

17 lipca 2015

Przegląd Makroekonomiczny

Departament Analiz Ekonomicznych

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

Dr 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

Karol Klimas
analityk
tel. +48 22 829 02 56
Karol.Klimas@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

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

Jacek Jurczyński
klienci korporacyjni
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
Pierwsze przymiarki do scenariusza makroekonomicznego na 2016 rok	4
Zmiany na scenie politycznej i ich możliwe konsekwencje	9
Oddzielanie sygnału od szumu w analizie rentowności polskich obligacji	12
Euromonitor	17

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
PKB r/r (%)	4.8	1.8	1.7	3.3	3.9	3.5
Inflacja CPI r/r (średnio %)	4.3	3.7	0.9	-0.1	-0.6	1.5
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.9	-3.5	-1.3	-1.2	-0.6	-1.0
Stopa bezrobocia (koniec okresu %)	12.5	13.4	13.4	11.5	10.0	8.9
Stopa ref. NBP (koniec okresu %)	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	1.50

	2014	2014	2014	2014	2015	2015	2015	2015
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2 F	Q3 F	Q4 F
PKB r/r (%)	3.5	3.6	3.3	3.3	3.6	3.7	3.9	4.1
Konsumpcja prywatna r/r (%)	3.0	3.0	3.2	3.0	3.1	3.1	3.1	3.3
Konsumpcja publiczna r/r (%)	0.5	6.4	5.3	6.4	3.3	3.0	3.0	2.0
Inwestycje r/r (%)	11.4	8.7	9.2	8.6	11.4	8.5	8.5	8.5
Inflacja (średnio %)	0.6	0.2	-0.3	-0.7	-1.4	-0.9	-0.4	0.5
Stopa bezrobocia (koniec okresu %)	13.9	12.0	11.5	11.5	11.7	10.4	9.9	10.0
Stopa ref. NBP (% koniec okresu)	2.50	2.50	2.50	2.00	1.50	1.50	1.50	1.50
Wibor 3M (% koniec okresu)	2.71	2.68	2.28	2.06	1.65	1.72	1.74	1.75
Rentowność obligacji 2-letnich (%)	3.01	2.51	2.00	1.79	1.61	1.99	1.80	1.80
Rentowność obligacji 10-letnich (%)	4.23	3.45	3.05	2.52	2.31	3.31	3.20	3.30
EUR/PLN (koniec okresu)	4.17	4.16	4.18	4.29	4.07	4.19	4.10	4.05
USD/PLN (koniec okresu)	3.03	3.04	3.31	3.54	3.80	3.76	3.80	3.86

F - prognoza

Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Gru 2014	Sty 2015	Lut 2015	Mar 2015	Kwi 2015	Maj 2015	Cze 2015
PKB i produkcja							
PKB (%)	3.3			3.6			
Popyt krajowy (%)	5.0			2.6			
Spożycie indywidualne (%)	3.0			3.1			
Nakłady brutto na środki trwałe (%)	8.6			11.4			
Wartość dodana (%)	2.8			3.3			
w przemyśle (%)	4.0			4.6			
w budownictwie (%)	2.3			4.0			
w handlu (%)	2.5			3.0			
Produkcja przemysłowa r/r (%)	7.9	1.7	4.9	8.8	2.3	2.8	7.0
Produkcja przemysłowa m/m (%)	-2.8	-3.1	1.3	13.4	-8.1	-1.3	
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	1.8	0.1	-1.3	3.0	-1.5	1.8	3.9
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	19.6	-22.6	-2.0	17.4	-2.1	0.5	
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	4379.3	3942.8	3981.8	4214.1	4123.3	4002.2	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	3.7	3.6	3.2	4.9	3.7	3.2	2.5
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	9.4	-10.0	1.0	5.8	-2.2	-2.9	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	0.9
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	0.0	0.4	0.0	0.1	0.0	0.0	
Stopa bezrobocia (%)	11.5	12.0	12.0	11.7	11.2	10.8	10.4
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	-0.3	-0.2	-0.1	0.2	0.4	0.0	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	-1	-1.4	-1.6	-1.5	-1.1	-0.9	-0.8
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	0.5	0.6	0.4	0.2	0.4	0.4	0.2
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	-1.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.4	0.3	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	-2.7	-2.8	-2.8	-2.5	-2.7	-2.2	-1.8
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	1059.2	1045.1	1053.0	1067.5	1057.4	1067.3	
Podaż pieniądza r/r (%)	8.2	8.6	8.7	8.9	7.2	7.7	8.3
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	5.6	8.0	7.3	7.5	6.6	8.0	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	6.3	5.4	5.2	5.3	3.3	3.6	
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	8.8	8.5	8.7	8.4	7.8	8.3	
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	9.4	10.1	9.7	11.3	9.2	9.2	
Zagranica							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-1245	-60	-7	1743	1129	1184	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4.29	4.18	4.15	4.07	4.04	4.11	4.19
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3.54	3.71	3.71	3.80	3.60	3.74	3.76
Stopy procentowe							
Stopa interwencyjna NBP (%)	2.00	2.00	2.00	1.50	1.50	1.50	1.50
Stopa lombardowa (%)	3.00	3.00	3.00	2.50	2.50	2.50	2.50
Stopa depozytowa (%)	1.00	1.00	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50
WIBOR 3M (%)	1.96	1.90	1.71	1.55	1.55	1.58	1.62
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	1.79	1.51	1.59	1.61	1.67	1.77	1.99
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	2.14	1.67	1.90	1.95	2.25	2.45	2.74
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	2.52	1.98	2.16	2.31	2.63	2.93	3.31
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	-0.2	-0.6	-0.3	-0.1	0.0	0.3	0.2
PKB w strefie euro r/r (%)	0.9			1.1			
Stopa podstawowa ECB (%)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Inflacja w USA r/r (%)	0.8	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.0	
PKB w USA r/r (%)	2.2			-0.2			
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

Bieżącą odsłonę MPM mBanku poświęcamy kwestiom implikacji makroekonomicznych i rynkowych możliwych zmian na polskiej scenie politycznej. Na tym tle budujemy szkic scenariusza makroekonomicznego na 2016 rok.

Wpływ (prawdopodobnej jeśli wierzyć tendencjom w sondażach) zmiany władzy w Polsce na sferę realną gospodarki jest często przeceniany i podobnie będzie zapewne w tym przypadku. Jeśli nie dochodzi do rewolucyjnych zmian instytucjonalnych lub silnych szoków, trajektorię gospodarki będą wyznaczały czynniki zasadniczo poza zasięgiem normalnej polityki gospodarczej. Dlatego też spodziewamy się kosmetycznych zmian w zakresie tempa wzrostu gospodarczego. 3,8% prognozowane przez nas w 2015 roku nie będzie odczuwalnie różne od 3,5% w roku 2016.

Tym niemniej, w krótkim okresie można jednak oczekiwać (jeśli wierzyć programowi PiS) zmiany kompozycji wzrostu gospodarczego. Redystrybucja (opodatkowanie banków, supermarketów i podwyższenie kwoty wolnej od podatku) powinna być pozytywna dla konsumpcji, zwiększa bowiem dochody do dyspozycji w tych decylach rozkładu dochodów i dla tych grup społecznych, które charakteryzują się najniższą skłonnością do oszczędzania. Czynniki jednorazowe nałożą się w tym przypadku na generalnie pozytywne warunki wzrostu konsumpcji w postaci wciąż wysokich płac realnych, dość mocny kurs walutowy, wysoki optymizm konsumentów. Powstała mieszanka bodźców ekonomicznych i fiskalnych skutkować będzie wzrostem konsumpcji w przedziale 3-4%; realizacje w górnych widełkach są bardziej prawdopodobne. Inwestycje z kolei mogą ucierpieć zarówno poprzez efekty psychologiczne, jak i z powodu słabszej absorpcji środków UE. Ten ostatni efekt to niezamierzona konsekwencja rotacji kadr w administracji centralnej i utraty zarządczego know-how, jeśli proces ten będzie odpowiednio głęboki. Nie jest przy tym wykluczone, że efekty te nałożą się na przejściowe i delikatne wyhamowanie wzrostu inwestycji prywatnych – tamtejszy cykl jest już dojrzały. Nagromadzenie ryzyka dla gospodarki globalnej spowoduje, że w najbliższych kwartałach trudno będzie liczyć na istotne wsparcie eksportu w generowaniu wzrostu gospodarczego; motorem pozostanie popyt wewnętrzny.

Wpływ zmiany władzy uwidoczni się bardziej w przypadku rynków finansowych. Choć dalecy jesteśmy tu od czarownictwa pogorszeniu ulegną (co zresztą już następuje) wyceny akcji i wyniki finansowe banków, przy czym głównym czynnikiem ryzyka jest sposób rozwiązania kwestii kredytów denominowanych we franku szwajcarskim. W wycenie polskich aktywów pojawi się (najpewniej tylko przejściowo) dodatkowa premia za, przy braku lepszego słowa, niekonwencjonalną politykę gospodarczą. Ceteris paribus, oznaczać to może wyższe rentowności obligacji i dalszą konwergencję w stosunku do Węgier Orbana. Oczywiście wzrost tej premii za ryzyko będzie ograniczone

choćby faktem, że percepcja Węgier dziś jest inna (wręcz pozytywna) niż na początku „eksperymentu”.

Bank centralny „wspierający wzrost gospodarczy” (tutaj widzimy możliwość zarówno uczestnictwa w programach pożyczek dla MSP, jak i pobudzanie popytu banków na krótkie papiery skarbowe poprzez zmiany założeń polityki pieniężnej i odejście od stabilizacji polonii wokół stopy referencyjnej) oznacza również zerwanie z niepisanyym paradygmatem utrzymywania dodatnich realnych stóp procentowych. Oznaczać to będzie brak podwyżek stóp NBP w 2016 roku.

Wreszcie, nowy rząd ostrożny stosunek do przyjęcia euro zastąpi najprawdopodobniej otwartą niechęcią i stanowczymi deklaracjami – o ile w warstwie faktycznej nie zmieni się nic (wejście do strefy euro zostało i tak odłożone ad Kalendas Graecas), o tyle może to wpłynąć na percepcję Polski jako satelity strefy euro i sprowokować przesunięcie Polski do koszyka „klasycznych EM”, zwłaszcza jeśli będzie mu towarzyszyć rozluźnienie polityki pieniężnej i zerwanie z doktryną dodatnich stóp realnych.

Tradycyjnie już bonusem do MPM będzie techniczny dodatek syntetyzujący zmiany rentowności obligacji w Polsce. Mamy nadzieję, że dodatek ten będzie cenną wskazówką dla osób aktywnie operujących na polskim rynku długu, która pozwoli zoptymalizować transakcje pod kątem wyboru momentów sesji, które gwarantują najlepszy stosunek sygnału do szumu.

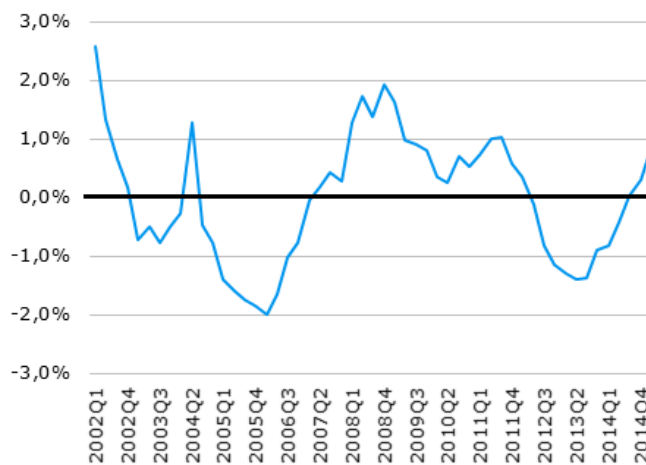
Pierwsze przymiarki do scenariusza makroekonomicznego na 2016 rok

Różnica pomiędzy prognozowanymi przez nas 3,8% w 2015 roku a okolicami 3,5% w 2016 rok nie powinna być znacząco odczuwalna z punktu widzenia firmy, czy konsumenta. Niemniej te pierwsze zapewne zainwestują mniej i staną przed większą niepewnością polityczną (regulacyjną) związaną z (możliwą) zmianą władzy, a także zmianami w otoczeniu gospodarczym (niezamierzenie negatywne skutki regulacji dla podaży kredytu bankowego, kształt strefy euro, kolejny zmiany tempa i struktury wzrostu gospodarczego Chin). Te niedogodności konsument-pracownik prawdopodobnie zignoruje dysponując zbliżoną realną siłą nabywczą płacy; dodatkową osłodą będzie realizacja obietnic wyborczych, na których konsumenci w mniejszym lub większym stopniu skorzystają. 2016 rok będzie zapewne rokiem przejściowego ograniczenia wydatków publicznych na infrastrukturę: z jednej strony z uwagi na prawdopodobną (według sondaży) zmianę rządu i przejściowe osłabienie operacyjnych zdolności agencji rządowych, z drugiej z powodu wyczerpania bieżącego portfolio inwestycyjnego PLK i powstałej dzięki temu „dziury” wydatkowej w 2016 roku.

