

Gospodarka i rynki w 2016 roku

Departament Analiz Ekonomicznych

(mBank Research)

Styczeń 2016



Rozliczenie poprzedniego dokumentu (ze stycznia 2015 r.)

Gospodarka globalna

	Co przewidzieliśmy poprawnie	Błędne prognozy	Zaskoczenia
Chiny	Deprecjacja juana		Problemy chińskiej giełdy
Stany Zjednoczone	Transfer od firm do gospodarstw domowych Negatywne konsekwencje umocnienia dolara		
Europa	Ożywienie napędzane przez konsumpcję		Przyspieszenie wzrostu gospodarczego powyżej 1,5% rocznie
Polityka pieniężna głównych banków centralnych	Symboliczne zacieśnienie polityki pieniężnej Fed w II połowie 2015 Zwiększenie QE		
Globalne rynki długu, walut i surowców	Utrzymanie niskich cen ropy Niskie rentowności obligacji na rynkach bazowych Bearish flattener w USA Kontynuacja spadków EURUSD	Parytet na EURUSD (zabrakło 4 centy)	Spadek cen ropy w ujęciu rocznym Wybuchy zmienności na rynkach (np. w sierpniu 2015 r.)

Gospodarka polska

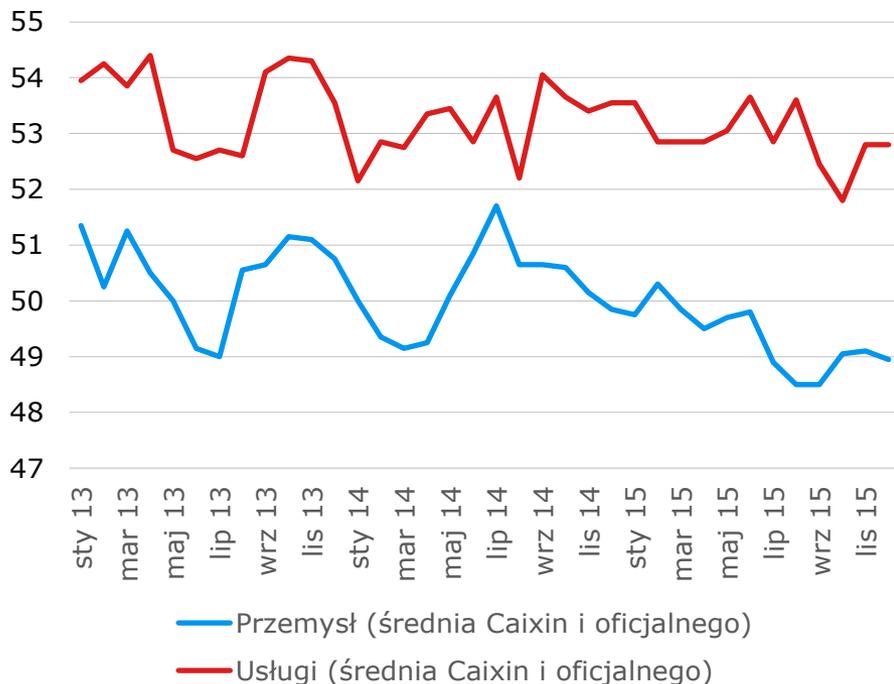
	Co przewidzieliśmy poprawnie	Błędne prognozy	Zaskoczenia
Koniunktura	Rok stymulacji Kontynuacja spadków bezrobocia Brak presji na wzrost płac / stabilizacja wzrostu płac Silny i stabilny wzrost konsumpcji	Spowolnienie wzrostu w połowie roku	Słabość budownictwa
Inflacja	Głębsza i dłuższa deflacja Brak istotnego wzrostu cen żywności Niska inflacja bazowa	Wyjście z deflacji w IV kwartale (ciagle trwa deflacja)	
Polityka fiskalna	Rozluźnienie polityki fiskalnej		
Polityka pieniężna	Wznowienie i zakończenie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, cięcia w skali 50 pb		
Rynek waluty i długu	Wysoki popyt na obligacje ze strony ALMów Odwrócenie krzywej dochodowości w I połowie roku Umocnienie złotego w I połowie roku	Umocnienie złotego w II połowie roku	Wzrost rentowności 10-latek powyżej 3% i osłabienie korelacji polskich obligacji z rynkami bazowymi

Gospodarka globalna

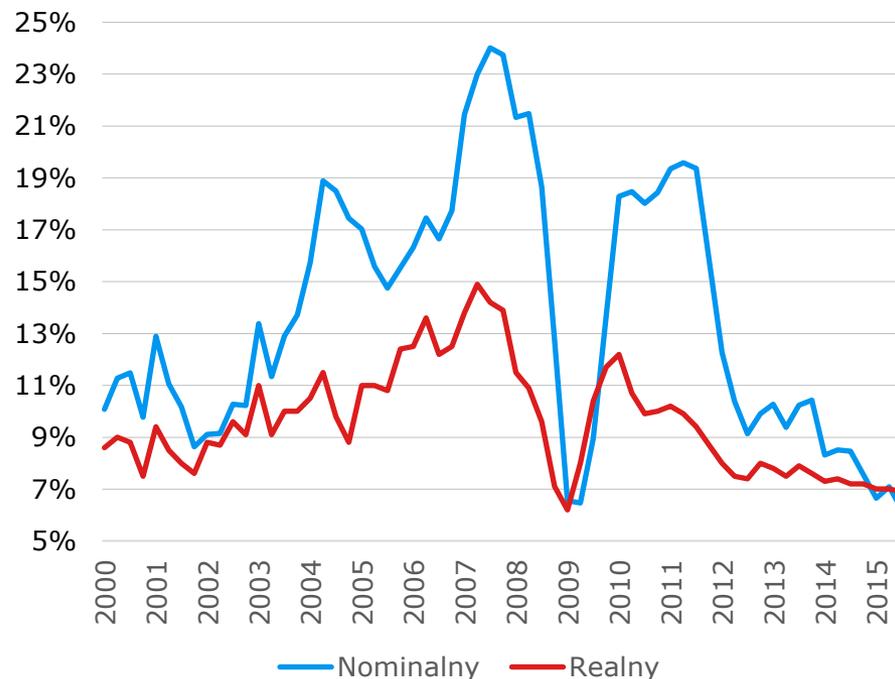
- ❖ Trwa kryzys w EM – w 2016 dojdzie do restrukturyzacji długu co najmniej jednego z tych krajów. Wolniejszy wzrost w Chinach, ale i większa stymulacja.
- ❖ Późna faza cyklu w USA – wzrost słabszy, zacieśnienie warunków finansowania, ale nie recesja.
- ❖ Ustabilizowanie systemu finansowego i wzrostu gosp. w strefie euro. Statystyczny wzrost inflacji – momentum pozostaje neutralne.
- ❖ W najbliższych miesiącach kumulacja obaw o stan gospodarki światowej i amerykańskiej. Skutkiem będzie odłożenie w czasie i ograniczenie skali podwyżek w USA, i wydłużenie QE w strefie euro. Nie oczekujemy pogłębienia dywergencji długich stóp procentowych między USA i strefą euro. Nie widzimy też istotnego umocnienia dolara amerykańskiego do euro.
- ❖ Po wyboistej pierwszej połowie roku (ryzyka recesji, korekta na giełdach) i opóźnieniu podwyżek przez Fed czeka nas reflacja, odbicie cen surowców i jednak wyższe rentowności obligacji na rynkach bazowych. Wszystko jednak w granicach paradygmatu *secular stagnation* – polityka monetarna zaczyna sięgać granic swojej efektywności, realne stopy pozostają blisko zera.

Chiny. Nie ma twardego lądowania, ale trend spowalniania jest nieubłagany.

Wobec słabości przemysłu, usługi utrzymują gospodarkę Chin na powierzchni...



... ale wzrost gospodarczy nieubłaganie spowalnia.



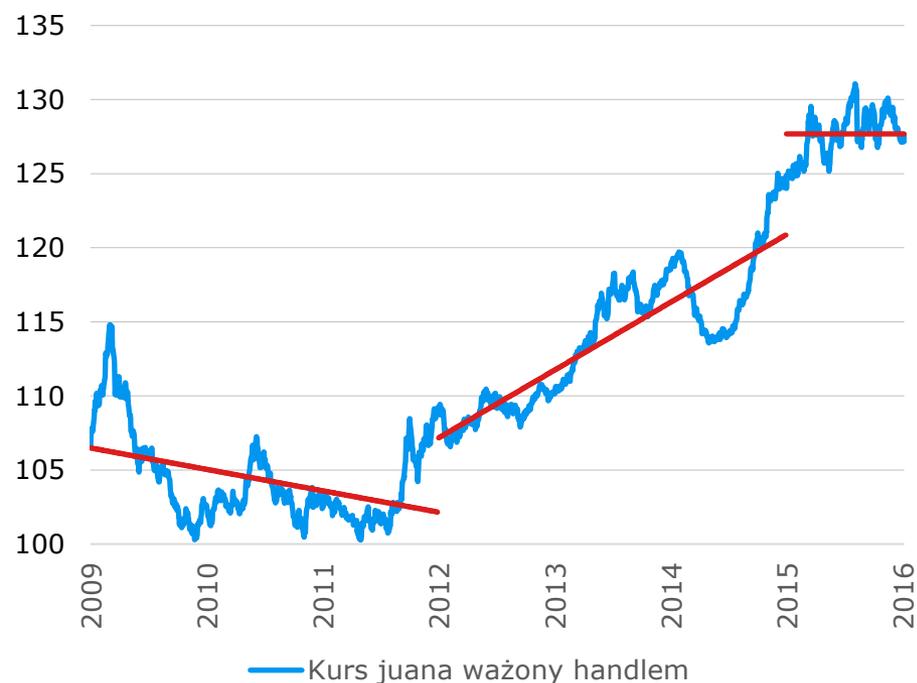
- ❖ Debata pomiędzy zwolennikami „twardego” i „miękkiego” lądowania w Chinach jest jałowa. W rzeczywistości można mówić o nieubłagany, systematycznym, ale nie katastroficznym spowolnieniu wzrostu gospodarczego w Państwie Środka.
- ❖ Spowolnieniu towarzyszy, z jednej strony, powolne równoważenie gospodarki (wzrost udziału usług i konsumpcji prywatnej w PKB), z drugiej zaś – napięcia na rynkach aktywów. Nieustanna walka z nimi, przy wciąż bardzo wysokim tempie akcji kredytowej, sprawia że jeden problem (rynek nieruchomości) jest zastępowany przez inny (giełda).
- ❖ **Należy pamiętać, że w ramach trendu spadkowego chińska gospodarka może fluktuować również w górę, np. dzięki poprawie koniunktury na globalnych rynkach lub stymulacji gospodarki przez władzę. Na takie górniki (podobnie, jak na lokalne dołki) będą reagować rynki.** W (całym) 2016 Chiny będą miały istotny wpływ na globalne rynki finansowe.

Chiny. W kierunku nowego reżimu kursowego – stabilizacja juana do koszyka walut.

Spadek rezerw Ludowego Banku Chin jest konsekwencją odpływu kapitału



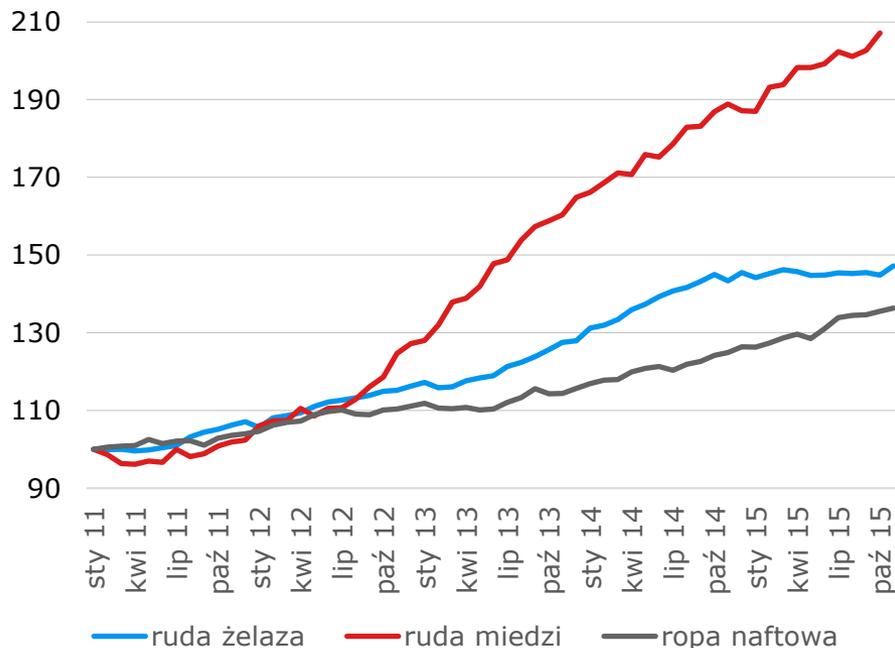
Stabilizacja juana w ujęciu koszykowym to kruchy kompromis



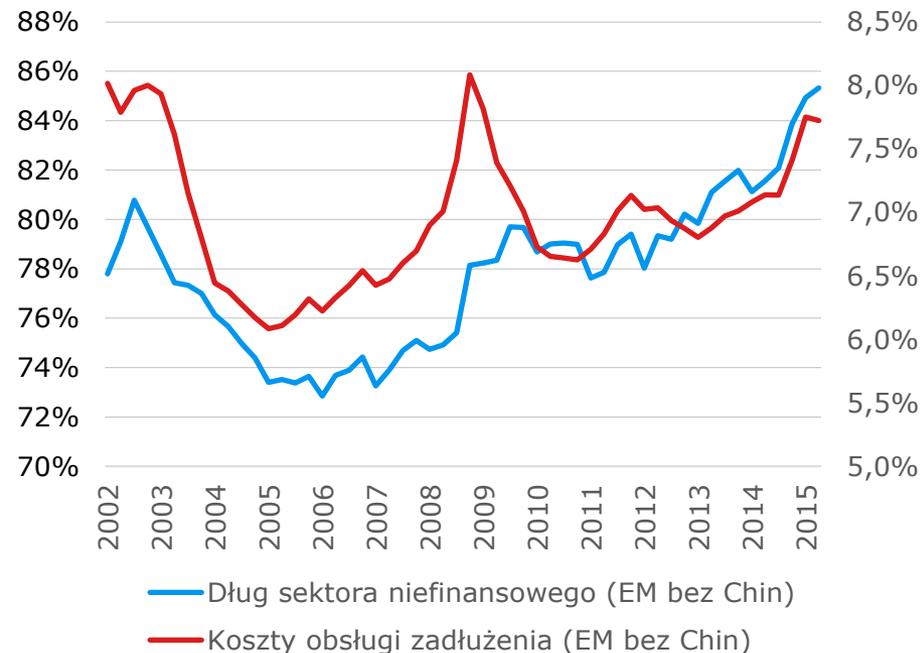
- ❖ Rezerwy walutowe Chin spadają od początku 2014 roku i tylko w małej części wyjaśniają to efekty kursowe (umocnienie dolara). Główną przyczyną jest odpływ kapitału, sięgający obecnie 100 mld dolarów miesięcznie. Stwarza to presję na osłabienie juana.
- ❖ Osłabienie juana faktycznie nastąpiło w II połowie 2015 roku i, ponownie, na początku b.r. (łącznie o ponad 6%), ale nie należy traktować tego jako dewaluacji w skali niezbędnej dla powstrzymania spadku rezerw i zatrzymania odpływu kapitału. Jest to raczej wynik kompromisu i chęci stabilizacji waluty w stosunku do koszyka (przyspawanie do dolara oznaczałoby umocnienie juana do euro czy jena).
- ❖ Taki reżim kursowy nie stanowi stabilnej równowagi i nie może przeciwdziałać odpływowi kapitału. W 2016 można spodziewać się dalszych napięć i interwencji ze strony PBOC (np. okresowego podbijania najkrótszych stawek na rynku międzybankowym). **Skutkiem będą obawy inwestorów przed wyeksportowaniem deflacji (to już się dzieje).**

Rynki wschodzące. Wzrost będzie strukturalnie niższy.

Nie ma załamania w imporcie surowców w Chinach (w ujęciu wolumenowym)



Rynki wschodzące mają jednak problem strukturalny – rosnące zadłużenie

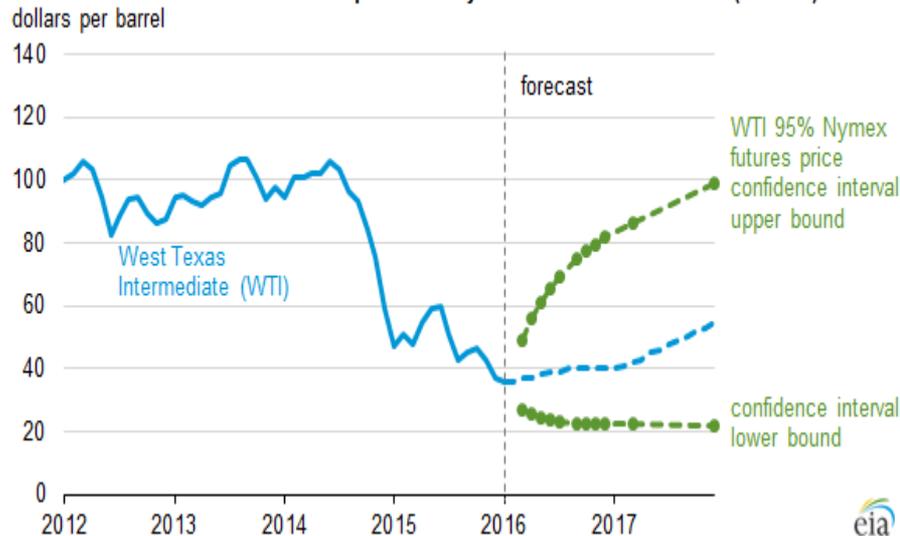


- ❖ Wbrew obiegowym opiniom, problemy gospodarek wschodzących nie są związane wyłącznie z dekoniunkturą na rynkach surowcowych i spowolnieniem w Chinach. W istocie, tylko w przypadku węgla kamiennego można mówić o załamaniu chińskiego importu – pozostałe kategorie surowców są co najmniej stabilne. Popyt na surowce nigdy nie był problemem – ceny surowców owszem.
- ❖ Rynki wschodzące borykają się przede wszystkim z problemami strukturalnymi: koniecznością zmiany modelu wzrostu i realokacją zasobów z sektorów surowcowych do innych branż (nasz bazowy scenariusz wzrostu ropy do 40-50USD to za mało), słabością instytucjonalną i polityczną niestabilnością, a wreszcie – z delewarowaniem. Ten ostatni czynnik może być dominujący w 2016: poziom zadłużenia znajduje się na wielodekadowych maksimach, a wzrost stóp proc. w USA dodatkowo podbije koszty jego obsługi.
- ❖ W konsekwencji można spodziewać się dalszych napięć rynkowych, tym razem koncentrujących się w obszarze ryzyka kredytowego. **W 2016 może dojść po raz pierwszy od 2000 r. do spektakularnych restrukturyzacji długu w EM.**

Ropa naftowa: oczekiwane łagodne wzrosty cen w 2016 roku. Produkcja w USA powoli się zwija, rekordowe zapasy zaspokoją popyt.

