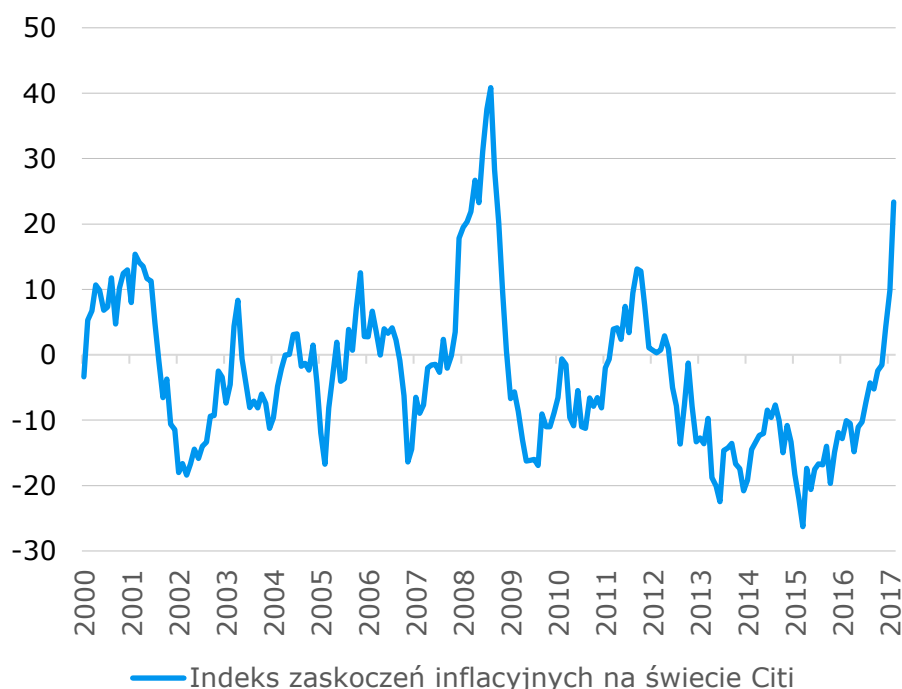




poniedziałek, 20 marca 2017

## Nasz (jedynie słuszny) pogląd na wszystko

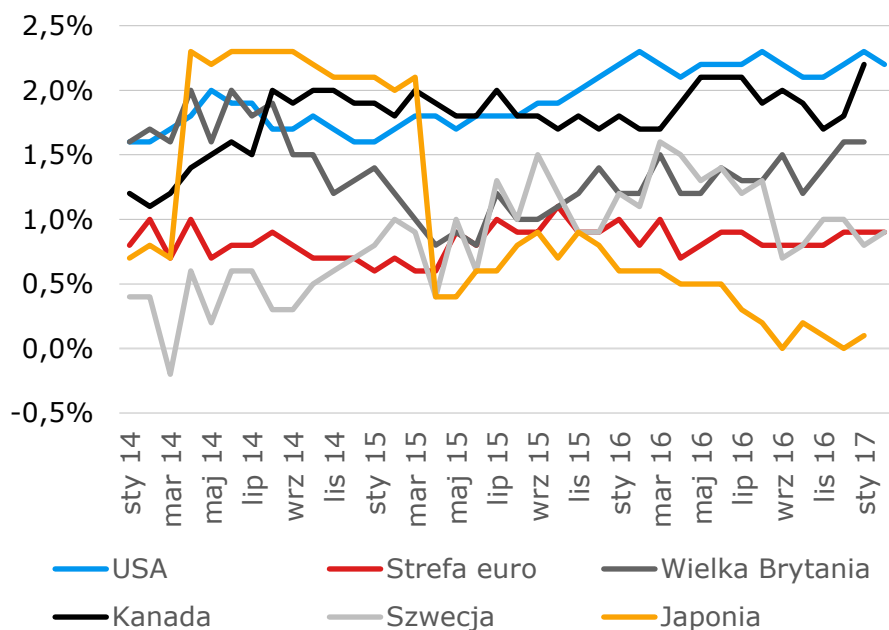
Powrót inflacji w okolice 2% w największych gospodarkach świata (w tym i w Polsce) oznacza też powrót inflacji na czołówki serwisów informacyjnych i do świadomości gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, o decydentach nie wspominając. Dla rynków jednak jest to już temat zasadniczo zgrany – wzrosty inflacji na przełomie roku były zagwarantowane przez efekty bazowe i wcześniejsze wzrosty cen ropy naftowej. Niespodzianki w kolejnych odczytach oczywiście występowały, ale inflacja zawsze zaskakuje w trendach, czy to spadkowych, czy wzrostowych. Ten okres przyspieszania się już zakończył i warto w tym momencie zastanowić się, co dalej – jak i kiedy inflacja może znów znaleźć się w centrum zainteresowania.



