

9 maja 2014

Przegląd Makroekonomiczny

Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 66
ernest.pytlarczyk@mbank.pl

Marcin Mazurek
starszy analityk
tel. +48 22 829 01 83
marcin.mazurek@mbank.pl

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@mbank.pl

Marek Ignaszak
analityk
tel. +48 22 829 02 56
marek.ignaszak@mbank.pl

Departament Rynków Finansowych

Marcin Turkiewicz
transakcje walutowe
tel. +48 22 829 01 84
marcin.turkiewicz@mbank.pl

Bartłomiej Małocha
transakcje stóp procentowych
tel. +48 22 829 01 77
bartlomiej.malocha@mbank.pl

Departament Sprzedaży Rynków Finansowych

Bogusław Goleń
współpraca z klientami
tel. +48 22 829 02 11
bogdan.golen@mbank.pl

Inga Gaszkowska-Gębska
klienci finansowi
tel. +48 22 829 12 05
inga.gaszkowska-gebska@mbank.pl

Jacek Jurczyński
instrumenty strukturyzowane
tel. +48 22 829 15 16
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

Główne wskaźniki makroekonomiczne	2
Przegląd Makroekonomiczny w pigułce	3
Gospodarka polska: Solidna dezinflacja wspiera oczekiwania niskich stóp procentowych. Zmiana konsensusu nadejdzie w drugiej połowie roku.	4
Gospodarka polska: Czynniki ryzyka powiązane z gospodarką rosyjską i ukraińską wskazują w najbliższym czasie na podtrzymanie oczekiwań dot. niskich stóp procentowych.	8
Euromonitor	12
Na rynku	13
Kalendarz publikacji danych	15

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

	2009	2010	2011	2012	2013	2014F
PKB r/r (%)	1.6	3.9	4.5	2.0	1.6	3.5
Inflacja CPI r/r (średnio %)	3.5	2.8	4.3	3.675	0.9	1.0
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1.6	-4.5	-4.9	-3.5	-1.3	-1.9
Stopa bezrobocia (koniec okresu %)	12.1	12.4	12.5	13.4	13.4	13.0
Stopa ref. NBP (koniec okresu %)	3.5	3.5	4.5	4.25	2.5	2.5

	2013	2013	2013	2013	2014	2014	2014	2014
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1 F	Q2 F	Q3 F	Q4 F
PKB r/r (%)	0.4	0.8	2.0	2.7	3.0	3.0	3.6	4.3
Konsumpcja prywatna r/r (%)	0.0	0.1	1.0	2.1	2.3	2.6	2.8	3.1
Konsumpcja publiczna r/r (%)	0.1	5.0	3.0	3.1	2.0	2.0	2.0	3.0
Inwestycje r/r (%)	-2.4	-3.3	0.5	2.0	3.8	5.3	7.5	8.5
Inflacja (średnio %)	1.3	0.5	1.1	0.8	0.7	1.0	0.8	1.6
Stopa bezrobocia (koniec okresu %)	14.3	13.2	13.0	13.4	13.9	12.6	12.4	13.0
Stopa ref. NBP (% koniec okresu)	3.25	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
Wibor 3M (% koniec okresu)	3.39	2.73	2.67	2.71	2.71	2.72	2.72	2.72
Rentowność obligacji 2-letnich (%)	3.19	3.07	3.06	3.05	3.01	2.90	2.95	3.10
Rentowność obligacji 10-letnich (%)	3.94	4.34	4.48	4.35	4.23	3.90	4.30	4.80
EUR/PLN (koniec okresu)	4.18	4.33	4.22	4.15	4.17	4.20	4.10	4.00
USD/PLN (koniec okresu)	3.26	3.32	3.12	3.02	3.04	3.01	2.96	2.97
F - prognoza								

Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Paź 2013	Lis 2013	Gru 2013	Sty 2014	Lut 2014	Mar 2014	Kwi 2014
PKB i produkcja							
PKB (%)			2.7			3.1	
Popyt krajowy (%)			1.8				
Spożycie indywidualne (%)			2.1			2.7	
Nakłady brutto na środki trwałe (%)			2.0			6.0	
Wartość dodana (%)			2.7				
w przemyśle (%)			4.2				
w budownictwie (%)			-1.5				
w handlu (%)			3.1				
Produkcja przemysłowa r/r (%)	4.4	2.9	6.6	4.2	5.3	5.4	4.9
Produkcja przemysłowa m/m (%)	6.0	-6.2	-9.7	3.0	-1.8	9.4	-2.6
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	3.2	3.8	5.8	4.8	7.0	3.1	10.7
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	3.6	-5.8	17.3	-21.3	-0.6	12.5	7.2
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3834.2	3897.9	4221.5	3805.3	3856.6	4017.8	3984.1
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	3.1	3.1	2.7	3.4	4.0	4.8	4.0
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	1.7	1.7	8.3	-9.9	1.3	4.2	-0.8
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	-0.2	0.1	0.3	0.0	0.2	0.5	0.8
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	0.1	0.0	-0.2	0.3	0.0	0.1	0.1
Stopa bezrobocia (%)	13.0	13.2	13.4	14.0	13.9	13.5	13.0
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	0.8	0.6	0.7	0.5	0.7	0.7	0.7
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	1.4	1.1	1	0.4	0.9	1.1	1.0
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	-0.7	-0.3	-0.1	0	-0.1	-0.2	-0.2
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	-1.4	-1.5	-1	-1	-1.4	-1.3	-0.7
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	955.4	953.4	978.9	962.4	968.4	979.5	985.2
Podaż pieniądza r/r (%)	5.9	5.7	6.2	5.4	5.2	5.1	5.3
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	3.5	4.1	4.3	5.3	4.9	4.7	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	-0.4	0.1	0.2	1.9	2.3	3.0	
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	6.0	5.6	5.6	5.5	5.2	4.9	
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	7.5	7.5	10.0	8.8	7.7	7.4	
Zagranica							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	162	-803	-430	-825	-572	-185	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4.18	4.20	4.15	4.25	4.16	4.17	4.20
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3.08	3.09	3.02	3.15	3.01	3.03	3.03
Stopy procentowe							
Stopa interwencyjna NBP (%)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
Stopa lombardowa (%)	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
Stopa depozytowa (%)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
WIBOR 3M (%)	2.56	2.55	2.61	2.61	2.61	2.61	2.62
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	2.86	2.86	3.05	3.25	3.09	3.01	2.90
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	3.55	3.77	3.64	4.11	3.71	3.75	3.55
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	4.19	4.52	4.35	4.74	4.39	4.23	4.03
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	0.7	0.9	0.8	0.7	0.8	0.5	0.7
PKB w strefie euro r/r (%)			0.5				
Stopa podstawowa ECB (%)	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Inflacja w USA r/r (%)	1.0	1.2	1.5	1.6	1.1	1.5	
PKB w USA r/r (%)			2.6			0.1	
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 mierzymy się z uporczywie niską inflacją w Polsce i filtrujemy informacje dotyczące możliwych skutków ekonomicznych napięć za naszą wschodnią granicą.

Okolo 40% kategorii z koszyka inflacyjnego jest w Polsce dotkniętych zjawiskiem deflacji w ujęciu miesięcznym. Jest to wynik bliski historycznych maksimumów. Kluczem do objaśnienia niskiej inflacji w Polsce jest rozbieżność w reakcji na ożywienie gospodarcze cen dóbr i usług. Zjawisko deflacji dotyka zwłaszcza te pierwsze, które to w dużo większym stopniu są przedmiotem wymiany międzynarodowej i charakteryzuje je większa wrażliwość na poziom cen na rynkach międzynarodowych (niższe ceny to pokłosie spowolnienia krajów EM) i kurs walutowy. Umocnienie złotego w stosunku do dolara (o ok. 4% w stosunku do styczniowych maksimumów i walut EM) stanowi trudny do zaniedbania bufor. W przypadku Polski oddziałuje także specyficzny czynnik w postaci embarga na import części produktów żywnościowych, wprowadzony m.in. przez Rosję i Chiny. Momentum dezinflacyjne powiązane z cenami dóbr jest na tyle silne obecnie, że skutecznie szachuje oczekiwania na zacieśnienie monetarne w perspektywie najbliższego roku. Nie oznacza to jednak, że wycofujemy się z naszego scenariusza wzrostu inflacji w drugiej połowie roku. Dynamika cen usług przez ostatnią dekadę była stale dodatnia i dopiero w styczniu 2014 spadła poniżej 1%. Ceny usług w dużo większym stopniu, choć z opóźnieniem, odzwierciedlają jednak sytuację na rynku pracy i dynamikę płac. Opierając się na tych właśnie relacjach makroekonomicznych, uważamy że ziarna inflacji zostały zasiane i widzimy możliwość odwrócenia trendów inflacyjnych w II połowie roku. Wzrost ten może być dodatkowo stymulowany odwróceniem trendów na globalnym rynku żywności.

