony, widoczne na pierwszy rzut oka wady (np. problem istnienia naturalnej stopy proc.) nie są zabójcze; z drugiej strony, jest ona użyteczna jako scenariusz alternatywny w stosunku do bieżącego konsensusu. Jako ostrzeżenie, funkcjonuje znakomicie – wystarczy przywołać przykład gospodarki japońskiej, która w chwili obecnej jest dwukrotnie mniejsza (sic!) niż wskazywały na to projekcje z początku lat 90-tych.

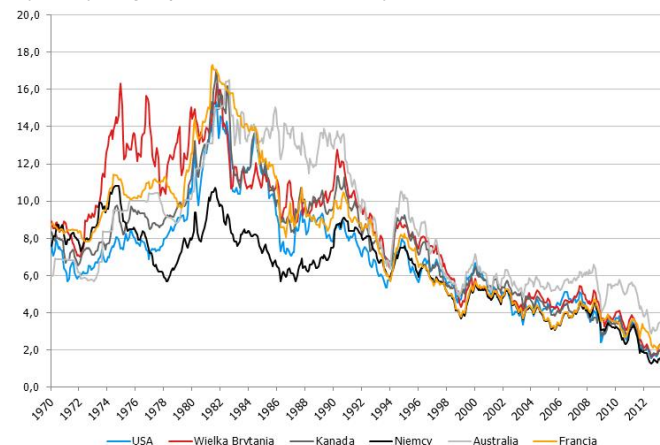
Przygotowywane przez nas prognozy finansowe to wciąż wyraz myślenia w ramach bieżącego konsensusu, gdyż nadchodzące, gradualnie lepsze dane nie dają dostatecznego potwierdzenia, że zmiana paradygmatu powinna nastąpić właśnie w tym momencie. Niniejsza analiza została przygotowana, aby uzmysłowić czytelnikom, że już na obecnym etapie identyfikujemy zmienne, które spowodują, że model funkcjonowania rynków finansowych, na którym obecnie stosujemy, może się diametralnie zmienić i

jesteśmy na taką ewentualność gotowi. Jesteśmy otwarci na nowe koncepcje i dopuszczamy możliwość, że Summers może mieć rację. Jakie płyną z tego konsekwencje dla bieżącego policy mix? Co musi się stać, aby hipoteza przekształciła się w nowy paradygmat na rynkach finansowych i jakie byłyby tego konsekwencje dla cen aktywów, w tym aktywów emerging markets? Odpowiedź na te pytanie jest właśnie celem niniejszego artykułu.

### Skrócona geneza problemu wzrostu sekularnie zerowego

Od początku lat 80-tych obserwuje się na świecie trend spadkowy stóp procentowych i inflacji, a Wielka Recesja przyniosła jedynie jego tymczasowe wystromienie. Z punktu widzenia instrumentów polityki pieniężnej, każdy kolejny cykl podwyżek osiągał maksimum coraz niżej, a każdy kolejny cykl łagodzenia polityki cięciami sprowadzał stopy procentowe coraz niżej, aż do momentu osiągnięcia efektywnego zera w USA, Wielkiej Brytanii i strefie euro pod koniec 2008 roku.

Wykres 1: Nominalne długoterminowe stopy procentowe w wybranych gospodarkach rozwiniętych



Źródło: OECD

W czasie, gdy stopy procentowe schodziły coraz to niżej, pojawiające się bańki kredytowe nie generowały jednocześnie symptomów przegrzania gospodarki. Istotne z punktu widzenia polityki pieniężnej miary inflacji bazowej pozostawały przez cały ten okres na niskim poziomie, stopień wykorzystania mocy produkcyjnych nigdy nie zbliżył się do maksimum z poprzedniego cyklu, brak było również wyraźnych sygnałów zacieśnienia rynku pracy. Wydaje się, że od końca lat 90-tych bańki spekulacyjne i wzrost prywatnego zadłużenia były dla gospodarki amerykańskiej jedynym sposobem na zbliżenie się do stanu pełnego zatrudnienia (trudno nie oprzeć się wrażeniu, że część decydentów zdawała sobie z tego sprawę jeszcze w latach 90-tych). Alternatywnie, ceteris paribus i bez wspomnianych baniek kredytowych, gospodarka funkcjonowałaby w stagnacyjno-deflacyjnym paradygmacie znacznie wcześniej niż od ostatniego kryzysu...

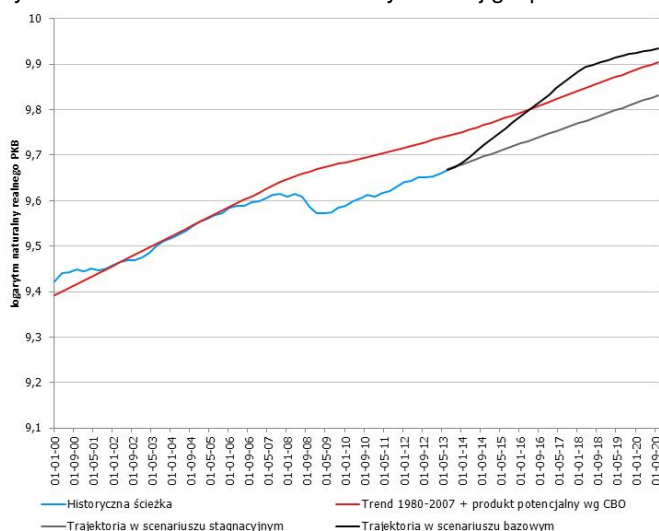
Nie jest jasne, jaki czynnik odpowiada za taki stan rzeczy (Summers nie podejmował dyskusji), ale lista możliwych przyczyn (przy czym więcej niż jedna może być prawdziwa) obejmuje czynniki demograficzne, niski poziom innowacji, globalną rozbudowę mocy produkcyjnych czy też wzrost nierówności dochodowych i majątkowych, zaburzający bilans oszczędności i inwestycji w gospodarce (za dużo pierwszych – *savings glut*, za mało drugich – *investment dearth*).

## Obecny paradygmat bankowości centralnej i jego odzwierciedlenie w oczekiwaniach rynkowych

W sytuacji, gdy nominalne krótkoterminowe stopy procentowe tkwią w zerze (będącym nieprzekraczalną granicą raczej ze względów technicznych niż fundamentalnych, ale to temat na zupełnie inną dyskusję), polityka pieniężna może oddziaływać na bilans inwestycji i oszczędności w gospodarce przez zmniejszanie stóp realnych, czyli przez zwiększanie inflacji (bieżącej i oczekiwanej). Konstelacja różnych czynników sprawia, że optuje się za powrotem inflacji do celu lub jego tymczasowym przekroczeniem, ale przy zachowaniu dobrze zakotwiczonych oczekiwań inflacyjnych, pomimo tego, że bilans kosztów i korzyści może w przypadku niektórych państw przemawiać nawet za wyższym celem inflacyjnym (np. 4%). Ten ostatni krok byłby już jednak odejściem od *forward guidance* i wejściem na terytorium wiarygodnej nieodpowiedzialności (*credible irresponsibility*). Tolerancja dla wyższej inflacji pozostaje jednak wciąż niska, co sprawia, że ograniczone są możliwości osiągnięcia niższych stóp realnych.