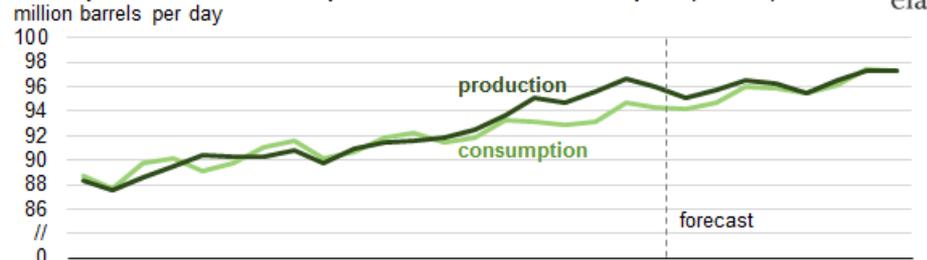
Duża rozbieżność poglądów inwestorów w kwestii cen ropy naftowej (przedział ufności na podstawie notowań opcji).

West Texas Intermediate crude oil price and Nymex confidence intervals (2012-17)

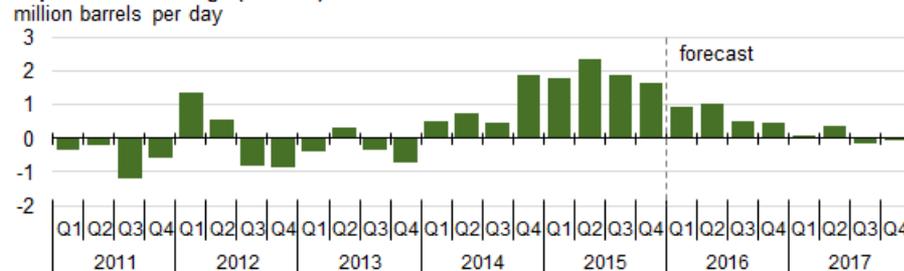


Produkcja z USA zacznie spadać w 2016 roku; zapasy utrzymają podaż na wysokim poziomie.

Global production and consumption of crude oil and other liquids (2011-17)



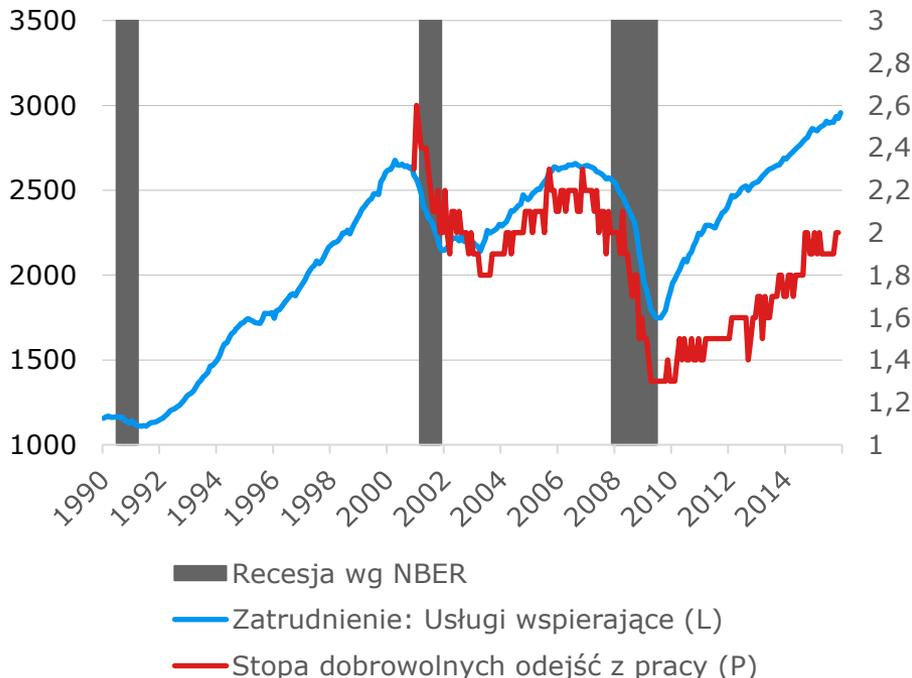
Implied stock change (2011-17)



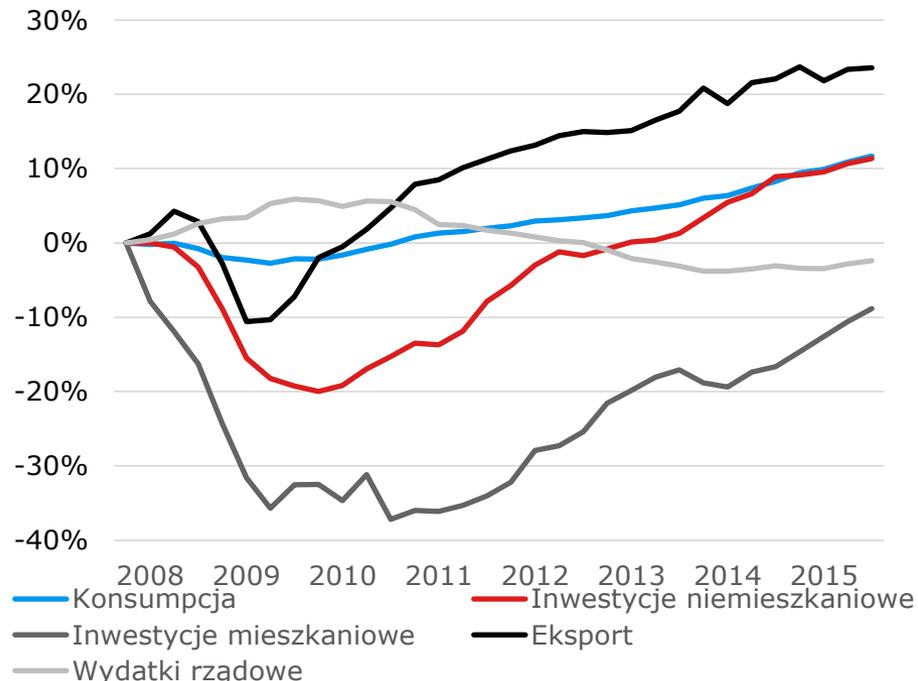
- ❖ Bieżąca prognoza CEN EIA zakłada **łagodny wzrost cen ropy naftowej do około 40 USD/bbl w połowie 2016 roku.** Jest to scenariusz w zasadzie ekwiwalentny z 2% wzrostem cen ropy w każdym miesiącu i **uznajemy go za bazowy.** Scenariusz bierze już pod uwagę dodatkową podaż ze strony Iranu (0,5mln baryłek jest już w cenie, podwojenie dostaw to chyba cel zbyt ambitny w krótkim terminie z uwagi na stan infrastruktury).
- ❖ Podaż w USA spada w 2016 roku jako opóźniony efekt zmniejszenia inwestycji w wydobywanie spowodowany spadkiem cen ropy poniżej zmiennych kosztów wytwarzania. Firmy wydobywcze przechodzą obecnie również przez proces wygaszania kontraktów terminowych zawartych przy znacząco wyższych cenach ropy. Wysoki poziom podaży będzie stopniowo wygasł w miarę zużywania zapasów.
- ❖ Czynniki ryzyka faworyzują raczej wyższe ceny ropy naftowej: możliwe bankructwo Wenezueli oraz związana z tym zawierucha zagrażająca fizycznemu wydobyciu surowca, problemy fiskalne krajów arabskich (powrót planów wprowadzenia podatku VAT w Arabii Saudyjskiej, obcięcie transferów socjalnych).

Stany Zjednoczone. Późna faza cyklu, ale nie będzie recesji.

Wyrzedzające wskaźniki z rynku pracy nie martwią



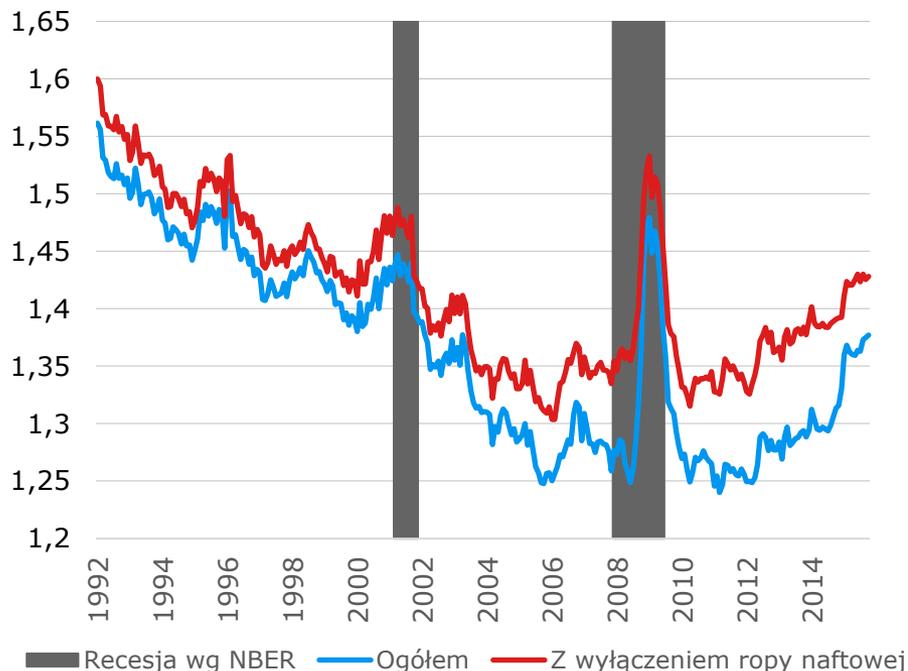
Komponenty PKB relatywnie do szczytu sprzed kryzysu



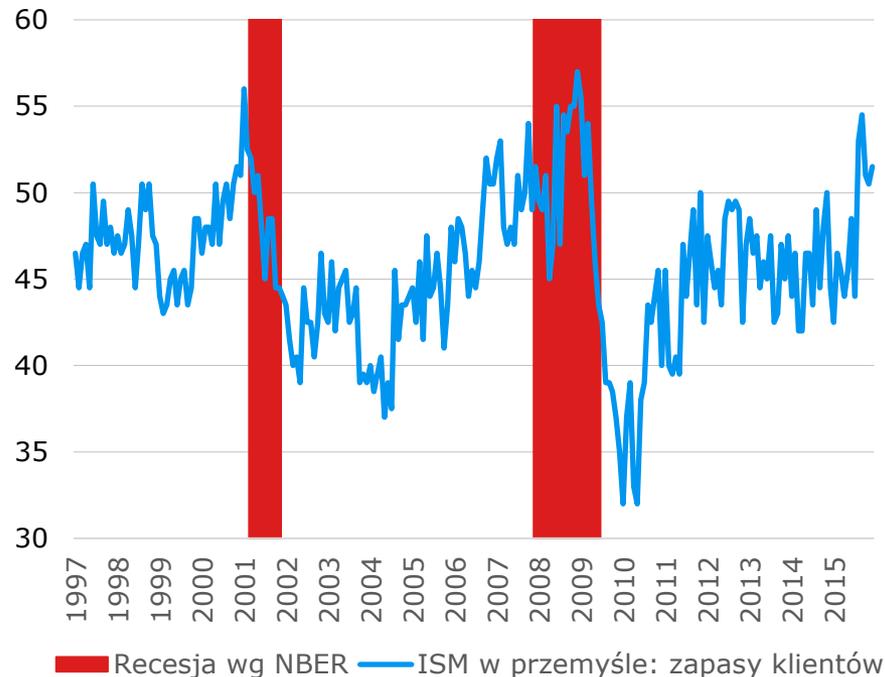
- ❖ Od zakończenia ostatniej recesji w USA minęło już 79 miesięcy (jest to jedna z dłuższych powojennych ekspansji), a spekulacje na temat kolejnej recesji są coraz popularniejsze.
- ❖ Cykl koniunkturalny w USA postrzegamy jako dojrzały (większość komponentów PKB – za wyjątkiem strukturalnie niższych budownictwa mieszkaniowego i wydatków rządowych – jest już istotnie powyżej swoich przedkryzysowych poziomów. Wzrost gospodarczy w 2016 r. spowolni (czynniki ryzyka omawiamy na kolejnych slajdach). **Nie musi to jednak być początek nowej recesji.**
- ❖ Na kontynuację ekspansji wskazuje chociażby siła rynku pracy, wbrew obiegowym opiniom nie będącego wcale opóźnionym względem cyklu koniunkturalnego (niektóre jego aspekty są wyrzedzające – i tu nie widać powodów do niepokoju). Tym niemniej, bliskość NAIRU sprawia, że tempo wzrostu zatrudnienia i spadku bezrobocia będzie hamować.

Stany Zjednoczone. Ryzyko #1: korekta zapasów= bardzo słaby początek roku.

Stan zapasów (w relacji do sprzedaży) w gospodarce amerykańskiej jest coraz większy



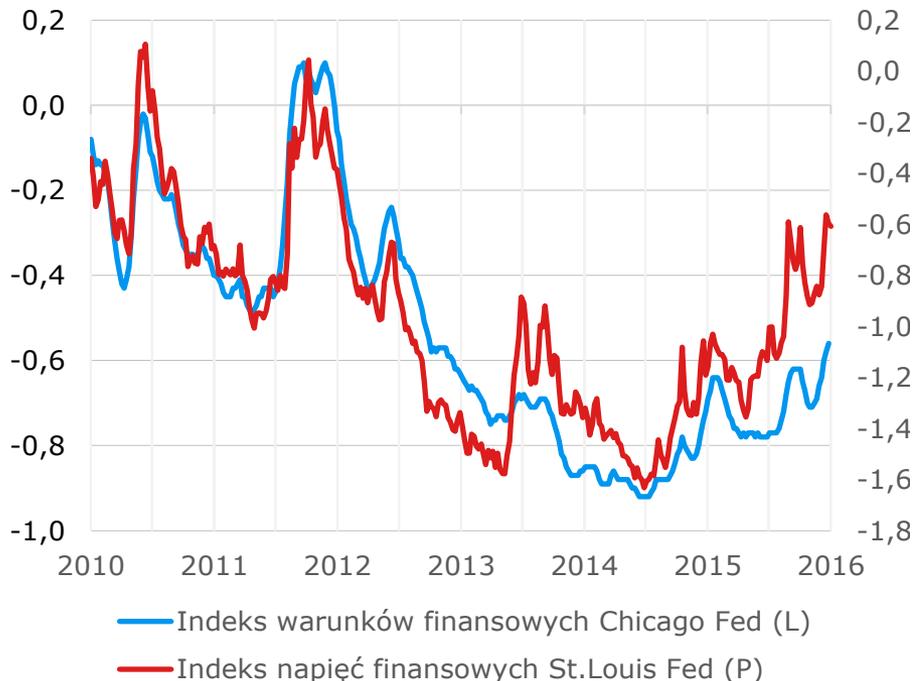
... co widać również w odpowiedziach ankietowanych przedsiębiorców



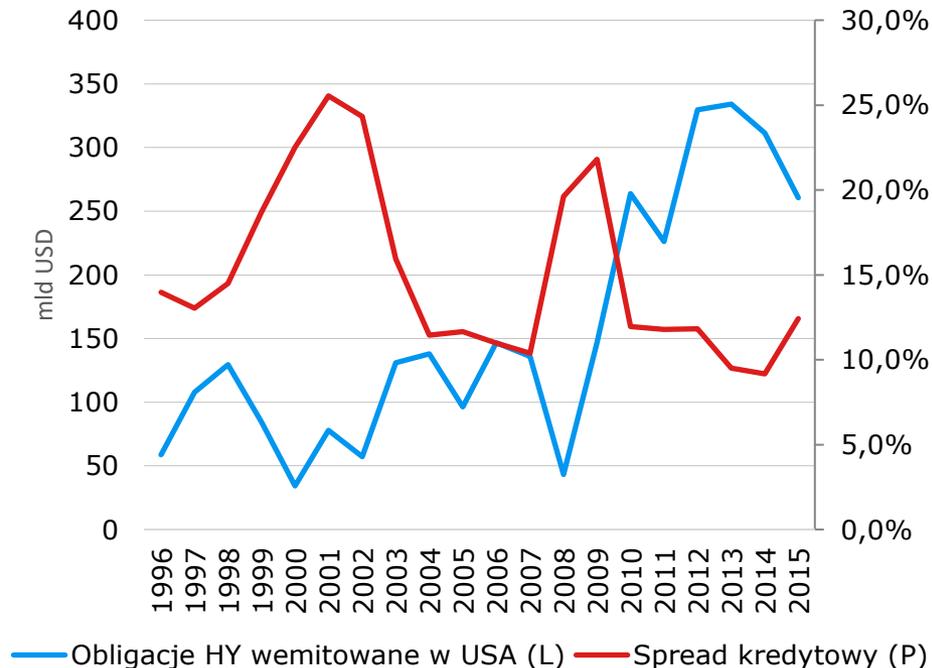
- ❖ Krótkoterminowo problemem dla gospodarki amerykańskiej jest nawis zapasów, których akumulacja przyspieszyła w 2014 r., wraz z załamaniem cen ropy i umocnieniem dolara.
- ❖ W ostatnich miesiącach problem ten po raz pierwszy został dostrzeżony przez ankietowanych przedsiębiorców – ocena zapasów klientów w ankiecie ISM znacząco wzrosła. Historycznie rzecz biorąc, jest to symptom dojrzałości cyklu koniunkturalnego.
- ❖ Korekta wskaźnika zapasy / sprzedaż może dokonać się przez wyższą sprzedaż (mniej prawdopodobne) lub deakumulację zapasów (bardziej prawdopodobne). W tym drugim scenariuszu konsekwencją jest wolniejszy wzrost produkcji i więcej obaw o przemysł w USA.

Stany Zjednoczone. Ryzyko #2: zaostrzenie warunków finansowania.