Ryzyka dalszego spadku inflacji i wygasanie oczekiwań na zacieśnienie monetarne w Polsce i Europie to w dużej mierze także skutek wydarzeń za naszą wschodnią granicą. Oczywiście nie jesteśmy w stanie, ani nie jest to naszą ambicją, przewidzenie finału konfliktu w sensie geopolitycznym. Wypełniamy natomiast lukę polegającą na konsolidacji szacunków wpływu wydarzeń w Ukrainie i Rosji w sensie zagregowanym na polską gospodarkę. Statyczne (negatywne) efekty kryzysu na Ukrainie związane z kanałem handlowym oszacowaliśmy na około 0,3% do 0,6% polskiego PKB. Z kolei wnioski płynące z badania koniunktury NBP sugerują, że obniżenie wyników finansowych przedsiębiorstw w związku z wydarzeniami na Wschodzie dotyczyć może niewielkiego odsetka przedsiębiorstw. Nie zaobserwowano także wzrostu ogólnej niepewności, z którą ujemnie skorelowane są inwestycje. Publikowane ostatnio indeksy PMI sugerują natomiast widoczne obniżenie zamówień eksportowych przy stabilnym i silnym pozytywnym wpływie zamówień krajowych. W zakresie natomiast wpływu na konsumentów nie widzimy na razie żadnych zagrożeń. Powtórka z 1998 roku, kiedy to polska

gospodarka zanotowała spadek kwartalny PKB w związku z tzw. kryzysem rosyjskim, jest bardzo mało prawdopodobna. Udział handlu z Rosją jest obecnie niemal o połowę niższy niż był pod koniec lat 90-tych, a reszta polskiego handlu jest i lepiej zdywersyfikowana i bardziej uzależniona od krajów konkurencyjnie odpornych na zmiany strumieni handlu (Niemcy).

Oczekujemy, że najbardziej istotny wpływ wydarzenia na Wschodzie mieć będą obecnie na rynki finansowe. Wyklarował się konsensus różnego rodzaju „siodłowych” ścieżek PKB. RPP jednak wydaje się nie uwzględniać ryzyk tego typu lub uwzględniać je w niewielkim zakresie. Widzimy zatem potencjał do negatywnych zaskoczeń, zwłaszcza w danych, które mają bezpośredni związek ze sferą produkcyjną i eksportową. Scenariusz taki uprawdopodobniają właśnie dwa ostatnie, niższe od prognozowanych odczyty indeksów PMI. Ten sam wpływ na oczekiwania menadżerów logistycznych echa wydarzeń na wschodzie mogą mieć na zawodowych prognostów, ekonomistów NBP, czy... członków RPP. Korekta oczekiwań odnośnie podwyżek stóp w Polsce (dalsze ich opóźnianie w czasie) wydaje się zatem w krótkim terminie bardzo prawdopodobna.

Gospodarka polska: Solidna dezinflacja wspiera oczekiwania niskich stóp procentowych. Zmiana konsensusu nadejdzie w drugiej połowie roku.

Biorąc pod uwagę historyczne standardy, inflacja w Polsce w ostatnich miesiącach pozostaje na bardzo niskim poziomie. Kwiecień był czterdnastym z rzędu miesiącem, w którym inflacja CPI znajdowała się poniżej dolnej granicy dopuszczalnych odchyłeń wokół celu inflacyjnego NBP – w historii jednocyfrowej inflacji jest to druga najdłuższa taka seria. Co więcej, obserwowany obecnie zanik inflacji okazał się w dużej mierze nieoczekiwany. Łączna skala zaskoczenia (mierzona 24-miesięczną sumą odchyłeń faktycznych realizacji od oczekiwań rynkowych) sięga poziomów nie notowanych od 2005 roku i z całą pewnością przebija ostatnią fazę dezinflacji.

W niniejszym artykule rzucamy nieco światła na strukturę i naturę niskiej inflacji w Polsce. Zwracamy jednak uwagę, że niska inflacja nie jest dana raz na zawsze i koncentracja na bieżących odczytach może prowadzić do zakotwiczenia oczekiwań i zwiększyć przestrzeń do późniejszych zaskoczeń. W szczególności, opierając się na istniejących relacjach makroekonomicznych, widzimy możliwość wzrostu inflacji w II połowie roku.

Stylizowane fakty o polskiej inflacji AD 2014.

Na niskie odczyty inflacji w ostatnich miesiącach złożyły się dwie zasadnicze przyczyny: brak nakładki paliwowo-żywnościowej oraz niska dynamika cen w koszyku bazowym, powszechnie uważana za pokłosie spowolnienia gospodarczego. Tym niemniej, dogłębna analiza, zwłaszcza jeśli wymagamy odeń wskazówek dotyczących kształtowania się inflacji w przyszłości, wymaga sięgnięcia do wewnątrz tych kategorii i określenia przyczyn spadku inflacji. W tym celu skorzystaliśmy ze szczegółowych danych Eurostatu na temat zharmonizowanych indeksów cen konsumenckich (HICP), sięgających 1996 roku.

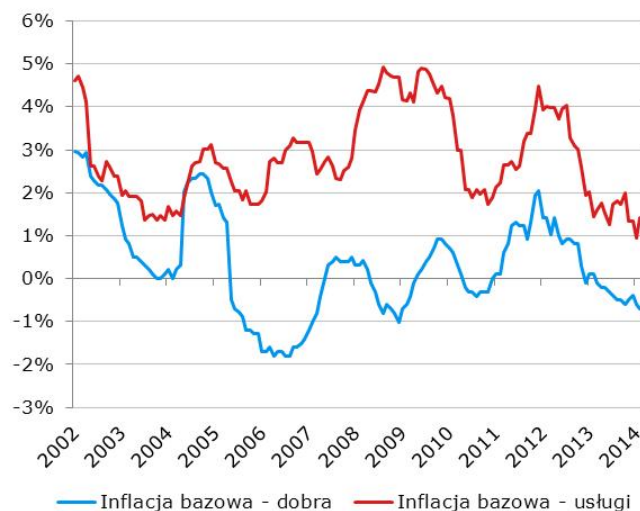
Różnica między dobrami a usługami.

W odniesieniu do koszyka bazowego, należy rozróżnić dobra i usługi. Powody, dla których ceny dóbr i usług powinny zachowywać się inaczej, są dobrze rozpoznane. Po pierwsze, dobra są w dużo większym stopniu przedmiotem wymiany międzynarodowej i charakteryzuje je większa wrażliwość na poziom cen na rynkach międzynarodowych. W efekcie, nieporównywalnie łatwiejsza jest substytucja importem. Po drugie, sektor dóbr cechuje się szybszym postępem technicznym i organizacyjnym, który wbija klin pomiędzy wzrost płac i cen. Jednocześnie, presja na wzrost płac w sektorze usług pozostaje niezmienną, a to przy dużo niższym tempie poprawy wydajności musi być rekompensowane wzrostem cen. Efekt ten wiązany jest z nazwiskami Balassy i Samuelsona.

Taki również wzorzec znajdujemy w danych. Na przestrzeni ostatniej dekady dynamika cen usług była stale dodatnia i wyższa od dynamiki cen dóbr bazowych (z wyłączeniem żywności, alkoholu, tytoniu i nośników energii). Co więcej, krótkoterminowe cykle są dużo mocniej zaznaczone w cenach dóbr niż usług. Sugeruje to, że dynamika cen usług jest, co do zasady, pochodną dynamiki płac i wielkości luki popytowej, zaś w przypadku cen dóbr rolę odgrywają również ceny dóbr importowanych oraz

efekty drugiego rzędu związane ze zmianami cen energii i kursu walutowego. Podobne zachowanie zaobserwowano również w Stanach Zjednoczonych. Potwierdzenie istnienia ważnych różnic między cenami dóbr i usług znajdziemy również w badaniach NBP, przeprowadzonych w oparciu o dane o większej szczegółowości.

Wykres 1: Dynamika cen usług i dóbr bazowych



Źródło: Eurostat

Jak szeroka jest dezinflacja?

Należy zadać pytania o to, jak szerokie są procesy dezinflacyjne. Innymi słowy, jak wielu elementów koszyka i jakiej części koszyka dotyczą spadki cen (dezinflacja napędzana przez głębokie spadki w wybranych kategoriach ma inne implikacje dla polityki pieniężnej niż dezinflacja dotycząca szerokiego wachlarza różnorodnych dóbr i usług). Proste przeliczenie elementów (definiowanych jako trzycyfrowe kody COICOP) wskazuje, że ujemną dynamiką r/r cen dotkniętych jest 43% koszyka (dane za luty b.r.), najwięcej w historii. Tym niemniej, ze względu na zróżnicowanie wag poszczególnych kategorii, a co za tym idzie – wkładu do zmian ogólnego wskaźnika cen konsumenckich, wygodniej jest analizować łączną wagę deflacyjnej części koszyka.