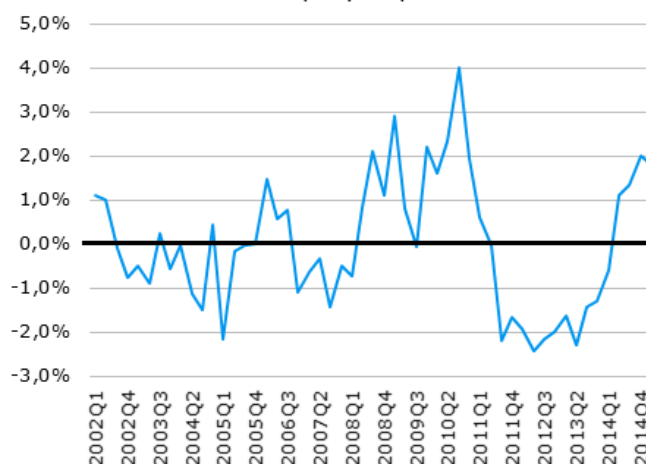
Okiem ekonometryka. Własności cykliczne polskiej gospodarki.

Przed przejściem do szczegółowej analizy scenariusza makroekonomicznego dla rachunków narodowych warto przyrzeć się obecnej fazie cyklu koniunkturalnego. Filtrując przy użyciu filtra HP dochodzimy do ciekawych wniosków: obecna faza wzrostowa jest dojrzała w sensie czasu trwania. Tu uwaga: poruszamy się w przestrzeni odchyień od trendu, a więc patrzymy nie tyle na cykliczność wahania, co na siłę odchylenia wokół zera.

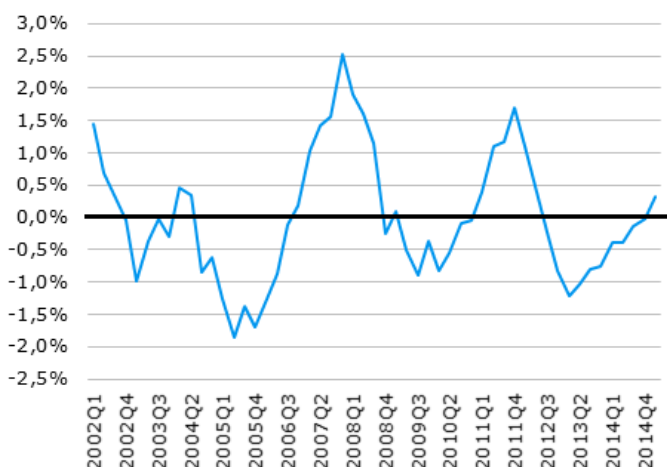
Konsumpcja prywatna



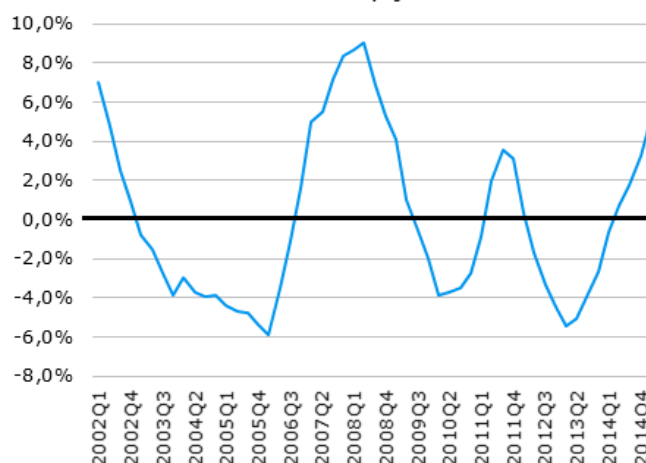
Spożycie publiczne



PKB

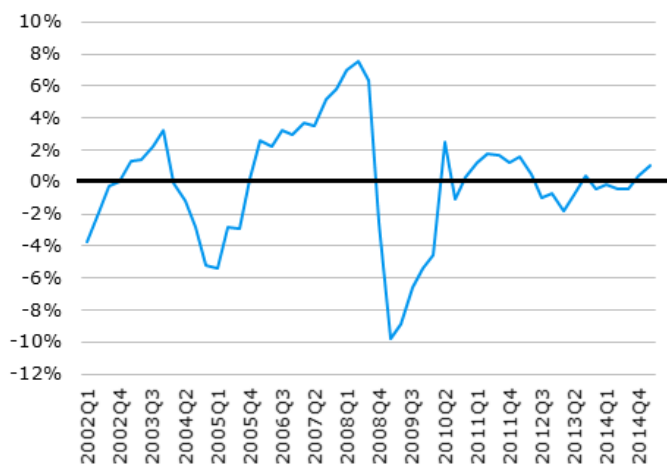


Inwestycje

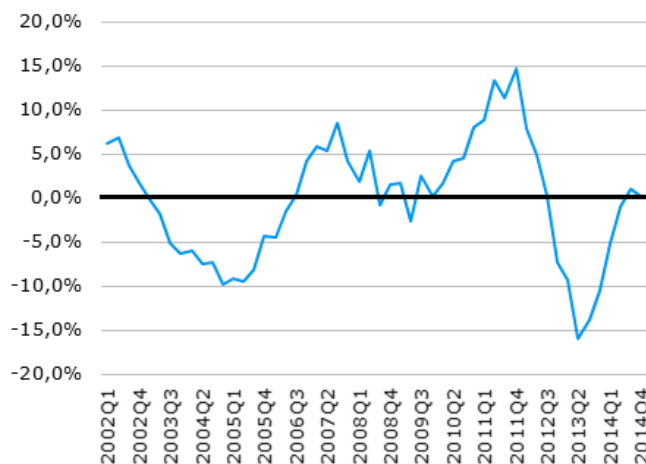


Składa się na to dojrzałość fazy inwestycyjnej i konsumpcyjnej (łącznie ze spożyciem publicznym), co potwierdza zresztą analiza cykliczna składowej importowej. Analiza cykliczności eksportu nastęrcza więcej problemów z uwagi na poważne zaburzenia cykliczne głównych partnerów handlowych w ostatnich latach (wahania nieregularne) i zmiany strukturalne polskiego sektora eksportowego: aktywne poszukiwanie nowych rynków zbytu i konkurencja z firmami zagranicznymi mogą skutecznie kształtować cały trend i pozostawać w przeciwfазie do tendencji cyklicznych.

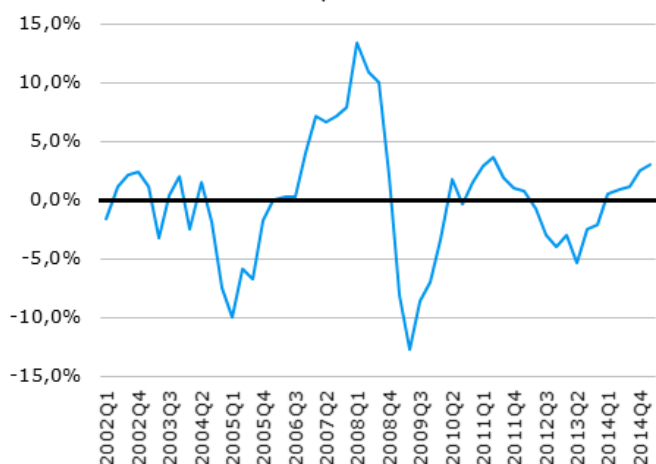
EKSPORT



Inwestycje publiczne



Import



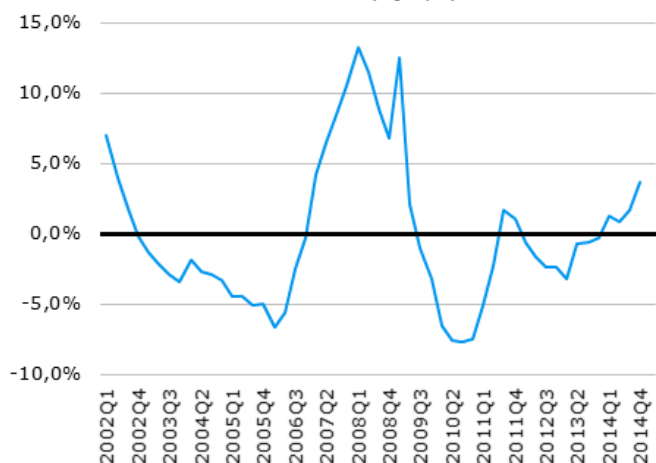
Kwestie cykliczne są istotnym punktem wyjścia do dalszej dyskusji nad rachunkami narodowymi w Polsce w 2015 i 2016 roku. Niemniej, nadmierne skupienie uwagi na efektach cyklicznych przesłania istotne, egzogeniczne (nieregularne) cechy polskiego cyklu koniunkturalnego, które uzewnętrzniają się właśnie na przełomie 2015/2016 roku: wznowienie wydatkowania unijnego - tym razem w ramach nowej perspektywy unijnej 2014-2020, wybory parlamentarne z bardzo prawdopodobną (jeśli wierzyć nawet nie samym sondażom, co uchwyconym przez nie tendencjom) zmianą rządu, niepewne losy ożywienia w strefie euro. Tym samym analizę cykliczną traktujemy jako metodę raczej identyfikacji ekscesów cyklicznych w niektórych kategoriach (inwestycje prywatne, publiczne, konsumpcja prywatna), objawiających się w trudności utrzymania tempa wzrostu, nie zaś jako definitywny sposób wyrokowania o przegięciach w cyklu. W tym ujęciu analiza cykliczna często pokrywa się z wnioskami na gruncie fundamentalnym.

Analiza cykliczności inwestycji oferuje szereg ciekawych wniosków. Choć cały agregat łatwo uznać za cyklicznie zbliżający się do dojrzałości, dezagregacja wskazuje, że inwestycje prywatne są zaawansowane cyklicznie zaś inwestycje publiczne mają jeszcze znaczącą przestrzeń do wzrostu (wyraźnie widać lukę infrastrukturalną na przełomie 2012/2013 roku).

Uwarunkowania zewnętrzne

Wzrost oczekiwany przez ECB w strefie euro (około 2% rocznie 2016 i 2017 roku) jest powyżej mediany i powyżej średniej (lata 1996-2014) wynoszących odpowiednio 1,6% oraz 1,4%, przy wzroście eksportu strefy euro (włączając w to eksport wewnętrzny) o 5,4% i 5,6% oraz i importu 5,8% oraz 5,9%. Biorąc pod uwagę rekordową stymulację i ujemne realne stopy procentowe do okresu zapadalności kilku lat włącznie, a także dość konserwatywne założenia odnośnie kursu EURUSD poczynione do projekcji (płasko, około 1,13) można przyjąć, że przedstawiona ścieżka wzrostu strefy euro jest jak najbardziej realistyczna w kwestii kierunku, jednak jej realizacja obciążona jest znacznym ryzykiem.