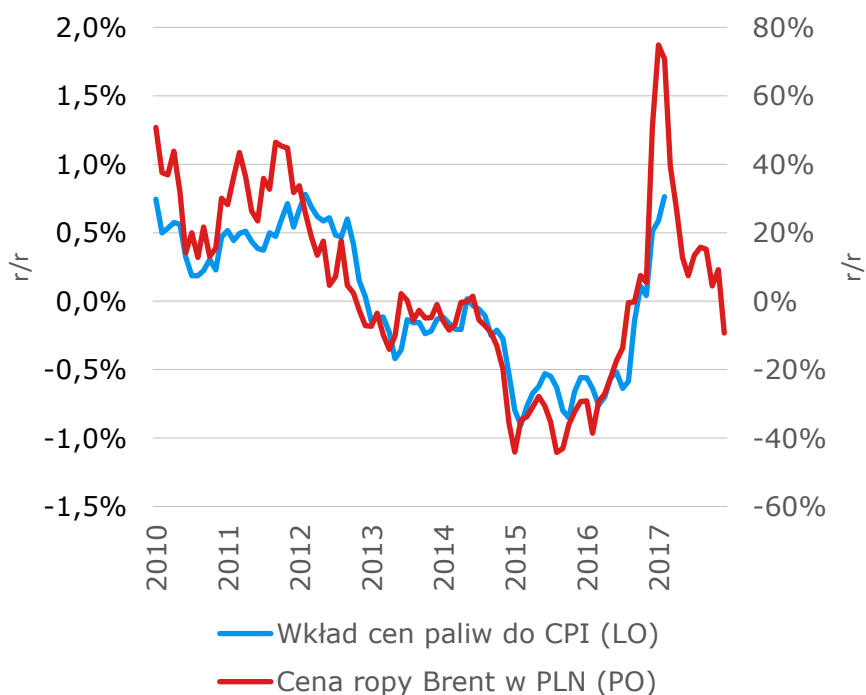
Czytelnik może być zaskoczony naszą szczerością, ale odnosimy wrażenie, że inflacja nie jest dobrze rozumianym zjawiskiem, a przynajmniej wiedza na jej temat jest mniej pewna niż ekonomiści by tego chcieli. Można wyliczać całą litanię czynników wpływających na wzrost cen w krótkim, średnim i w długim okresie: od dekadalnych trendów demograficznych w krajach rozwiniętych i rozwijających się, poprzez lukę popytową i stan rynku pracy (lukę bezrobocia), a skończywszy na podaży pieniądza. Można do inflacji podchodzić jako do zjawiska zagregowanego, albo do średniej z kilku zjawisk. Można myśleć o inflacji w kategoriach makroekonomicznych lub mikroekonomicznych (tj. jak ustalane są ceny na poziomie przedsiębiorstw). Oznacza to, że prognozowanie inflacji nie jest łatwe (nie na darmo przez lata pisano o „uporczywie” niskiej inflacji), a żonglowanie czynnikami tylko to utrudnia.

Obserwator gospodarki i rynków, mając za przewodnik ten niesamowity gąszcz czynników strukturalnych i cyklicznych oraz przejściowych szoków, często musi wykonać kilka kroków wstecz i spojrzeć na dane. Te zaś nie powalają. Pomimo dość ostrego wzrostu inflacji w ostatnich miesiącach (z zera do ok. 2% r/r), miary inflacji bazowej w gospodarkach rozwiniętych wzrosły jedynie nieznacznie. Jeżeli coś zmieniło się w gospodarce światowej, próżno szukać tego w cenach dóbr i usług, które nie zależą bezpośrednio od cen surowców na rynkach światowych. Dodajmy w tym miejscu, że bieżący wynik dla Polski (w metodologii krajowej – 0,3%, bazowa HICP – 0,6% r/r) również nie jest imponujący.

### Inflacja bazowa w wybranych krajach



Z uwagi na znaną trajektorię cen ropy (poniżej jak to wygląda w Polsce) wzrost inflacji jest już jednak, jak wspominaliśmy, kartą mocno zgraną przez rynki. W strefie euro jej lokalny szczyt wypadł najprawdopodobniej w lutym (na poziomie 2%), w Polsce inflacja sięgnie 2,5% w marcu i kwietniu. Trudno sobie wyobrazić układ czynników, który zapewniałby tak mocne wzrosty cen ropy naftowej, aby zniwelować potężne efekty bazowe w drugiej połowie roku – ropa naftowa musiałaby podrożeć do 80-90 dolarów za baryłkę. Dość powiedzieć, że – zakładając stabilizację cen ropy na obecnych poziomach – w Polsce wkład cen paliw do CPI spadnie (w ujęciu rocznym) na przestrzeni najbliższych 9 miesięcy z 0,8 do -0,1 p.proc. Dokładne liczby będą oczywiście wahać się pomiędzy krajami w rytm różnych wag nośników energii w koszykach konsumenckich, ale wzorzec efektów bazowych jest na całym świecie identyczny.