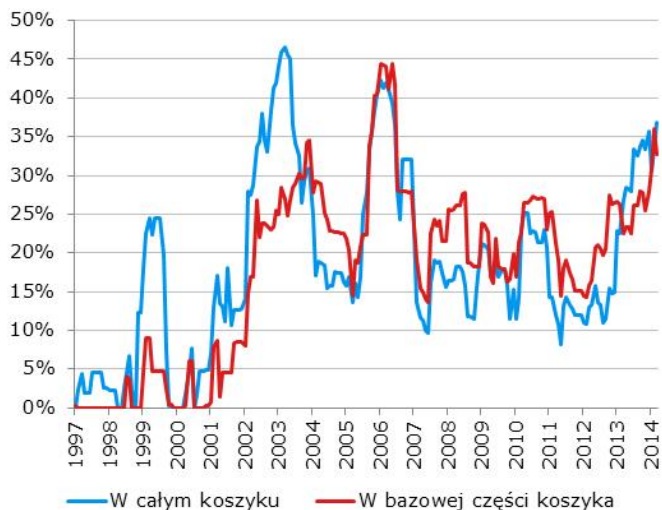
W ramach całego koszyka dóbr i usług konsumenckich elementy charakteryzujące się ujemną dynamiką r/r stanowiły w lutym b.r. 37% całości, zawężenie analizy do kategorii bazowych (z wyłączeniem żywności, energii, alkoholu i wyrobów tytoniowych) obniża ten odsetek jedynie nieznacznie, do 33%. Są to wielkości, jak pokazuje poniższy wykres, wyższe od średniej wieloletniej i bliskie rekordom notowanym w porównywalnym pod względem długości i intensywności okresie dezinflacji lat 2005-2006. W grupie tej znajdujemy wyroby przemysłowe takie, jak obuwie i ubrania, sprzęt RTV i AGD oraz samochody czy sprzęt sportowy, ale również niektóre usługi: ubezpieczenia, usługi telekomunikacyjne (na koniec 2013 r. kategoria łączność odpowiadała za 0.7 p. proc. spadku inflacji bazowej) i transport lotniczy. Łączny negatywny wpływ ujemnych dynamik cen w kategoriach spadkowych to w latach 2013-2014 1-1,4 p.proc., w bazowej części koszyka

¹Peach, Rich, Linder, (2013), The Parts are More Than the Whole: Separating Goods and Services to Predict Core Inflation, Current Issues in Economics and Finance, NYFed.

²Macias i Makarski (2013) stwierdzają, że ceny usług zmieniają się istotnie rzadziej od cen dóbr, są również „sztywne z dołu”, tzn. spadki zdarzają się dużo rzadziej niż w przypadku dóbr, a zero stanowi istotną cezurę w rozkładzie obserwowanych zmian cen.

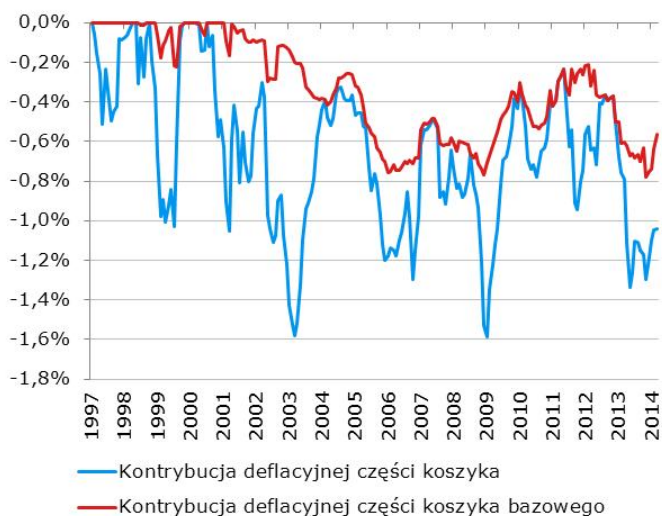
ok. 0.6-0.8 p.proc.

Wykres 2: Udział elementów koszyka inflacyjnego, których ceny spadają r/r



Źródło: Eurostat

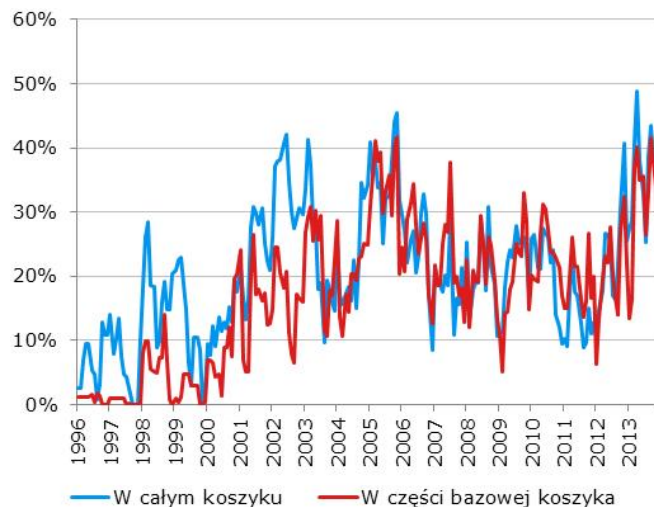
Wykres 3: Wkład elementów koszyka inflacyjnego, których ceny spadają r/r, do inflacji



Źródło: Eurostat

Co oczywiste, dynamika r/r cen może informować o istotnych zmianach z opóźnieniem. Dlatego też, warto obserwować „szybszą” i nieobciążoną efektami bazowymi miarę, jaką jest impet (momentum) procesów inflacyjnych (trzymiesięczna średnia ruchoma dynamik m/m), godząc się na jej większą zmienność i wpływ sezonowości w części kategorii. Okazuje się, że w kategoriach momentum rozpowszechnienie procesów dezinflacyjnych jest jeszcze wyraźniejsze (por wykres poniżej) i sięga 40% koszyka. Ich negatywny wkład do spadającego momentum inflacji (o którym pisaliśmy kilkakrotnie) przekracza już 0,1 p. proc. (zannualizowane 1,2 p.proc.) i systematycznie rośnie w czasie.

Wykres 4: Udział elementów koszyka inflacyjnego, których ceny charakteryzują się ujemnym momentem

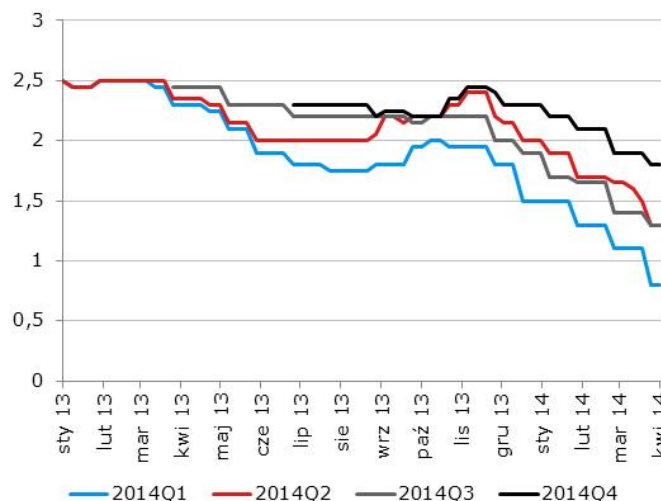


Źródło: Eurostat

Wyglądając w przyszłość – druga połowa roku

Konsekwencją niemal nieprzerwanej serii negatywnych zaskoczeń danymi o inflacji jest konieczność rewidowania oczekiwań i korekty prognoz. W efekcie, powrót inflacji do celu na koniec 2014 roku, jeszcze pół roku temu uważany za pewnik, dziś został przesunięty na rok 2015, a konsensus w odniesieniu do ostatnich miesięcy b.r. plasuje się już poniżej 2% (por. wykres poniżej). Konieczność rewizji nie oszczędziła również prognozowanej przez nas ścieżki inflacji.

Wykres 5: Zmiana w czasie mediany prognoz inflacji na kolejne kwartały roku 2014



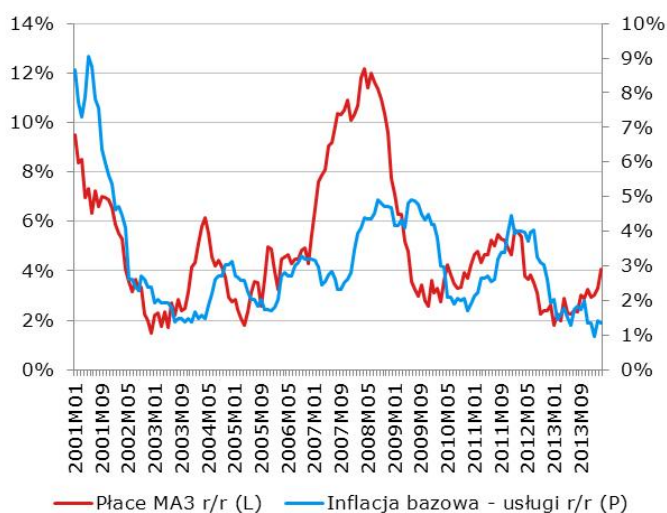
Źródło: Bloomberg

W takich okolicznościach wątpliwości odnośnie do wzrostu inflacji w II połowie roku mogą być zasadne. Dlaczego zatem prognoza przyspieszenia dynamiki CPI pod koniec roku powinna być utrzymana? Jak w świetle przedstawionych wyżej faktów może wyglądać odbudowa presji inflacyjnej w polskiej gospodarce?