Inwestycje prywatne



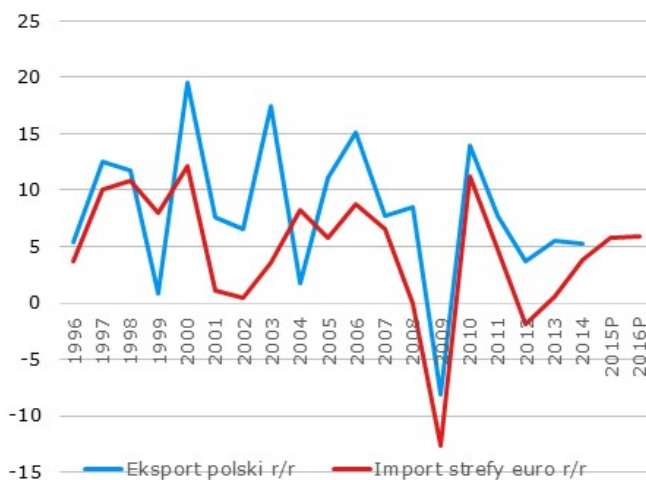
Pierwsze jego źródło, co oczywiste, leży w dalszych losach Grecji. Można zaryzykować stwierdzenie, że faktyczne rozstrzygnięcie nie ma większego znaczenia dla wyników gospodarczych. Kompromis znów przesunie problem na nieokreśloną przyszłość, z kolei natychmiastowe (negatywne) rozwiązanie sprawi, że projekt euro stanie pod wielkim ryzykiem politycznym (czy uda się zatrzymać ruchy populistyczne na peryferiach?). Zaniedbując ruchy na spreadach kredytowych, sektor przedsiębiorstw w strefie euro zapewne ograniczy inwestycje stając przed niepewnością dotyczącą długotrwałego funkcjonowania strefy w obecnym kształcie; do tej pory nie powstał rynek, który pozwalałby ubezpieczyć ten rodzaj

przyszłości. Zjawisko to obserwujemy od dłuższego czasu na agregatach monetarnych. Próby rozdzielania przyczyn mizernego wzrostu akcji kredytowej na popytowe i podażowe wskazują zwykle głównie na te pierwsze.

Po drugie, problemy strefy euro zbiegły się (albo też zdecydowanie pomogły) z obniżeniem bańki na chińskiej giełdzie, dzięki której inwestorzy na nowo przypomnieli sobie o ograniczeniach stymulacji chroniącej przed twardym lądowaniem; wraca też temat małych chińskich banków borykających się z rosnącymi default rates (oficjalnie około 3%, wyceny analityków z kolei bliskie 5-10%) i dużym udziałem inwestycji finansowych w aktywach. Wyczyszczenie nierównowag w gospodarce chińskiej potrwa długo; zaangażowanie „ulicy” w inwestycje na giełdach to obietnica solidnie negatywnego efektu majątkowego. Zresztą cała Azja łapie zadyszkę, co pokazały ostatnie wskaźniki PMI. Wytracanie momentum przez gospodarkę chińską, japońską i rynki strefy euro powodują niekorzystane sprzężenie zwrotne zdolne ważyć na światowym wzroście przez najbliższe kwartały.

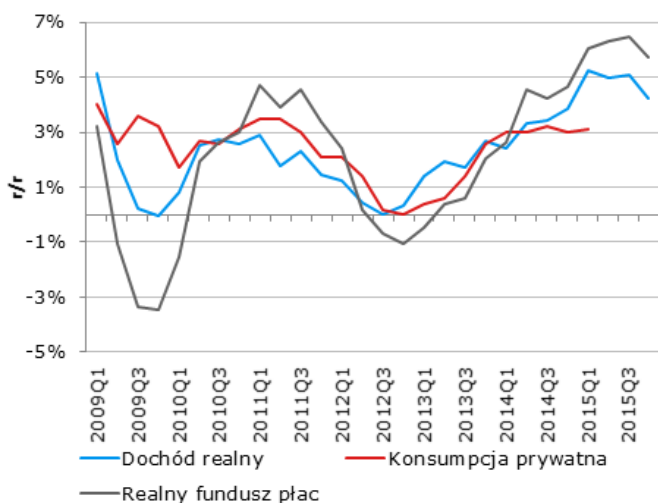
Po trzecie, problem niedoceniany, lecz ważny: Ukraina. Kraj ten jest blisko bankructwa, którego teoretycznie można by uniknąć wykładając 10mld USD (w porównaniu do środków wykorzystanych do ratowania Grecji suma nie wydaje się zawrotna). Zostawiając na boku kwestie związane z efektywnym wykorzystaniem środków pomocowych przez Ukrainę wydaje się, że skupienie uwagi przez Europę na Grecji nie pozostawia miejsca na nic innego: zaniedbana jest i Ukraina i Wielka Brytania, które nie odpuściła pomysłowi opuszczenia UE, a tego za pięć dwunasta rozwiązać się nie da. Tymczasem samo bankructwo kraju obecnie kluczowego jako brama na wschód może oznaczać furtkę do dalszej destabilizacji, grożąc integralnością całego państwa. Notabene, destabilizacja ta z drugiej strony mogłaby sprzyjać łatwiejszemu pozyskaniu taniej siły roboczej przez polskie firmy, przy czym negatywny efekt eksportowy byłby bardzo ograniczony z uwagi na już i tak mocno okrojony popyt importowy podyktowany pauperyzacją społeczeństwa.

Konsekwencją zmian w otoczeniu zewnętrznym dla Polski będzie wolniejszy wzrost eksportu w okolicach 4-6% (ujęcie nominalnie) już od drugiej połowy 2015 roku i praktycznie w całym roku 2016. Jego efekty mnożnikowe będą zapewne także nieco niższe z uwagi na oczekiwaną przez nas (co do tendencji średniookresowej) aprecjacji złotego; również czynniki ryzyka dla samej strefy euro skłaniają raczej do traktowania tegoż przedziału zmian eksportu jako możliwe maksimum oczekiwanej realizacji. Przy oczekiwanej przez nas ścieżce konsumpcji i inwestycji (o czym dalej) powinno to skutkować wejściem w lekko deficytowy rachunek handlowy, przy czym ryzyka kształtują się w kierunku wyższego deficytu z uwagi na wyśrubowany scenariusz dla strefy euro i kurs (powtórzmy: spodziewamy się aprecjacji w średnim okresie) sprzyjający generalnie importowi (o czym też dalej przy konsumpcji). Powinno to przekładać się na coraz silniej ujemną kontrybucję eksportu netto. Warto przy tym pamiętać, że obniżenie dynamiki eksportu generuje efekty gorsze dla dynamiki PKB i wartości dodanej niż zwiększenie importu i dochodzi wtedy niemal zawsze do spadku eksportu netto.



Konsumpcja

Nie mamy powodów, aby negatywnie podchodzić do konsumpcji prywatnej w 2016 roku mimo jej cyklicznego zaawansowania. Wzrost płac pozostanie nominalnie nie niższy niż w 2015 roku a presja płacowa pozostanie rosnąca. Rynek pracy powoli się zacieśnia, o czym świadczy niemal monotoniczny spadek stopy bezrobocia, duża liczba wakatów, znacząca zmiana przepływów na rynku pracy (monotoniczny wzrost przepływu z bezrobocia do zatrudnienia i monotoniczny spadek przepływu w drugą stronę). Nie widać jednak wciąż sygnałów ze strony przedsiębiorstw odnośnie wyraźnego narastania presji płacowej (wskaźniki badań koniunktury NBP są w tym aspekcie płaskie), choć faktycznie nasze kontakty z sektorem przedsiębiorstw sugerują problemy ze znalezieniem pracowników. Być może problem deeskaluje sięganie przez po pracowników zagranicznych (wschód) i generalnie wciąż „śmięciowy” charakter zatrudnienia (25% wszystkich pracujących według OECD), bądź skumulowany w firmach poniżej 9 osób, które płacą ogólnie mniej. Być może w grę wchodzi także percepcja niskiej inflacji (żywność, paliwa, towary importowane), która w ryzach trzyma żądania płacowe. Z czysto cyklicznego punktu widzenia dynamika płac może być z powodzeniem nominalnie wyższa niż w 2015 roku, niemniej zmiana inflacji (o prawie 2pp w górę) może siłą nabywczą płacy nawet zmniejszyć w porównaniu do 2015 roku. Naszym zdaniem, mimo negatywnych tendencji demograficznych, które z pewnością podwyższą płace na przestrzeni kolejnych lat, na tym etapie cyklu i w szczególności w 2016 roku, rynek pracy będzie jeszcze rynkiem pracodawcy. Tyle w zakresie zależności ekonomicznych.



Realizacja obietnic wyborczych partii rządzącej bądź też pretendentów skutkować może istotnym zastrzykiem gotówki w kierunku konsumentów wartym od 1 do nawet 4% rocznej konsumpcji (w zakresie przeglądu rozwiązań odsyłamy do naszego artykułu o polityce). Propozycje podatkowo-wydatkowe ukierunkowane są głównie na osoby będące w niskich decylach rozkładu dochodów. Biorąc pod uwagę nasze wcześniejsze uwagi przypisujące niskie tempo wzrostu konsumpcji brakowi wzrostu realnych, medianowych dochodów wskazane propozycje pozwolą na wzrost tychże dochodów i jednocześnie otworzą przestrzeń do większego wzrostu konsumpcji. Nie z samych płac, lecz jednorazowych „rent wyborczych” wziąć się może większa przestrzeń do wzrostu konsumpcji w 2016 roku. Szczególnie ważne jest odmrożenie płac w budżetówce, które służą jako benchmark dla wynagrodzeń poza dużymi ośrodkami miejskimi, a także zmiany w waloryzacji emerytur (podwyżki kwotowe, podobnie jak wspomniane „renty wyborcze” dopalą dochody niższych decyli rozkładu dochodów, a więc też ich wpływ na konsumpcję będzie wyższy).

Pozostaje pytanie o realizację obietnic, ich rozkład w czasie oraz stronę finansowania tych propozycji. Dla przykładu, pozornie obojętny dla konsumentów podatek od hipermarketów łatwo może być poniesiony w postaci wyższych cen, z kolei podatki bankowe, czy rygorystyczne konwersje kredytów frankowych już ponoszone są przez akcjonariuszy banków (brak wypłat dywidend, spadki kursów akcji) a dodatkowo trafić mogą do nich w postaci wyższych marż, łatwiejszych do implementacji w segmencie detalicznym. Są to czynniki, które spowodują, że ciężar rozwiązań przygotowanych dla konsumentów poniosą oni sami.

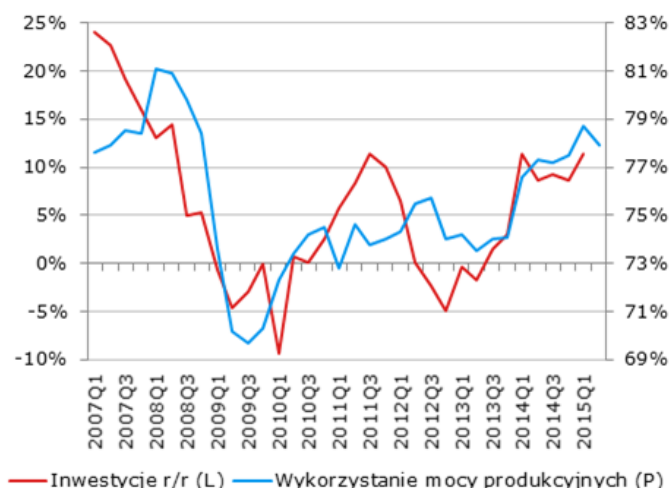
Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, obecnie naszym scenariuszem bazowym jest wzrost konsumpcji w 2016 roku na poziomie 3-4%, a więc nawet nieco wyższy niż w 2015 roku.