Ukryte zacieśnienie polityki pieniężnej via rynki finansowe



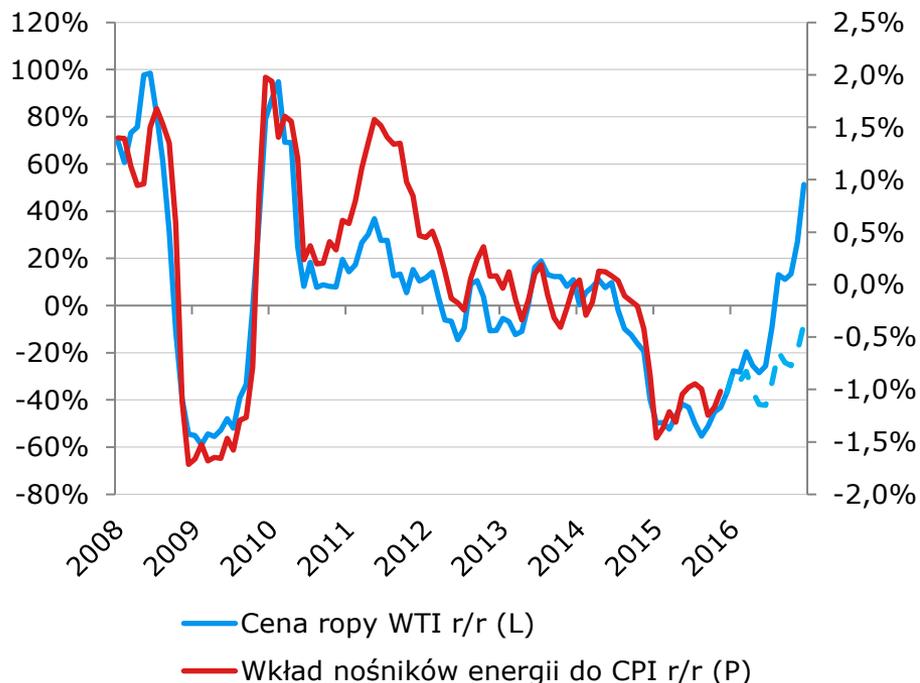
Sektor HY (obligacji śmieciowych) jest większy niż przed kryzysem



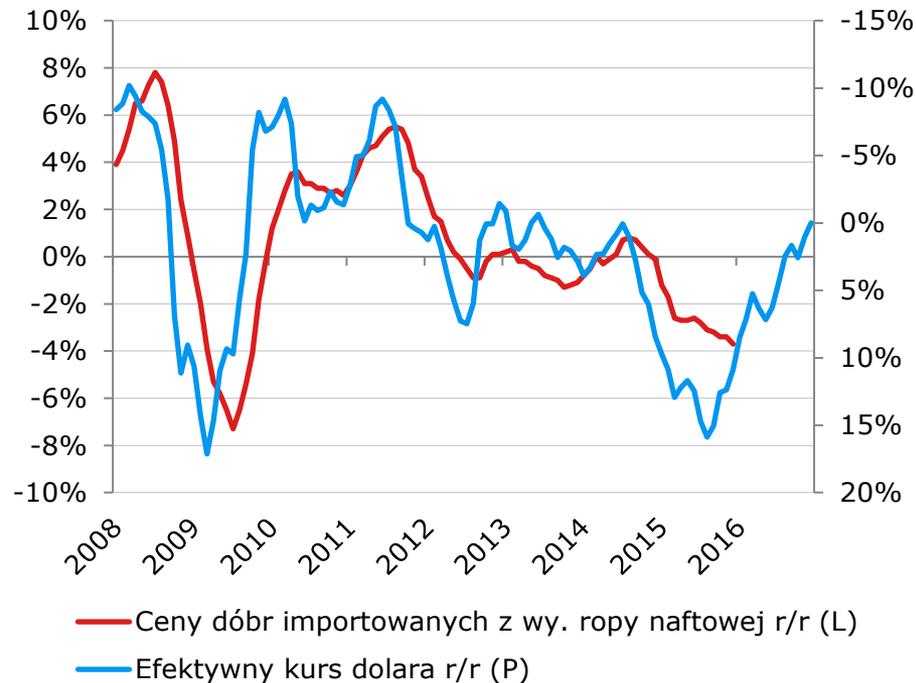
- ❖ Proces zacieśniania polityki pieniężnej w USA rozpoczął się na długo przed pierwszą podwyżką stóp procentowych: rozszerzyły się spready kredytowe na rynku obligacji korporacyjnych, umocnił się dolar, realne stopy procentowe wzrosły, w górę poszybowały krótkoterminowe stopy procentowe (w segmencie do 2 lat). **Choć większość w/w wskaźników znajduje się istotnie poniżej historycznych średnich, fakt zacieśnienia warunków finansowania jest niezaprzeczalny.** Mierzące ten stan indeksy znajdują się na kilkuletnich maksimach.
- ❖ Największym źródłem napięć na amerykańskich rynkach jest obecnie sektor śmieciowych obligacji (high yield), którego główną siłą napędową są firmy górnicze i energetyczne. Nie jest on duży (emisje w szczytowym momencie stanowiły nieco ponad 2% PKB), ale jego rola jest większa niż przed kryzysem. **Nie ulega też wątpliwości, że stan zadłużenia amerykańskich korporacji wzrósł w ostatnich latach znacząco i że wycena całej klasy aktywów ucierpi, jeśli sytuacja w HY pogorszy się.**

Stany Zjednoczone. (Nieznacznie) wyższa inflacja (bazowa).

Efekty bazowe gwarantują wyższy wkład nośników energii...



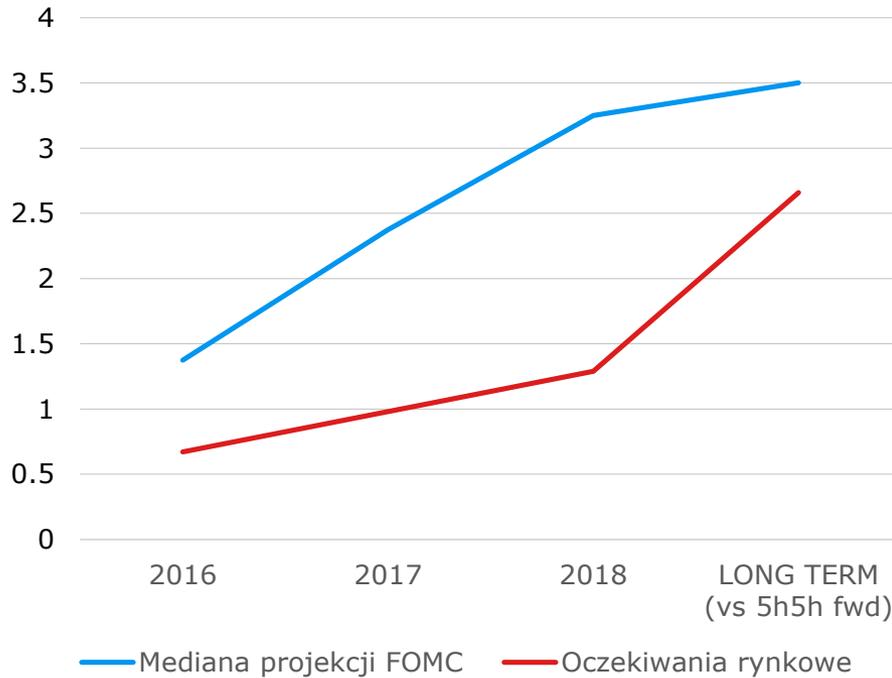
... a także dóbr importowanych.



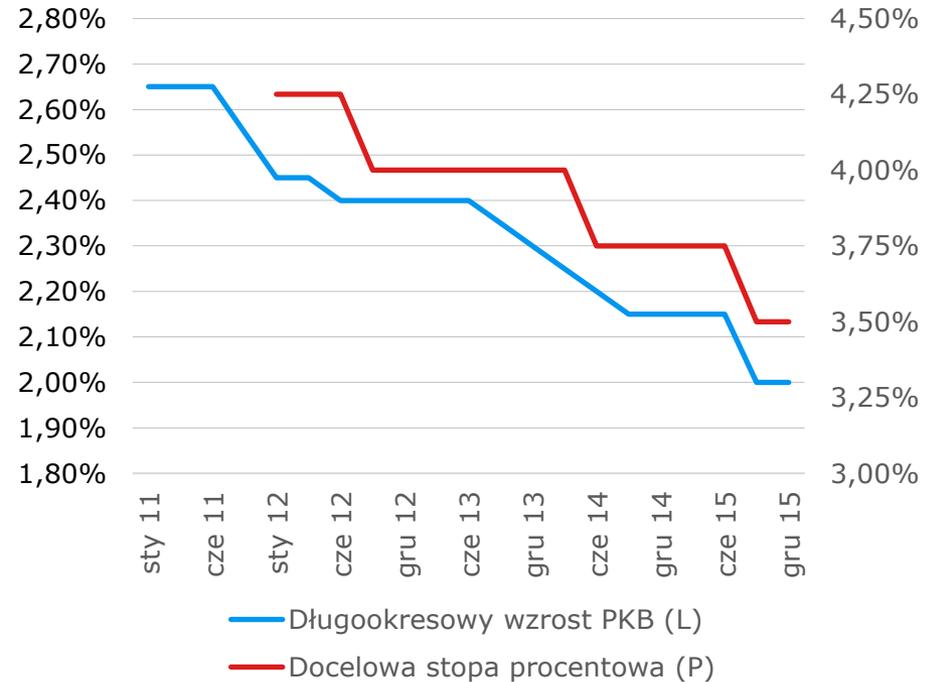
- ❖ Obecny spadek cen ropy i, w ogólności, surowców, choć krótkoterminowo obniża inflację, nie zmienia jej ogólnej trajektorii. Nawet przy założeniu utrzymania cen ropy naftowej na obecnych poziomach koniec roku powinien przynieść wyraźne odbicie w ujęciu r/r (tak działają efekty bazowe).
- ❖ W naszym bazowym scenariuszu (wzrost średniomiesięcznie o około 1\$ za baryłkę) wkład nośników energii do CPI powinien wzrosnąć z obecnych -1 na około 0,5pp. W scenariuszu alternatywnym (cena ropy bez zmian do końca roku) wkład nośników energii wraca do zera. Wpływ drugiego z czynników obniżających inflację w sposób przejściowy, mocnego dolara, powinien wygasać w podobnym momencie i tempie.
- ❖ Zakładając w/w trajektorie oraz dotychczasowy poziom inflacji bazowej (ze szczególnym uwzględnieniem kategorii Mieszkanie), można spodziewać się wzrostu inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych do ok. 2,5-3% na koniec 2016 r.

Wielki zakład: 4 podwyżki Fed vs. co najwyżej 1-2 obstawiane przez inwestorów.

Stopy procentowe Fed: FOMC vs rynek



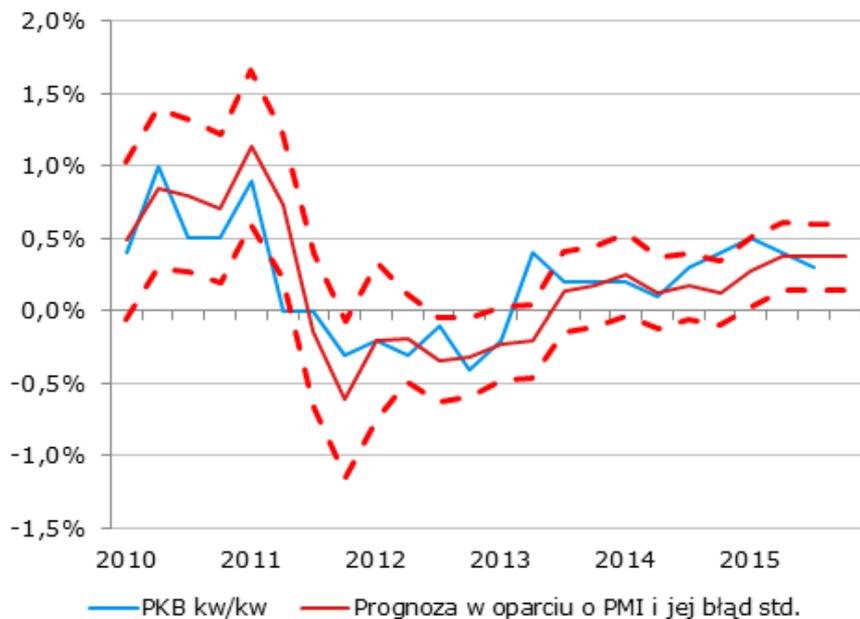
Otoczenie gospodarcze sprzyja i będzie sprzyjać obniżkom docelowej stopy procentowej i (potencjalnego) wzrostu PKB.



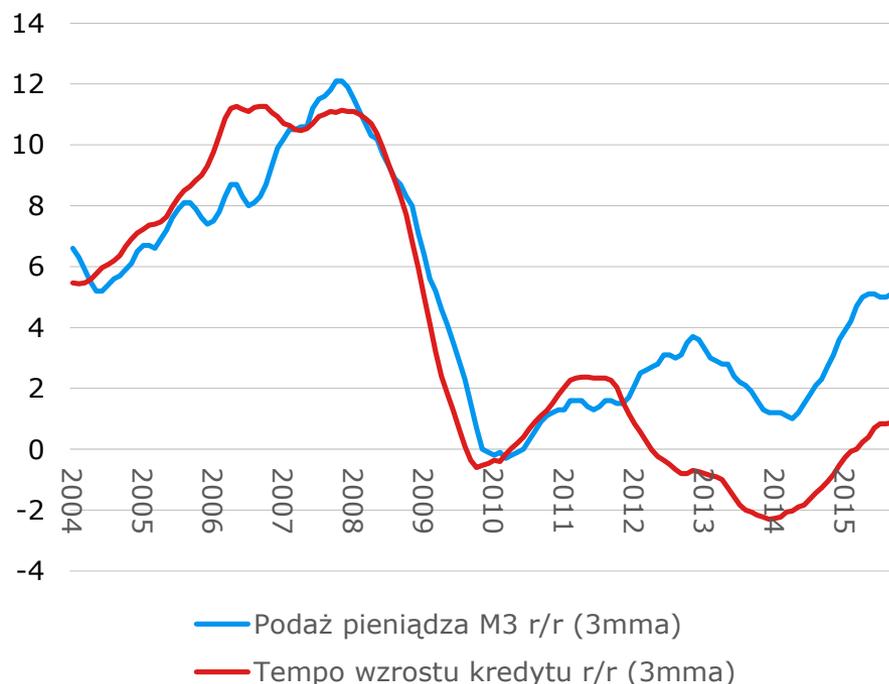
❖ Późny cykl, inflacja rosnąca przez efekty bazy na kategoriach egzogenicznych (momentum pozostanie niewielkie, inflacja bazowa pozostaje stabilna), szereg ryzyk (zapasy, zacieśnienie warunków finansowania) i przeświadczenie rynku, że FOMC może działać wolniej to teoretycznie mandat do takiego zachowania. **Uważamy, że Rezerwa Federalna nie będzie się spieszyła z podwyżkami** i wcale nie musi. Pamiętajmy, że ciągle obowiązuje paradygmat zależności od danych a więc proces nie jest automatyczny.

Strefa euro. Cykliczna poprawa koniunktury.

Momentum wzrostu w strefie euro kształtuje się najlepiej od lat.



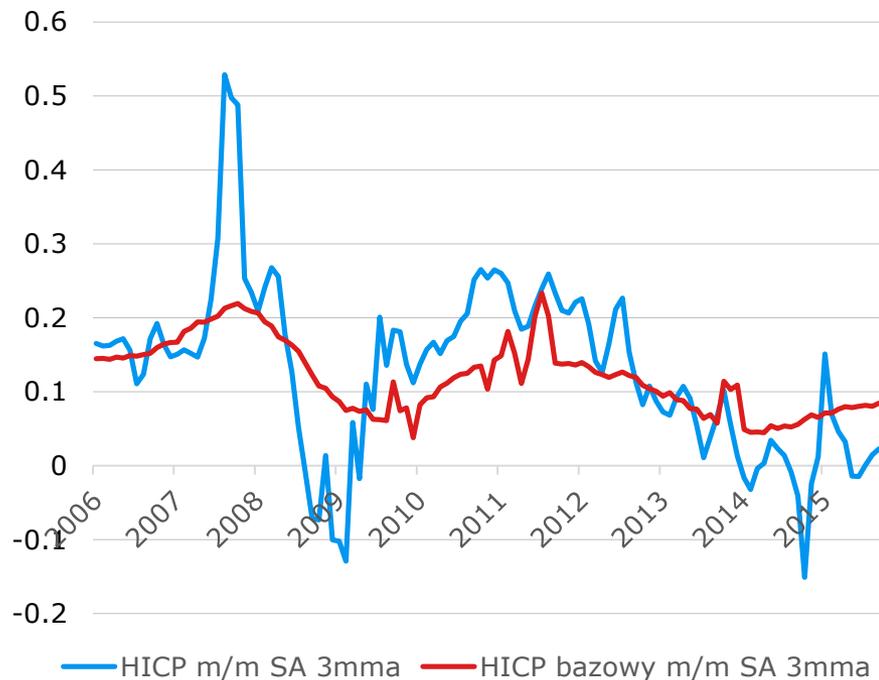
Wzrost kredytu powoli przyspiesza. Wzrost kredytu regulują czynniki popytowe (podaż jest dostępna).



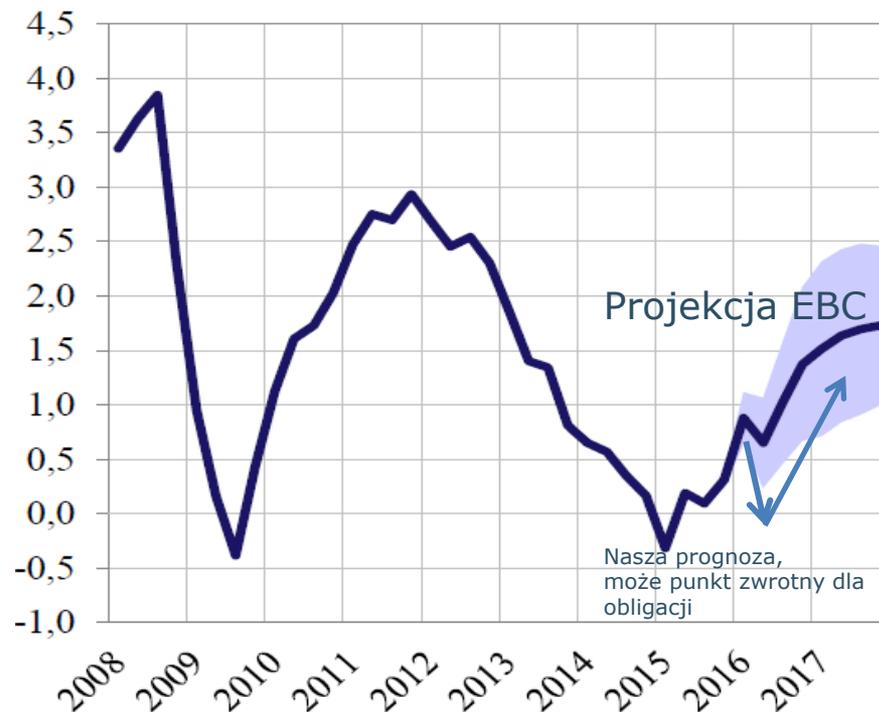
- ❖ Strefa euro odnotowuje cykliczną poprawę momentum wzrostu, co znajduje także potwierdzenie w agregatach kredytowych.
- ❖ **Opóźnione efekty ultraniskich cen surowców (w tym ropy naftowej), większa tolerancja dla odchodzenia od polityki austerii** (bezpośrednia konsekwencja zmian na scenie politycznej i tendencji odśrodkowych w strefie euro oraz w samej UE) i słabsze EUR to czynniki napędzające wzrost. Czynniki ryzyka to przede wszystkim eksport (nie jesteśmy w stanie oszacować negatywnych efektów afer w VW, ale nie będą nieistotne dla całego sektora samochodowego w UE, trend tempa wzrostu w Chinach jest spadkowy) i inwestycje (mocy wytwórczych jest pod dostatkiem a woli do skoordynowanych inwestycji w infrastrukturę brak).
- ❖ Oczekujemy kontynuacji wzrostu w przedziale 0,3-0,4% kw/kw (1,2-1,5% r/r), wystarczające do obniżenia stopy bezrobocia (napięcia społeczne z tego tytułu – a także z racji wspomnianego już rozluźnienia polityki austerii – nie powinny eskalować). **Wyższe wydatki związane z falą uchodźców będą dodatkowym wsparciem dla popytu wewnętrznego.**

Strefa euro. Inflacja wzrośnie przez bazę, luka PKB szeroko rozwarta.

Momentum inflacji bazowej bliskie zera. Silne efekty bazy (in plus r/r) i na całkowitym HICP i bazowym.