Skoro siłą napędową dla wzrostów cen usług są płace, to powinniśmy w danych statystycznych obserwować zależność między

dynamiką płac, a dynamiką cen usług. Tak rzeczywiście jest (patrz wykres poniżej), a historyczne opóźnienie między nimi sięga 8-12 miesięcy. Dlaczego zatem obserwowany od początku 2013 roku trend wzrostowy płac nominalnych nie przełożył się na inflację w obszarze usług? W dużej mierze wynika to ze specyficznego zachowania cen łączności, które przypisać można raczej walce konkurencyjnej w ramach oligopolistycznego rynku niż perspektywom popytu konsumenckiego. Ponadto, punkty zwrotne w cyklu płac nie zawsze mogą być jednoznacznie wyznaczone w danych miesięcznych, co stanowi dodatkowe źródło niepewności. Wreszcie, biorąc pod uwagę postępujące zacieśnienie rynku pracy (co różni obecną fazę ekspansji od poprzedniej), można oczekiwać kontynuacji trendu wzrostowego płac, co powinno przełożyć się na szybsze wzrosty cen usług ze zwyczajowym opóźnieniem.

Wykres 6: Dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw a dynamika cen usług



Źródło: GUS, Eurostat

W przypadku cen bazowych dóbr przemysłowych zależność od stanu rynku pracy i wielkości niewykorzystanych mocy produkcyjnych w gospodarce krajowej jest dużo słabsza. Ponieważ jednak gospodarka światowa z dużym prawdopodobieństwem operuje istotnie poniżej potencjału, a nadwyżki mocy wytwórczych są niemałe, możliwość pojawienia się presji na wzrost cen jest niewielka. Innymi słowy, bez istotnego osłabienia złotego trudno spodziewać się, aby Polska importowała coś innego niż deflację.

Bazowa część koszyka stanowi około 2/3 koszyka inflacyjnego, jest to równocześnie najbardziej stabilna jego część. Pozostałe kategorie (żywność, energia), pomimo bardzo niskiej zmienności w ostatnich latach, historycznie rzecz biorąc charakteryzowały się większym wkładem do inflacji CPI i nie powinny być zaniedbywane. W tej grupie, ze względu na istotny wzrost cen rynkowych od początku 2014 roku, najwięcej uwagi przykuwają ceny żywności. Istotnie – część surowców rolnych notuje od początku roku wysokie, dwucyfrowe niemal wzrosty cen, zaś indeksy cen żywności (MFW, FAO) zdecydowanie wybiły się z lokalnych minimów notowanych pod koniec poprzedniego roku. Zdając sobie sprawę z istnienia dość wyraźnego (aczkolwiek opóźnionego) przełożenia cen żywności na rynkach globalnych na ceny polskie należy zauważyć, że:

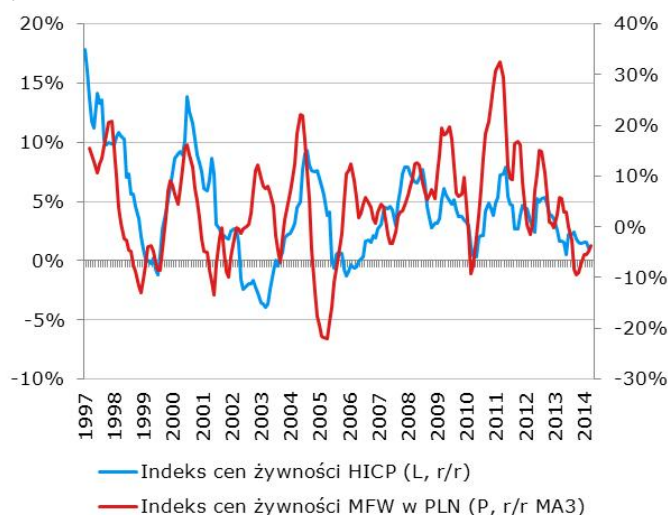
- Jak na razie wzrosty cen na rynkach globalnych pozostają

umiarkowane (ok. 10%), biorąc pod uwagę doświadczenia historyczne.

- Z perspektywy polskiej ważniejsze są ceny surowców wyrażone w złotych – tu zaś umocnienie złotego w stosunku do dolara (o ok. 4% w stosunku do styczniowych maksimów) stanowi trudny do zaniedbania bufor.
- W przypadku Polski oddziałuje specyficzny czynnik w postaci embarga na import części produktów żywnościowych, wprowadzony m.in. przez Rosję i Chiny. Konieczność zbycia niesprzedanego eksportu na rynku krajowym stwarza presję na spadek cen żywności, która w najbliższym czasie łagodzić będzie wpływ czynników globalnych.

Globalne ceny żywności należy oczywiście obserwować i kontynuacja ich wzrostów będzie kolejnym argumentem za przyspieszeniem inflacji w II połowie roku.

Wykres 7: Ceny surowców rolnych na rynkach globalnych a ceny żywności w Polsce



Źródło: MFW, Eurostat, Bloomberg

Podsumowanie i implikacje rynkowe

W chwili obecnej uparczywie niska inflacja jest jednym z czynników wspierających wyceny polskich SPW wzdłuż całej krzywej i trzymającej stromizny na umiarkowanych poziomach. Stabilna i niska inflacja zapewnia również Radzie Polityki Pieniężnej komfort systematycznego odkładania decyzji o stopach procentowych. Również oczekiwania rynku w tym zakresie pozostają nader łagodne – w momencie pisania niniejszych słów kontrakty FRA oceniają nadchodzący cykl zacieśnienia polityki pieniężnej jako ekstremalnie łagodny, obejmujący zaledwie dwie podwyżki (pierwsza w połowie przyszłego roku, druga na koniec).

Gdy inflacja zacznie przyspieszać, oczekiwania inflacyjne zapewne zachowają się tak, jak mają w zwyczaju, rosnąc w ślad za inflacją, nawet jeśli ta ostatnia pozostanie wciąż relatywnie niska w stosunku do historycznych notowań. W efekcie, wzrosty rentowności na długim końcu krzywej uprawdopodobnią się, zwłaszcza jeśli stanie się to w korzystniejszym otoczeniu geopolitycznym i w sytuacji, gdy gospodarka będzie przyspieszać po związanej z ukraińsko-rosyjskim konfliktem zadyszce. Wówczas kluczowa stanie się funkcja reakcji Rady Polityki Pieniężnej i jeśli rynek uwierzy w to, że Rada uwierzy w inflację, powinno to doprowadzić do „odklejenia” również krótkiego końca. W międzyczasie zachęcamy do obserwacji, a przedmiotem zainteresowania powinna



stać się skala zacieśnienia rynku pracy i narastania presji płacowej (zwłaszcza jeśli kolejny raz prognozy NBP okażą się w tym zakresie zbyt konserwatywne), a także pierwsze oznaki odzyskiwania przez inflację wigoru – czyni to miary momentum szczególnie interesującymi. W sytuacji jednak, gdy uwaga rynku skierowana jest na razie gdzie indziej (środowisko niskiej inflacji, polityka ECB, symptomy przekładania się cyklicznych trudności w Rosji i Ukrainie na polskie dane) nie zalecamy tu nadmiernej nadgorliwości, aby uniknąć falstartu i przedwczesnego budowania pozycji na czynnikach krajowych. Przyjdzie na nie czas w drugiej połowie roku.

Gospodarka polska: Czynniki ryzyka powiązane z gospodarką rosyjską i ukraińską wskazują w najbliższym czasie na podtrzymanie oczekiwań dot. niskich stóp procentowych.

Napięcia na Wschodzie generują nagłówki gazet już od kilku tygodni. W naszych dotychczasowych publikacjach pojawiały się szacunkowe szacunki wpływu wydarzeń wschodnich na polską gospodarkę, jednak do tej pory nie dokonaliśmy ich konsolidacji. Niniejszym artykułem wypełniamy tę lukę.

Co chcieliśmy, a czego nie chcieliśmy osiągnąć przez tę analizę

Zaznaczamy od razu, że naszą ambicją nie jest przewidzenie finału konfliktu w sensie geopolitycznym. Scenariusz wojny na Wschodzie i jej rozlania się na pozostałe kraje to scenariusz o małym prawdopodobieństwie i wysokich stratach. Niemniej jednak, zerojedynkowy charakter tego wydarzenia sugeruje, że liczenie „średniego” scenariusza w kontekście wartości oczekiwanej nie ma sensu. Naszą ambicją nie jest także prowadzenie analiz sektorowych. Zamiast tego warto skupić się na efektach psychologicznych eksponujących motyw napięcia pomiędzy Ukrainą i Rosją (wpływ na sentyment) oraz stricte gospodarczych, wynikających z powiązań handlowych Polski z Ukrainą i Rosją – w obydwu przypadkach operujemy w skali makro. Zaznaczyć w tym miejscu należy, że Rosja stanowi w sensie gospodarczym znacznie istotniejszy problem, gdyż dużo większy jest jej udział w eksporcie Polski (prawie 3 razy wyższy niż Ukrainy) i to stamtąd – poprzez ewentualne działania odwetowe – płynąć będą ewentualne dalsze działania zaburzające Polski handel. Dla przypomnienia wspomnimy, że Polska – jako kraj członkowski UE – sankcji na Rosję nakładać nie może, ewentualnie wykonywać może tylko zalecenia narzucone przez Brukselę.