Inwestycje prywatne

Inwestycje prywatne są na obecnym etapie cyklicznie zaawansowane, a rok 2014 i początek 2015 były okresem prawdziwych żniw inwestycyjnych, na co złożyło się przyspieszenie inwestycji w energetyce, korzystna ścieżka oczekiwanego wzrostu PKB oraz nadrobienie zapóźnienia inwestycyjnego w gospodarce, do czego przyczyniły się ostatnie projekty unijne finansujące całe linie produkcyjne w ramach programów podnoszenia innowa-

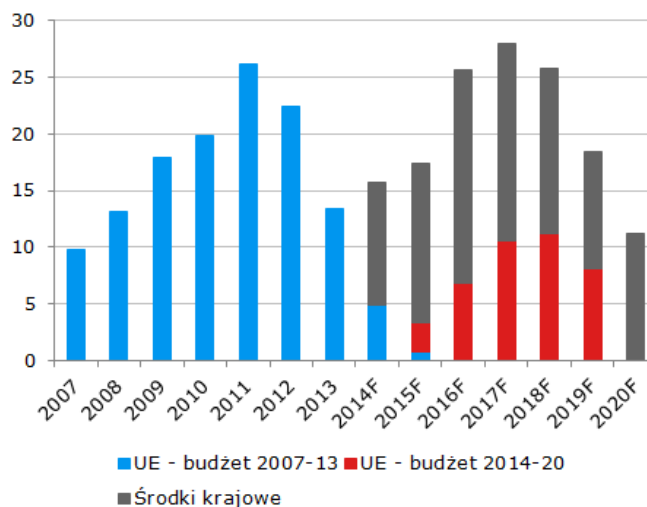
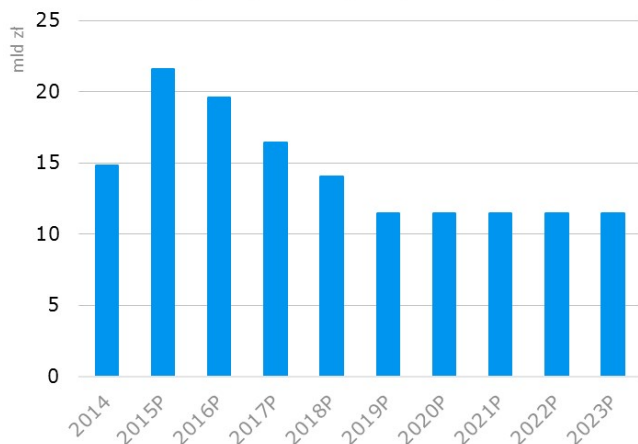
cyjności. W nowej perspektywie finansowej nacisk przesuwają się na faktyczne innowacje powstające na miejscu, nie zaś prosty import technologii - zmiana ta jawi się już jako kategoria ryzyka dla dalszego wzrostu inwestycji z uwagi na konieczność przemodelowania modelu biznesowego w wielu MSP oraz zmiany charakteru wnioskowania; ciężar realizacji przeniesie się na programy regionalne, gdyż tam łatwiej będzie spełnić bardziej wyśrubowane kryteria przyznawania dotacji.

Do tej pory inwestycje poruszały się w rytm wykorzystania mocy produkcyjnych. Czynnikiem sprzyjającym inwestycjom przedsiębiorstw było niskie ryzyko kredytowe umożliwiające emisje długu korporacyjnego oraz niski poziom stóp procentowych. W 2014 i 2015 roku (można powołać się tu zarówno na nasze kontakty w sektorze przedsiębiorstw, jak i wyniki ankiet PMI) firmy inwestowały sporo w rozwiązania zwiększające wydajność pracy (pracooszczędne technologie) niejako wychodząc naprzeciw oczekiwanym problemom z siłą roboczą. Wyprzedzające zachowanie firm może dodatkowo sugerować, że prywatny cykl inwestycyjny jest dojrzały.



Podstawowym ryzykiem dla działalności inwestycyjnej w 2016 roku jest generalna niepewność związana i z kondycją strefy euro i z wyborami parlamentarnymi (przedsiębiorcy doskonale sobie zdają sprawę, że obietnice wyborcze mogą tylko krótkookresowo dopalić wzrost PKB), rozszerzenie spreadów kredytowych, górką inwestycyjna w energetyce przewidywana na 2016 roku (obecnie nawet dołek, lecz trzeba brać pod uwagę pewne przesunięcia związane z opóźnieniami; w ujęciu dynamicznym jest to regres a to właśnie dynamicznie mierzy się strumień PKB). Jeśli zrealizowane zostaną postulaty dotyczące obciążenia sektora bankowego, kredyt może być słabiej dostępny i prawdopodobnie droższy, co wobec zamrożenia rynku kapitałowego (patrz sytuacja na GPW) oraz poszerzenia spreadów kredytowych będzie tym bardziej dotkliwie dla przedsiębiorców. Dopuszczamy możliwość 2-3pkt. spowolnienia dynamiki inwestycji prywatnych w 2016 roku wobec roku 2015.

Planowane wydatki inwestycyjne firm energetycznych (ENEA, ENERGA, PGE, TAURON)

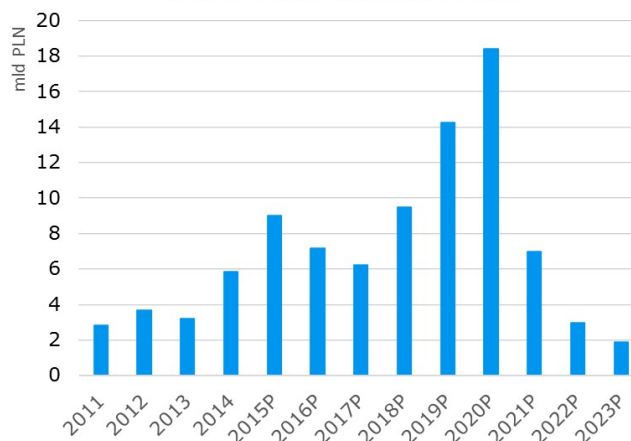


Inwestycje publiczne

Inwestycje publiczne odżyły w 2014 roku i w tendencji spodziewamy się kontynuacji wydatkowania w dotychczasowym (a nawet wyższym) tempie. Krótkookresowo, na początku 2016 roku, ryzyko dla inwestycji publicznych widzimy przede wszystkim ze względu na duże prawdopodobieństwo zmiany rządu i przemeblowania w odpowiedzialnych ministerstwach. Okresu zawieszenia (max kilka miesięcy od zmiany rządu) można spodziewać się w zakresie ogłaszania nowych przetargów przez instytucje centralne, czy też działalności inwestycyjnej na kolei (zmiana kierownictwa spółek + zakończenie dużych projektów w 2015 roku przy małym zaawansowaniu prac nad wydatkowaniem z nowej perspektywy) nie zaś całej polityki wydatkowania środków UE, gdyż ta pozostanie bez zmian. Pamiętajmy przy tym, że duża część inwestycji publicznych realizowana jest na szczeblu samorządowym, a tam politycznie nic się nie zmieni.

Dotychczasowe harmonogramy wydatków na drogi i kolej sugerują, że w 2016 roku będą się wzajemnie kompensować. Tym niemniej w obu przypadkach ścieżki mogą być nieco bardziej płaskie, co w ujęciu dynamicznym oznacza po prostu mniejsze przyrosty niż w 2015 roku. W połączeniu z niezamierzonymi opóźnieniami w realizacji możemy mieć do czynienia z delikatnym regresem lub stagnacją (pogląd ten popiera NBP w najnowszej projekcji inflacyjnej).

Zrealizowane i planowane wydatki kolejowe w ramach WPIK (do 2015) oraz KPK (od 2016)



Jaki wzrost, jaka inflacja?

Zestawiając powyższe składowe PKB oraz dotyczące ich ryzyka uważamy, że najbardziej prawdopodobny jest wzrost na poziomie około 3,5%, a więc nieco słabszy niż w 2015 roku, który szacujemy na 3,8%. Ryzyka dla przedstawionej ścieżki kształtują się w dół, zarówno dla 2015 jak i 2016 roku. Jest to związane przede wszystkim z nieprzewidywalnością procesu inwestycyjnego (oraz jego zmiennością) oraz niższą dynamiką eksportu. Nie uważamy przy tym, że dodatnie ryzyka dla konsumpcji są w stanie te nadrobić „dziury” w popycie wygenerowane przez te dwie kategorie.

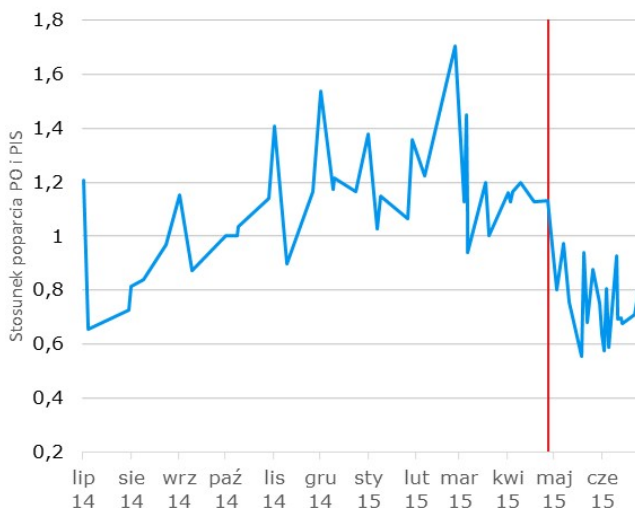
W przypadku realizacji ścieżki PKB na poziomie 3,5% minus i wobec istotnej odbudowy mocy produkcyjnych w latach 2014-2015 trudno wnioskować o szybszym niż poprzednio domknięciu luki popytowej. Poruszamy się nadal w kategoriach bezinflacyjnego wzrostu. Argumenty odnośnie inflacyjnego wpływu konsumpcji w 2015 roku należałoby rozważyć pozytywnie dopiero wtedy gdy: 1) proponowane rozwiązania z zakresu polityki gospodarczej doprowadziłyby do trwałego wzrostu dynamiki konsumpcji, co jest mało prawdopodobne bez destabilizacji całego sektora finansów publicznych rodzącej hamulce ze strony wydatkowania publicznego, 2) utrzymanie dynamiki konsumpcji i wyraźny spadek dyscypliny płacowej zbiegłyby się z trwałym obniżeniem dynamiki inwestycji prywatnych.

Zmiany na scenie politycznej i ich możliwe konsekwencje

Niedawne wybory prezydenckie przyniosły zmianę układu sił na polskiej scenie politycznej. Platforma Obywatelska, do tej pory zwycięska w każdych kolejnych wyborach, (popierając urzędującego prezydenta) tym razem poniosła zaskakującą porażkę. Wybory stały się również punktem zwrotnym w sondażach poparcia dla partii politycznych i zakończyły wielomiesięczny trend wzrostowy poparcia dla partii rządzącej. Spodziewana (jeśli wierzyć sondażom) zmiana rządu po wyborach przyniesie również najprawdopodobniej zwrot w polityce gospodarczej. Choć ogólne ramy jej prowadzenia nie zmienią się (członkostwo w UE, prawdopodobnie brak większości konstytucyjnej), szczegóły proponowanych rozwiązań mogą budzić niepokój rynków i obserwatorów polskiej gospodarki. W niniejszym tekście staramy się nakreślić wyborczy scenariusz dla gospodarki i rynków na najbliższe miesiące.

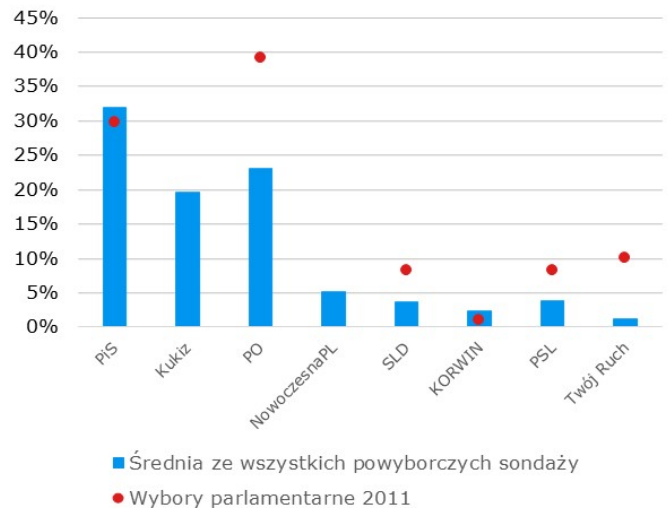
Nowy kształt sceny politycznej i ostatnie tendencje w sondażach

Historię polskiej sceny politycznej można od wielu lat sprowadzić do rywalizacji pomiędzy dwiema największymi partiami, Platformą Obywatelską oraz Prawem i Sprawiedliwością. Przez lata to pierwsze ugrupowanie cieszyło się niekwestionowanym prowadzeniem w zdecydowanej większości sondaży, skupiając ok. 40% poparcia. PiS z kolei przewyciężył wieloletnią słabość dopiero na początku 2013 roku - wówczas notowania obydwu partii zrównały się. Rekonstrukcja rządu jesienią 2014 roku, połączona z objęciem przez Donalda Tuska funkcji przewodniczącego Rady Europejskiej, wywindowała PO z powrotem na czoło przedwyborczej stawki, które to miejsce utrzymała aż do finiszu ostatniej kampanii wyborczej.