Biorąc pod uwagę skalę niezaspokojonej podaży (niedostatku popytu) w największych rozwiniętych gospodarkach, a także możliwe negatywne efekty przedłużającej się luki popytowej (rynek pracy, korekta w dół zagregowanej podaży), wydaje się, że optymalną strategią z punktu widzenia banków centralnych jest obecnie nadanie gospodarce prędkości ucieczki i wspieranie łagodną polityką pieniężną tak długo, aż gospodarka nie powróci do długookresowego trendu (por. wykres poniżej), a nawet dłużej. Wyrwanie z obecnego stanu wymagałoby zatem wręcz przestrzenia, podobnego do tego, które zakończył Wielki Kryzys prawie 80 lat wcześniej.

Wykres 2: Dwa scenariusze dla amerykańskiej gospodarki



Źródło: FRED

Kwintesencją obecnego paradygmatu jest jednak konstatacja, że jakkolwiek długa będzie stymulacja monetarna w obecnej formie, w końcu cel zostanie osiągnięty i polityka pieniężna "zadziała". To właśnie odzwierciedla aktualny konsensus rynkowy: osiągnięcie "prędkości ucieczki" przez tkwiące w obecnej równowadze gospodarki rozwinięte, redukcję niewykorzystanych mocy produkcyjnych, pojawienie się presji inflacyjnej (częściowo wskutek znacznego spadku potencjalnego tempa wzrostu po kryzysie) i, wreszcie, powrót klasycznej polityki pieniężnej

(równoznaczne z podwyżkami stóp procentowych). W efekcie, przyspieszenie wzrostu gospodarczego i, w ogólności, pozytywne dane, przyczyniają się do stromienia krzywych dochodowości i kształtują bieżące wyceny przez kanał oczekiwań na zacieśnienie polityki pieniężnej w przyszłości. Ponadto, zakłada się, że w 2014 r. zniknie szereg obecnych w tym roku hamulców wzrostu dla Stanów Zjednoczonych, co powinno przyspieszyć wzrost gospodarczy w USA w okolice 3% (powyżej potencjału!). Równocześnie korzystać z lepszego globalnego klimatu będzie strefa euro, co zapewni ostateczny koniec recesji i przyspieszenie wzrostu gospodarczego ugrupowania z tempa glacialnego (0,5%) do ślimaczego (1,5%).

## Polityka pieniężna i fiskalna w paradygmacie stagnacyjnym

Obecny paradygmat bankowości centralnej nie uwzględni koniecznej skali redukcji stóp realnych w celu rozpędzenia gospodarki (pamiętajmy – naturalna stopa procentowa jest mocno ujemna). Jest to skala poza zasięgiem obecnej polityki banków centralnych, czy to z powodów politycznych, czy też z uwagi na niekorzystny bilans kosztów i korzyści w przypadku kontynuacji łagodzenia. W scenariuszu stagnacyjnym polityka pieniężna okazuje się więc być w ostatecznym rachunku nieskuteczna.

Większość wątpliwości dotyczących polityki monetarnej nie obejmuje jednak w takim scenariuszu polityki fiskalnej. Jest wiele powodów, dla których polityka fiskalna może być w stanie przewyciężyć pułapkę płynności. Przy zerowych stopach procentowych, dużym stopniu niewykorzystanych mocy produkcyjnych i wysokim bezrobociu, mnożniki fiskalne są wysokie. Nawet jeśli sektor prywatny nie może znaleźć wystarczającej liczby produktywnych przedsięwzięć do inwestowania, nie oznacza to, że nie ma przedsięwzięć o pozytywnym społecznym zwrocie (infrastruktura, nauka i technika, etc.), tym bardziej że w środowisku niskich stóp procentowych i ujemnych realnych stóp procentowych (w nieprzesadnie długich horyzontach czasowych) nietrudno o pozytywną analizę kosztów i korzyści. Takie inwestycje może podejmować sektor rządowy, zwłaszcza, że w otoczeniu ujemnych realnych stop procentowych zrównoważenie relacji dług / PKB jest łatwe. Polityka fiskalna, unikająca przedwczesnego zacieśnienia i nastawiona na zwiększanie długoterminowego potencjału gospodarki, byłaby optymalną odpowiedzią na stagnację, choć moment jej uruchomienia byłby zapewne uzależniony od uwarunkowań politycznych i możliwości wypracowania szerszego konsensusu wśród ekspertów.

## Warunki akceptacji nowego paradygmatu przez rynki i jego konsekwencje

Kiedy rynki finansowe mogą zainteresować się scenariuszem stagnacyjnym na poważnie, a nie tylko w kontekście ciekawostki teoretycznej? Odpowiedź na to pytanie znalazła się już na wstępie do niniejszego tekstu. Otóż wtedy, gdy po raz kolejny prognozy przyspieszenia gospodarki amerykańskiej nie zmaterializują się. Kolejne niewytłumaczalne załamanie koniunktury (a indeksy optymizmu są obecnie mocno napompowane), kolejny wiosenny

<sup>1</sup>Pamiętajmy, że krótkoterminowa stymulacja fiskalna była rozwiązaniem kontrowersyjnym nawet na przełomie lat 2008/2009. Niemniej, już teraz lody zaczynają pękać wraz z akceptacją mniejszej konsolidacji fiskalnej (także przez wyjątkowo w tym zakresie konserwatywny MFW; być może dają o sobie znać wpływy Oliviera Blancharda, głównego ekonomisty tej instytucji, który hipotezy Summorsa przynajmniej z góry nie odrzuca). Przejście do nowego paradygmatu byłoby właściwie skreśleniem całej polityki austerii w strefie euro.

soft patch i scenariusz stagnacyjny może znaleźć się w grze. Poniżej przedstawiamy kilka przypuszczeń, jak dyskontowanie scenariusza stagnacyjnego może przebiegać.

Wydaje nam się, że ewentualne wycenianie scenariusza stagnacyjnego powinno przebiegać w dwóch etapach. W pierwszym etapie zakwestionowany zostanie paradygmat tradycyjnej bankowości centralnej. Rynki zaakceptują konieczność wydłużonej stymulacji monetarnej metodami niestandardowymi przyznając jednocześnie jej impotencję w generowaniu wzrostu i oczekiwania inflacyjnych. Dopiero w drugim etapie inwestorzy (oraz decydenci polityczni) zastanowią się nad alternatywą dla polityki pieniężnej szybko dochodząc do wniosku, że obecny paradygmat konieczności konsolidacji fiskalnych jest w scenariuszu sekularnej stagnacji także chybiony. Uważamy, że luźniejsza polityka fiskalna jest politycznie znacznie łatwiejsza do zaakceptowania przez rynki niż bankowość centralna oparta na wyższej inflacji.