Kanały wpływu konfliktu Rosja-Ukraina na Polskę

Konflikt na wschodzie wybuchł w momencie, kiedy cyklicznie Ukraina i Rosja znalazły się w obliczu silnego spowolnienia. Nie ulega wątpliwości, że dzięki jego zaistnieniu tendencje cykliczne zostaną pogłębione (kanał niepewności politycznej i gospodarczej, efekty zmian granic celnych, możliwa eskalacja sankcji wobec Rosji, negatywne konsekwencje skokowej deprecjacji walut tych państw). Mechanizm propagacji tego szoku na gospodarkę polską można sobie wyobrazić z wielu punktów widzenia:

- Bezpośrednio, przez polski eksport do Rosji i Ukrainy.
- Pośrednio, przez polski poprzez eksport zaopatrzeniowy do krajów trzecich prowadzących handel z Rosją i Ukrainą; w tym zakresie najbardziej znaczącym ogniwem są Niemcy.
- Bezpośrednio, przez transport (dłuższe czasy przejazdów, bardziej uciążliwe kontrole, utrata części strumienia transportowego via Ukraina z Rosji i Kazachstanu) i handel przygraniczny.
- Bezpośrednio, przez obniżenie rentowności polskich przedsiębiorstw ulokowanych na Ukrainie w celu wykorzystania niższych cen na granicy Rosja-Ukraina niż na granicy Polska (UE)-Rosja.
- Pośrednio, przez wpływ efektu niepewności na decyzje gospodarstwo domowych i przedsiębiorstw.

Kanał handlowy

Efekty 1-2 są relatywnie proste do wyliczenia (przynajmniej w pierwszym, statycznym przybliżeniu), przy założeniu różnych scenariuszy wyhamowania rosyjskiego i ukraińskiego popytu. Dla efektów pośrednich i bezpośrednich łącznie (wyliczonych na podstawie udziałów eksportu i importu w rachunkach narodowych) prezentujemy je w tabeli. Jednostką miary jest odsetek polskiego PKB (w punktach procentowych), o który dany scenariusz zaniża ścieżkę ekspansji polskiej gospodarki. Nasz scenariusz bazowy to przedział 0,3-0,6 pp., który ma szansę realizacji, gdy import z Ukrainy i Rosji obniży się o ok. 5-10%.

Wykres 1: Szacunkowy wpływ spowolnienia w Rosji i na Ukrainie na wzrost PKB w Polsce

Spowolnienie importu z Rosji (%)	Spowolnienie importu z Ukrainy (%)								
	5	10	15	20	25	30	40	50	100
5	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	1,0	1,1	2,1
10	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,2	1,4	2,3
15	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,4	1,6	2,5
20	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,6	1,8	2,7
25	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,8	2,0	2,9
30	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8	2,0	2,2	3,1
40	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,5	2,6	3,6
50	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,9	3,1	4,0
100	4,4	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8	5,0	5,2	6,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

Są to oczywiście szacunki statyczne, które traktowalibyśmy w każdym przypadku jako realizację najbardziej skrajną. Część niezrealizowanego eksportu może zostać sprzedana na polskim rynku, mając tym samym spadkowy wpływ na ceny, i z pewnym opóźnieniem przyczynić się do wystąpienia pozytywnych efektów popytowych. Pierwszą część tego kompensującego mechanizmu mieliśmy już szansę zaobserwować na rynku mięsa (embargo rosyjskie), gdzie doszło do znaczącego obniżenia cen; w sprawie efektów popytowych tego szoku nie jesteśmy się jednak w stanie wypowiedzieć. Co ciekawe jednak, nasze szacunki pokrywają się z drobiazgowymi obliczeniami dokonanymi przy pomocy (również statycznych) efektów powodowanych przez podwyżki cel, osłabieniem kursu rubla, hrywny czy też szacunkami dokonywanymi na podstawie funkcji odpowiedzi na impuls z modeli dynamicznych.

Wpływ na wyniki przedsiębiorstw

Ilościowa kwantyfikacja efektów 3-4 jest zdecydowanie trudniejsza, gdyż dochodzą do nas jedynie informacje na szczeblu mikro dot. poszczególnych przedsiębiorstw. Możemy jedynie potwierdzić istnienie tego efektu, oczywiście o charakterze negatywnym, niemniej nie jesteśmy w stanie przełożyć go na efekty popytowe,

³Rosja jest najważniejszym lub jednym z najważniejszych odbiorców dla dużej liczby największych wartościowo pozycji w polskim eksporcie. Możliwości reorientacji geograficznej eksportu dla tych pozycji są bardzo ograniczone, przynajmniej w krótkim okresie. Dodatkowo, fakt dużej granulacji eksporterów sprawia, że walka o nowe rynki zbytu może być trudna. Wcale nie przekreśla to jednak naszego scenariusza, w którym dochodzi do sprzedaży na krajowym rynku (przynajmniej w okresie przejściowym).

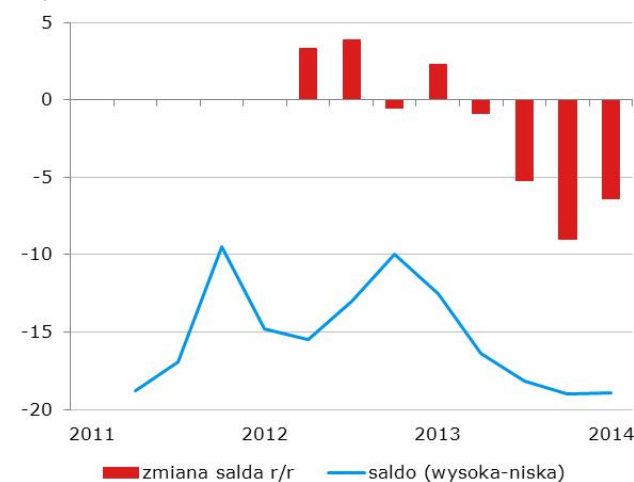
istotne dla gospodarki; negatywny wpływ na wyniki przedsiębiorstw odzwierciedla się już w statycznych efektach handlowych – w tym konkretnym przypadku interesuje nas pytanie o skalę i sposób dostosowania przedsiębiorców do nowych warunków. Wnioski płynące z badania koniunktury NBP sugerują, że problemy dotyczą niewielkiego odsetka przedsiębiorstw (11% przedsiębiorstw zajmujących się logistyką i przeładunkiem sygnalizuje kryzys rosyjsko-ukraiński jako swoją barierę rozwoju) lub też dominację osiągającą w sektorach nie przyczyniających się w największym stopniu do generowania wartości dodanej (np. tekstylia). W stosunku do medialnego nagłośnienia wydarzeń skala negatywnych wypowiedzi respondentów jest (na razie?) niewspółmiernie niska.

Kanał niepewności

Badania NBP oferują lepszy wgląd w efekt numer 5 poprzez znajdujące się w ankietach dla przedsiębiorstw pytania dot. niepewności. Nie zaobserwowano żadnego wzrostu ogólnej niepewności, z którą inwestycje są ujemnie skorelowane (tj. przedsiębiorstwa oceniające sytuację jako bardziej niepewną są mniej skłonne do podejmowania inwestycji). Być może jest to tylko cisza przed burzą, ankiety zbierane były bowiem jeszcze w I kwartale, jednak wydaje nam się, że dopóki nie obserwujemy otwartych działań wojennych, dopóty ostatecznie wykazany wzrost niepewności nie powinien być na tyle znaczący, aby wykołeić cykl inwestycyjny. Publikowane ostatnio indeksy PMI sugerują widoczne obniżenie zamówień eksportowych przy stabilnym i silnym pozytywnym wpływie zamówień krajowych. Pamiętając, że odpowiadają menedżerowie logistyczni (a więc odpowiedzi nie są w 100% obiektywne i zawierają jeszcze pewną dozę sentymentu, a także mogą być wrażliwe na wszelkie przejściowe zaburzenia łańcucha dostaw), można pokusić się o stwierdzenie, że efekt „wschodni” jest w tym momencie izolowany i nie przekłada się na inne – prócz eksportu – wskaźniki dla polskiej gospodarki.

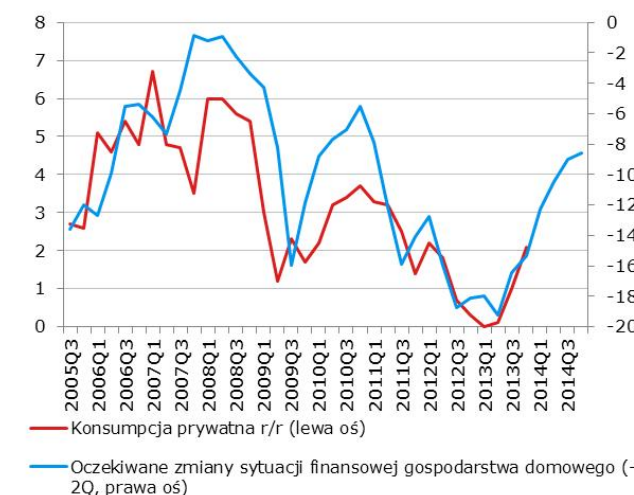
W zakresie natomiast wpływu na konsumentów nie widzimy na razie żadnych zagrożeń, gdyż wpływu na optymizm nie obserwowaliśmy żadnego, a przejściowy szok tego typu nie powinien wpływać na decyzje przedsiębiorstw w zakresie redukcji zatrudnienia (koszty takiego przedsięwzięcia mogą być za duże w przypadku tymczasowego szoku). Oczywiście część firm może w ostateczności wstrzymać decyzje o dodatkowym zatrudnieniu (duża korelacja z inwestycjami), jednak na obecnym etapie jest to tylko ryzyko, gdyż wskaźniki zatrudnienia w najbardziej popularnych wskaźnikach koniunktury pną się w górę (a jest to zmienna charakteryzująca się dużą inercją).