Powyborcze odwrócenie losów obydwu partii można ocenić jako brutalne - PO straciła prawie połowę poparcia (średni wynik sondażowy dla tej partii zmalał z 35-40% do 20-25%), a Prawo i Sprawiedliwość już w połowie maja objęło prowadzenie, którego ta partia do tej pory nie oddała. Drugim elementem zmiany strukturalnej na scenie politycznej stało się pojawienie nowych partii politycznych, tj. przede wszystkim ruchu Pawła Kukiza i NowoczesnejPL Ryszarda Petru. Po początkowym entuzjazmie

poparcie dla nich wydaje się obecnie normalizować, a pierwsze sondaże, które nowym ugrupowaniom dawały łącznie ok. 35% poparcia wydają się z perspektywy czasu mocno przesadzone. W miarę zbliżania się do wyborów, coraz większą rolę w preferencjach wyborców powinno odgrywać głosowanie strategiczne, a to będzie faworyzować większe partie, bardziej znane i mające szanse na istotną reprezentację w Sejmie.



Co oczywiste, układ sceny politycznej implikowany przez obecne tendencje w sondażach nie musi zrealizować się za 3,5 miesiąca: kampania wyborcza może z łatwością zmienić preferencje wyborców, a polskie sondaże przedwyborcze mają długą historię systematycznych obciążań, w której niedoszacowanie wyników Pawła Kukiza i Andrzeja Dudy w I turze wyborów prezydenckich jest zaledwie ostatnim epizodem. Tym niemniej, ewentualne obciążenia w wynikach sondaży partyjnych nigdy nie były aż tak duże, aby mogły wskazać błędnego zwycięzcę wyborów. Ponadto, w 2007 i w 2011 to partia prowadząca w sondażach była niedoszacowana, a tym samym - to zwycięzca otrzymywał w wyborach „premię” względem sondaży i większą przewagę w Sejmie. Dlatego też za najbardziej prawdopodobny uznajemy scenariusz, w którym po wyborach parlamentarnych dojdzie do zmiany u steru władzy - PO-PSL zostanie zastąpiony przez koalicję opartą o PiS (w naszej opinii odzyskanie zdolności koalicyjnej przez PiS jest ważną cechą obecnej sceny politycznej).

Polityka fiskalna znów w centrum uwagi - realistyczne spojrzenie na obietnice wyborcze

Możliwa zmiana władzy jesienią b.r. każe przyrzeć się programowi prawdopodobnych zwycięzców. Spojrzenie to powinno jednak być odmienne od prezentowanego zazwyczaj. W naszej opinii liczenie kosztów fiskalnych obietnic wyborczych przy założeniu pełnej ich realizacji nie ma większego sensu. Po pierwsze, implementacja może mocno odbiegać od „programu maksimum” będącego elementem politycznego marketingu (obietnice nie muszą i na ogół nie są realizowane).

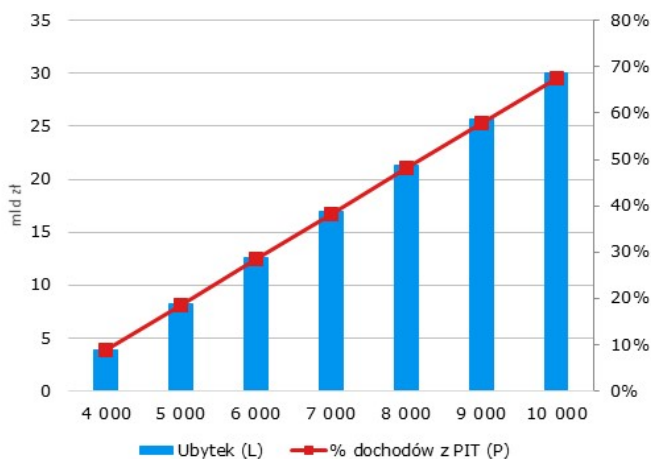
Choć wszystkie dotychczasowe zapowiedzi wskazują na poluzowanie polityki fiskalnej i wzrost skali redystrybucji, realistyczne spojrzenie każe zrewidować zarówno przewidywany wzrost wydatków budżetowych, jak i przewidywany wzrost dochodów. Kwota co najmniej 50 mld zł, jaka przewijają się w artykułach prasowych i wypowiedziach publicznych jest zupełną fantazją, biorąc pod uwagę

ograniczenia instytucjonalne i praktykę polityki fiskalnej w Polsce. Z katalogu obietnic przedwyborczych za najważniejsze z perspektywy fiskalnej należy uznać:

1. Zmiany w systemie emerytalnym (obniżenie wieku emerytalnego, podwyższenie emerytury minimalnej, pełna dobrovolność OFE).
2. Podniesienie kwoty wolnej od podatku.
3. Wsparcie rodzin poprzez wprowadzenie miesięcznego zasiłku dla drugiego i kolejnych dzieci.
4. Wprowadzenie podatku od instytucji finansowych i wielkopowierzchniowych sieci handlowych.
5. Zwiększenie dochodów budżetowych poprzez uszczelnienie systemu (głównie VAT) i zwiększenie ściągальności.

Z tego katalogu za najmniej prawdopodobne uważamy zmiany w systemie emerytalnym – negatywne długookresowe skutki takich rozwiązań będą jasne dla każdego ministra finansów i, co ważniejsze, również dla Komisji Europejskiej czy agencji ratingowych. Bardziej niż jakiegokolwiek zmiany w polityce fiskalnej, ten krok przyczyniłby się do pogorszenia wizerunku Polski. W odniesieniu do pozostałych polityk należy wziąć pod uwagę następujące okoliczności.

Po pierwsze, szacunki efektów podwyższenia kwoty wolnej PIT są zasadniczo bardzo spójne i obarczone niewielką niepewnością: wzrost kwoty wolnej z obecnego poziomu 3091 zł do 8 tys. zł wiązałby się z ubytkiem dochodów budżetu o ok. 22 mld zł (tj. połowę obecnych wpływów z tytułu PIT); bardziej skromne propozycje (np. PO) będą proporcjonalnie mniej kosztowne.



Po drugie, propozycja dofinansowania każdego drugiego dziecka (i kolejnych) kwotą 500 zł miesięcznie wiązałaby się z wydatkiem wynoszącym ok. 21 mld zł rocznie. Jest jasne, że to kwota maksymalna. Ograniczenie, jak sugeruje część artykułów prasowych, wyłącznie do grupy najbiedniejszych lub uzależnienie wysokości zasiłku od dochodu w rodzinie zmniejszyłoby znacząco koszt budżetowy takiej propozycji, być może nawet do 5-7 mld zł (w zależności od ustalonego progu ubóstwa).

Wiele miejsca można poświęcić propozycjom uszczelnienia systemu podatkowego i zasypania luki VAT, bez których nie może być mowy o neutralnym fiskalnie (w sensie księgowym) charakterze omawianych polityk. Zwiększenie ściągальności podatków jest oczywiście celem szczytnym, ale praktyka (warto podkreślić, że nie jest to w żadnym wypadku nowa i oryginalna obietnica)

Koszty (mld zł rocznie)

Podwyższenie kwoty wolnej PIT	8-22
Zasiłki dla rodzin wielodzietnych	7-21

Dodatkowe wpływy (mld zł rocznie)

Wyższa ściągальność VAT	3-15
VAT od transferów	2,4-6,9
Podatek bankowy	6
Podatek od sieci handlowych	2,5-3

RAZEM	15-43	RAZEM	14-31
NETTO	1-12		

ostatnich lat pozostaje rozczarowująca. Nie negując szacunków luki VAT (badania PwC szacują ją nawet na 42 mld zł rocznie), zauważamy że jej usunięcie w przeciągu jednego roku nie jest możliwe, a realizm nakazuje założenie redukcji do średniej europejskiej (15% należnego VAT), nie zaś do zera. Ponadto, nawet relatywnie proste do wprowadzenia, efektywne kosztowo i potencjalnie skuteczne działania, takie jak reorganizacja i pełna informatyzacja aparatu skarbowego, nie mogą przynieść dodatkowych dochodów natychmiast (rozciągnięcie w czasie dotyczy zwłaszcza informatyzacji). W konsekwencji, realistyczny szacunek zwiększenia dochodów z VAT powinien opiewać na kwotę ok. 15 mld zł na przestrzeni 3-5 lat. Do tej kwoty należy, co oczywiste, doliczyć VAT liczony od wydatków gospodarstw domowych ze zwiększonych transferów netto (16% z każdej wydanej złotówki, wybór krańcowej skłonności do konsumpcji pozostawiamy Czytelnikowi).

Paradoksalnie, relatywnie najpewniejsze wydają się przychody z nowo wprowadzonych podatków, tj. dla instytucji finansowych i dla wielkopowierzchniowych sieci handlowych. Pierwszy z nich ma wynosić 0,39% wartości aktywów sektora bankowego, co przy bieżącej wielkości sektora oznacza roczny dochód budżetu państwa na poziomie 6 mld zł (do tego należy doliczyć ok. 1-2 mld podatku od aktywów innych instytucji finansowych), co stanowi ok. 41% wyniku sektora. Podatek o takiej wielkości nie będzie neutralny, co wynika z dużego zróżnicowania zyskowności banków - w przypadku mniejszych instytucji należność może z nadatkiem przekroczyć zysk. W dalszej perspektywie opodatkowanie aktywów bankowych powinno przyspieszyć konsolidację sektora i, zmniejszając konkurencję, przyczynić się do zwiększenia marż kredytowych. Negatywne konsekwencje dotkną również biura maklerskie i ograniczą rynek IPO, dodatkowo zmniejszając rolę rynku kapitałowego w finansowaniu sektora prywatnego. Z kolei wpływy z podatku od sklepów wielkopowierzchniowych szacuje się powszechnie na 2,5-3 mld zł.

Summa summarum, statyczny koszt netto/ wpływ na budżet (tzn. zakładający brak reakcji podmiotów gospodarczych na zmianę podatków i transferów) analizowanych propozycji to od 1 do 12 mld zł w pierwszym roku (efekt tzw. dynamiczny z uwzględnieniem mnożników może być mniej negatywny dla budżetu). Warto przy tym zauważyć asymetrię: dodatkowe wpływy są niepewne, podczas gdy w/w szacunek zakłada stonowanie obietnic wyborczych, którego explicite nie znajdziemy w programach i wypowiedziach. W powiązaniu z pogorszeniem warunków finansowania (koszty obsługi długu minęły już cykliczne minimum) i z koniecznością korekty budżetu ze względu na przeszacowanie inflacji na 2015 rok oznacza to, że budżet państwa na 2016 rok (odziedziczony po obecnej partii rządzącej) zostanie najprawdopodobniej znowelizo-

wany z większym deficytem i uwzględnieniem nowych elementów fiskalnej układanki.

Implikacje

Wpływ zmiany rządu na sferę realną gospodarki jest często przeceniany i podobnie będzie zapewne w tym przypadku. Jeśli nie dochodzi do rewolucyjnych zmian instytucjonalnych lub silnych szoków (takich, jak np. osłabienie rosyjskiego rubla w 2014), trajektorię gospodarki będą wyznaczać czynniki zasadniczo poza zasięgiem normalnej polityki gospodarczej, tj. zasoby pracy i kapitału, nastawienie w polityce pieniężnej, stan koniunktury najważniejszych partnerów handlowych, etc. Czy oznacza to, że konstruując scenariusze makroekonomiczne możemy zignorować zmiany polityczne? Wręcz przeciwnie.