Przejście z etapu pierwszego do drugiego może zająć rynek finansowy sporo czasu, nie mówiąc już o fizycznych możliwościach koordynacji polityki pieniężnej z polityką fiskalną wobec nieskuteczności tej pierwszej (na chwilę obecną nawet nie wyobrażamy sobie sytuacji, w której bankier centralny mówi otwarcie, że nie da się nic zrobić i prosi polityków o wyższe wydatki). Z tego względu nie wydaje nam się, że już na obecnym etapie warto zastanawiać się nad różnicowaniem przedstawionych scenariuszy pod kątem reakcji rynkowej. Ważkość akceptacji paradygmatu stagnacyjnego będzie miała znaczenie na tyle doniosłą, że ewentualne przyspieszone oczekiwania koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej zostaną zepchnięte na drugi plan.

Tak więc akceptacja scenariusza stagnacyjnego będzie oznaczała znaczące spadki rentowności obligacji. Bez owijania w bawełnę - rentowności obligacji w USA stałyby się tak niskie jak w Japonii, a być może nawet niższe. Co do kierunku reakcja będzie identyczna jak w przypadku epizodów "kończenia się" poprzednich QE bez wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, zwłaszcza że banki centralne w krajach rozwiniętych nie będą miały innego wyboru, jak kontynuować stymulację monetarną, co najwyżej testując nowe narzędzia. Co ważne jednak, paradygmat stagnacyjny implikuje, że bankom centralnym i tak się nie uda, gospodarka znacząco nie przyspieszy a inflacja się nie pojawi. W takiej sytuacji krzywe rentowności mogą ulec historycznemu wypłaszczeniu. Paradoksalnie, scenariusz stagnacyjny implikował będzie solidne giełdowe rally powodowane kolejnym obniżeniem czynników dyskontujących (już teraz giełdy rosną nie tyle na wycenach zysków spółek w ujęciu wartości przyszłej, co bieżącej).

Akceptacja scenariusza stagnacyjnego będzie bardzo pozytywna także dla aktywów *emerging markets*. Wiara w konwergencję gospodarek dojrzałych i wschodzących sprawi, że uczestnicy rynku uwierzą także, że w najbliższej przyszłości stopy procentowe w gospodarkach wschodzących zostaną ścięte do zera i jest to tylko kwestią czasu. Zanim jednak ta perspektywa się zmaterializuje, rozpocznie się także polowanie na wyższe rentowności długu na rynkach wschodzących, które będzie oddziaływać w tą samą stronę co wiara w zerowe stopy procentowe. Co więcej, alokacja fizycznego kapitału przesunie się właśnie w kierunku tych rynków, gdyż jako kraje względnie ubogie w kapitał będą one oferować znacząco wyższą stopę zwrotu z inwestycji. Inwestorzy będą także bardzo chętnie finansować deficyty budżetowe na rynkach wschodzących, gdyż równoległe z istniejącym tam jeszcze (i wspomaganym alokacją fizycznego kapitału) wzrostem, można spodziewać się znaczącego ograniczenia ryzyka kredytowego.

Aspektem odróżniającym alokację w aktywa rynków dojrzałych i wschodzących będzie inflacja, która na tych drugich ma szansę się pojawić. Na pewno dotyczy ona wycen aktywów. Potencjał jest też bardzo znaczący w zakresie cen towarów i usług z całej gospodarki ze względu na znacząco mniejsze luki popytowe niż na rynkach dojrzałych. Moment jej pojawienia się może być jednak na tym etapie na tyle nieoczywisty (inwestycje zagraniczne mogą znacząco zwiększyć potencjał gospodarki), że początkowo będzie zepchnięty przez uczestników rynków finansowych na dalszy plan. Co więcej, wiele zależy od polityki pieniężnej, od możliwości a przede wszystkim celowości implementacji zacieśnienia w różnych krajach.



## Gospodarka polska: Rachunek bieżący nie tylko dla orłów

Bilans płatniczy, a w szczególności rachunek bieżący, nie należą do danych wdzięcznych do analizy. Duża zmienność, sezonowość i obecność silnych wahań przypadkowych to tylko niektóre z barier wejścia, które należy pokonać. Gdy jednak wyczyści się sezonowy, miesięczny szum, można z powodzeniem wypowiadać się o tendencjach, które w odróżnieniu od danych miesięcznych poddają się analizie ekonomicznej. Za pomocą filtra Hodricka-Prescotta wyodrębniamy komponenty trwałe, które naszym zdaniem w wystarczająco obrazowy sposób pokazują zachowanie poszczególnych sald rachunku bieżącego. Następnie przeprowadzamy dyskusję o przyczynach występowania danego trendu, jego wpływ na cały rachunek bieżący oraz perspektywy na przyszłość. W pobocznych wątkach analizy pokazujemy sposób, który pozwala analizować zależności przyczynowo-skutkowe między eksportem i importem, a także prezentujemy zmiany w strukturze geograficznej polskiego eksportu.

Polski rachunek bieżący znajduje się pod wpływem przeciwnych tendencji. Z jednej strony na całym rachunku ciąży saldo dochodów, którego deficyt charakteryzuje się trwałym, ujemnym trendem. Około połowy ujemnego salda dochodów pokrywa obecnie już trwale dodatnie saldo usług oraz, przynajmniej w kilkuletniej perspektywie, dodatnie saldo transferów bieżących. W takich warunkach nadwyżka na rachunku bieżącym możliwa jest do osiągnięcia tylko przy współdziałaniu rachunku handlowego. Saldo handlowe jest obecnie dodatnie i uważamy, że nie dojdzie – w odróżnieniu do poprzednich cykli – do jego szybkiego pograżenia w znaczącym deficycie. Z jednej strony jest to związane ze strukturalnie niższym importem, z drugiej z bardzo pozytywnymi tendencjami w eksporcie, wspomaganymi dywersyfikacją rynków zbytu. Wnioski? Rachunek bieżący w Polsce będzie jeszcze w najbliższych miesiącach bliski równowagi, natomiast jego pogorszenie w dalszej fazie cyklu będzie zdecydowanie mniejsze od obserwowanych historycznie.

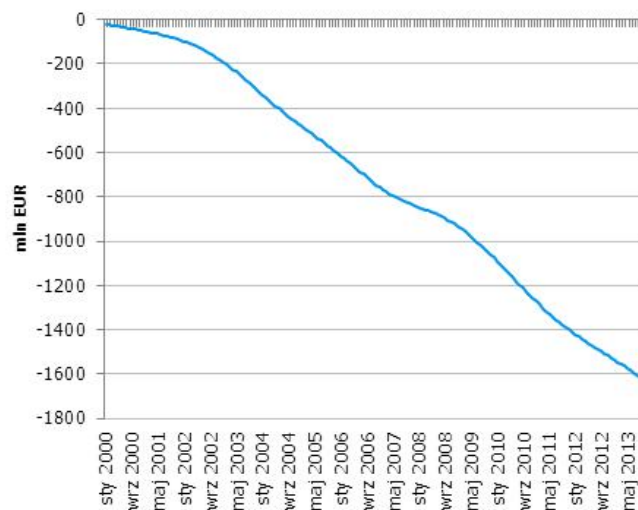
Implikacje rynkowe obserwowanych zmian na rachunku bieżącym są w najbliższej perspektywie pozytywne dla polskiej waluty, gdyż geneza poprawy na tym rachunku nie implikuje rychłego powrotu do deficytu w miarę rozpędzania gospodarki. Będzie to wyróżnikiem Polski na tle pozostałych rynków wschodzących i tarczą dla złotego wobec fali narastających oczekiwań na zmniejszenie stymulacji monetarnej ze strony Fed. W dłuższym okresie należy postawić pytanie o konsekwencje i możliwości odwrócenia trendu na rachunku dochodów a także możliwości utrzymania konkurencyjności eksportu. Wykracza to jednak poza ramy bieżącego opracowania i – prawdopodobnie – horyzont alokacji większości inwestorów. Poniżej przedstawiamy analizę tendencji w poszczególnych saldach rachunku bieżącego.