Wykres 2: Oceny niepewności sytuacji w ankiecie NBP kierowanej do przedsiębiorstw



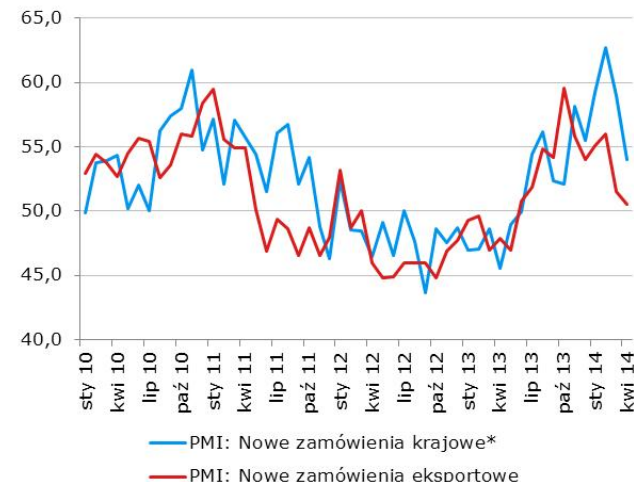
Źródło: NBP

Wykres 3: Konsumpcja prywatna a koniunktura konsumentcka



Źródło: GUS

Wykres 4: Ocena stanu zamówień krajowych i zagranicznych w PMI



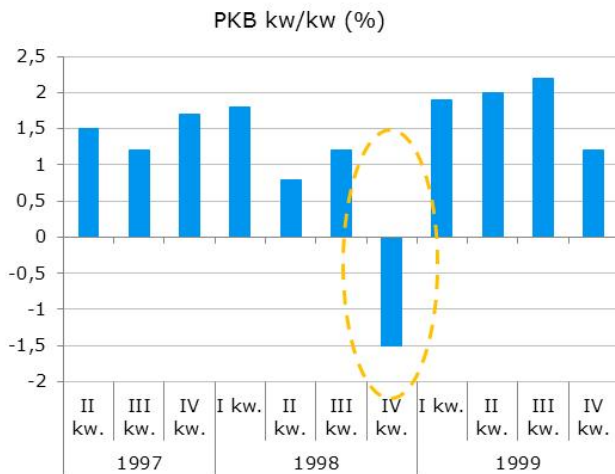
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Markit (założono strukturę 60:40)

Reasumując, kryzysem rosyjsko-ukraińskim mogą zostać dotknięte niektóre sektory eksportowe i usługowe, zaś w kontekście popytowego rozdysponowania PKB zdecydowanie bardziej inwestycje niż wydatki konsumpcyjne; nawet jednak w tych pierwszych pierwsza faza konfliktu nie spowodowała znaczącego wzrostu niepewności wśród przedsiębiorców, która mogłaby powstrzymać chęć ponoszenia nowych wydatków inwestycyjnych.

Czy powtórka z 1998 roku jest możliwa?

To pierwsze pytanie, które nasuwa się po lekturze czynników ryzyka. Odpowiedź jest naszym zdaniem jednoznaczna – powtórka z 1998 roku jest bardzo mało prawdopodobna, gdyż udział handlu z Rosją jest obecnie niemal o połowę niższy niż był pod koniec lat 90-tych, a reszta polskiego handlu jest i lepiej zdywersyfikowana, i bardziej uzależniona od krajów konkurencyjnie odpornych na zmiany strumieni handlu (Niemcy). Gwoli tego drugiego stwierdzenia wystarczy przyjrzeć się korelacji polskiego, niemieckiego, rosyjskiego i ukraińskiego handlu. Tempo wzrostu wymiany handlowej Polski z Ukrainą i Rosją spada już od kilku lat – nie przeszkodziło to jednak w eksportowemu ożywieniu na początku 2013 roku. Stoimy na stanowisku, że podstawową, cykliczną determinantą polskiego eksportu jest sytuacja w Niemczech i strefie euro – dopóki tam ożywienie trwa, również polski eksport jest bezpieczny. Nie ukrywamy, że jest to stwierdzenie, które nieco zmniejsza negatywny wydzźwięk poruszonych wcześniej czynników ryzyka, choć i całkowicie nie eliminuje.

Wykres 5: Dynamika kw/kw polskiego PKB w latach 1997-1999



Źródło: Eurostat

Wykres 6: Dynamika polskiego eksportu do krajów UE i Europy Środkowo-Wschodniej

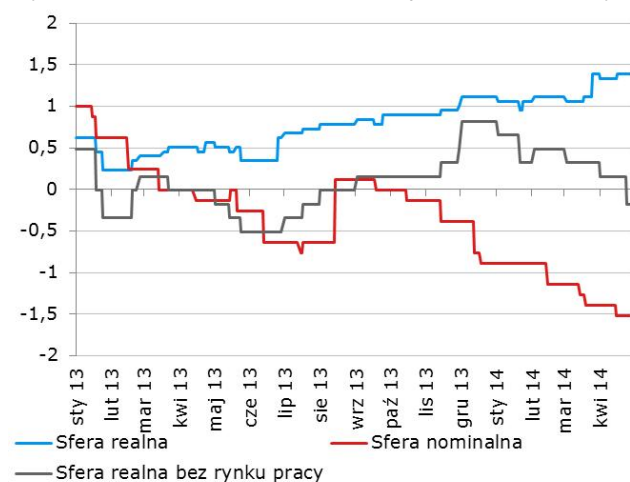


Źródło: Eurostat, GUS

Wpływ na rynki finansowe

To chyba najciekawsza część, gdyż o samych skutkach napisano już wiele i wyklarowało się z tego coś w rodzaju konsensusu, który analitycy próbują uwzględnić w swoich prognozach przy wykorzystaniu różnego rodzaju „siodłowych” ścieżek PKB. RPP jednak wydaje się nie doceniać ryzyk tego typu lub uwzględniać je w niewielkim zakresie. Dla przykładu, Hausner szacuje negatywny wpływ spowolnienia na Ukrainie i w Rosji na -0,1-0,2pp. PKB, a w tym samym czasie inni członkowie RPP sugerują wzrost gospodarczy w Polsce w 2014 roku na poziomie 3,5, 3,6... a nawet 3,8%. Być może tkwi w tych scenariuszach pewien błąd niedoszacowania negatywnych zjawisk (scenariusz Hausnera), być może przedstawiane prognozy zakładają bardzo wysokie tempo wzrostu popytu wewnętrznego, który radzi sobie faktycznie świetnie. W jednym czy w drugim przypadku widzimy jednak potencjał do negatywnych zaskoczeń, zwłaszcza w danych, które mają bezpośredni związek ze sferą produkcyjną i eksportową. Już teraz indeks zaskoczeń dla Polski po wyłączeniu danych z rynku pracy (charakteryzujących się znaczącą inercją) zaczął spadać (patrz rysunek) i tak właśnie widzimy rozwój wydarzeń w najbliższym czasie – w potencjale drobnych zaskoczeń zdolnych wpływać na oczekiwania rynkowe, jednak ex post bez wyraźnego wpływu na cykliczne ożywienie w Polsce z uwagi na siłę popytu wewnętrznego. Możliwe jest również wystąpienie serii dostosowań (korekt w dół) ścieżek prognozowanego przez ekonomistów wzrostu gospodarczego w roku 2014. Scenariusz taki uprawdopodobniają właśnie dwa ostatnie, niższe od prognozowanych odczyty indeksów PMI. Ten sam wpływ co na oczekiwania menadżerów logistycznych echa wydarzeń na wschodzie mogą mieć na zawodowych prognozach.

Wykres 7: Polski indeks zaskoczeń w podziale na sektory



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

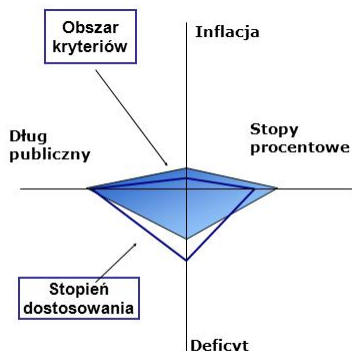
Pozostaje pytanie, czy takie zaskoczenia (i wyłuszczenia ścieżek wzrostu przez ekonomistów) będą w stanie wpływać na zachowanie RPP? Naszym scenariuszem bazowym jest wpływ „miękki”, który manifestować się może w pewnych bardziej łagodnych komentarzach poszczególnych członków Rady bądź też dążeniem do przesunięcia forward guidance. Do obniżki stóp potrzebne byłoby wykolejenie polskiej ścieżki wzrostu, połączone z trwałą zmianą postrzegania procesów inflacyjnych (luka popytowa roz warta dłużej niż w obecnym scenariuszu bazowym) i zdecydowanymi krokami ECB (np. wskutek negatywnych dla ożywienia szacunków wpływu sankcji przeciw Rosji). To wymagałoby czegoś więcej niż drobnych zaskoczeń i czegoś więcej niż zwykłe posiedzenie RPP (najlepiej posiedzenie z projekcją). Konieczność koniunktury zbyt wielu czynników sprawia, że nasz scenariusz bazowy zakłada przeciągnięcie niskich stóp procentowych do (pewnie) połowy 2015 roku, lecz brak dalszych obniżek. Zdecydowanie jednak bardziej ciekawie wygląda to od strony oczekiwań rynkowych, gdyż wyplata z gry na obniżki stóp procentowych jest na każdym posiedzeniu wysoka. Dodatkowo, każda eskalacja konfliktu na Ukrainie może – wbrew powszechnemu konsensusowi – wygenerować i oczekiwania na reakcję RPP w Polsce, i dodatkowy strumień kapitału skierowany na polski rynek, pośrednio także dzięki oczekiwaniom na rozluźnienie polityki pieniężnej przez ECB (wszak Polska jest już satelitą strefy euro a PLN zachowuje się jakby był do wspólnej waluty przyspawany).