Po pierwsze, w krótkim okresie można oczekiwać zmiany kompozycji wzrostu gospodarczego. Redystrybucja (opodatkowanie banków, supermarketów i podwyższenie kwoty wolnej od podatku) w krótkim okresie powinna być pozytywna dla konsumpcji, zwiększa bowiem dochody do dyspozycji w tych decylach rozkładu dochodów i dla tych grup społecznych, które charakteryzują się najniższą skłonnością do oszczędzania. Przy założeniu, że rynek kapitałowy ucierpi na zmianach politycznych po stronie minusów można doliczyć niższe efekty majątkowe w najwyższych decylach dochodów - to jednak jest spójne z ideą redystrybucji. Inwestycje z kolei mogą ucieść zarówno poprzez efekty psychologiczne (spadek zaufania w grupie największych przedsiębiorstw i wśród inwestorów zagranicznych), jak i z powodu słabszej absorpcji środków UE. Ten ostatni efekt to niezamierzona konsekwencja rotacji kadr w administracji centralnej i utraty zarządczego know-how, jeśli proces ten będzie odpowiednio głęboki. Współbieżność inwestycji i konsumpcji oznacza jednak, że efekty niepewności nie będą znaczące. Więcej piszemy w przymiarce do scenariusza makroekonomicznego na 2016 rok.

Po drugie, pogorszeniu ulegną (co zresztą już następuje) wyceny akcji i wyniki finansowe banków, przy czym głównym czynnikiem ryzyka jest sposób rozwiązania kwestii kredytów denominowanych we franku szwajcarskim. Dodać należy, że poza testowanymi już propozycjami PO (będącymi wariacją wcześniej proponowanych przez szefa ZBP rozwiązań) partia opozycyjna może pokusić się o rozwiązania bazujące na (już wcześniej pojawiającej się propozycji) tzw. korytarza kursowego (bank dopłaciłby do raty kredytobiorcom, jeśli kurs złotego osłabiłby się powyżej wyznaczonego poziomu) skutkujące de facto wystawieniem banków na ryzyko kursowe. Należy pamiętać, że realizacja rozwiązań dla portfela kredytów w CHF może rozciągnąć się w czasie. Poza wynikiem wyborów istotne jest wsparcie NBP (m.in. wykorzystanie rezerw do przewalutowania kredytów w CHF i ograniczenia wpływu na rynek walutowy w przypadku zastosowania tzw. korytarza kursowego), które wnosząc po słowach obecnego szefa NBP za jego kadencji nie jest przesądzone.

Po trzecie, w wycenie polskich aktywów pojawi się dodatkowa premia za, przy braku lepszego słowa, niekonwencjonalną politykę gospodarczą. Ceteris paribus, oznaczać to może wyższe rentowności obligacji i dalszą konwergencję w stosunku do Węgier. Oczywiście wzrost tej premii za ryzyko będzie ograniczone choćby faktem, że percepcja Węgier dziś, a dajmy na to dwa lata temu, gdy oscylowali na granicy pomocy MFW jest kompletnie odmienna. Dziś Węgry Orbana przez wielu inwestorów postrzegane są jako przykład „success story”.

Bank centralny „wspierający wzrost gospodarczy” (tutaj widzimy możliwość zarówno uczestnictwa w programach pożyczek dla MSP, jak i pobudzanie popytu banków na krótkie papiery skarbowe poprzez zmiany założeń polityki pieniężnej i odejście od stabilizacji polonii wokół stopy referencyjnej) oznacza również zerwanie z niepisany paradygmatem utrzymywania dodatnich realnych stóp procentowych. To zaś, biorąc pod uwagę trajektorię PKB i inflacji, jakich się spodziewamy, przypieczętuje los podwyżek stóp procentowych w 2016 roku (tj. ich brak).

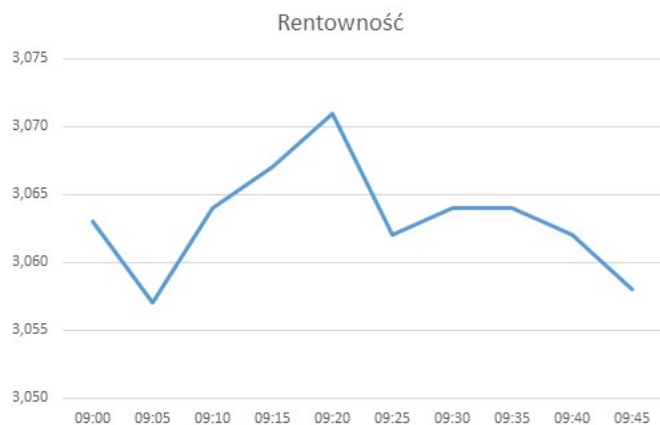
Spadek realnych stóp procentowych (możliwe, że poniżej zera) i rozszerzenie salda obrotów bieżących (jednak więcej konsumpcji) osłabią polisę ubezpieczeniową krajowej waluty i, w powiązaniu z premią za niekonwencjonalność polityki gospodarczej, powinny ograniczać przestrzeń do umocnienia złotego, a w pierwszej fazie po wyborach nawet prowadzić do osłabienia złotego i większej zmienności na rynku walutowym (do czego walenie mogą przyczynić się nowe propozycje ws. rozwiązania systemowego problemu kredytów hipotecznych denominowanych w CHF). Wreszcie, nowy rząd ostrożny stosunek do przyjęcia euro zastąpi najprawdopodobniej otwartą niechęcią i stanowczymi deklaracjami - o ile w warstwie faktycznej nie zmieni się nic (wejście do strefy euro zostało i tak odłożone ad Kalendas Graecas), o tyle może to wpłynąć negatywnie na percepcję Polski jako satelity strefy euro i spowodować przesunięcie Polski do koszyka „klasycznych EM”, zwłaszcza jeśli będzie mu towarzyszyło rozluźnienie polityki pieniężnej i zerwanie z doktryną dodatnich stóp realnych. W koszyku lub poza, luźna polityka pieniężna głównych banków centralnych oraz wysoki wzrost PKB powinny średnioterminowo gwarantować utrzymanie się polskiej waluty w delikatnym trendzie aprecjacyjnym w 2015 i 2016 roku. Rozumiemy to w ten sposób, że granica 3,90-4,00 na EURPLN powinna być regularnie na celowniku.

Oddzielanie sygnału od szumu w analizie rentowności polskich obligacji

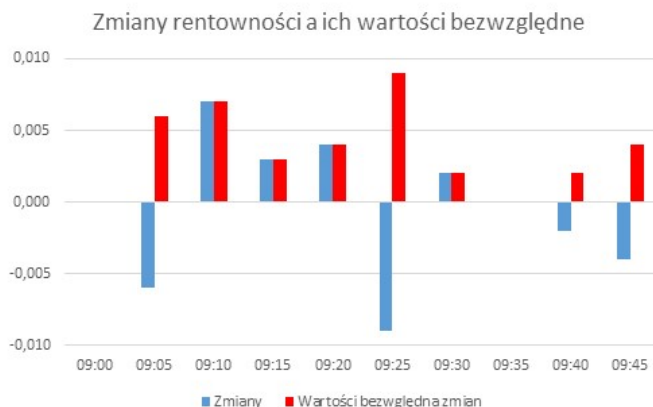
Celem analizy jest zbadanie prawidłowości w ruchach rentowności polskich dziesięcioletnich obligacji rządowych przy wykorzystaniu dwóch prostych metryk: zmiany i wahanía rentowności. Idea jest sprawdzenie czy zmiany i wahanía rentowności są stałe w czasie (czy utrzymują się). Wiedza ta pozwala nie tyle na prognozowanie zmian rentowności w ogóle co wybór okresów sesji, kiedy prawdopodobieństwo wyłowienia sygnału z ruchów cen przeważa nad szumem. Chcemy, żeby badanie dotyczyło tego samego reżimu (lub podobnych reżimów), ale jednocześnie musimy mieć wystarczającą liczbę obserwacji do wnioskowania statystycznego. Kompromisem w tym przypadku był okres od końca 2014 roku.

Na początek kilka ustaleń definicyjnych: będziemy analizowali **zmianę rentowności**, **wartości bezwzględne zmiany rentowności** oraz **wahanía rentowności**. Zmiana rentowności to po prostu wzrost lub spadek; w przypadku wartości bezwzględnych interesuje nas sam fakt ruchu, a nie kierunek. Przez wahanía rentowności rozumiemy sumę wartości bezwzględnych wszystkich zmian rentowności w określonym interwale. Dla przykładu, zerowe wahanía oznacza, że rentowność w ogóle nie zmieniła się. Natomiast w przypadku, gdy rentowność najpierw wzrosła o 10 punktów bazowych, a potem wróciła do tego samego poziomu wahanía wynosi 10+10 czyli 20 punktów bazowych. Poniższe wykresy pomogą w dokładnym zrozumieniu wykorzystywanych dalej pojęć:

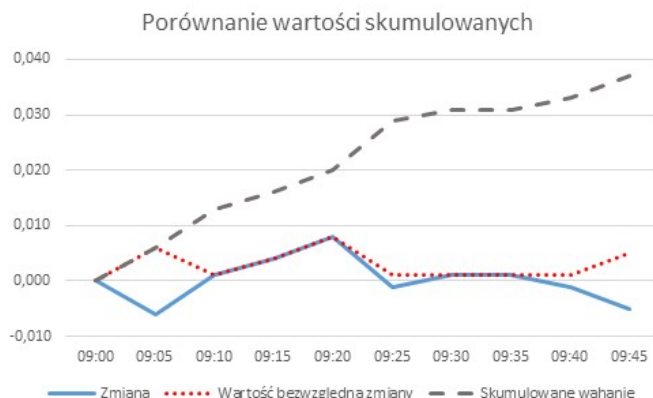
Pierwszy rysunek przedstawia przykładową rentowność od godziny 9:00 do 9:45



Na kolejnym wykresie porównano pięciominutowe zmiany rentowności, w (niebieskie słupki) wraz z ich wartościami bezwzględnymi (czerwone słupki).



Trzeci wykres wprowadza wahanía rentowności (szara linia). Jak widać na kolejnym wykresie wahanía to po prostu suma wartości bezwzględnych pięciominutowych przyrostów.



Ostatni wykres w tej części zawiera wartości bezwzględne zmiany podzielone przez wahanía (z wcześniejszego rysunku). Jest to podstawowe narzędzie badawcze w dalszej części opracowania.



W toku prac stwierdziliśmy, że optymalnym interwałem, który pozwala na uwzględnienie wystarczającej większości wahań jednocześnie nie powodując zbytniego rozrostu zbioru danych są dane jednoczesne, które następnie można agregować do dowolnych interwałów (np. godzinnych). Po wstępnym przeglądzie danych stwierdziliśmy, że analiza powinna dotyczyć tylko sesji na GPW (od godziny 9:00 do 17:00). Ograniczenie badanego okresu do zamkniętego przedziału wymagało ustalenia sposobu liczenia zmian. Z uwagi na fakt, że początek sesji charakteryzuje się lukami otwarcia wobec poprzedniego dnia, zdecydowaliśmy się na liczenie pierwszej zmiany na początku sesji jako cena

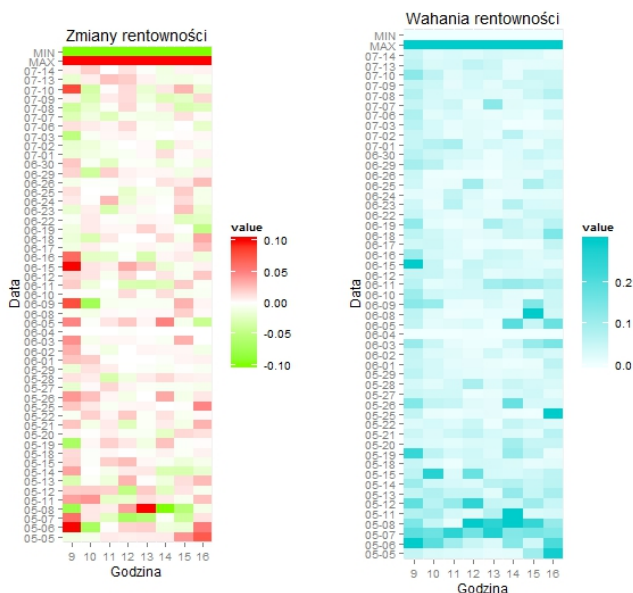
zamknięcia drugiej minuty handlu minus cena otwarcia pierwszej minuty handlu. Kolejne zmiany liczymy już na bazie close-close (a więc ostatnia cena w minucie minus ostatnia cena z poprzedniej minuty).