### Saldo dochodów

Saldo dochodów plasuje się w trwałym, spadkowym trendzie będąc obecnie jedynym trwałym źródłem deficytu na rachunku bieżącym. Jest to po części związane z rosnącym wolumenem długu publicznego (niestety w tym przypadku nie liczy się on w odniesieniu do PKB, lecz nominalnie), po części wynika zaś z faktu, że Polska jest importerem prywatnego kapitału produkcyjnego, który wymaga opłacenia w formie dywidend i odsetek. Ani dług nie zacznie nagle spadać, ani pozycja Polski jako importera kapitału w najbliższym czasie (liczonym w latach) się nie zmieni. Możemy

tym samym śmiało ekstrapolować bieżące trendy i twierdzić, że saldo dochodów będzie coraz większym obciążeniem dla rachunku bieżącego.

Wykres 1: Wieloletni trend spadkowy salda dochodów

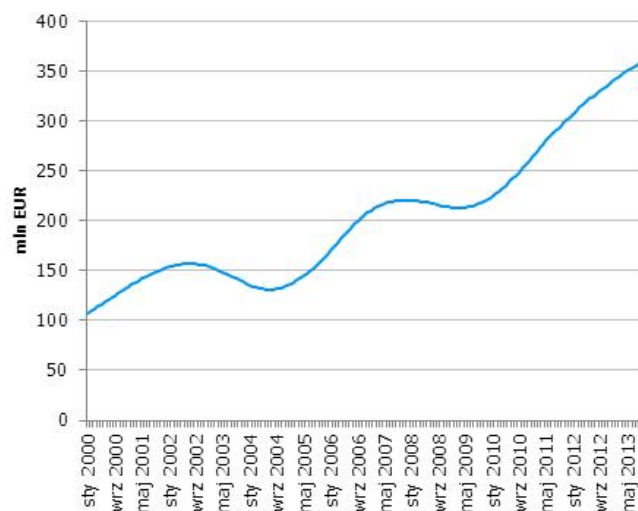


Źródło: NBP, opracowanie własne.

### Saldo transferów bieżących

Odmienne trend przejawia saldo transferów bieżących, które znajduje się w delikatnym trendzie wzrostowym, wspomagane napływem środków z UE. Choć nowa perspektywa UE gwarantuje Polsce pulę środków niewiele mniejszą od zagwarantowanej w poprzednim etapie wieloletniego budżetowania unijnego, wraz ze zwiększeniem polskiego dochodu narodowego również skala wpłat do budżetu unijnego będzie większa. Dodatkowo, coraz więcej środków unijnych powinno być księgowane na rachunku kapitałowym (dlatego niektóre instytucje analizują sumę transferów kapitałowych i bieżących). Przy analizie salda transferów należy zapamiętać, że uzupełnia ono tylko małą część luki generowanej przez saldo dochodów (dokładnie około jej ćwierci) i skala tego pokrycia powinna z biegiem czasu się zmniejszać.

Wykres 2: Wieloletni trend wzrostowy salda transferów bieżących

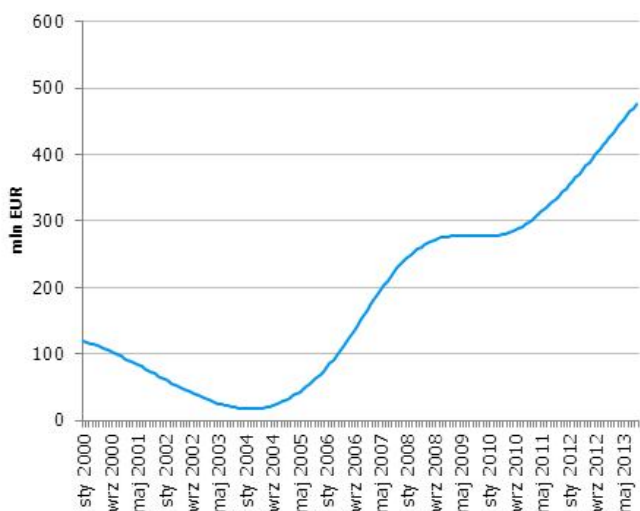


Źródło: NBP, opracowanie własne.

## Saldo usług

Dodatni trend przejawia także saldo usług. Polska jest atrakcyjna (i wysoko plasowana w rankingach) jako miejsce alokacji działalności usługowej zagranicznych korporacji, położenie w centrum Europy sprzyja wykorzystaniu polskich firm transportowych, bilans turystyczny również drastycznie się poprawia, głównie dzięki zwiększeniu wpływów od nierezydentów (nie dlatego zaś, że Polacy mniej podróżują). Te trzy elementy sprawiają, że dodatni trend na rachunku usług powinien się utrzymać. Podobnie jednak, jak w przypadku rachunku transferów, skala napływów z tego tytułu jest relatywnie mała i pokrywa około 1/3 deficytu na rachunku dochodów.

Wykres 3: Wieloletni trend wzrostowy salda usług

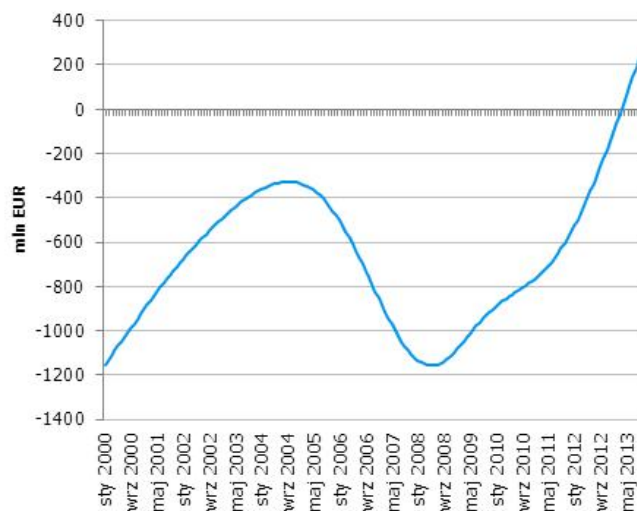


Źródło: NBP, opracowanie własne.

## Saldo handlowe

Najbardziej cyklicznym elementem rachunku bieżącego jest saldo handlowe. Po latach permanentnego deficytu, rok 2013 przyniósł nadwyżkę, zaś zmniejszenie negatywnego salda postępowo trwało od 2008 roku. Rachunek handlowy porusza się w rytm cyklu gospodarczego. Jego pogorszenie następuje w dojrzałej fazie cyklu koniunkturalnego oraz w czasie prawie całej fazy spowolnienia. Saldo z kolei zaczyna się poprawiać w dolnych punktach zwrotnych, a poprawa jest kontynuowana we wczesnej fazie ożywienia.