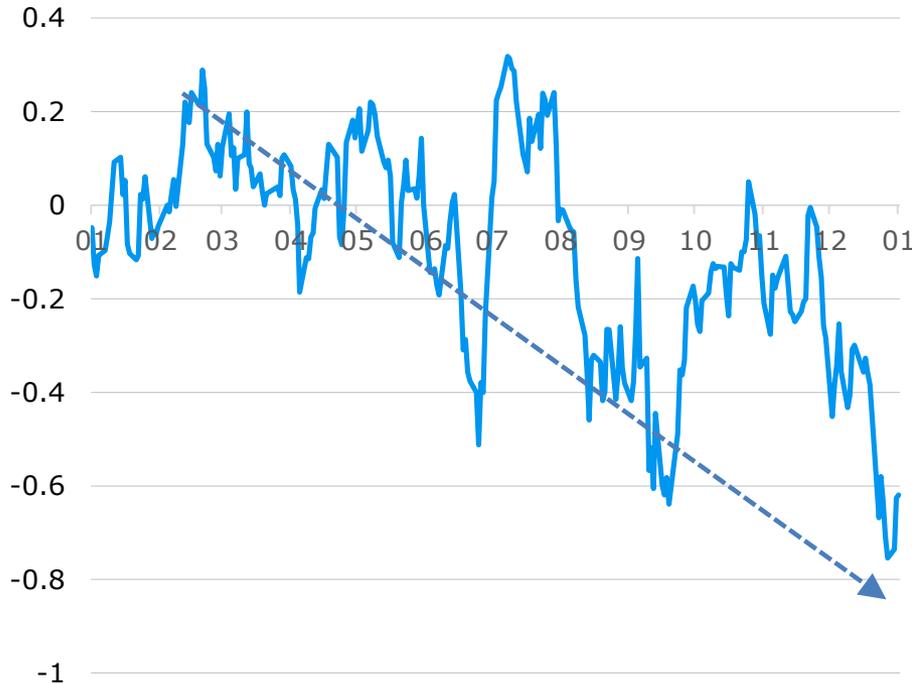
Projekcje ambitne. Ale co innego może pokazywać bank centralny jak nie powrót inflacji do celu?



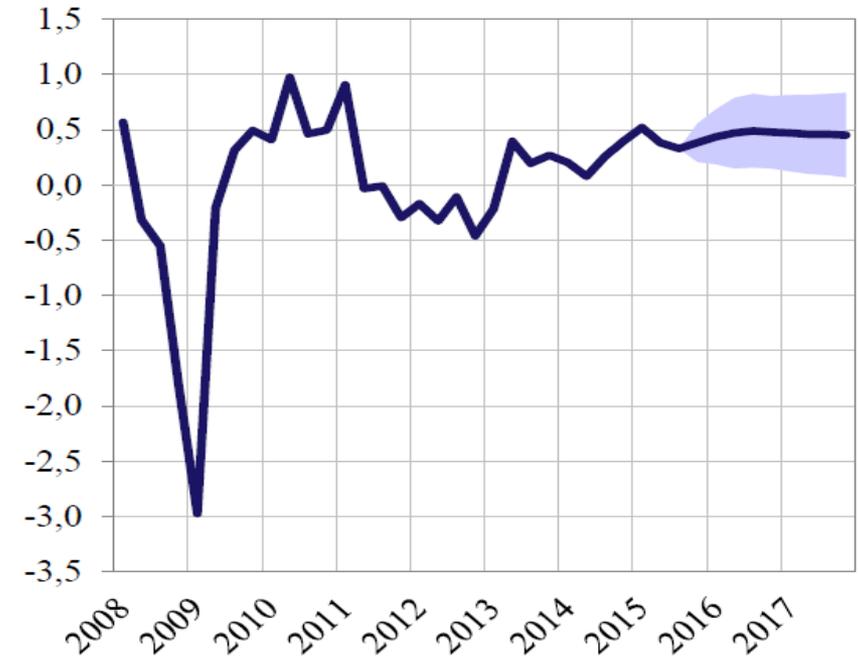
- ❖ Efekty bazowe spowodują wzrost inflacji w 2016 roku, niemniej momentum procesów inflacyjnych (lewy panel) jest niewielkie i **na początku roku można oczekiwać raczej zaskoczeń niższą inflacją.**
- ❖ Przy płaskiej cenie ropy zrobi się podwójne dno na inflacji wiosną (patrz strzałki naszej prognozy).
- ❖ Jako, że niskie ceny ropy naftowej powodują także pozytywne efekty popytowe, powinny one prowadzić co najmniej do utrzymania prognoz inflacji w średnim terminie.

EBC: Polityka bardziej zbilansowana dla kredytobiorców i deponentów. Zmienne sterujące po stronie zapadalności, kompozycji i skali QE.

Financial Conditions Index (Bloomberg). Prawidłowy kierunek (stymulacyjny) zachowany. Ostatnie 13 mies.



Oczekiwane powolne przyspieszenie PKB (kw/kw). Ryzyka to eksport i inwestycje (wg projekcji EBC).

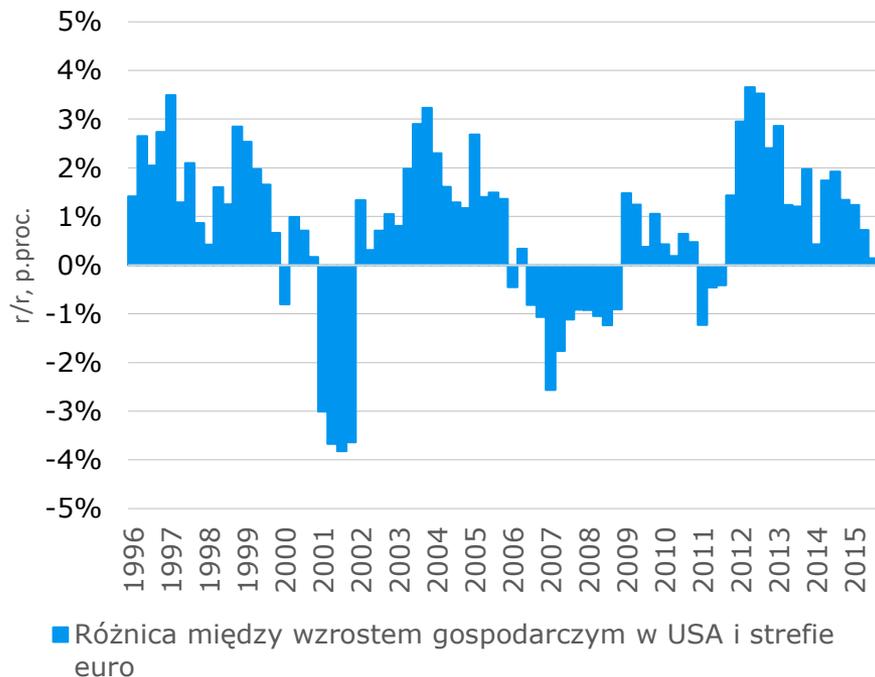


- ❖ Bieżąca polityka pieniężna prowadzi do coraz bardziej ekspansywnych (stymulacyjnych) skutków w zakresie całego spektrum warunków finansowania (lewy panel). Wskaźniki koniunktury wskazują na przyspieszenie wzrostu, co uprawdopodobnia scenariusz z projekcji EBC (prawy panel).
- ❖ Efekty dochodowe powodowane przez niskie ceny ropy naftowej to ewidentne wsparcie konsumpcji. Czynniki hamujące wzrost w strefie euro to eksport (lub ogólnie: popyt zewnętrzny strefy euro) i inwestycje. Bez włączenia tych silników można zapomnieć o znacząco wyższych wroście oraz presji inflacyjnej (inflacja rośnie tylko przez efekty bazowe). W najbliższym czasie możliwe przeszacowanie wzrostu w górę.
- ❖ Obecne ceny ropy naftowej znajdują się prawie o 50% poniżej założeń z ostatniej projekcji EBC. W ostatniej projekcji z kolei zakładano jedynie alternatywny scenariusz wzrostu cen surowca. Krótkoterminowo ścieżki inflacji mogą zostać obniżone. Dodatkowo efekty popytowe mogą natomiast utrzymywać je na względnie stałym poziomie w 2017 i 2018 roku.
- ❖ Uważamy, że tylko znaczące szoki gospodarcze (dodatkowe bariery dla wzrostu PKB, aprecjacja realna EUR) spowodują reakcję polityki pieniężnej. **Dalsze obniżki stopy depozytowej są nieakceptowalne w krajach rdzenia. Polityka pieniężna będzie się koncentrowała na zmianach parametrów QE.** Większe zbilansowanie interesów rdzenia i peryferii; mniej granatników, większe eksponowanie makroekonomicznych zależności przyczynowo-skutkowych (i dotychczasowej stymulacji) w dochodzeniu do celu inflacyjnego.

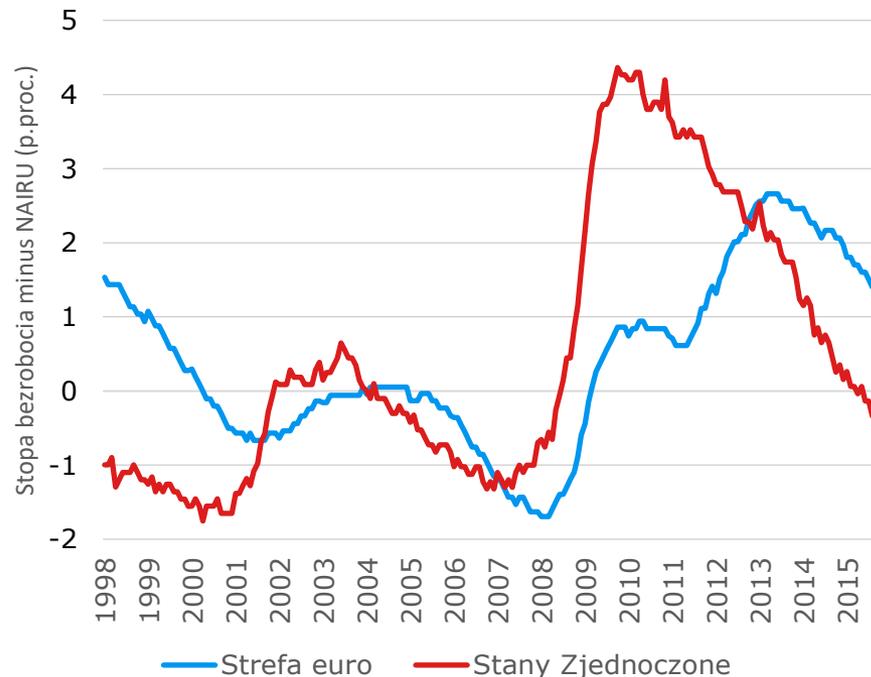
Globalne rynki finansowe

Obligacje: Nie wierzymy w dywergencję długich stóp procentowych w strefie euro i w USA

Stany Zjednoczone rosną jedynie nieznacznie szybciej od strefy euro.



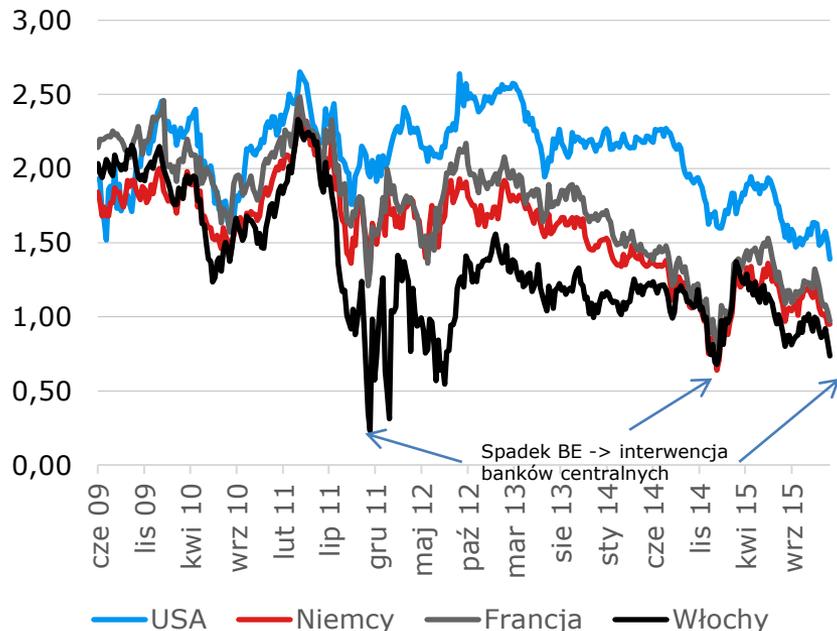
Stopa bezrobocia w strefie euro dopiero zaczęła spadać, w Stanach Zjednoczonych jest już poniżej NAIRU.



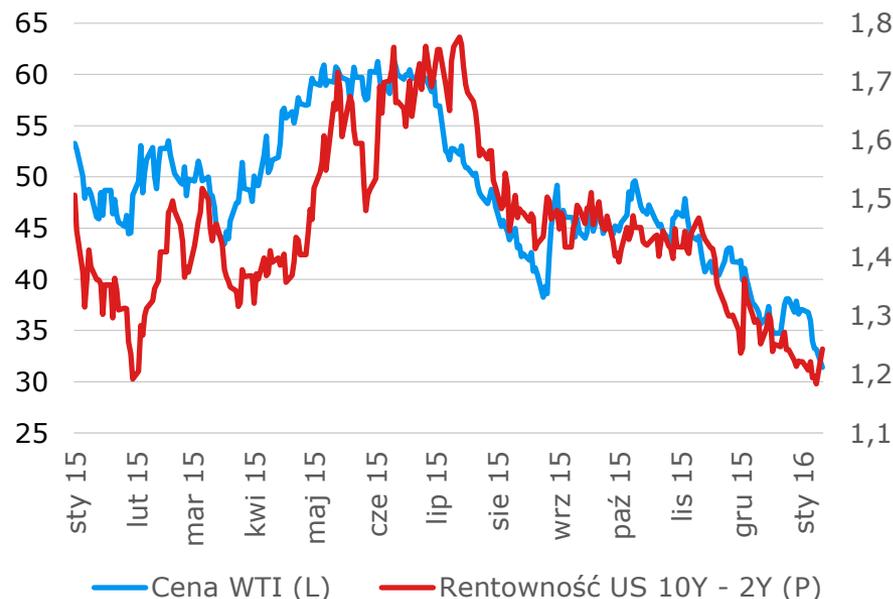
- ❖ Obstawianie rozbieżnych losów obligacji europejskich i amerykańskich było na początku roku elementem konsensusu. Główną przyczyną, dla której „nie kupujemy” tej narracji jest zmiana po stronie fundamentów. Wg wszystkich istotnych metryk rozbieżność gospodarek strefy euro i USA albo zniknęła, albo minęła już swoje maksimum.
- ❖ Po pierwsze, nie jest już prawdą, że Stany Zjednoczone rosną szybciej niż strefa euro. W III kwartale 2015 r. (ostatnie dostępne dane) różnica dynamik r/r wyniosła zaledwie 0,1 p.proc. Prognozowana na kolejny rok różnica stóp wzrostu wynosi obecnie 0,8 p.proc. (ujęcie średnioroczne, ankieta Bloomberga) i, jeśli historia się powtórzy, jest to prognoza nazbyt pesymistyczna.
- ❖ Wprowadzie stopa bezrobocia w strefie euro nigdy nie była tak wysoka w stosunku do Stanów Zjednoczonych, ale to w strefie euro istnieje istotna przestrzeń do spadków.

Obligacje: Najpierw ryzyka recesji i zagrożenia deflacją potem reflacja.

Breakeven dziesięcioletnich obligacji amerykańskich jest na historycznie niskim poziomie (od kwietnia 2009)



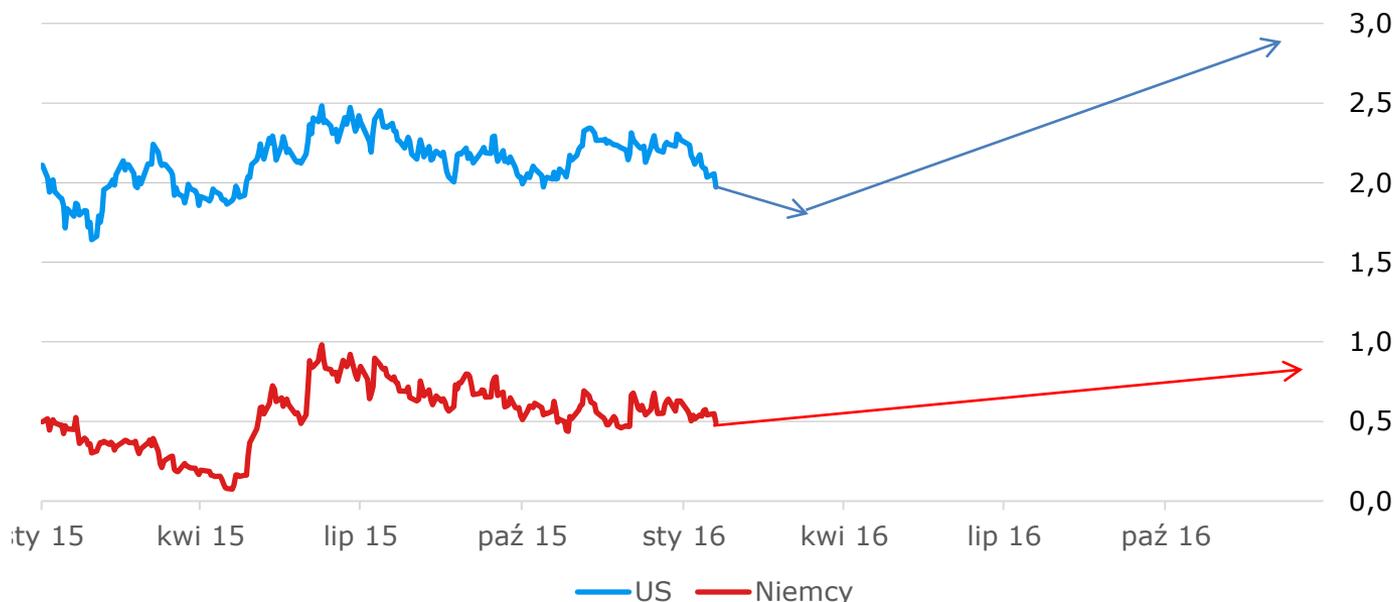
Korelacja ropy z nachyleniem krzywej dochodowości



- ❖ Obecnie obserwowane spadki inflacion breakevens (rynkowych oczekiwań inflacyjnych), podobne do tych z 1 kw. 2015, **będą skutkować łagodniejszą polityką monetarną ze strony banków centralnych DM (opóźnienie podwyżek Fed, obniżenie długoterminowych prognoz).**
- ❖ Spadek realnych stóp procentowych (już po zmianie retoryki np. ECB i ewentualnym odpuśczeniu podwyżki przez Fed w marcu) oznaczałyby **tolerancję niskich realnych stóp procentowych i sygnał dla tzw. risk-on**, a więc i odbicie na aktywach ryzykownych, w tym aktywach EM i surowcach. Prawdopodobnie tygodnie/miesiące dzielą nas od kolejnej fazy reflacji.
- ❖ Risk-on, wyższe ceny surowców, (ponowna) faza reflacji to w efekcie nadzieja na nieco wyższą inflację, wyższy nominalny wzrost i **przepustka do wyższych rentowności i bardziej stromy krzywych dochodowości. Oczywiście wszystko w granicach paradygmatu strukturalnie niskich stóp i wzrostu gospodarczego.**