Nasuwa się pytanie dlaczego do szczegółowej analizy sprawdzamy nie kierunki, ale sam fakt zmian? Pozwala to wyciągać wnioski uniwersalne i dla wzrostów i spadków rentowności, które powinny się sprawdzać niezależnie od aktualnego reżimu rynkowego. Dzięki temu skupiamy się na podstawowym celu analizy jakim jest próba wyodrębnienia optymalnych okresów sesji, kiedy najbardziej prawdopodobne jest, że ruchy rentowności układają się we wzorec, a nie są tylko szumem (czystą zmiennością). Nie pytamy o kierunek, poszukujemy okresów o najwyższym stosunku sygnału do szumu.

Rozkład zmian i wahań w ostatnich miesiącach

Zanim jednak przejdziemy do rygorystycznej analizy z wykorzystaniem wprowadzonych przez nas pojęć przyjrzymy się, jak wyglądały zmiany rentowności podczas ostatnich sesji i jak można je przedstawić. Szukamy wzorców i powtarzalności; w szczególności zjawisk kumulowania (klastrowania się) tych metryk w poszczególnych godzinach sesji.

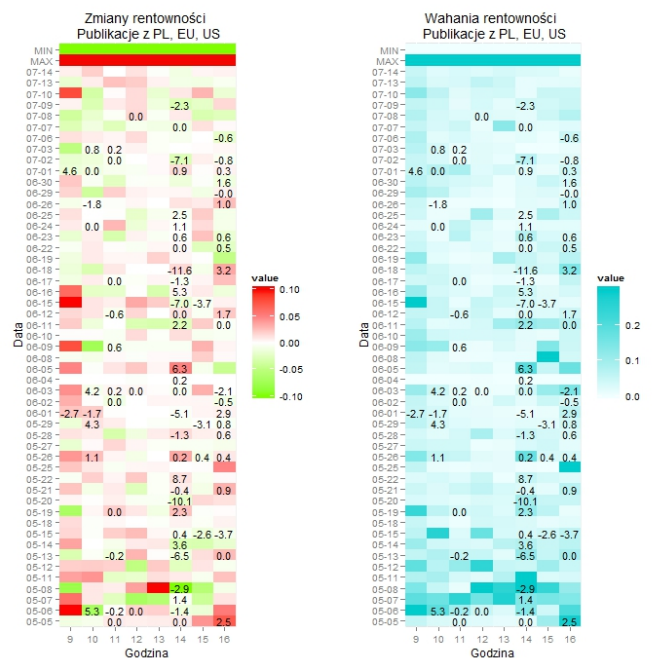
Na lewym wykresie poniżej zaprezentowane są godzinowe zmiany rentowności. W celu poprawienia czytelności wartości skrajne (+10 oraz -10 punktów bazowych) oznaczają zmiany o 10 lub więcej punktów bazowych. Prawy wykres przedstawia wahań w odpowiednich godzinach.



Okazuje się, że poza okresem zdecydowanie większej zmienności (początek maja), największe zmiany realizowały się najczęściej zaraz po otwarciu sesji. Przez ostatnie dwa miesiące w ciągu pierwszej godziny obligacje zazwyczaj wzrastały w rentowności. Duże wahań występują także pod koniec sesji. Bardzo trudno jest jednak znaleźć wzorce w tych zmianach. Pytanie badawcze postawione na tym etapie brzmi więc: czy przyczyn można szukać w czynnikach fundamentalnych. Stąd też kolejnym krokiem było sprawdzenie, jak w powyższą analizę wpisują się zaskoczenia po publikacjach. Wykorzystano metodologię indeksu zaskoczeń,

który przedstawiamy w raportach Polish Weekly Review, a także co poniedziałek w Raporcie Dziennym. Dane są często publikowane jednocześnie, dlatego konieczna jest ich agregacja. Wszystkim publikacjom przypisaliśmy odpowiednie wagi, co umożliwi wyliczenie łącznego zaskoczenia w danej godzinie.

Na poprzedni rysunek nałożono zaskoczenia publikacjami. Dodatkowo wartości oznaczają, że dany odczyt był lepszy (wyższy w większości przypadków, ale dla np. bezrobocia niższy) niż oczekiwano, liczba pokazuje o ile względem konsensusu rynkowego, a miarą jest wielokrotność odchylenia standardowego w szeregu czasowym danej zmiennej.



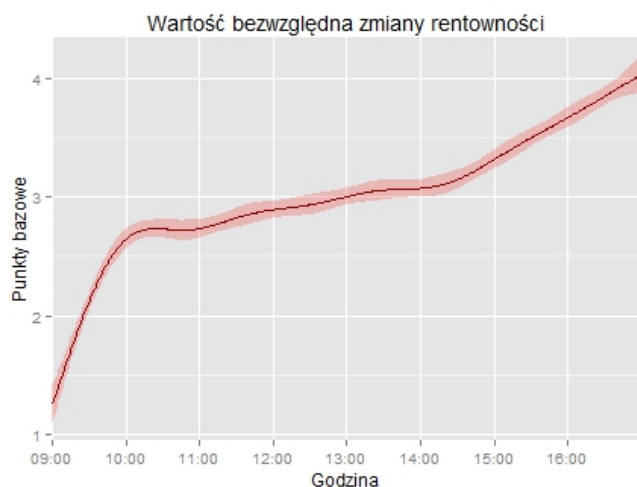
Generalnie reakcja rentowności jest zgodna z heurystyką przypisującą reakcję rynku dłużnego do zaskoczenia daną zmienną. Generalnie, gdyż reakcja cen obligacji przeciwna do wspomnianej heurystyki zdarzała się jednak zbyt często. Stąd też nie możemy sobie pozwolić na skuteczne oczyszczenie szeregów z reakcji na dane (gdyby oszacować parametry opisujące reakcję rentowności na daną zmienną byłyby w większości przypadków bliskie zera; zresztą wiele zależałoby od doboru okienka mierzenia reakcji - nie chcieliśmy się więc wikłać dodatkowo w kolejny stopień arbitralności. W zamian proponujemy, aby przeprowadzając dalszą analizę mieć publikacje makro z tyłu głowy (m.in. zatrudnienie poza rolnictwem w USA 05-08, 06-05, 07-02) - osoba mająca obycie z rynkiem nie może i tak o nich nie pamiętać. W dalszej analizie wykorzystywane będą głównie wahań i wartości bezwzględne zmian, które są takie same dla wzrostów jak i spadków rentowności, dlatego dni ani godziny z publikacjami nie będą traktowane w specjalny sposób. Odrzucenie tych obserwacji znacząco zmniejszyłoby próbkę statystyczną.

Ewolucja zmian i wahań rentowności w ciągu dnia

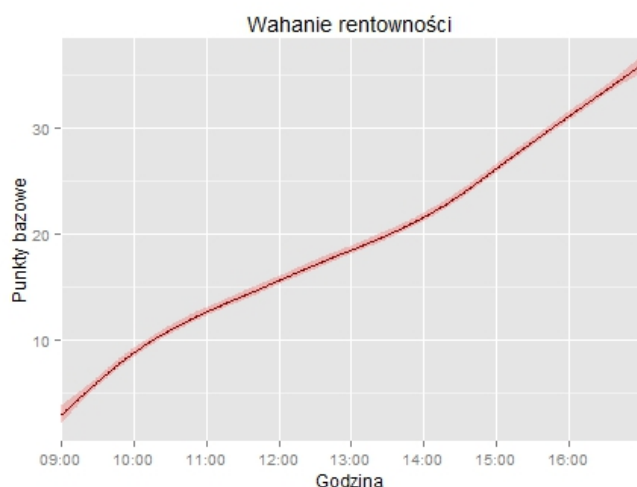
W kolejnym kroku sprawdzamy, w których godzinach średnio realizują się największe wahań i zmiany rentowności. Będziemy analizowali średnie zmiany (poruszamy się w przestrzeni 9–17 ale uśredniamy po dniach), wartości bezwzględne zmian oraz wahań w ciągu dnia.

Poniżej przedstawiliśmy średnie wartości bezwzględne zmiany w

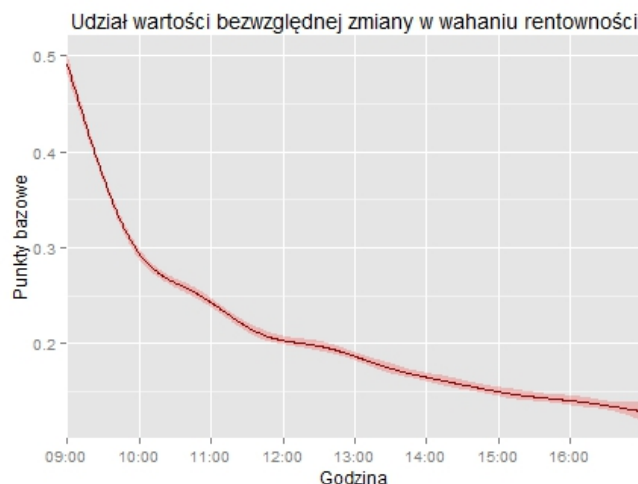
ciągu dnia. W zasadzie połowa zmian realizuje się w ciągu pierwszej godziny od otwarcia sesji - dowód silnego trendu.



Kolejnym krokiem jest sprawdzenie średniego wahanía w ciągu dnia. W przeciwieństwie do wartości bezwzględnych zmian podczas pierwszej godziny nie występuje wyraźny skok, wzrost wahanía jest znacznie bardziej równomiernie rozłożony w ciągu dnia.



Analizując iloraz krzywych z poprzednich dwóch wykresów otrzymujemy średni udział zmiany bezwzględnej w wahaníu w ciągu dnia. Tempo spadku wykresu maleje w ciągu dnia, z wyraźnym przegięciem zaraz po godzinie 10.



Analiza wahań oraz zmian rentowności w trakcie dnia pozwala wyodrębnić okresy o podobnej aktywności inwestorów. Pierwszy z nich to 30 minut po otwarciu rynku - okres ten charakteryzuje się najsilniejszym trendem. W ciągu kolejnych 30 minut dynamika maleje, ale zmiany w stosunku do wahań są wciąż znacznie większe niż średnio w całej sesji. Potem następuje uspokojenie do godziny 14:00, wahanía są mniejsze, ale przede wszystkim w znacznie mniejszym stopniu przekładają się na zmiany rentowności. Ostatni okres to od 14:00 do 17:00, gdzie następuje intensyfikacja aktywności inwestorów - zmiany i wahanía rentowności są jednak średnio mniejsze niż w ciągu pierwszej godziny.