Wykres 4: Wieloletni trend salda obrotów towarowych



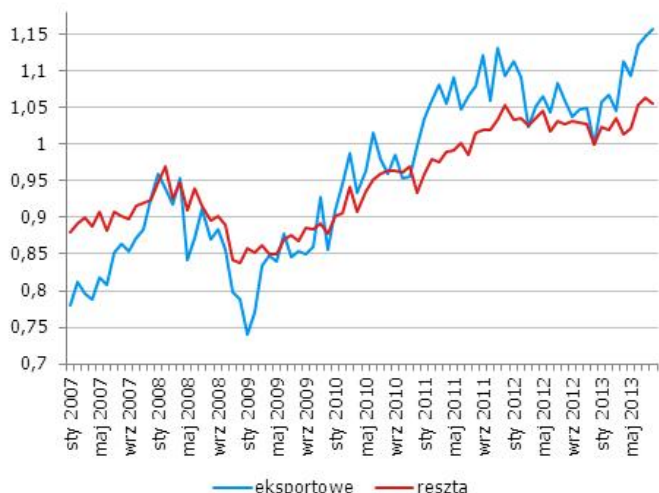
Źródło: NBP, opracowanie własne.

Oczywiście cykliczność rachunku handlowego to przejaw interakcji popytu krajowego i zagranicznego. Taki schemat może nie być jednak dokładnie powtarzany w przyszłości, w szczególności dotyczy to wyraźnego wchodzenia w deficyt w dojrzałych fazach cyklu koniunkturalnego, gdyż naszym zdaniem import nie ma podstaw, aby rosnąć tak szybko jak w poprzednich epizodach ożywienia, zaś eksport - wręcz przeciwnie.

Gorsze perspektywy importu podyktowane są faktem, że wzrosty konsumpcji widziane w latach prosperity (2006-2008) to trudna do powtórzenia przeszłość, tym bardziej że konieczność utrzymania dyscypliny kosztowej coraz bardziej eksportowych polskich przedsiębiorstw przekłada się na dyscyplinę płacową. Niższy import może być także pochodną innej struktury inwestycji. Realizacja dużych inwestycji publicznych z poprzedniej perspektywy finansowej wymagała znaczącego współdziałania inwestycji prywatnych (duży udział importowanych, specjalistycznych, nowych maszyn i urządzeń budowlanych, które wcześniej w takiej ilości nie były potrzebne). Tym razem konieczność współdziałania inwestycji prywatnych wydaje się mniejsza lub co najmniej nieoczywista, gdyż zakupione dobra inwestycyjne nie zdążyły się jeszcze zdeprecjonować, a więc także presja na import przy rozpędzaniu się inwestycji publicznych nie powinna być znaczna.

Perspektywy eksportu malują się zdecydowanie lepiej. Już na początku roku zaobserwowaliśmy wyraźne przyspieszenie eksportu. Na pierwszy rzut oka nie było ono widoczne w surowych danych eksportowych. Można je jednak zobaczyć jak na dłoni przez pryzmat właściwego podziału przetwórstwa przemysłowego. Podzieliliśmy sekcje polskiego przemysłu na dwie grupy: grupę sekcji eksportowych, w której znalazły się branże sprzedające ponad połowę swojej produkcji za granicę oraz grupę złożoną z pozostałych sekcji. Do pierwszej z grup zaliczyliśmy produkcję pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, produkcję pozostałych pojazdów, produkcję wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych, produkcję mebli, produkcję urządzeń elektrycznych, produkcję komputerów oraz produkcję tekstyliów. Następnie utworzyliśmy zagregowane indeksy produkcji sprzedanej przemysłu dla obu grup. W indeksach każda z sekcji ma wagę równą jej udziałowi w całkowitym eksporcie. Poniższy wykres przedstawia oba indeksy produkcyjne znormalizowane tak, aby przyjmowały wartość 1 w grudniu 2012 roku.

Wykres 5: Porównanie produkcji przemysłowej w sekcjach eksportowych oraz pozostałych

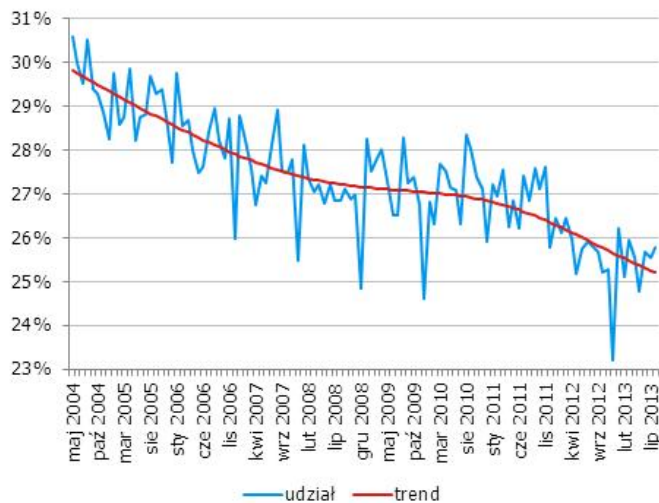


Źródło: Eurostat, GUS, opracowanie własne.

Analiza dostarcza kilku bardzo istotnych stwierdzeń. Po pierwsze, ożywienie w eksporcie było wyraźnie silniejsze niż w pozostałych, nie-eksportowych sekcjach przetwórstwa przemysłowego. Oznacza to, że eksport był motorem ożywienia w gospodarce polskiej i to właśnie popyt zagraniczny jest odpowiedzialny za dodatnie niespodzianki w eksporcie netto. Po drugie, sekcje eksportowe odbiły nieco tylko wcześniej niż nie-eksportowe, jednak kierunek zmian jest ten sam. Oznacza to, że efekty mnożnikowe eksportu są dodatnie, niemniej pojawiają się z bardzo niewielkim opóźnieniem (czas tego opóźnienia należałoby liczyć nie w miesiącach, lecz raczej tygodniach). Po trzecie wreszcie, porównując ożywienie sekcji eksportowych teraz i w 2009 roku widać wyraźnie, że obecne ożywienie było dużo silniejsze (już zaledwie po kilku miesiącach produkcja sekcji eksportowych wybiła się ponad poziom bezpośrednio poprzedzający spadki), tymczasem ekspansja gospodarki niemieckiej była znacznie słabsza niż w 2009 roku. Przyczyn szukalibyśmy w większej konkurencyjności polskiego eksportu (czujemy, bo nie widzimy, że nie tylko o cenową konkurencyjność chodzi), jednak bardziej istotne może być zdobywanie nowych rynków zbytu, nie tylko w kontekście możliwości zwiększenia samego wolumenu sprzedaży, lecz również większej dywersyfikacji pozwalającej optymalizować strukturę eksportową przedsiębiorstw, szczególnie w okresach słabszej koniunktury na jednym z rynków zbytu (intuicyjnie przeczuwamy, że przy obecności firmy na danych rynku koszty rozwinięcia działalności są zdecydowanie niższe od kosztu jej rozpoczęcia lub samej eksploracji; korzystniej przedstawia się także struktura czasowa takich operacji).