Kryteria konwergencji*

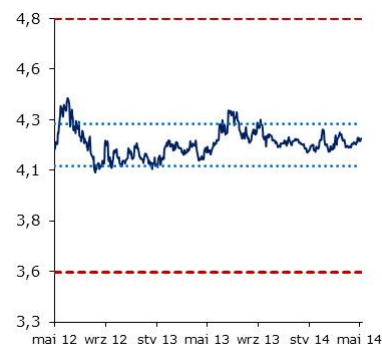
- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,2% (marzec 2014)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,5% (marzec 2014)
- Deficyt sektora GG: <3,0% PKB
- Dług publiczny: < 60,0% PKB
- Członkostwo w ERM2: 2 lata

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)

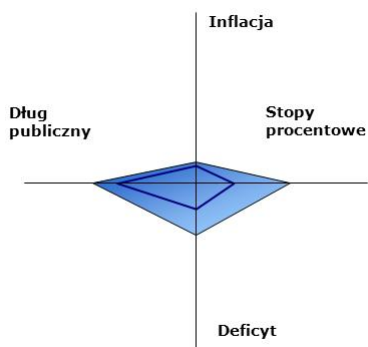
POLSKA



- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 0,7% (marzec 2014)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,1% (marzec 2014)
- Deficyt sektora GG: 4,3% PKB (2013)
- Dług publiczny: 57,0% PKB (2013)
- Członkostwo w ERM2: nie



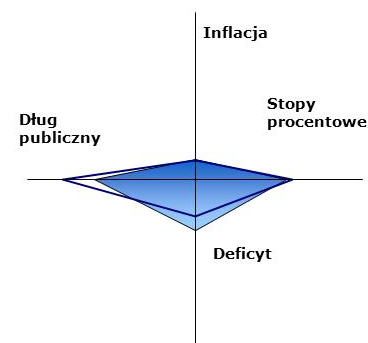
CZECHY



- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,0% (marzec 2014)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 2,2% (marzec 2014)
- Deficyt sektora GG: 1,5% PKB (2013)
- Dług publiczny: 46,0% PKB (2013)
- Członkostwo w ERM2: nie



WĘGRY



- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,2% (marzec 2014)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,8% (marzec 2014)
- Nadwyżka sektora GG: 2,2% PKB (2013)
- Dług publiczny: 79,2% PKB (2013)
- 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

Globalny rynek obligacji jest świeżo po kosztownym falstarcie związanym z - patrząc na analogie historyczne - przedwczesnymi zakładami o podwyżki stóp w USA (szorty na treasuries i bearish flattener zakończyły się stoplossami największych banków inwestycyjnych). Może to oznaczać, że pomimo niewątpliwego wychodzenia gospodarki amerykańskiej z zimowego letargu ciągle nieproporcjonalnie dużą wagę inwestorzy będą przykładac do uspokajających komentarzy członków Fed. Jak długo taki stan się utrzyma? Pewnie to kwestia tygodni, jednak wzrosty rentowności w USA mogą też szachowane być przez ryzyko korekty na rynku akcji, czy wreszcie sytuację na Ukrainie i kwestie przeprowadzenia tam (albo co równie prawdopodobne nieprzeprowadzenia) wyborów 25 maja.

W centrum uwagi pozostaje ECB. Mario Draghi zapowiedział działania na czerwcowe posiedzenie, jednak nie wskazał na konkretne rozwiązania. Taka strategia komunikacyjna może wbrew pozorom mieć nawet w najbliższym czasie większy wpływ na rynek niż miałyby to miejsce w przypadku bardziej precyzyjnego komunikatu ECB. W ten sposób uczestnicy rynku mogą oczywiście mieć zbyt wywindowane oczekiwania co do determinacji ECB, zbyt ryzykowne jest jednak, aby ad hoc dyskredytowali skuteczność przyszłej polityki banku centralnego. Wśród działań ECB możliwych do przeprowadzenia w czerwcu znaleźć się mogą obniżka stopy bazowej, obniżka do negatywnego poziomu stopy depozytowej, skup obligacji rządowych, skup ABSów, operacje pro-płynnościowe, wspieranie celowej (dla małych i średnich przedsiębiorstw) akcji kredytowej banków, zawieszenie sterylizacji SMP.

Zapowiedź działań ze strony ECB powinna w scenariuszu minimum utrzymać konwergencję spreadów pomiędzy peryferiami i twardym jądrem strefy euro (oczywiście proces ten już w dużej mierze się dokonał i sukcesem może być zapobiegnięcie jego odwróceniu w krótkim okresie). Oddziaływanie oczekiwanej zmiany polityki ECB może być tym większe, że sprzyja mu (i w najbliższym czasie sprzyjać będzie) retoryka Fed, który skoncentrował się na długoterminowym bezrobociu, braku wzrostu płac i jednak niższej realizacji PKB niż centralna ścieżka prognoz Fed.

Niskie rentowności na peryferiach powinny sprzyjać obligacjom krajów satelitów strefy euro (Polska, Węgry), gdzie dodatkowo wygenerować mogą się oczekiwania na przesunięcie w dół ścieżki stóp procentowych.

(Pozytywne) zaskoczenie działaniami ze strony ECB oczywiście przełożyło się na wzrosty cen polskich obligacji. Umożliwiło to pozycję polskich obligacji jako wyżej oprocentowanych alternatyw do już mocno zdrożałych obligacji włoskich, czy hiszpańskich. Czy to już koniec pozytywnego dla polskich obligacji scenariusza? Myślimy, że nie. 1) Niska zmienność kursu złotego (i ceny opcji walutowych) pomimo turbulencji w EM już sugerują, że Polska postrzegana jest jako część koszyka strefy euro i korzysta z relokacji funduszy do Europy. 2) Patrząc na relacje spreadu polskich 10-latek do Bundu i samego poziomu rentowności Bundu widzimy, że cały czas utrzymuje się powstała na koniec stycznia i bardzo obfita premia za ryzyko. Wynosiła ona nawet ponad 50bp powyżej wartości modelowej na początku maja (teraz jest o kilkanaście pb mniejsza). Przestrzeń do zawężenia jest jednak ciągle znaczna.

3) Polskie dane makro publikowane w maju nie będą szczególnie informacyjne. Nie przyczynią się do wyjaśnienia choćby skali wpływu konfliktu na Ukrainie na wzrost gospodarczy. Potwierdzą natomiast utrzymywanie się ciągle bardzo niskiej inflacji, co może być wsparciem dla obligacji. 4) Nie oczekujemy konstruktywnego i szybkiego rozwiązania problemów na Ukrainie. Uważamy jednak, że brak mniejszości rosyjskiej w Polsce to (przynajmniej na razie) dostateczny argument, aby nie traktować konfliktu za wschodnią granicą jako zagrożenia militarnego dla Polski. Skutki dla inflacji (szybkie skutki embarga na żywność) i wzrostu (tu jesteśmy większymi optymistami) w Polsce są bardziej prawdopodobne (a więc i coraz większe ryzyko rozczarowania dla optymistycznych scenariuszy RPP) i przez pryzmat tych ryzyk patrzymy na polską politykę monetarną. Nie mniej ważny jest fakt, że coraz większa grupa ekonomistów ubezpiecza swoje scenariusze makro i rysuje siodłowe trajektorie wzrostu w tym roku - to może wpływać na oczekiwania co do RPP. Wniosek - przez najbliższe miesiące utrzyma się ryzyko korekty w dół oczekiwań w odniesieniu do ścieżki stóp NBP oraz ich „naturalnego”, czy docelowego poziomu.

Powyższe czynniki powinny wspierać agresywną alokację i przeważenie długich obligacji w portfelu.