Analiza trwałości zmian i wahań

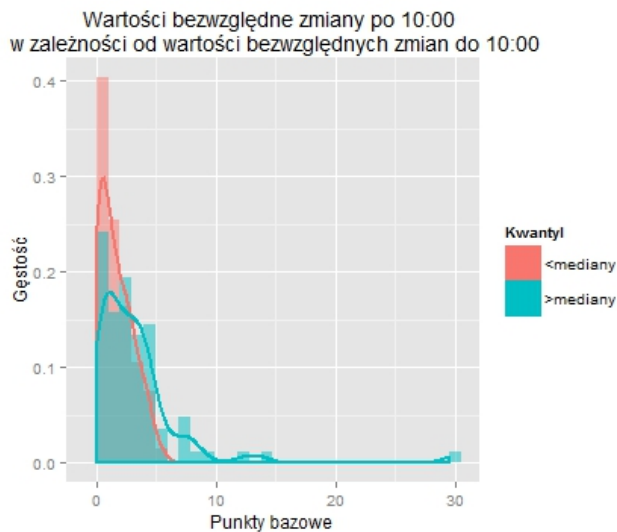
W ostatniej części badania czy na podstawie wcześniejszych ruchów można wnioskować o przyszłych wahaníach i zmianach rentowności. Na podstawie wcześniejszego punktu wyznaczylíśmy okresy (przed i po) do analizy:

Nr okresu	„przed”	„po”
1.	09:00 – 09:30	09:30 – 10:00
2.	09:00 – 09:30	09:30 – 14:00
3.	09:00 – 10:00	10:00 – 14:00
4.	09:00 – 09:30	09:30 – 17:00
5.	09:00 – 10:00	10:00 – 17:00
6.	09:00 – 14:00	14:00 – 17:00

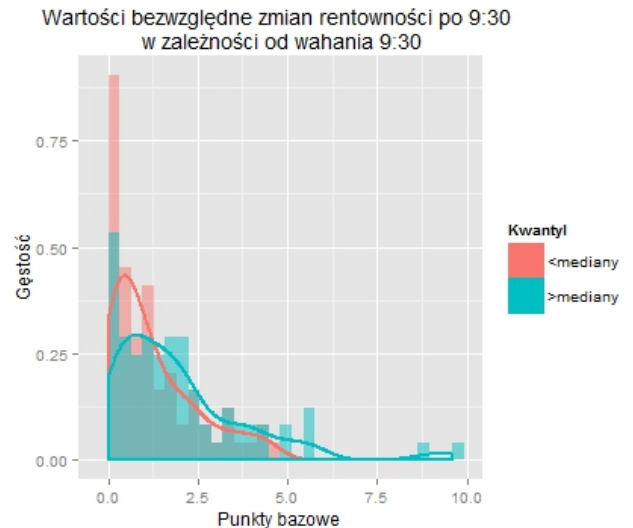
Dla każdej pary okresów przed i po sprawdzamy czy wahanía / zmiany przed implikują rozkład zmian / wahań po. Dane „przed” są podzielone na 2 grupy (mniejsze / większe), na podstawie tego podziału powstają dwie próbki danych „po”. Celem jest sprawdzenie, czy oraz jak dwie próbki danych „po” różnią się między sobą.

1. Teza **rosło - będzie rosnać, spadło - będzie spadać** nie znajduje potwierdzenia w liczbach. Zmiany w okresach nie utrzymują się – korelacja pomiędzy próbkami „po” w zależności od zachowania przed jest niska. Testy statystyczne potwierdzają, próbki „po” nie różnią się, gdy się je podzieli na podstawie zachowania „przed”.
2. Teza **zmieniło się - znów się zmieni** znajduje częściowe potwierdzenie w testach statystycznych; (dla podziału sesji do 10:00 oraz po 10:00) współczynnik korelacji między da-

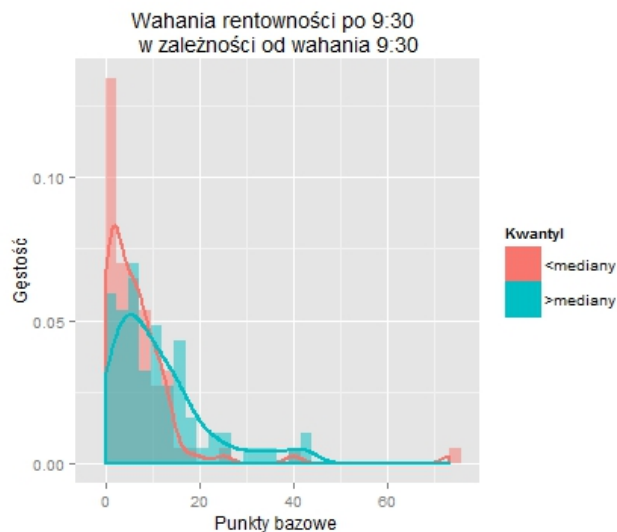
nymi przed i po wynosi 0,43. Duże zmiany absolutne przez pierwszą godzinę znacznie zwiększają szansę, na to że do końca dnia rentowność znów się zmieni. Turkusowy histogram na poniższym wykresie oznacza zmiany od 10:00 do 17:00 po dużych zmianach po otwarciu sesji. Czerwony po małych zmianach. Szczególnie widać to po dłuższym ogonie rozkładu (nawet po odrzuceniu outliersów) – jeżeli przez pierwszą godzinę zmiany były małe (poniżej mediany), to do końca dnia rentowność nie powinna się już zmienić o więcej niż 5 punktów bazowych. Obserwujemy ten fenomen tylko dla podziału sesji godziną 10:00.



przez pierwsze pół godziny, jest duża szansa, że wzrost kursu o 4 punkty bazowe od 9:30 do 11:00 utrzyma się do końca sesji. Warto jednocześnie kontrolować zmianę rentowności od 9:00 do 10:00 – średniej wielkości zmiany w tym okresie zmniejszają szansę na odwrócenie trendu w dalszej części sesji.

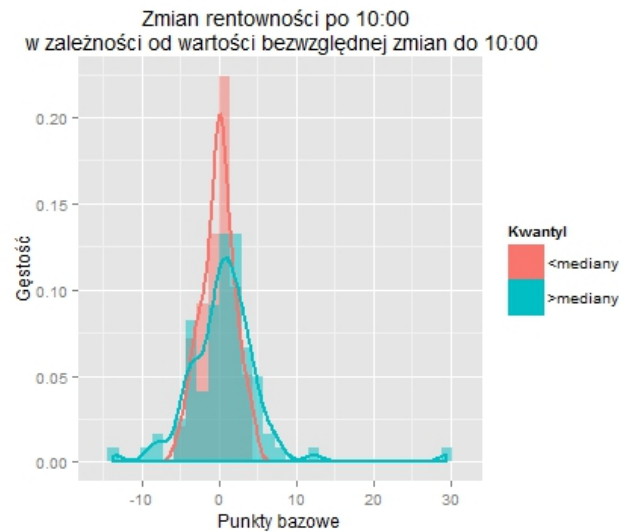


3. Teza: **wahania implikują wahania** prawie zawsze znajduje potwierdzenie. Nie sprawdza się tylko przy podziale sesji przed 14:00 i po tej godzinie. Drugi histogram potwierdza to na przykładzie wahań do godziny 9:30 oraz od godziny 9:30. Niestety w przeciwieństwie do bezwzględnych zmian rentowności nie mamy takiej pewności w przypadku stwierdzeń dotyczących zasięgu wahań.



Zmiany absolutne w ograniczonym stopniu przekładają się na przyszłe zmiany (uwzględniając ich kierunek). Zależność nie jest jednak silna (korelacja rzędu 0,30, tylko część testów potwierdza różnice w próbkach), występuje dla podziału przed 10:00 oraz po 10:00.

5. Podobnie jak w przypadku drugiego histogramu, **duże wartości bezwzględne zmian implikują duże zmiany**. Warto zwrócić jednak uwagę na przesunięcie turkusowego histogramu w prawo w stosunku do czerwonego. Oznacza to, że po dużych zmianach absolutnych przez pierwszą godzinę, obligację mają nieco większą tendencję do tego, żeby wzrosnąć do końca sesji.



4. **Wahania pozwalają wnioskować o przyszłym zasięgu zmian, ale nie kierunku** – jednak tylko w przypadkach podziałów na okresy od 9:00 do 9:30 oraz od 9:30 do końca sesji (lub godziny 14:00). Przykładowo po dużych wahańach

Wnioski: Analiza wahań oraz zmian rentowności pozwoliła na sformułowanie kilku faktów stylizowanych występujących na rynku polskich papierów dłużnych pozwalających na oddzielenie sygnałów od szumu. Najważniejsze naszym zdaniem wnioski:

1. Analiza obejmuje okres od połowy grudnia 2014. Nawet jeżeli reżim mógł ulec pewnym zmianom w tym czasie, to mamy wystarczająco dużo obserwacji do wyciągnięcia wniosków na podstawie testów statystycznych.
2. Wahania rentowności przez na początku sesji dobrze determinują dalsze wahania, a w niektórych przypadkach nawet zasięg zmian, niestety nie ich kierunek (tutaj kluczowe jest pierwsze pół godziny).
3. Do przewidywania wartości bezwzględnych zmian najlepiej wykorzystać pierwszą godzinę od otwarcia.
4. Przewidywanie samego kierunku zmian jest znacznie trudniejsze. Nie powinny temu służyć tylko dane historyczne, ale przede wszystkim także analiza otoczenia makroekonomicznego.

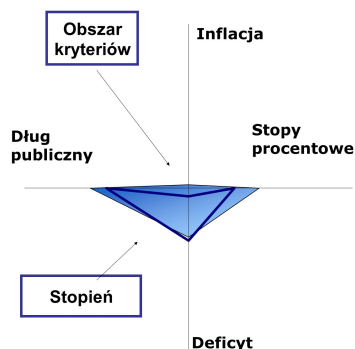
Jak w praktyce wykorzystać tę wiedzę? Powiedzmy, że od 9:00 do 10:00 nastąpiła stosunkowo (w porównaniu do ostatnich miesięcy) duża zmiana rentowności. Jednocześnie, od 9:00 do 9:30 wahania były mniejsze niż od 9:30 do 10:00. Może to oznaczać, że jeżeli od 10:00 do 12:00 rentowość wciąż zmienia się (niekoniecznie w tę samą stronę co przed 10), to ostatni kierunek zmian powinien być kontynuowany do końca sesji.

Kryteria konwergencji*

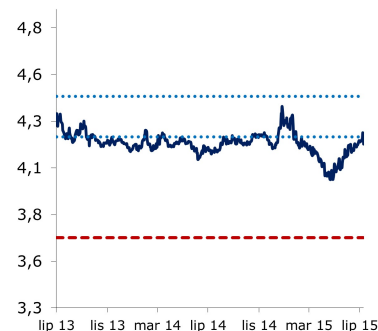
- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 0,2% (maj 2015)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,3% (maj 2015)
- Deficyt sektora GG: <3,0% PKB
- Dług publiczny:< 60,0% PKB
- Członkostwo w ERM2: 2 lata

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)

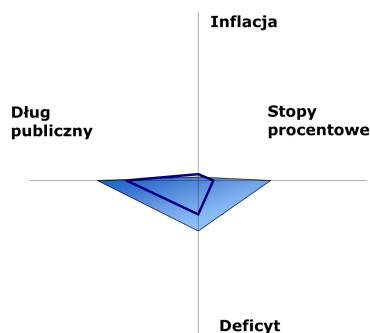
POLSKA



- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): -0,5% (maj 2015)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 2,8% (maj 2015)
- Deficyt sektora GG: 3,2% PKB (2014)
- Dług publiczny: 50,1% PKB (2014)
- Członkostwo w ERM2: nie



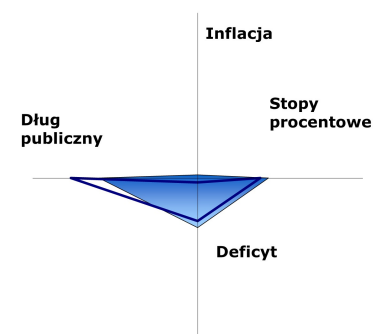
CZECHY



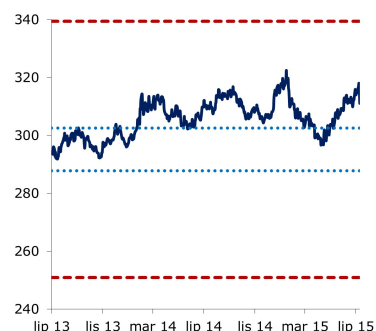
- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 0,38% (maj 2015)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 0,9% (maj 2015)
- Deficyt sektora GG: 2,0% PKB (2014)
- Dług publiczny: 42,6% PKB (2014)
- Członkostwo w ERM2: nie



WĘGRY



- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): -0,27% (maj 2015)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,8% (maj 2015)
- Deficyt sektora GG: 2,6% PKB (2014)
- Dług publiczny: 76,9% PKB (2014)
- 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.