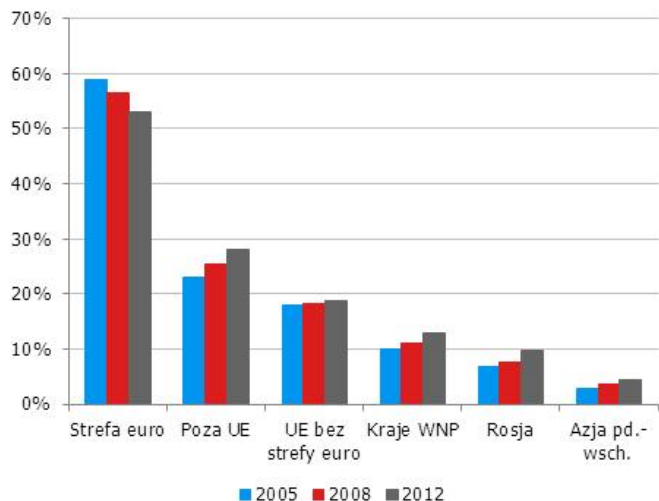
Dane wskazują na malejącą rolę państw zachodnioeuropejskich w polskich obrotach handlowych. Udział Niemiec w polskim eksporcie w ciągu ostatnich 8 lat spadł poniżej 25% z 29% odnotowanych 2005 roku. Podobnie udział państw strefy euro obniżył się z 59% w 2005 roku do 52% w ubiegłym roku. Stopniowo zmniejszający się udział państw eurolandu w polskich obrotach handlowych jest rekompensowany wzrostem znaczenia Azji oraz Rosji. W odpowiedzi na kryzys gospodarczy w strefie euro polscy przedsiębiorcy zdecydowali się na dywersyfikację partnerów handlowych. To bardzo pozytywna tendencja, zwłaszcza z perspektywy kosztów, czy zarządzania ryzykiem płynności dostaw na rynek krajowy.

Wykres 6: Udział Niemiec w polskim eksporcie



Źródło: Eurostat, opracowanie własne.

Wykres 7: Udział w polskich obrotach towarowych



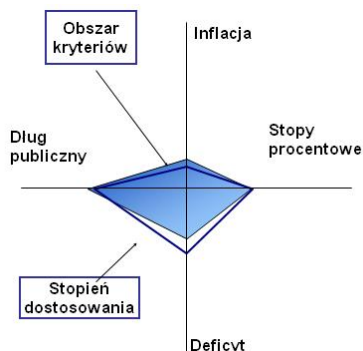
Źródło: GUS, opracowanie własne.

## Kryteria konwergencji\*

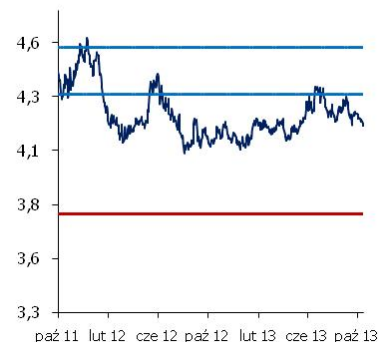
- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,6% (październik 2013)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,0% (październik 2013)
- Deficyt sektora GG: <3,0% PKB
- Dług publiczny:< 60,0% PKB
- Członkostwo w ERM2: 2 lata

Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 - wokół kursu z początku okresu obserwacji)

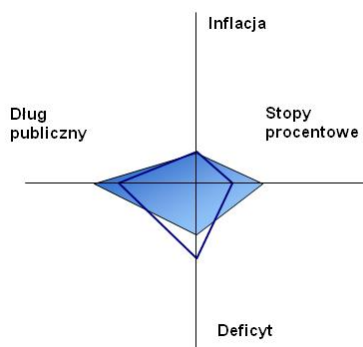
### POLSKA



- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,1% (październik 2013)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,0% (październik 2013)
- Deficyt sektora GG: 3,9% PKB (2012)
- Dług publiczny: 55,6% PKB (2012)
- Członkostwo w ERM2: nie



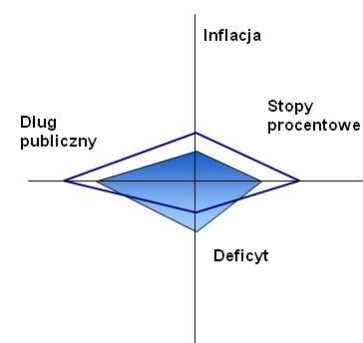
### CZECHY



- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,6% (październik 2013)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 2,1% (październik 2013)
- Deficyt sektora GG: 4,4% PKB (2012)
- Dług publiczny: 45,8% PKB (2012)
- Członkostwo w ERM2: nie



### WĘGRY



- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,5% (październik 2013)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 6,1% (październik 2013)
- Nadwyżka sektora GG: 1,9% PKB (2012)
- Dług publiczny: 79,2% PKB (2012)
- Członkostwo w ERM2: nie



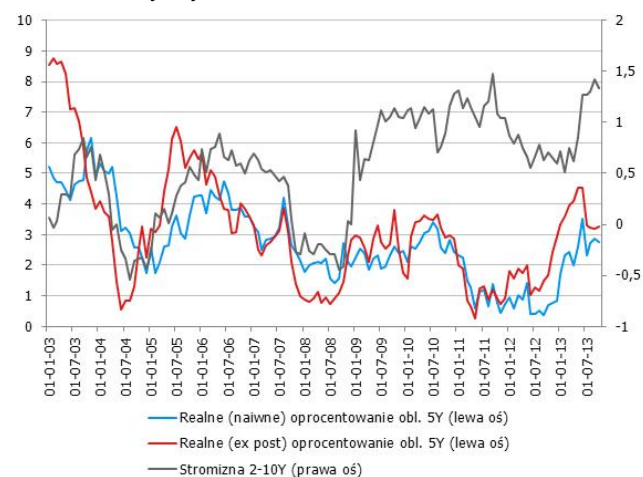
\*Kryteria konwergencji ze strefą euro zostały ustalone w Traktacie z Maastricht z 1992 r. i obejmują pięć obszarów: stabilność cen (inflacja HICP w okresie 12 miesięcy poprzedzających okres kwalifikacyjny nie może przekraczać średniej dla trzech krajów „referencyjnych” UE, o najniższej stopie inflacji o więcej niż 1,5 pkt. proc. - z wyłączeniem sytuacji, gdy dla któregoś z wybranych krajów poziom ten znacznie odbiega w dół od pozostałych ze względu na wyjątkowe okoliczności np. recesję), długookresowe stopy procentowe (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu nie może przekraczać o więcej niż 2 pkt. proc. średniej dla trzech krajów referencyjnych - z wyłączeniem sytuacji, gdy dla któregoś z wybranych krajów poziom ten znacznie odbiega w górę od pozostałych ze względu na wyjątkowe okoliczności np. brak dostępu do rynku finansowego), stabilność finansów publicznych (brak procedury nadmiernego deficytu, co wymaga utrzymania deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB, a długu publicznego poniżej 60% PKB), stabilność kursu walutowego (co najmniej dwa lata w systemie ERM2 bez poważnych napięć, czyli w granicach +/-15% od kursu centralnego) oraz zgodność legislacji (dostosowanie przepisów prawnych do wymogów UE). W naszym zestawieniu na bieżąco (w miarę publikacji danych przez Eurostat) monitorujemy stopień spełnienia pierwszych czterech kryteriów przez Polskę, Czechy i Węgry. Europejski Bank Centralny oraz Komisja Europejska co najmniej raz na dwa lata przygotowują raporty o konwergencji, oceniające stopień spełnienia kryteriów konwergencji, będący podstawą dla decyzji Rady UE o wyrażeniu zgody na przystąpienie danego państwa do strefy euro.