Prognoza – obligacje

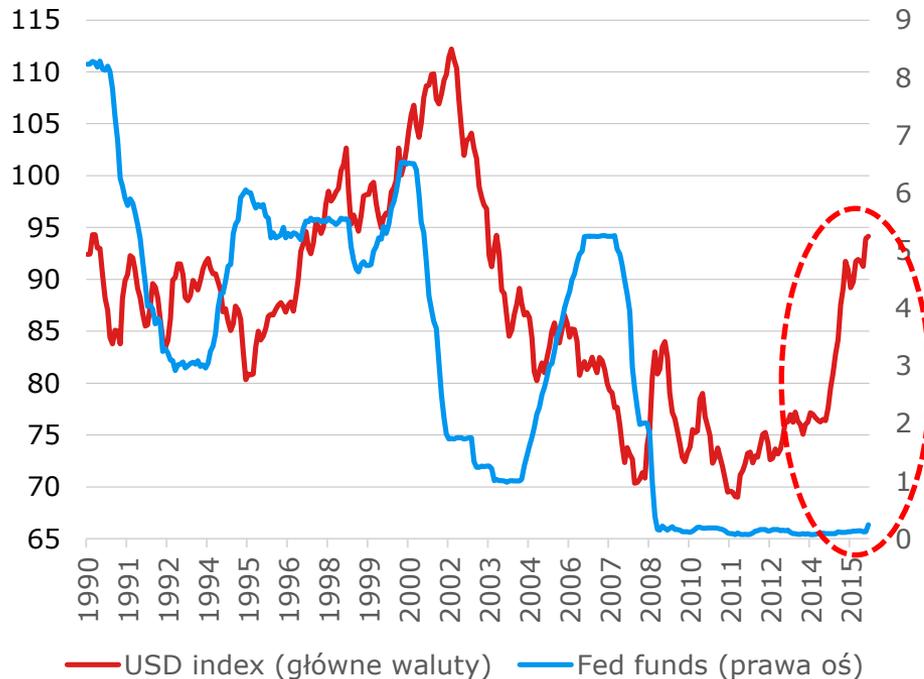
Rentowność 10-letnich obligacji dla Stanów Zjednoczonych oraz Niemiec wraz z prognozami kierunkowymi



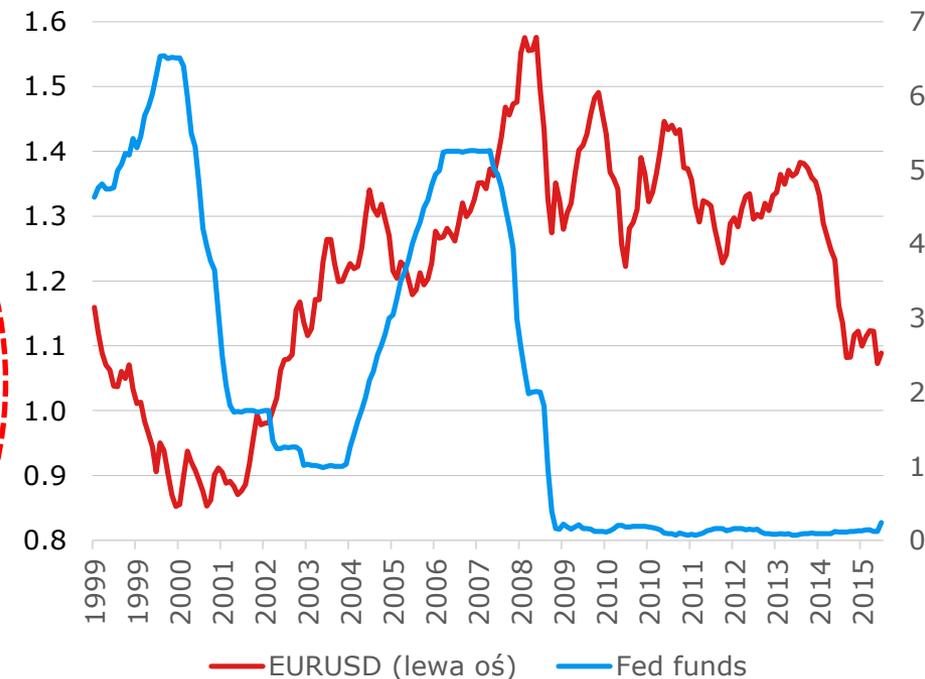
- ❖ **Późna faza cyklu i korekcyjny setup na giełdach to obecnie przyczynę do spadku rentowności dłuższych obligacji.** Wyceny zdają się wyprzedzać rzeczywisty stan koniunktury w USA. **Brak recesji i kolejne podwyżki stóp przez Fed (choć w skali mniejszej niż prognozuje sam Fed obecnie) powinny jednak skutkować wyższymi rentownościami 10letnich obligacji do końca 2016.**
- ❖ W strefie euro dojdzie do dalszej konwergencji stóp procentowych między rdzeniem i peryferiami. Przy rosnącej ścieżce inflacji i ropy naftowej od wiosny czynniki reflacyjne powinny dominować, co przełoży się na wzrost rentowności niemieckich obligacji.
- ❖ Czynnikiem ryzyka (wybicia w dół w rentownościach) pozostają kryzys imigracyjny w UE i oczywiście restrukturyzacja długu EM.

EURUSD. Same stopy procentowe w USA niewiele mówią. Tym niemniej, ruch wyprzedzający USD przed faktyczną podwyżką stóp był znaczący.

Fed funds i indeks dolarowy (główne waluty).



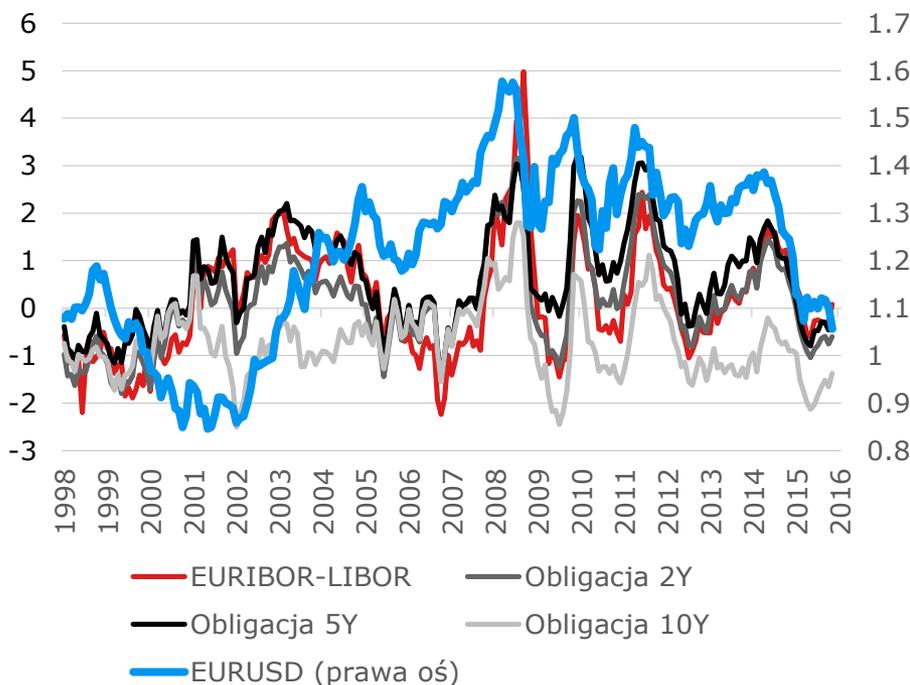
Fed funds i EURUSD



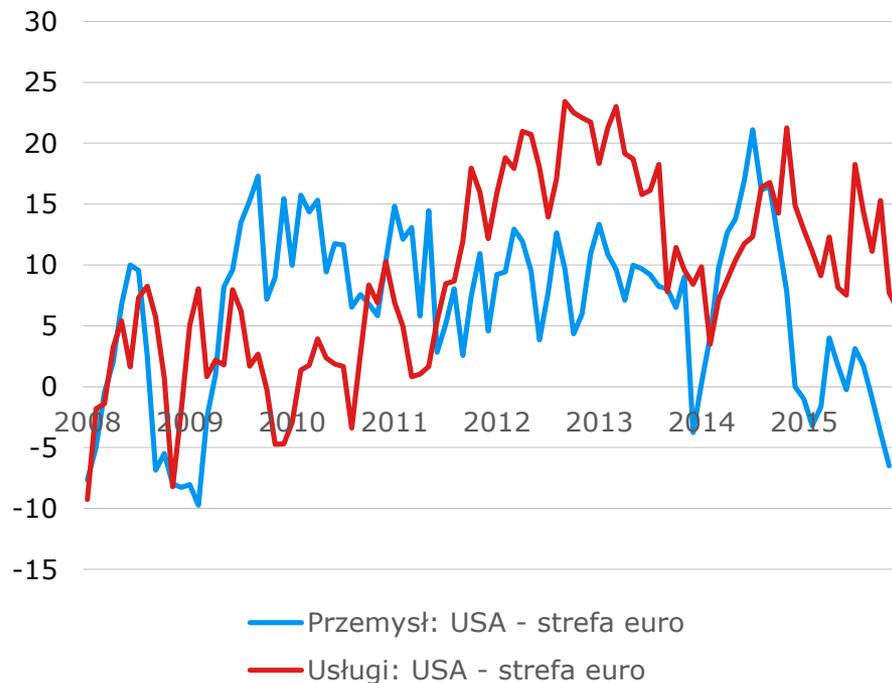
- ❖ **Być może to truizm, ale indeks dolarowy wykonał (bez faktycznej podwyżki stóp) ruch podobny do tego w latach 90-tych, kiedy stopy - startując z 3% - podniosły się do ponad 6%.**
- ❖ Może to oznaczać, że dolar uzyskał pewną dodatkową, autonomiczną część popytu związaną z faktem, że był uznawany (i w końcu stał się) jedyną walutą safe haven o nieujemnym oprocentowaniu.
- ❖ Do prognozowania zmian EURUSD wolimy inne metryki, o czym na kolejnym slajdzie.

EURUSD. Przedział wahań 1,00-1,20.

EURUSD i różnice w realnych stopach procentowych (deflowane ex post CPI r/r). Oczwista siła napędowa.



Różnice w ocenach koniunktury (normalizacja do 100) rosą na korzyść strefy euro.



❖ Kontestujemy popularną prognozę dywergencji dłuższych, nominalnych stóp procentowych w strefie euro i USA. Szybszy wzrost inflacji w USA (efekty bazowe, stopa bezrobocia poniżej NAIRU) powodował będzie, że różnica w stopach realnych będzie zmniejszać się szybciej, a to podstawowy czynnik napędowy EURUSD (lewy panel). **Strefa euro wygląda obecnie cyklicznie lepiej niż USA (wzrosty vs spadki wskaźników koniunktury – patrz prawy panel).**

❖ W obecnych warunkach **są podstawy, aby EURUSD rósł** (co ciekawe nominalny EURUSD zmienia się praktycznie tak samo jako EUR REER). Tym niemniej okolice 1,15-20 to zapewne poziomy, które uruchomią odwrócenie tendencji na różnicach we wskaźnikach koniunktury oraz w oczekiwaniach na stopy procentowe. Ten sam mechanizm prawdziwy jest zapewne w okolicy 1,00-1,05 co tworzy barierę ochronną przed dalszymi spadkami EURUSD. Dlatego z obecnych poziomów kurs będzie prawdopodobnie fluktuował w górę i w dół bez wyraźnego kierunku w ciągu roku.

Polska

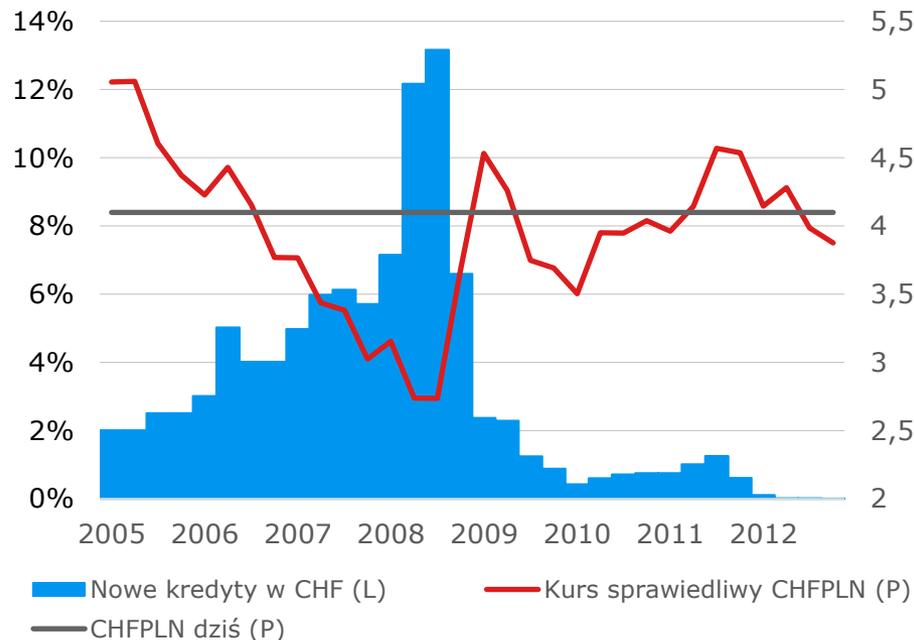
- ❖ Eskalacja ryzyk wewnętrznych, czy normalizacja? Przychylamy się do 2 scenariusza.
- ❖ Stabilizacja wzrostu PKB wokół 3,5%. Silny eksport (pojawił się czynnik większej konkurencyjności cenowej dzięki słabemu złotemu – tym polski eksport wyróżnia się w CEE). Silny ze względu na demografię i pracowity model ekonomiczny polskiej gospodarki rynek pracy i rodzina 500+ stymulować będą konsumpcję. Nieco niższa dynamika inwestycji (prywatnych i publicznych). Deflacja do jesieni, ale potem istotny wzrost cen (baza statystyczna, żywność, surowce, usługi, podatek od supermarketów). RPP patrzy na kwestię obniżek stóp oportunistycznie (na razie zapominamy o obniżkach - spaść musi zmienność kursu i presja na rating).
- ❖ Ryzyka (w świetle prognoz już na 2017) to ściągalsko VAT, rozwiązanie kwestii kredytów w CHF, relacje z UE (to ma wpływ na rating).

Eskalacja ryzyk (politycznych, finansowych), czy normalizacja?

Ratingi dla długu SP (w walucie obcej) i rozkład jazdy agencji ratingowych

S&P	Data	2015	15 sty 2016	1 lip 2016	2 gru 2016
	Rating	A-	BBB+		
	Outlook	Positive	Negative		
Moody's	Data	2015	15 sty 2016	13 maj 2016	9 wrz 2016
	Rating	A2	-		
	Outlook	Stable	-		
Fitch	Data	2015	15 sty 2016	15 lip 2016	
	Rating	A-	A-		
	Outlook	Stable	Stable		

Skumulowane skutki propozycji Prezydenta RP ws. kredytów walutowych to od 16 do 30 mld zł



- ❖ Rok 2016 zaczynamy z dość precyzyjnie zdefiniowanym zbiorem **lokalnych** ryzyk dla polskiej gospodarki. **Kluczowym z punktu widzenia inwestorów jest rozstrzygnięcie, czy ryzyka te (zaczątki procesów) będą eskalować, czy nastąpi ich wyciszenie/normalizacja.**
- ❖ W schemat ten wpisuje się obniżenie ratingu Polski przez S&P. Agencja, poza obawami przed „erozją instytucji” i czynnikami politycznymi dotyka kwestii kontynuacji ścieżki obniżania deficytu budżetowego (przedstawiciele rządu sugerują stabilizację deficytu na poziomie 3% PKB). S&P zdecydowanie postanowił antycypować skutki przyszłej legislacji dla wiarygodności kredytowej (zapowiedzi obniżenia wieku emerytalnego, podwyższenia kwoty wolnej od podatku, itd) oraz postawił na eskalację napięć między PL i UE.
- ❖ Naszym zdaniem losy legislacji (poza rodziną 500+) nie są przesądzone – obstawialibyśmy ograniczenie skutków ustawy tzw. frankowej. Relacje z UE, choć napięte i skutkujące tzw. miękkimi sankcjami nie przełożą się na wstrzymanie środków finansowych dla PL, co byłoby zagrożeniem dla polskiego modelu ekonomicznego i sygnałem eskalacji kolejnych ryzyk politycznych.

Procedura praworzędności jest długa, sankcje w zasadzie tylko polityczne. Zawieszenie środków z UE mało prawdopodobne.

Jak wygląda procedura praworzędności UE?



- ❖ Począwszy od 13 stycznia, Polska stała się przedmiotem tzw. procedury praworzędności, a więc serii kroków zmierzających do określenia, czy doszło do poważnego złamania zasady rządów prawa i, jeśli tak, do naprawy tego stanu rzeczy. Procedura ta jest wieloetapowa (patrz schemat powyżej) i realizowana w stałym dialogu z państwem nią objętym.
- ❖ Dopiero na samym końcu (i po wielu miesiącach ping-ponga) i w razie niewypełnienia rekomendacji KE możliwe jest uruchomienie kroków przewidzianych przez Art. 7 Traktatu o Unii Europejskiej i objęcie Polski sankcjami. Lista możliwych sankcji obejmuje m.in. odebranie Polsce prawa głosu w Radzie Europejskiej, a także innych praw kraju członkowskiego przewidzianych przez traktaty. Sankcje te mają charakter polityczny, a nie ekonomiczny.
- ❖ Pojawiające się tu i ówdzie obawy o zawieszenie wypłaty środków UE są naszym zdaniem przesadzone.
 - ❖ Po pierwsze, nie jest to sankcja istniejąca w procedurze praworzędności i brak jest dla niej podstawy prawnej i zgodności co do tego, jaki organ UE miałby o tym decydować.
 - ❖ Po drugie, zawieszenie wypłaty w przeszłości było związane z kwestiami fiskalnymi (Węgry w 2012) lub z nieprawidłowościami w zarządzaniu środkami (Szkocja i Rumunia w 2015, Węgry w 2013 i 2015)
 - ❖ Po trzecie, największe ryzyko wiąże się ze zmianą podziału administracyjnego, która wymuszałaby ponowny rozdział środków w ramach regionalnych programów operacyjnych.
- ❖ W razie zaostrzenia konfliktu z UE nie można wykluczyć „strajku włoskiego” ze strony organów UE – wzmożonych kontroli, wymagania wyższych niż dotychczas standardów w rozliczeniach, etc.

Wcześniejsze wybory mało prawdopodobne. Czynniki ekonomiczne kluczowe.