Rynek walutowy

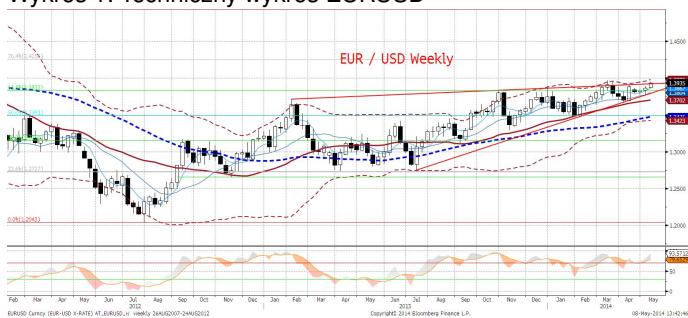
EURUSD

W momencie pisania tej publikacji EURUSD właśnie spadał po ustanowieniu nowych lokalnych maksimów w 2014 roku (1,3992). Spadek został sprokrowany przez połowiczną zapowiedź Mario Draghi'ego odnośnie poluzowania monetarnego na czerwcowym posiedzeniu. Okolice 1,38 to wciąż jednak poziomy bliskie maksimów z ostatnich miesięcy. Składa się na to co najmniej kilka czynników. Po pierwsze nadwyżka na rachunku bieżącym strefy euro (czynnik naszym zdaniem raczej istotny w średnim terminie niż odpowiedzialny za miesięczną zmienność). Po drugie, ciągły napływ na rynek obligacji strefy euro (powiązany prawdopodobnie z przetasowaniem aktywów z depozytów na obligacje), wspierany oczekiwaniami na rozluźnienie polityki pieniężnej przez ECB - przed posiedzeniem czerwcowym rynek może się solidnie nakręcić na „nie wiadomo co”, a więc też szansa na negatywną niespodziankę będzie spora. Po trzecie wreszcie, słabość USD, związana z obecnie dobrze zakotwiczonymi oczekiwaniami na luźną politykę pieniężną w USA (zakotwiczenie polega w tym przypadku na tym, że dopóki gospodarka znacząco nie przyspieszy, rynek pozostanie przy wycenie pierwszej podwyżki stóp w drugiej połowie 2015 roku). W gruncie rzeczy ostatnia fala umocnienia EURUSD była głównie wynikiem osłabienia dolara, a nie umocnienia wspólnej waluty.

Naszym zdaniem obecnie najbardziej istotne są elementy 2 i 3. Napływ na rynki obligacji krajów peryferyjnych powinien trwać dopóki ECB nie powie stanowczego NIE luzowaniu polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę czynniki makroekonomiczne (niski wzrost, niska inflacja) a wręcz politykę makro-ostrożnościową (scenariusz rozszerzenia spreadów na peryferiach może rozsądzić finanse publiczne tych krajów i wymusić konsolidację, których skutki są nam bardzo dobrze znane), od wyznaczenia takiego scenariusza Mario Draghi jest bardzo daleki. Bardziej czekać będziemy na faktyczne poluzowanie, które jest bardzo prawdopodobne w czerwcu. Co z kolei stanie się w momencie, gdy poluzowanie polityki pieniężnej nastąpi? Książkowo powinno to prowadzić do osłabienia EUR, co mogą w pewnym stopniu ge-

nerować już same oczekiwania, zwłaszcza dotyczy to „zwykłych” obniżek stóp procentowych (wliczając w to stopę depozytową), gdyż takie działania byłoby mniej pozytywne w kontekście zawężenia spreadów na peryferiach. Poluzowania ilościowe (co można obserwować było na USD, JPY) również osłabiają walutę, choć w tym kontekście czynnikiem ograniczającym spadki mogłaby być kontynuacja napływu kapitału na peryferia. Zwróćmy jednak uwagę, że w momencie uruchomienia LTRO czynnik ten nie zadziałał tzn. nie ograniczył spadków EURUSD, a obecnie przy jeszcze wyższych wycenach momentum napływu kapitału na peryferia może gasnąć (co nie oznacza wcale gwałtownego odpływu). Rozstrzygnięcie losów EURUSD od strony „nogi” EUR nadejdzie w najbliższych tygodniach. W gruncie rzeczy na razie to samo dotyczy „nogi” USD w kursie. Rynek ostatnio przereagował (tym razem w drugą stronę - ignorując praktycznie wszystkie lepsze dane), być może wciąż cierpiąc na echo dużych S/L w związku ze zbyt wczesnych obstawieniem podwyżek stóp. Niemniej dobre momentum amerykańskiej gospodarki sugeruje powolny powrót gry na wcześniejsze podwyżki, która powinna się wkrótce wznowić. Splot tych wszystkich czynników sprawia, że w drugiej połowie roku możemy się liczyć z osłabieniem EURUSD.

Wykres 1: Techniczny wykres EURUSD



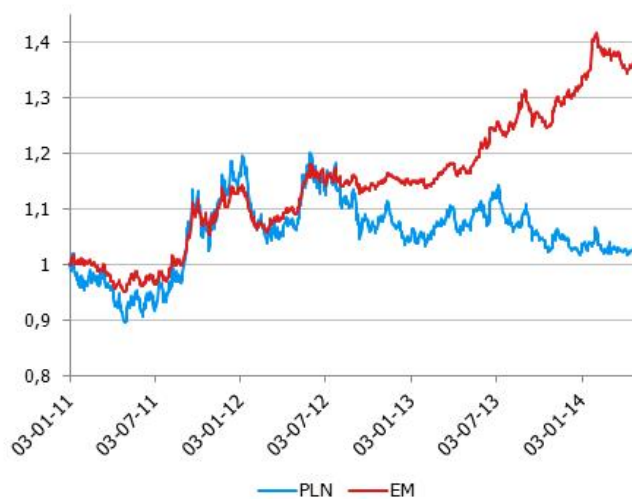
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Technicznie EURUSD ociera się o próbę łamania trendu wzrostowego, do czego dojdzie po zamknięciu poniżej 1,38. Otworzy to drogę do 1,3700, potem 1,3500 i wreszcie 1,3440. Nie możemy się jednak oprzeć wrażeniu (szczególnie operując na wykresach o krótszym interwale), że zanim to nastąpi kurs utknie przedziałem 1,38-40. Nie przypominamy sobie sytuacji, w której zmianę trendu na EURUSD wyznaczała duża, czarna, jednorazowa dzienna świeca. Raczej jest to sygnał rynkowego przereagowania i większą wartość z punktu widzenia analizy technicznej widzielibyśmy w powolnym „skapywaniu” kursu w dół, które w międzyczasie prowadziłyby do naruszania kluczowych poziomów wsparcia.

EURPLN

W momencie pisania tej publikacji złoty testował (w kierunku południowym) poziom 4,18. Choć bezsprzecznie polska waluta pozostaje w dużym stopniu bardzo mocna względem całego koszyka EM (patrz rysunek) działają na nią - obok cykliczności, a więc tendencji do umacniania wraz z rozpędzaniem się gospodarki - te same czynniki, które powodują, że mocne jest również EUR. Czynnikiem ryzyka jest oczywiście sytuacja na wschodzie - każde oczekiwania dotyczące uruchomienia faktycznych działań wojennych będą skokowo osłabiać złotego. Niestety tego czynnika nie pozbedziemy się w najbliższym terminie.

Wykres 2: Złoty względem koszyka walut



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Czy zatem oczekiwane przez nas spadki EURUSD powinny się wiązać z osłabieniem złotego w drugiej połowie roku? Naszym zdaniem niekoniecznie. Po pierwsze nie zakwestionowaliśmy jeszcze przyspieszenia PKB w drugiej połowie roku (i na razie nie mamy takiego zamiaru). Cykliczność powinna zatem pozytywnie działać na polską walutę. Po drugie, mimo oczekiwanego pewnego wzrostu rentowności polskiego długu nie możemy wykluczyć sytuacji, w której bardziej atrakcyjne staną się bardziej typowe dla ożywienia klasy aktywów (akcje, obligacje korporacyjne), co wcale nie musi powodować negatywnych dla złotego przepływów na walucie. Dodatkowo, faktyczne poluzowanie polityki pieniężnej przez ECB wygeneruje realny zastrzyk gotówki, który może być lokowany w aktywach złotych, które oferują znacznie wyższe carry niż aktywa EUR (bedzie to czynnik działający „na zakładkę” ze zbliżającą się powoli do normalizacji polityką Fed). Wreszcie, nawet w środowisku budowanych oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w niektórych krajach rozwiniętych, realne (w oczach rynku) staną się także podwyżki ze strony RPP, co również powinno pozytywnie wpływać na polską walutę. Podtrzymujemy tym samym scenariusz umocnienia złotego do końca roku, choć w sytuacji wyjątkowej siły polskiej waluty względem innych walut EM oraz zbliżających się wzrostów rentowności długu ryzyka dla naszego scenariusza bazowe rozkładają się asymetrycznie w kierunku mniej istotnego umocnienia złotego.

Wykres 3: Techniczny wykres EURPLN



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Technicznie EURPLN zamknięty jest w środku zawężającego się klina. Większych ruchów można się spodziewać wybić w górę do ponad 4,23 oraz w dół poniżej 4,15. Przy wybić będziemy celować w 4,02/03 bądź też 4,30, w zależności od kierunku.

Kalendarz publikacji danych

Wskaźnik	Maj 2014	Czerwiec 2014	Lipiec 2014
POLSKA			
Inflacja CPI	14	13	15
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	20	18	17
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	19	17	16
PKB	15		
Koniunktura gospodarcza	22	23	22
Podaż pieniądza M3	14	13	14
Bilans płatniczy	15	13	14
Inflacja bazowa	15	16	16
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	6	7
Posiedzenie RPP	7	3	2
STREFA EURO			
Inflacja HICP	15	16	17
PKB	15	4	
Posiedzenie ECB	8	5	3
USA			
Inflacja CPI	15	17	22
PKB	29	25	30
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	2	6	3
Zamówienia na dobra trwałe	27	25	25
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	2	1
Posiedzenie Fed	-	18	30

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.