## Na rynku

### Rynek długu

Ciągle obowiązuje stary paradygmat (*secular stagnation* nie jest powszechnie akceptowanym poglądem), według którego kontynuacja globalnego ożywienia powinna zostać odzwierciedlona w wyższych stopach forwardowych. Determinacja banków centralnych do wydłużenia okresu niskich stóp i przestymulowania gospodarki (tzw. big push) jest jednak niezaprzeczalna, z drugiej zaś strony malejąca efektywność QE sugeruje nieuchronność tzw. taperingu. Dlatego właśnie widzieliśmy przez ostatnie tygodnie twist krzywych dochodowości na rynkach bazowych, ale również w takich EM jak Polska. Kluczowy oczywiście jest moment przeprowadzenia samego taperingu (reakcja rynku długu na globalne dane będzie prawdopodobnie wyolbrzymiona w nadchodzących tygodniach). Nie można oczywiście wykluczyć taperingu już w grudniu (posiedzenie FOMC 18 grudnia), jednak na chwilę obecną bardziej prawdopodobnie wydaje się, że wtedy FOMC przygotuje pod to tylko grunt... wzmacniając forward guidance. Może być to oczywiście pozytywne dla obligacji, jednak najbardziej dla tych w sektorze 3-5 lat, gdyż wzmocnienie forward guidance właśnie na krótkim końcu krzywej fiksuje stopy na zerowym poziomie (dobre paliwo dla strategii typu *no brainer*). Ale to jednak właśnie (niedominujące) ryzyko zmniejszenia zakupów trzyma w szachu polskich inwestorów, tym bardziej, że rodzime instytucje finansowe są pozbawione apetytu na ryzyko na koniec roku. Waluacje stają się jednak coraz bardziej atrakcyjne...

Wykres 1: Realne (ex post) oprocentowanie 5-letnich SPW i stromizna krzywej



Źródło: Bloomberg

W Polsce część ryzyk lokalnych została wyeliminowana (ryzyko niepodpisania ustawy o OFE przez Prezydenta i nieuchwalenia przyszłorocznego budżetu) lub oddalona w czasie (ruchy odśrodkowe w partii rządzącej). Obawy o zmianę struktury rynku długu pozostają nadal aktualne, portfel OFE miał jednak wyższą duration niż pozostałe portfele, stąd ryzyko emisji właśnie dłuższych papierów w kolejnych miesiącach jest znaczne. Dlatego też, pomimo atrakcyjnej w ujęciu statycznym stromizny polskiej krzywej obligacyjnej należy odpuścić sobie w tym miesiącu ultra agresywną alokację. Optujemy za obligacjami ze środka krzywej i nieco wyżej. Powinny one przyciągnąć te instytucje, które nie chciałyby odpuścić możliwości skorzystania z *carry* na koniec roku (plus te które szukają tylko płynności). Na podstawie dowodów anegdotycznych należy domniemywać, że pozycjonowanie na polskim rynku ob-

ligacyjnym może być obecnie neutralne, a większość agresywnych pozycji spekulacyjnych została wyeliminowana. Jednocześnie wciąż widać dalszy potencjał do łagodzenia stanowiska RPP pod wpływem niższej inflacji i negatywnych dla danych makro efektów kalendarzowych. Głównie ze względu na te ostatnie nie można spodziewać się intensyfikacji oczekiwań na zacieśnienie polityki pieniężnej w reakcji na dane za listopad.

### Rynek walutowy

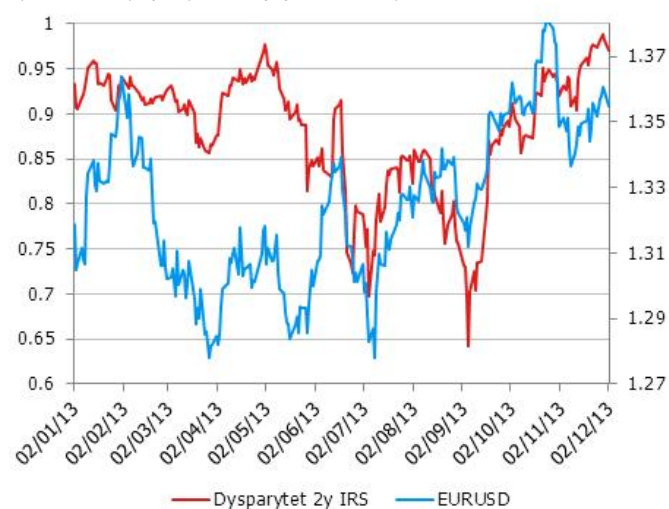
#### EURUSD

Nakreślony w poprzednim raporcie scenariusz stabilizacji EURUSD na wysokich poziomach okazał się trafny. Listopad zakończył się wyceną EURUSD na poziomie 1,3589, jednak w międzyczasie doszło do solidnej korekty notowań z 1,3818 do 1,3295. W obecnej chwili można śmiało stwierdzić, że obowiązuje przedział wahań 1,33-38 i tylko zmiany fundamentalne zdolne wybić kurs walutowy z tych widełek będą rzeczywiście zmianami istotnymi.

Co nowego wydarzyło się w ciągu ostatnich kilku tygodni?

Otóż okazało się, że ECB został w końcu zmuszony do działania (zaskakująco niski odczyt inflacji, w kolejnym miesiącu skorygowany) i niejako – do różnicowania produktu. Strefa euro nie jest w stanie w obecnej sytuacji funkcjonować przy wyższych stopach procentowych. Ożywienie postępuje, ale jest zbyt kruche, zbyt heterogeniczne i wrażliwe na negatywne sprzężenia zwrotne pomiędzy sektorem bankowym a rządowym (wrażliwość portfeli banków na wzrost stóp procentowych, zwłaszcza przy dużym udziale obligacji państwowych). Tym samym indukowane działaniami Fed wzrosty stóp procentowych przysporzyłyby nowych problemów cyklicznych strefie euro i odsłoniły stare, te bardziej strukturalne. Draghi musi kusić rynki dalszymi działaniami niestandardowymi, a ostatnia obniżka stóp pokazuje, że potrafi działać niespodziewanie. Niemniej chaos komunikacyjny płynący z Rady Gubernatorów sprawia, że nawet obniżki stóp zbijają stopy procentowe na rynku międzybankowym strefy euro do niskich poziomów, ale tylko przejściowo. Dysparytet wciąż nie przemawia za spadkami EUR. Aby do nich doszło konieczne jest dalsze, zdecydowane działanie ECB.