Porównanie z innymi ruchami protestu w Europie

	Polska (KOD)	Hiszpania	Grecja	Bułgaria	Węgry	Węgry
Czas	2015 -	2011 -	2011 -	2013, 2013 – 2014	2010 – 2012	2006
Rodzaj	Polityczne	Ekonomiczne (Anti-austerity)	Ekonomiczne (Anti-austerity)	Polityczno – ekonomiczne (ceny energii, rządowy bailout banku)	Polityczno - ekonomiczne (polityka oszczędnościowa)	Polityczne (kłamstwa wyborcze – afera taśmowa)
Liczba protestujących	17 000 - 50 000 (Warszawa)	500 000 (Madryt)	100 000 - 500 000 (Ateny)	100 000 (w skali kraju)	25 000 – 100 00 (Budapeszt)	10 000 - 50 000 (Budapeszt)
Przebieg	Spokojny	Intensywny, liczni ranni	Bardzo intensywny, ofiary śmiertelne	Intensywny, m.in. 5 samospaleń	Umiarkowany, zatrzymania polityków opozycji	Intensywny
Skutki	?	Zmiany polityczne: powstanie nowych partii: PODEMOS, C's – naruszenie duopolu partyjnego	Duże zmiany polityczne: dwukrotna wygrana w wyborach Syriza	Zmiany polityczne, dwukrotnie przedwczesne wybory (wygrane przez partię opozycyjną)	Brak większych zmian politycznych	Zmiany polityczne: zdobycie większości konstytucyjnej przez Fidesz

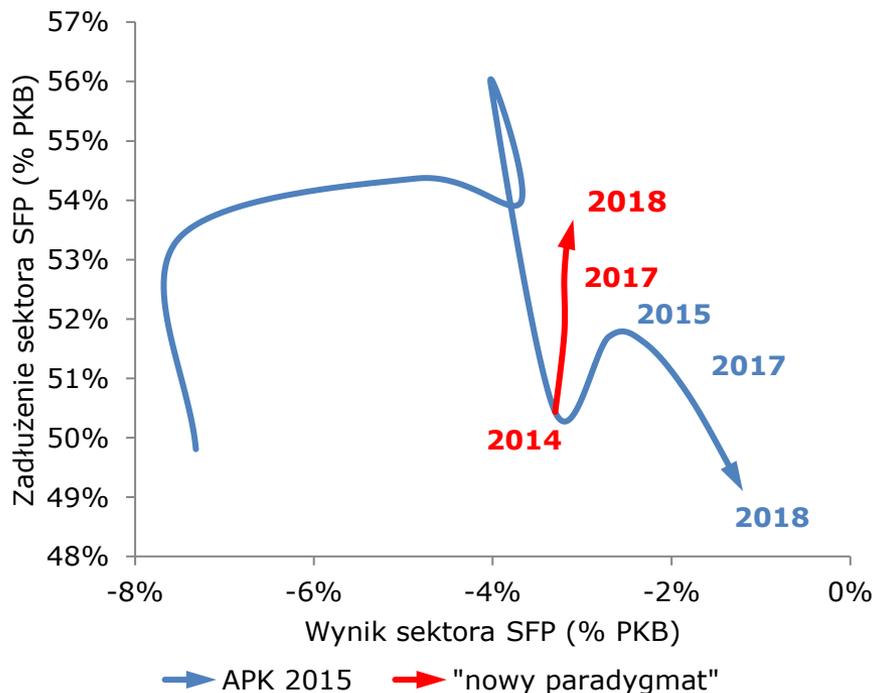
W porównaniu do wcześniejszych protestów w Europie brak czynników ekonomicznych. Elektorat partii rządzącej nie uczestniczy w protestach, odbywają się **kontrmanifestacje** (na Węgrzech w 2006 protestował także elektorat partii rządzącej, natomiast w latach 2010 – 2012 poparcie dla Fideszu spadło tylko do 18%). Protesty na razie odbywają się tylko w **dni wolne od pracy**, nie są ciągłe. Nawet duża **skala protestów** nie gwarantuje natychmiastowych istotnych zmian politycznych (w wyborach w Hiszpanii w 2015 duopol partyjny zwyciężył, ale ich poparcie łączne spadło z 75,4% do 48,7%). Dotychczasowe protesty mają bardzo **spokojny przebieg**, nie było aktów przemocy, interwencji oddziałów prewencyjnych ani zatrzymań.

Wniosek: Protesty KOD mają aktualnie bardzo małą szansę na wprowadzenie zmian politycznych. Bez wystąpienia czynników ekonomicznych trudno liczyć na eskalację możliwą do wytworzenia masy krytycznej niezbędnej do zmiany władzy.

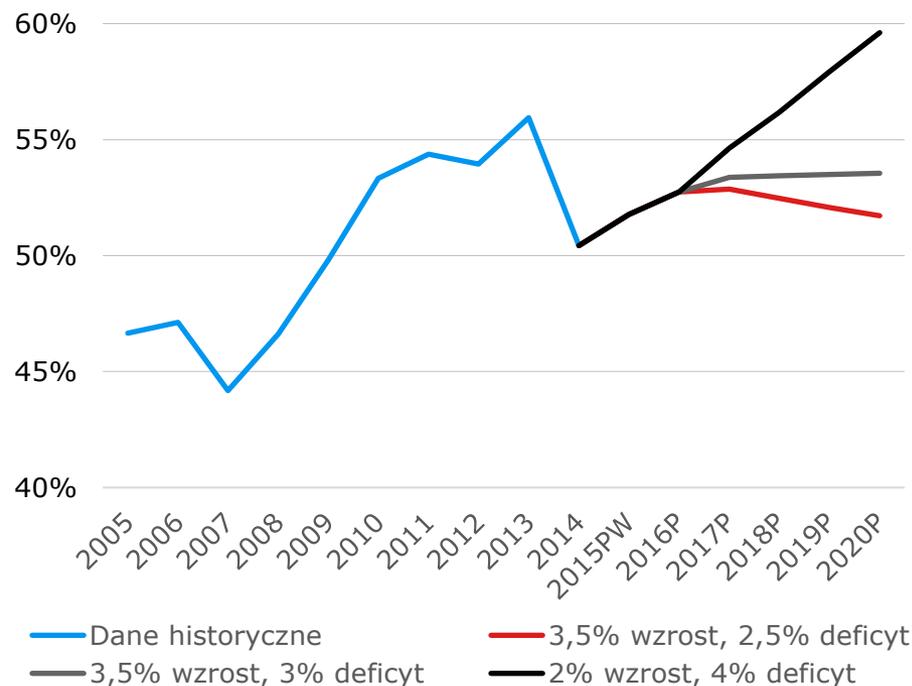
- ❖ Nie sposób nie powiązać scenariusza dla gospodarki PL i rynków ze scenariuszem politycznym. Myślimy, że oś obecnego dyskursu politycznego przesunie się na pole gospodarcze. W naszym scenariuszu bazowym przywoity wzrost gospodarczy, poprawa na rynku pracy, redystrybucja i brak impulsów ekonomicznych (choćby dla zwiększenia protestów KOD) to warunek dostateczny, aby nie doszło do wcześniejszych wyborów. Z kolei pogorszenie sytuacji gosp. to też szereg niekontrolowanych zjawisk społecznych i niekoniecznie adekwatnych działań rządu (scenariusz eskalacji – nie nasz bazowy). Ponieważ ciągle zbyt mało jest informacji co do procesów w 2017 (gospodarka, budżet), inwestorzy będą dłuższy czas wyceniać istotne ryzyko scenariusza eskalacji.

Polityka fiskalna: nowy paradygmat to stabilizacja deficytu.

Zmiana strategii fiskalnej (stabilizacja deficytu SFP)



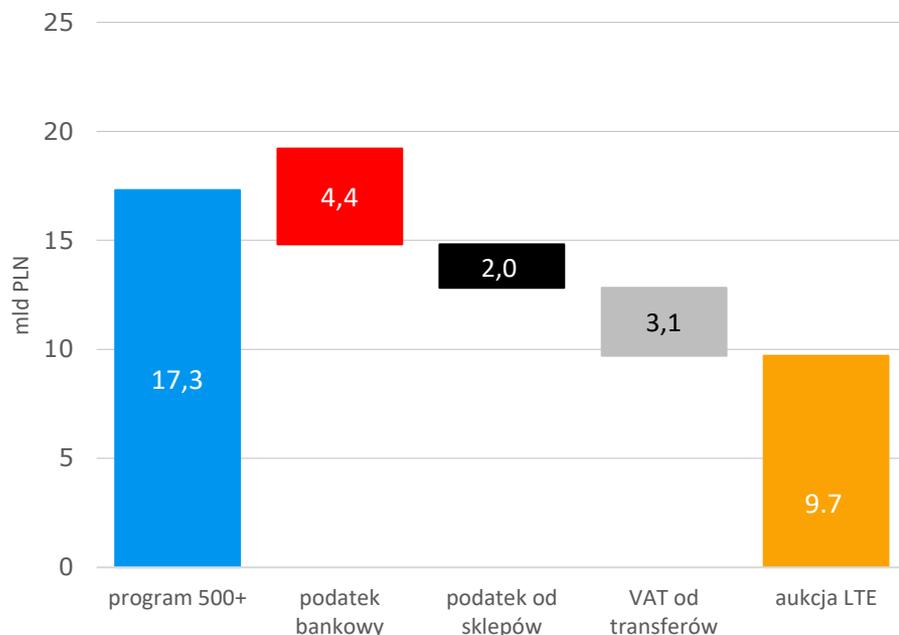
Trajektorie dług / PKB przy różnych założeniach



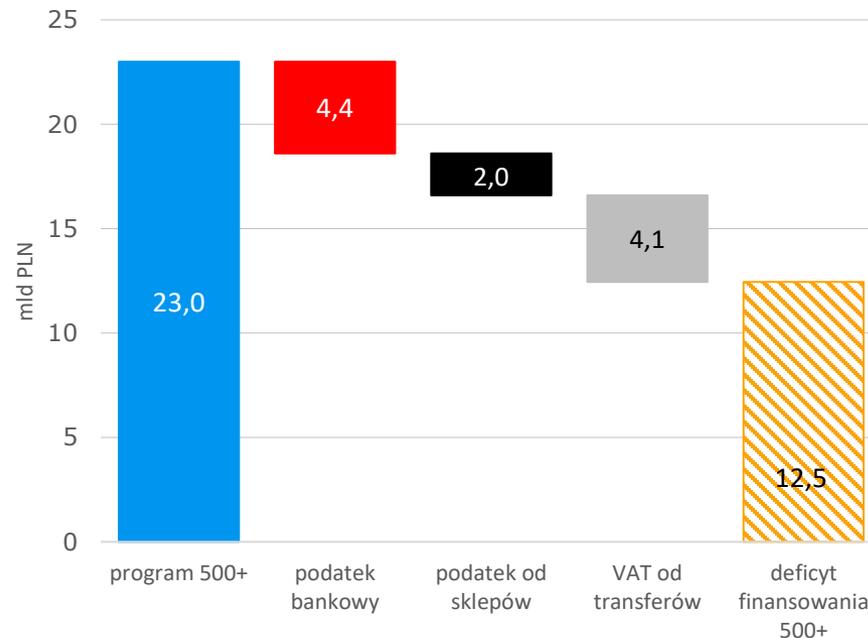
- ❖ Na podstawie deklaracji przedstawicieli rządu można sądzić, że wcześniejszą strategię konsolidacji ze średniookresowym celem budżetowym 1,2% PKB zastępuje strategia stabilizacji deficytu SFP w okolicy 3%. Ten nowy paradygmat ma konsekwencje dla trajektorii długu publicznego (i już dla ratingu PL).
- ❖ W bazowym scenariuszu (niskie stopy procentowe i spadek kosztów obsługi zadłużenia, średnioroczny wzrost gospodarczy na poziomie 3,5% i wzrost inflacji do 2% w 2017 r.) dług SFP rośnie do ok. 53% w 2018 r. i stabilizuje się w tych okolicach. Wprowadzenie zadłużenia na spadkową ścieżkę wymaga średniorocznego deficytu na poziomie 2,5% PKB.
- ❖ **Należy podkreślić, że taki paradygmat jest równowagą na ostrzu noża.** Spowolnienie wzrostu gospodarczego do 2% (przy 4% deficycie) wprowadzi dług na wyraźnie wzrostową ścieżkę – wówczas osiągnięcie poziomu 60% na koniec obecnej dekady jest bardzo prawdopodobne.

Polityka fiskalna: 2016 vs. 2017.

Budżet na 2016 rok jest wykonalny z pewnym zapasem



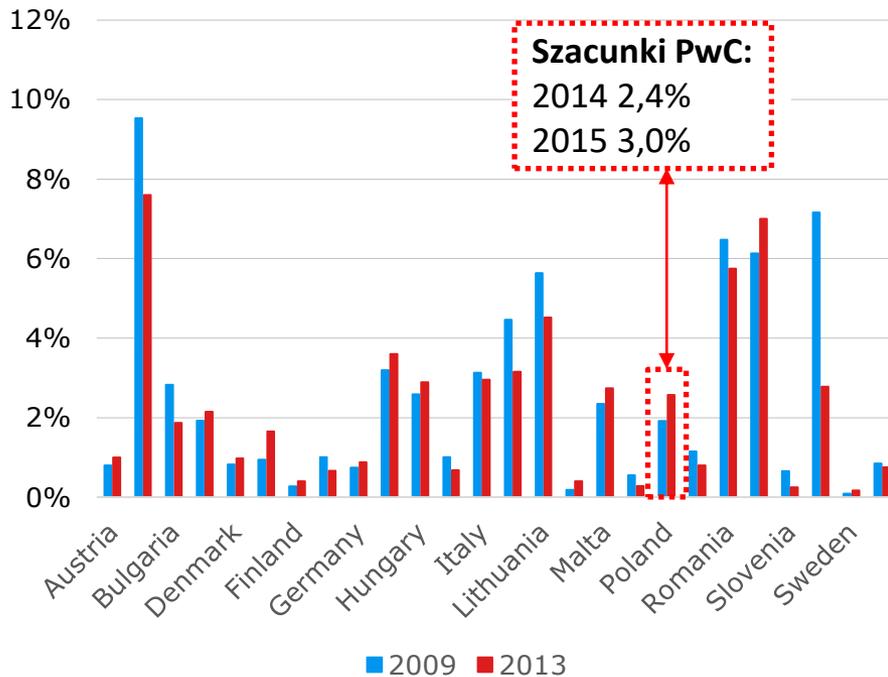
2017 wymaga dodatkowych dochodów



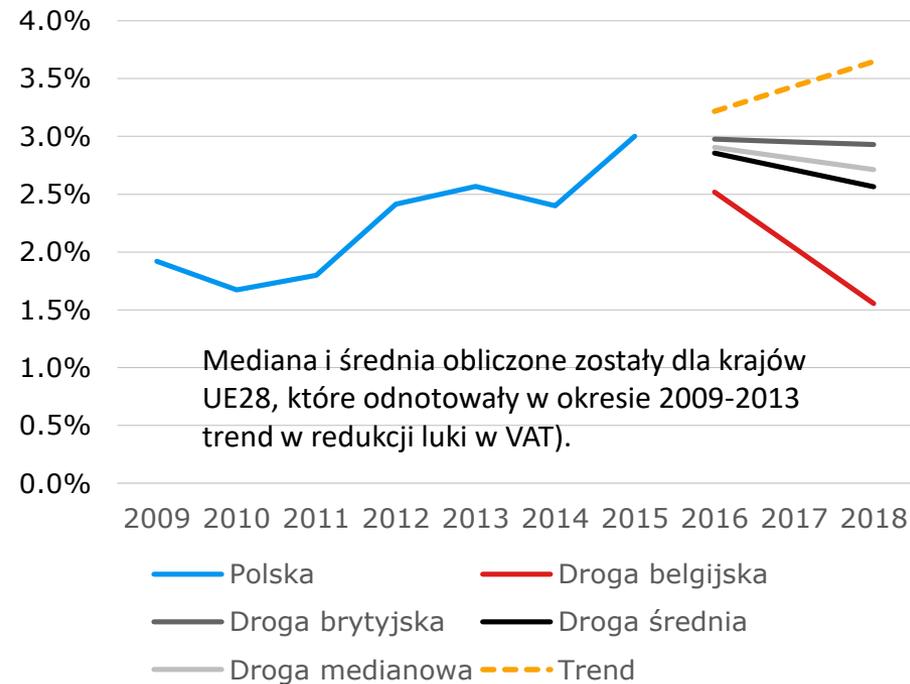
- ❖ Kwestie stabilności fiskalnej nie są jednak tematem na 2016 r. Jak wskazywaliśmy wielokrotnie w naszych publikacjach, budżet na 2016 r. zostanie zrealizowany bez większych problemów. Finansowanie programu „500 plus” w pierwszym roku obowiązywania zapewniają zarówno nowe podatki, jak i przeniesione z 2015 r. dochody z aukcji LTE. Dodatkowym buforem będzie zysk Narodowego Banku Polskiego, wynoszący wg. najnowszych doniesień prasowych 8,5 mld zł.
- ❖ Sfinansowanie wydatków w ramach programu „500 plus” w kolejnych latach będzie wymagało uruchomienia dodatkowych dochodów, zwłaszcza jeśli kwota wolna PIT zostanie podniesiona (koszt podwyższenia kwoty wolnej dla SFP można szacować na 4,4 mld zł na każdy tysiąc zł kwoty rocznej) i jeśli pojawią się dodatkowe wydatki FUS związane z obniżeniem wieku emerytalnego.
- ❖ Oczywistym i deklarowanym źródłem dodatkowych dochodów jest domknięcie luki VAT. Dochodom z VAT może też pomóc wywołanie wyższej inflacji (patrz slajdy w dalszej części prezentacji).

VAT: Redukcja w skali koniecznej do pokrycia większego deficytu w 2017 roku jest możliwa, aczkolwiek wiele niepewna. Konieczny ciągły monitoring.

Porównanie luki PKB (2009-2013), dane KE.

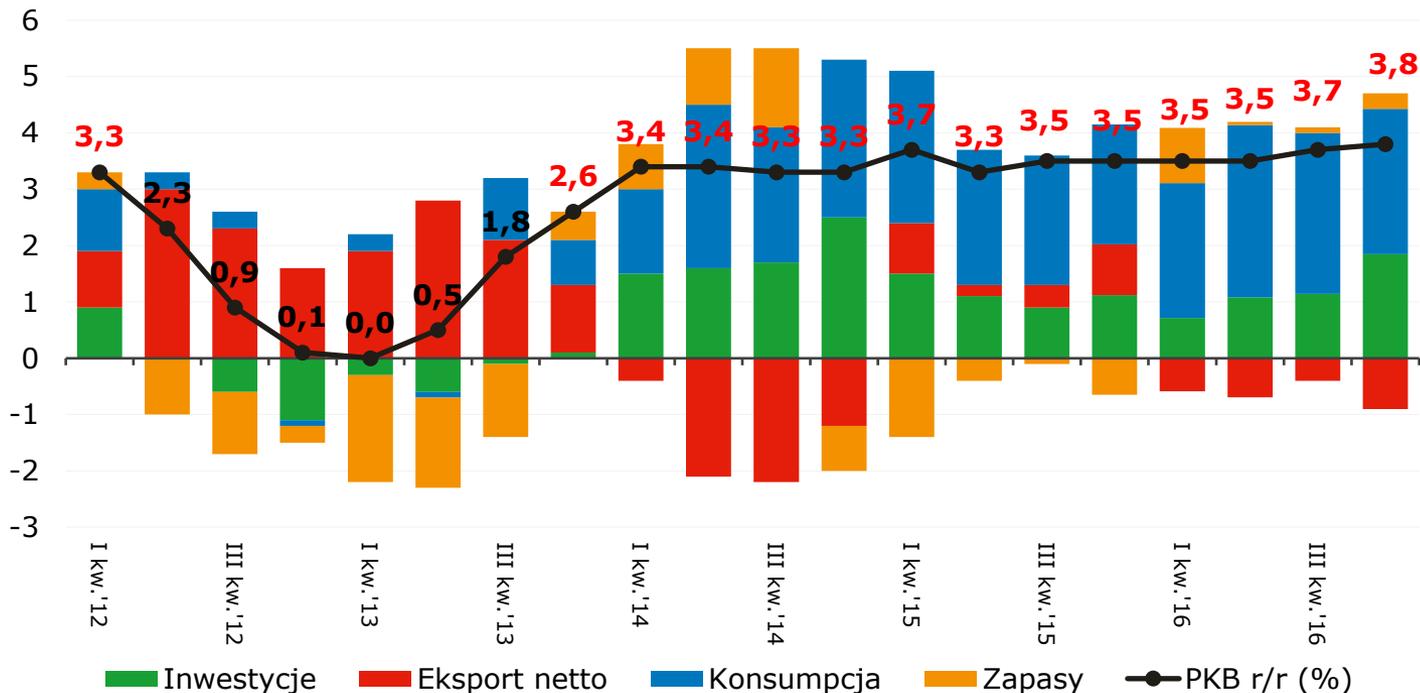


Rozwój Luki VAT (% PKB). Scenariusze alternatywne.