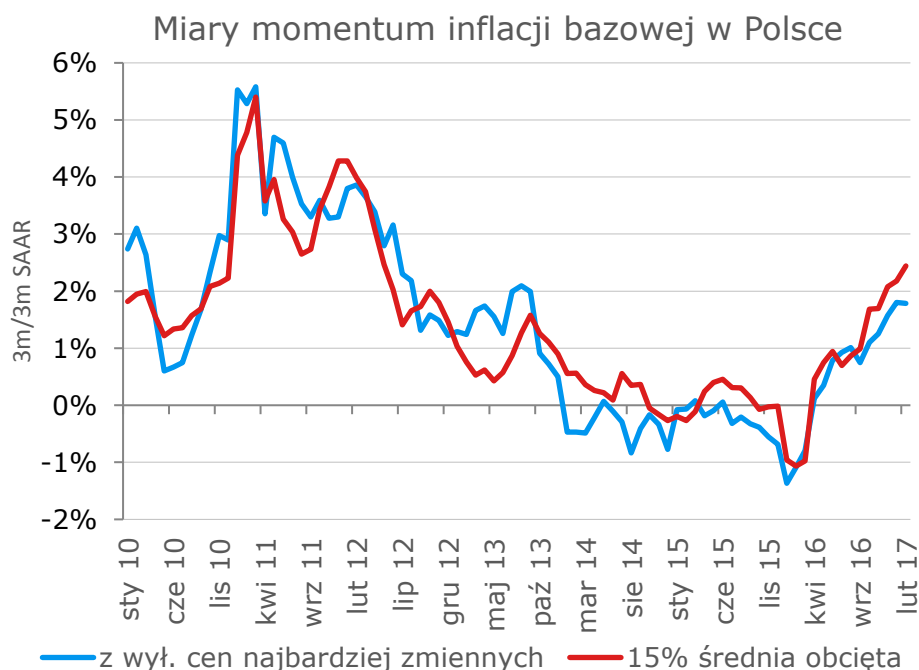


Z tego względu uwaga musi skupić się na inflacji bazowej, bo to od niej będzie zależeć utrzymanie obecnych poziomów inflacji w kolejnych miesiącach. Czego będziemy wypatrywać, zarówno w Polsce i na rynkach bazowych?

Po pierwsze, wzrostu cen w obszarze dóbr konsumenckich, te bowiem w pierwszej kolejności będą reagować na wyższe ceny surowców. Pierwsze jaskółki widoczne są już w danych PPI, a także w ocenach i oczekiwaniach przedsiębiorstw przemysłowych dotyczących cen własnych produktów. Tutaj decydujące wydają się być czynniki globalne, takie jak ceny surowców i trendy na rynkach dóbr przemysłowych (przypominamy, że Chiny nie eksportują już deflacji, a Polska importuje to, co eksportują Chiny z opóźnieniem do 6 miesięcy).

Po drugie (i nawet ważniejsze), będziemy obserwować wzrosty cen usług – tu bowiem powinna się odrodzić ścisła relacja między dynamiką płac / kosztów pracy, a dynamiką cen. Jakkolwiek pod względem ciasnoty na rynku pracy Polska nie jest odosobniona, zaawansowanie tego procesu jest znacznie większe niż w strefie euro. Wzrosty płac to w dużej mierze wypiek krajowy – dość powiedzieć, że rynek pracy w Polsce jest dziś w stanie podobnym do 2007 r. (do tego tematu jeszcze wrócimy).

Jeśli się to stanie (a uważamy, że *this time is not different*), to w połowie roku zakłady na wcześniejsze zacieśnienie monetarne otrzymają paliwo w postaci szybszych niż oczekiwano wzrostów inflacji bazowej. Poprzeczka, jak warto przypomnieć, nie jest zawieszona zbyt wysoko (wg ostatnich projekcji banków centralnych, w Polsce inflacja bazowa ma wzrosnąć do 1,2-1,3% na koniec roku, w strefie euro nie przekroczy 1,5%). W tym kontekście upór, z jakim krótkoterminowe perspektywy polityki pieniężnej w Polsce są związane z cenami ropy, musi dziwić. Widoczny na powyższym wykresie postulowany spadek wkładu cen paliw (i w konsekwencji inflacji) na koniec 2017 to tylko i wyłącznie efekt 5% wzrostu cen paliw w grudniu 2016 r. Prawdziwy obraz bieżących procesów inflacyjnych w przypadku Polski to raczej momentum inflacji bazowej, widoczne poniżej – tu trendy są długie i uporczywe, a fundamentalnie oczekujemy dalszego wzrostu presji cenowej.





## Departament Analiz Ekonomicznych

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

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

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

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

### Uwaga:

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