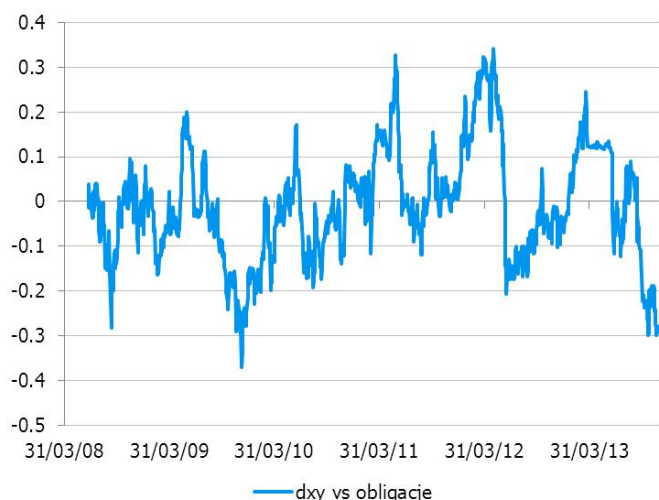
Wykres 1: Dysparytet stóp procentowych vs. kurs EURUSD



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Tymczasem USD nie pełni już roli waluty *safe haven*, tylko odgrywa rolę waluty coraz bardziej cyklicznej. Zwracamy uwagę na ten fakt, gdyż ostatnie korelacje (patrz wykres) wskazują, że amerykańska waluta będzie się umacniać przy wzrostach rentowności długu, a więc oczekiwania na normalizację polityki pieniężnej w USA. Zostawiamy na razie dywagacje o zmianie paradygmatu w polityce pieniężnej na boku – więcej czytaj w obszernej sekcji analitycznej. Niemniej skutki takiej zmiany dla EURUSD byłyby jasne – wzrost kursu. Zaznaczamy jednak, że jest do niej obecnie bardzo daleko. Tym samym dolar powinien się stopniowo umacniać, choć przyczynę do spadków EURUSD da dopiero faktycznie działanie Fed (tapering), a to historia na przyszły rok. Wcześniej większy potencjał do generowania spadków kursu mają niestandardowe działania ECB, jednak w tym względzie oczekiwania rynkowe są bardzo zmienne, a obstawianie konkretnego działania ze strony banku centralnego – ryzykowne. W najbliższym czasie range 1,33-38 powinien obowiązywać, choć spodziewamy się, że przed końcem roku wzrośnie zmienność.

Wykres 2: Korelacje dziennych zmian rentowności obligacji i zmian na indeksie DXY



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

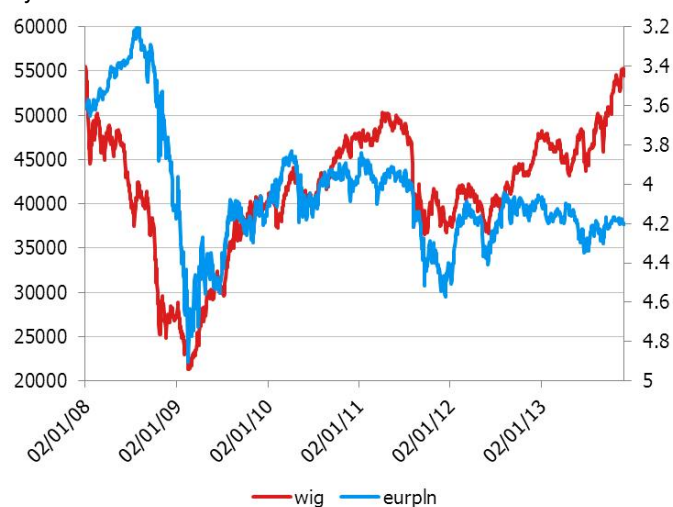
## EURPLN

Od czasu publikacji ostatniego komentarza złoty nieznacznie się osłabił do około 4,20. Niemniej osłabienie to było bardzo skromne, biorąc pod uwagę to, czego w tym samym czasie dokonał forint i czeska korona. Uważamy, że scenariusz powolnego umocnienia złotego jest nadal w mocy, w mocy są także przedstawione ostatnio argumenty. Nie będziemy ich powtarzać – zainteresowanych odsyłamy do poprzedniego miesięcznika.

W tym momencie chcielibyśmy naświetlić kwestię rozkorelowania złotego z giełdą (patrz rysunek). Widać wyraźnie, że przy bieżących poziomach indeksu wig, złoty mógłby być dużo mocniejszy (skala, na której odkładany jest EURPLN jest odwrócona); jeśli ktoś powoła się w tym miejscu na podobną asymetrię z rynkiem długu, nie będzie miał racji (rentowności nie utrzymują „odpowiedniej” korelacji ze złotym już od końca ubiegłego roku). Naszym zdaniem jest to związane z faktem, że inwestorzy przygotowują się na ograniczenie stymulacji ze strony Fed. Konsensus z kolei zakłada osłabienie walut EM, gdy to nastąpi. Nie jest zatem wykluczone, że nierezydenci kupujący polskie akcje jednocześnie zabezpieczają się sprzedażą PLN (zabezpieczają oni nie tyle

ryzyko idiosynkratyczne Polski, co ryzyko całego regionu – niemniej znaczącego osłabienia złotego nie widać, bo przepływy związane z funkcjonowaniem realnej gospodarki są w stanie przynajmniej równoważyć te związane z transakcjami niematerialnymi). Jest to scenariusz bardzo prawdopodobny, ostatnio główną siłą napędową dla ruchów na EURPLN są spekulacje właśnie odnośnie zachowania pary z USD, a nie z EUR. Prowadzi nas do tego prosta dedukcja oparta na fakcie, że korelacja dziennych stóp zwrotu z EURPLN i EURUSD w ostatnich miesiącach weszła ponownie na terytorium ujemne. Oznacza to, że PLN umacnia się, gdy USD się osłabia. Innymi słowy oczekiwania na tapering mogą obecnie ograniczać umocnienie polskiej waluty właśnie przez niepewność dotyczącą zmniejszenia QE i próby mitygowania tego zjawiska przez inwestorów.

Wykres 3: WIG a EURPLN



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

**Kalendarz publikacji danych**

Wskaźnik	Grudzień 2013	Styczeń 2014	Luty 2014
<b>POLSKA</b>			
Inflacja CPI	13	13-15	12-14
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	18	21-22	19-20
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	17	20-21	18-19
PKB	-	28-30	14-17
Koniunktura gospodarcza	20		
Podaż pieniądza M3	13	14	14
Bilans płatniczy	13	17	12
Inflacja bazowa	16	14-16	13-17
Oficjalne aktywa rezerwowe	6	7	7
Posiedzenie RPP	4	8	5
<b>STREFA EURO</b>			
Inflacja HICP	17	16	24
PKB	4	10	14
Posiedzenie ECB	5	9	6
<b>USA</b>			
Inflacja CPI	17	16	20
PKB	20	30	28
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	6	10	7
Zamówienia na dobra trwałe	24	28	27
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	2	2	3
Posiedzenie Fed	18	29	-

**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 opartej 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.