- ❖ W okresie 2009-2013 największą redukcją luki w VAT mogła (średniorocznie) poszczycić się Belgia; mistrzem małych kroków po kilka setnych PKB jest Wielka Brytania (największa „gładkość” ścieżki redukcji luki). 0,5-0,7% domknięcie luki odnotowały przez 1 rok Węgry. W alternatywnych scenariuszach samo domknięcie luki powinno przynieść zwiększenie dochodów o 0,5-8mld zł w 2016 roku i kolejne 0,5-10mld zł w 2017 roku (względem scenariusza alternatywnego, który utrzymuje lukę na poziomie 2015). Czynnikiem sprzyjającym wyższym dochodom z VAT w 2016 i 2017 roku będzie przeważenie wzrostu PKB w kierunku konsumpcji prywatnej (500+, pewnie wyższa kwota wolna od 2017), gdzie unikanie VAT jest najtrudniejsze.
- ❖ Czynniki ryzyka: 1) ryzyko implementacyjne (nie wiemy na razie jeszcze dokładnie, co rząd chce i w jakiej kolejności wprowadzić, 2) ryzyko przeniesienia do Polski (arbitraż regulacyjny) części działalności związanej z wyłudzeniem VAT przez podmioty działające jednocześnie w krajach ościennych (Czechy, Węgry, Litwa, Słowacja); uszczelnienie systemu w tych krajach spowodowało spadek opłacalności procederu. 3) Spektakularne redukcje luki podatkowej realizujące się w jeden rok mogą być w dużej mierze związane z małą precyzją szacunków należnego VAT (analizy top-down); dlatego wolimy badać trendy – średnia i mediana wypadają skromnie (pozytywny wyjątek to Belgia).

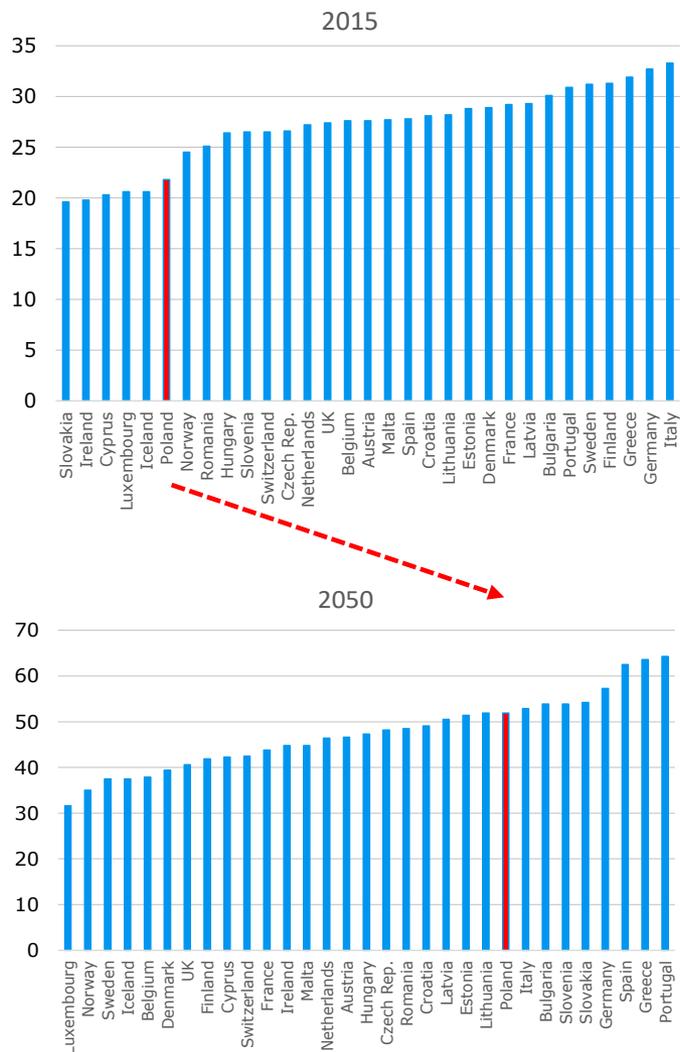
Wzrost gospodarczy w 2016



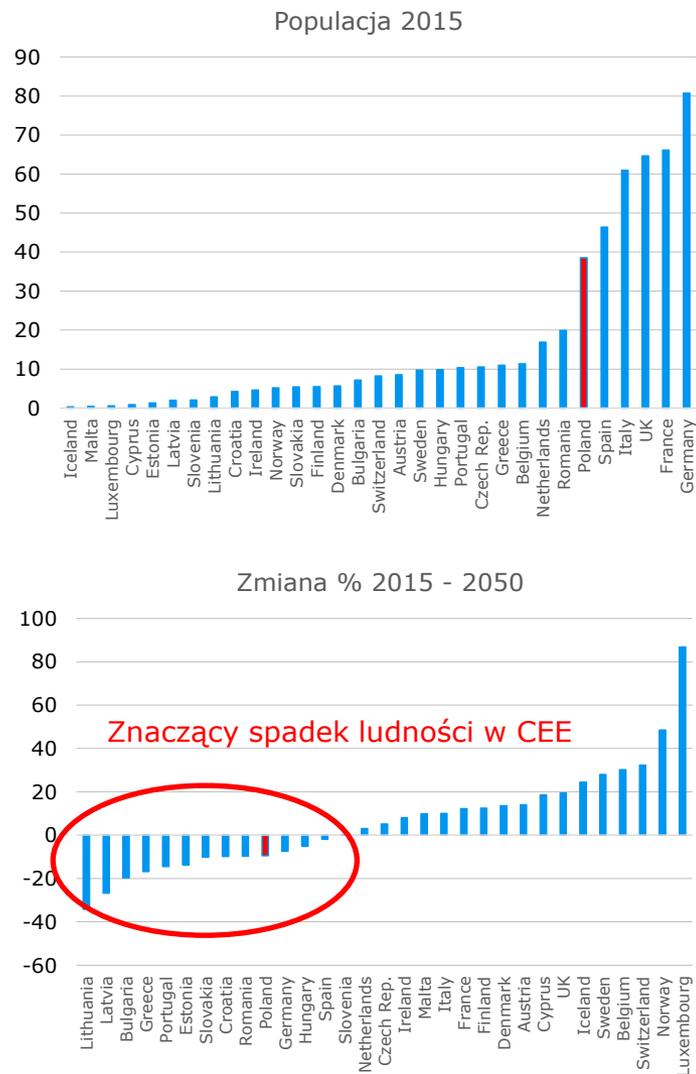
- ❖ Kompozycja wzrostu oparta na konsumpcji i eksporcie.
- ❖ Polska, jako kraj o dużej wartości dodanej w eksporcie (czytaj: znaczna część eksportu jest wytwarzana w kraju) korzysta w pełni z osłabienia kursu walutowego. Koniunkcja poprawy konkurencyjności z cyklicznym ożywieniem sugeruje ryzyka w górę dla eksportu.
- ❖ Konsumpcja wsparta silnym rynkiem pracy oraz oczekiwanym wprowadzeniem rządowego programu 500+.
- ❖ Ograniczenie inwestycji publicznych w 2016 roku (rosną tylko wydatki na drogi, tradycyjne problemy na kolei, wstrzymanie planów inwestycyjnych w energetyce, ograniczenia na szczeblu samorządowym). Początek słaby dla inwestycji prywatnych z uwagi na niepewność polityczną (badania NBP). Utrzymanie wzrostowej trajektorii gospodarki powinno prowadzić do wznowienia prywatnych programów inwestycyjnych w obliczu wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych.
- ❖ Polityka fiskalna generalnie ekspansywna.

W średnim terminie konkurencja płacowa nie jest drogą dla Polski. Fatalna demografia. Zmiany emerytalne pogłębią obciążenia dla pracujących i koszty pracy.

Liczba osób 65+ w populacji 15-64 (na 100 mieszkańców)

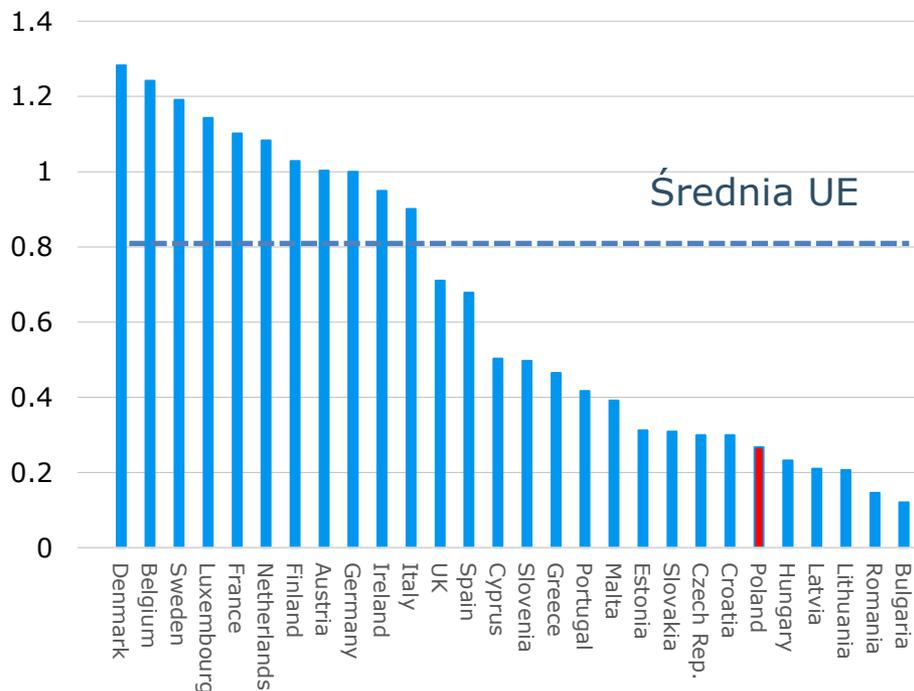


Populacja 2015 i zmiana 2015 -> 2050.

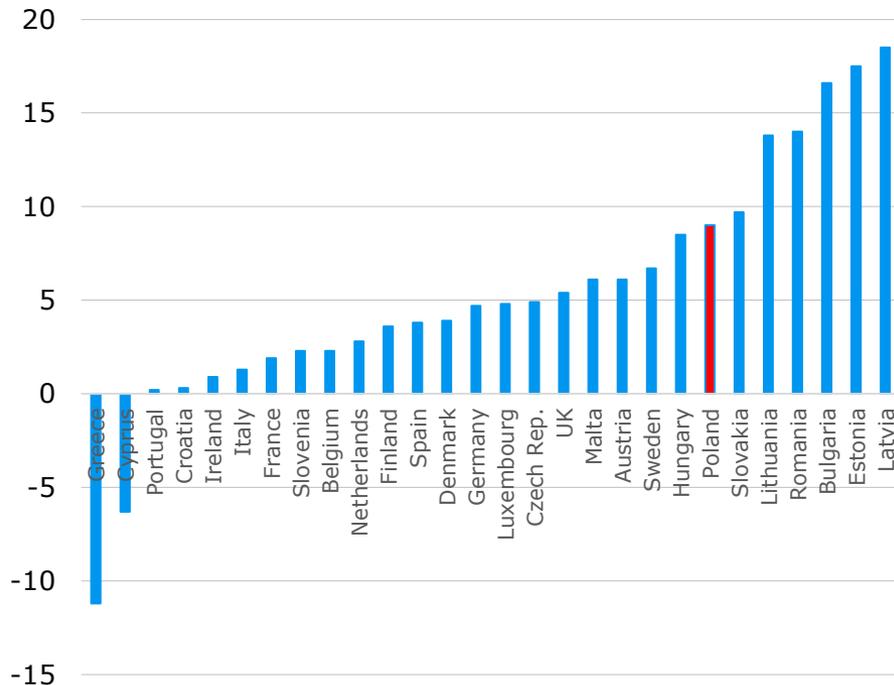


W krótkim terminie koszty pracy będą rosły, choć z niskiego poziomu.

Porównanie kosztów pracy w UE (Niemcy = 1).



Dynamika kosztów pracy 2013-2015. Wzrost niski na tle grupy rówieśniczej (ale szybciej niż w Czechach).

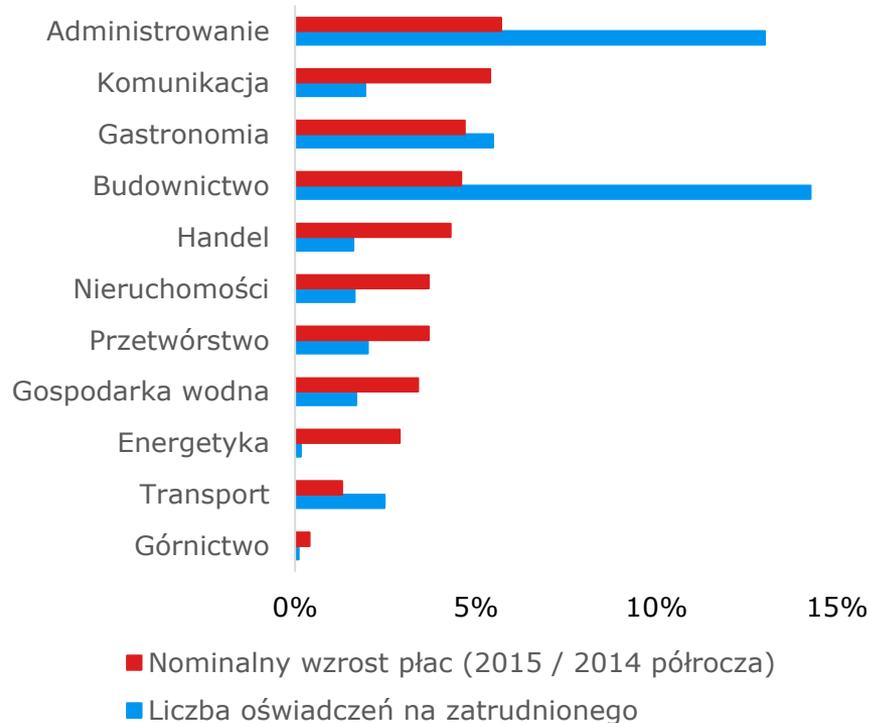


- ❖ Popyt na pracę powinien rosnąć w bieżącym tempie. Polska jest nadal atrakcyjna z punktu widzenia kosztów pracy (**płace porównywalne z regionem, ale w zamian inwestor otrzymuje duży i chłonny rynek wewnętrzny, dodatkowo na sterydach w postaci programu 500+**) i konkurencji na tym polu nie utraci w krótkim i średnim terminie. Długi okres to zupełnie inna bajka (patrz poprzedni slajd).
- ❖ Stopa bezrobocia szybko spada, firmy w coraz większym stopniu narzekają na brak dostępności pracowników. Badania NBP sugerują (na razie) powolne, lecz uporczywe narastanie presji płacowej w gospodarce. Dodatkowa fala podaży pracy z Ukrainy trudna do powtórzenia (patrz kolejny slajd). Możliwe, że program 500+ będzie miał lekko negatywny wpływ na podaż pracy (podniesienie płacy progowej koniecznej do podjęcia zatrudnienia), co również wspiera tezę o szybszym wzroście płac.
- ❖ Wprowadzenie minimalnej stawki godzinowej (12zł/h) w umowach zlecenie od połowy roku.
- ❖ Podwyżka płac w budżetówce oraz wprowadzenie nowej płacy minimalnej w wysokości 1850zł.

Dodatkowa podaż pracowników zagranicznych prawdopodobnie już się wyczerpała.



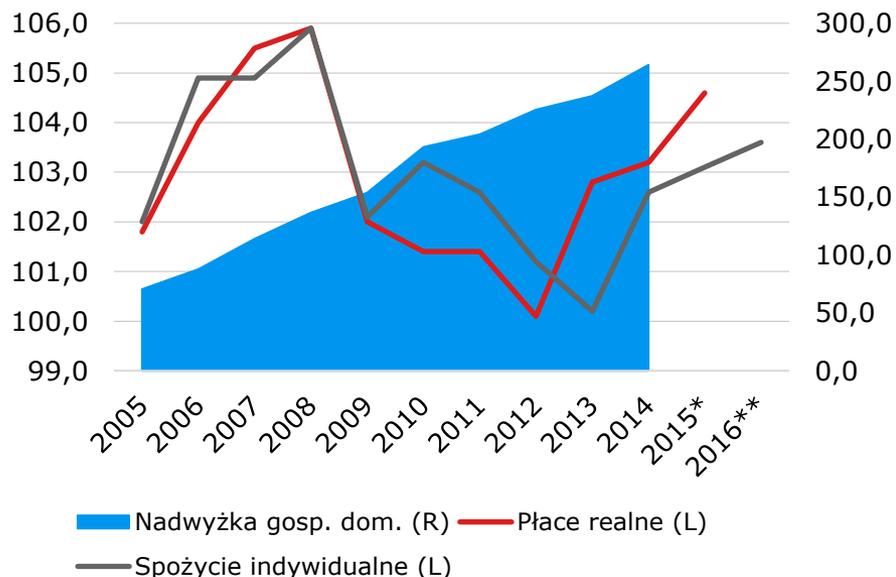
Wzrost płac a liczba oświadczeń o zatrudnieniu obcokrajowców



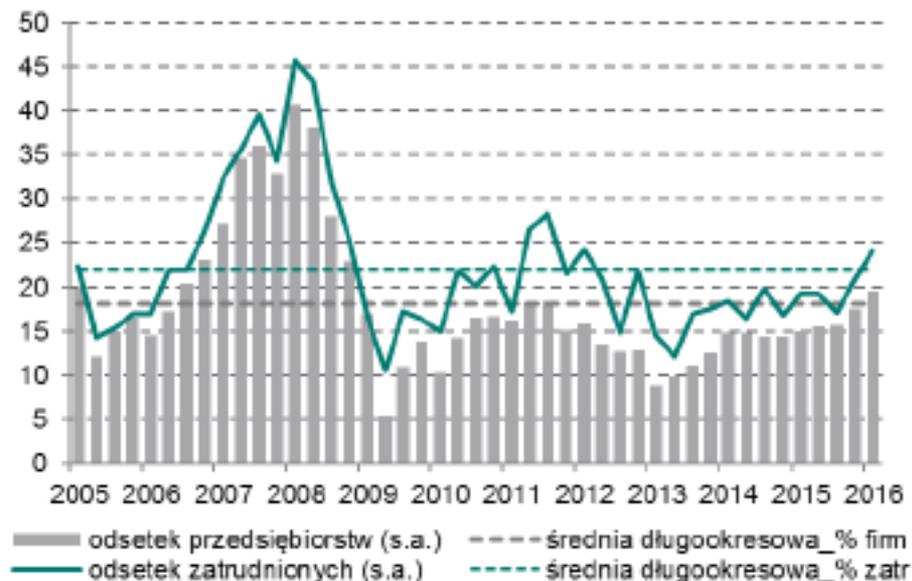
- ❖ Wzrost wynagrodzeń został częściowo zahamowany poprzez sezonowych pracowników zza granicy.
- ❖ W sektorach, gdzie presja płacowa była największa wydano także relatywnie dużo oświadczeń zatrudnienia cudzoziemców (a płace nadal rosły).
- ❖ Impuls zwiększających liczbę wydanych oświadczeń o zatrudnieniu (wojna na Ukrainie oraz wynikające z niej kryzys gospodarczy oraz znaczne osłabienie hrywny) znacząco słabnie.

Konsumpcja prywatna przyspieszy w roku 2016 w okolice 3,5-4,0%.

Wzrost płac powinien wyprzedzać wzrost spożycia indywidualne, gospodarstwa domowe mają coraz lepszą sytuację finansową



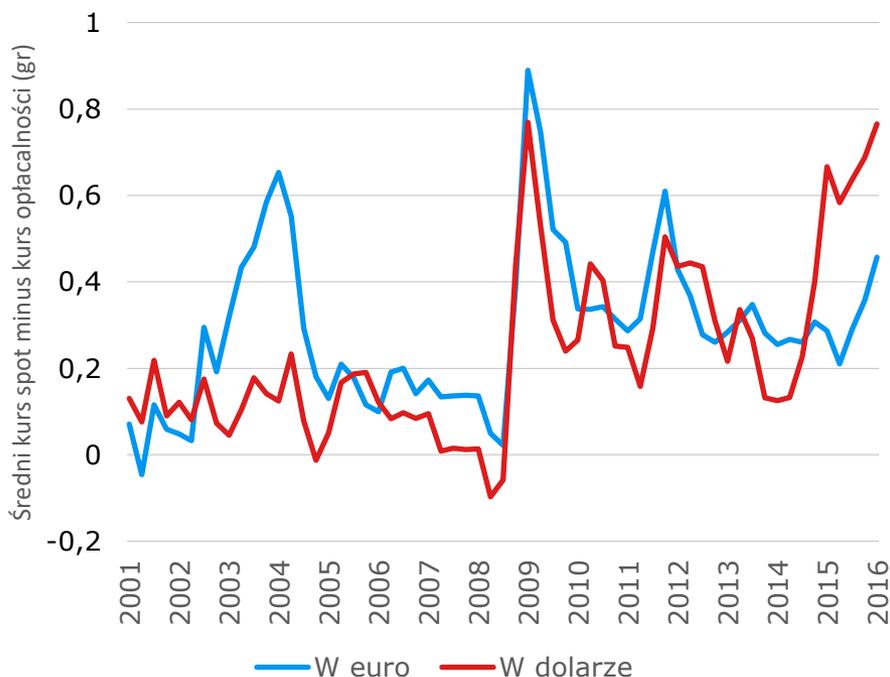
Coraz więcej pracowników może liczyć na podwyżkę płac (badania NBP), w rosnącej liczbie firm.



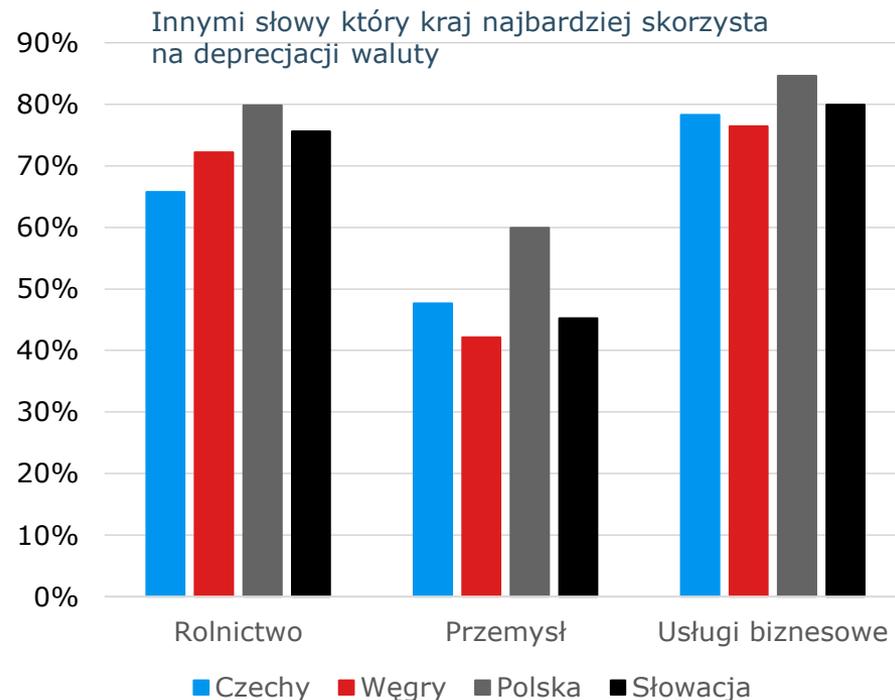
- ❖ Już sam rynek pracy i wzrost płac powinien stabilizować tempo wzrostu konsumpcji na dotychczasowych poziomach. Impulsem do przyspieszenia konsumpcji będzie program „500+”, którego rozpoczęcie planowane jest na Q2.
- ❖ **Dla dochodów budżetowych (VAT) znaczenie będzie miało przyspieszenie w ujęciu nominalnym, co będzie wspierała inflacja powracająca powyżej zera.**
- ❖ Dodatkowo, pozytywny na konsumpcję będzie miał efekt bazy z Q3 2015 (i najpewniej Q4), gdy odnotowano spowolnienie w dynamice spożycia indywidualnego

Eksport: szybszy wzrost, pomaga słaby złoty.

Coraz większa opłacalność eksportu



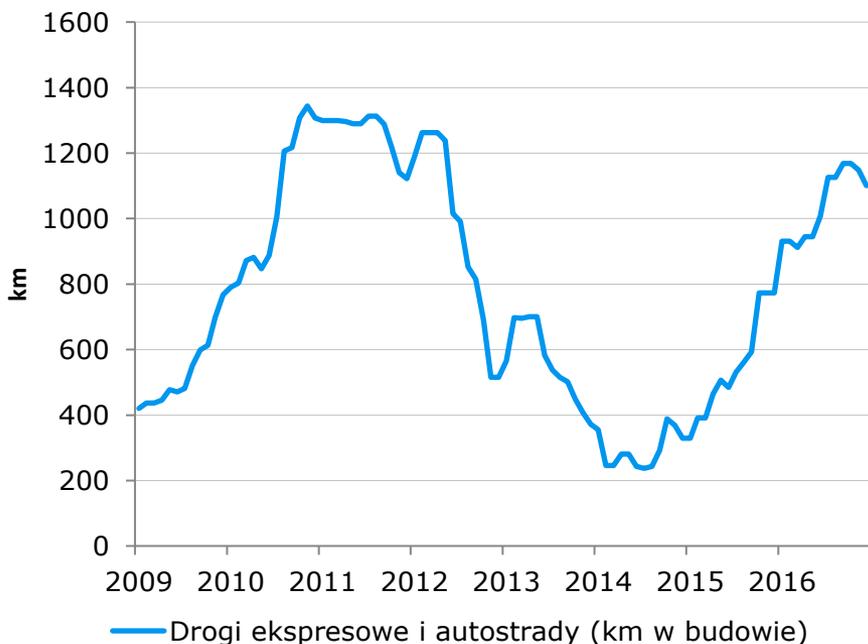
Udział krajowej wartości dodanej w eksporcie (2011)



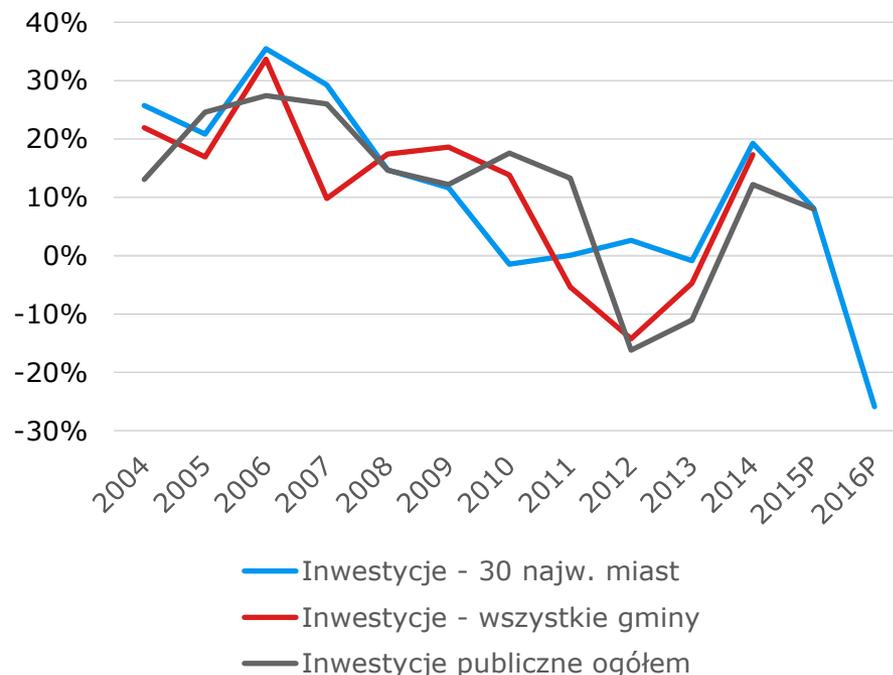
- ❖ Począwszy od czerwca 2014 r., złoty (mierzony realnym efektywnym kursem walutowym - dane BIS) osłabił się o ponad 9%. W modelach NBP oznacza to wpływ na wzrost gospodarczy rzędu 0,3 p.proc. w perspektywie sześciu kwartałów (co wypada właśnie w 2016 r.). **Wprowadzie do znudzenia można powtarzać argumenty o tym, że wpływ deprecjacji waluty na eksport to już nie to, co kiedyś (z czym się zgadzamy), ale należy pamiętać, że ze wszystkich krajów CEE to Polska ma największy udział krajowej wartości dodanej (poddostawców krajowych, płac, zysków przedsiębiorstw, etc.).**
- ❖ Istnieje też aspekt czysto statyczny - słabsza waluta oznacza wyższe przychody (i zyski) eksporterów wyrażone w PLN. Obecnie zyskowność eksportu (wynikająca z badań NBP) znajduje się blisko historycznych maksimum, zwłaszcza liczona w dolarze.
- ❖ Wreszcie, przy utrzymaniu obecnego momentum wzrostu w UE można spodziewać się, że popyt na polskie towary będzie rósł w wysokim tempie również w 2016 r.

Inwestycje publiczne: pauza w 2016 roku.

Inwestycje centralne napędzane przez drogownictwo.



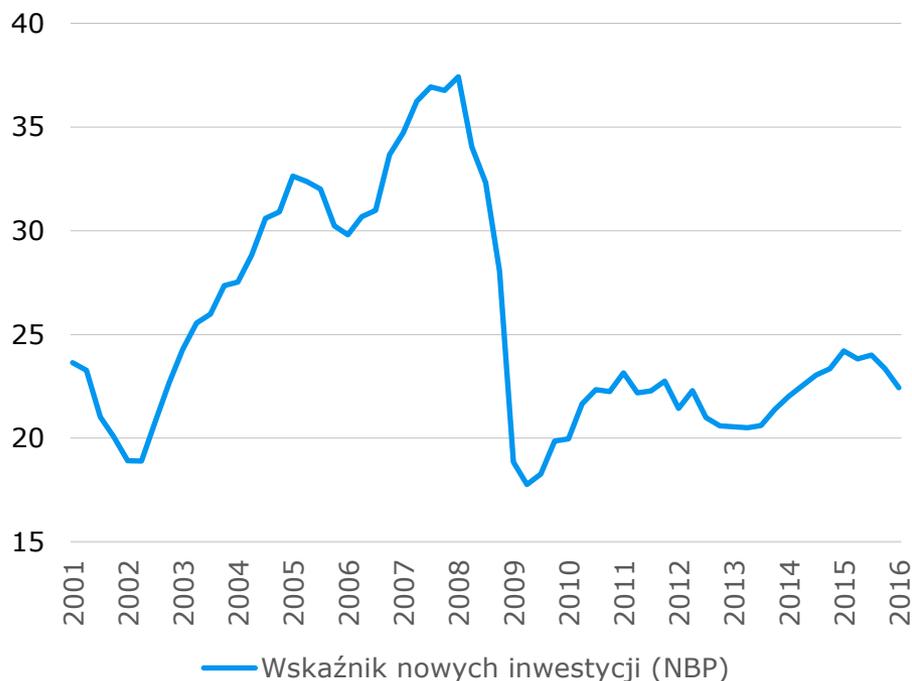
Inwestycje samorządów (~10% inwestycji ogółem) spadną istotnie w 2016 r.



- ❖ W 2016 r. istotnie spowolnią inwestycje publiczne – winę ponoszą spadające wydatki inwestycyjne JST (pustka po zakończeniu poprzedniej perspektywy UE i po wyborach samorządowych w 2014 r.). Wykonana przez nas kwerenda budżetów samorządów (30 największych miast na prawach powiatu, które odpowiadają za 1/3 wszystkich inwestycji JST w Polsce i których dynamika jest skorelowana w 75% z dynamiką inwestycji publicznych ogółem) wskazuje, że wydatki inwestycyjne JST w 2016 r. spadną nawet o 25% w stosunku do 2015.
- ❖ Biorąc pod uwagę wagę JST, utrzymanie tegorocznej dynamiki inwestycji publicznych wymagałoby zwiększenia inwestycji centralnych w 2016 o połowę. Jest to nieprawdopodobne. O ile kalendarz przetargów na budowę dróg ekspresowych i autostrad wskazuje na systematyczny wzrost aktywności na placach budów (przyspieszenie podobne do obserwowanego w 2010 roku), o tyle nakłady PKP PLK spadną w 2016 r.
- ❖ W konsekwencji, inwestycje publiczne w najkorzystniejszym scenariuszu pozostaną na poziomie z 2015 r. Kwestia ta będzie przez nas monitorowana.

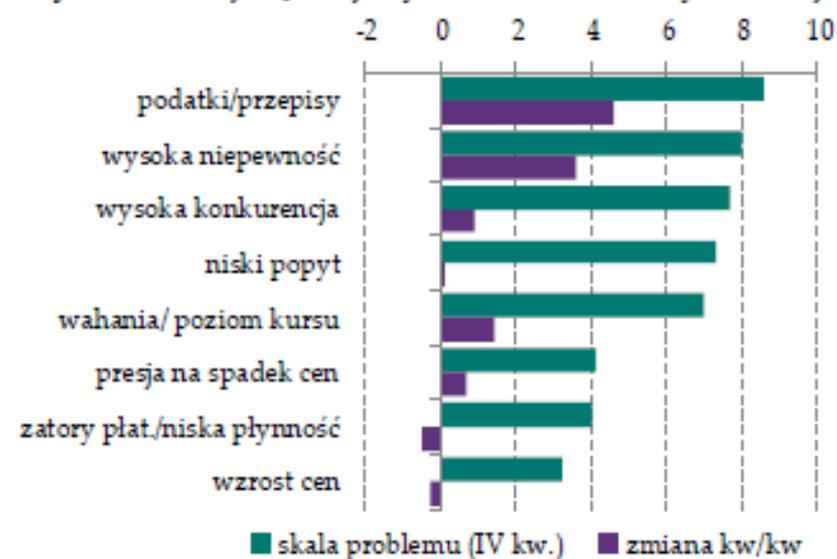
Inwestycje prywatne; ryzyka w dół w krótkim okresie, w górę w długim.

Naszym zdaniem przejściowe wyhamowanie planów inwestycyjnych.



Eskalacja ryzyk związanych z polityką gospodarczą nowego rządu.

Wykres 2 Najczęściej wymieniane bariery rozwoju

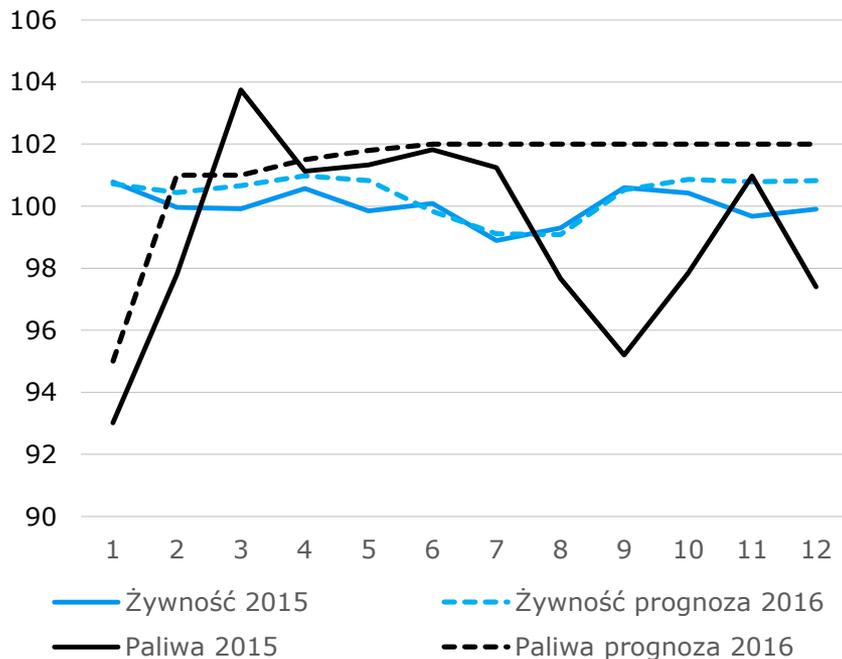


- ❖ Spadek planowanych inwestycji to na początku 2016 roku pokłosie wzrostu niepewności politycznej (związanej też z niepewnością regulacyjną) i wstrzymania dużych planów inwestycyjnych w energetyce. Pierwszy czynnik zejdzie na dalszy plan w momencie, kiedy momentum wzrostu w gospodarce zostanie zachowane (nasz scenariusz bazowy).
- ❖ Można spodziewać się ograniczenia inwestycji prywatnych w pierwszej połowie roku i ich przyspieszenia w drugiej, kiedy firmy zostaną do nich zmuszone rosnącym wykorzystaniem czynników produkcji (uwaga na silnie wspierający eksport kurs walutowy) po okresie dekumulacji zapasów (końcówka 2015 roku to moment ich rekordowego nagromadzenia – fenomen w zasadzie występujący w całej gospodarce globalnej).

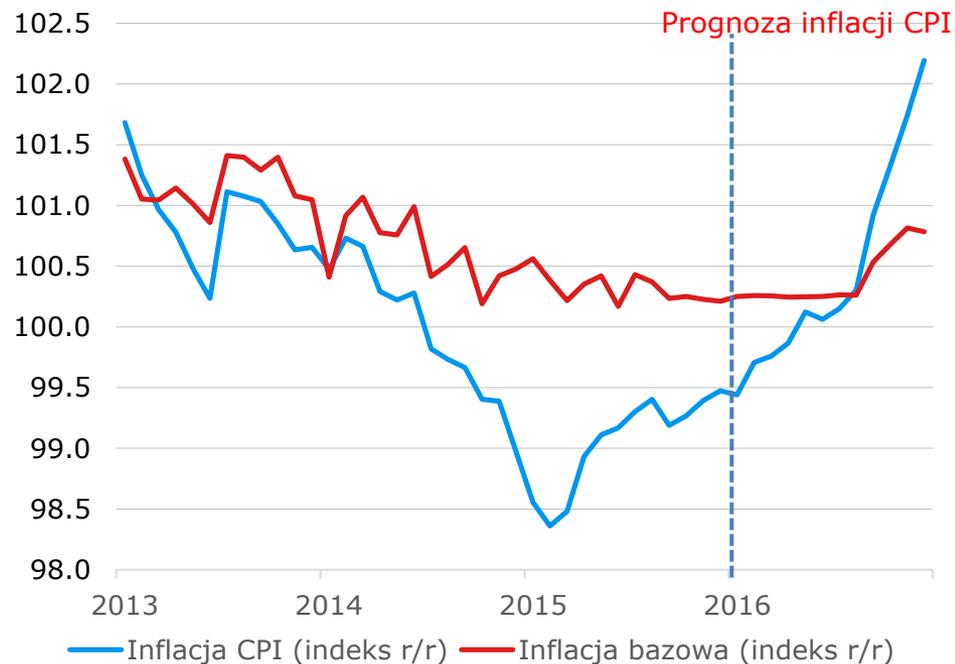
Inflacja i stopy procentowe

Inflacja gwałtownie przyspieszy pod koniec roku.

Ceny żywności wyższe w 2016 roku. To samo tyczy się naszego wariantu bazowego cen paliw. Indeks m/m.



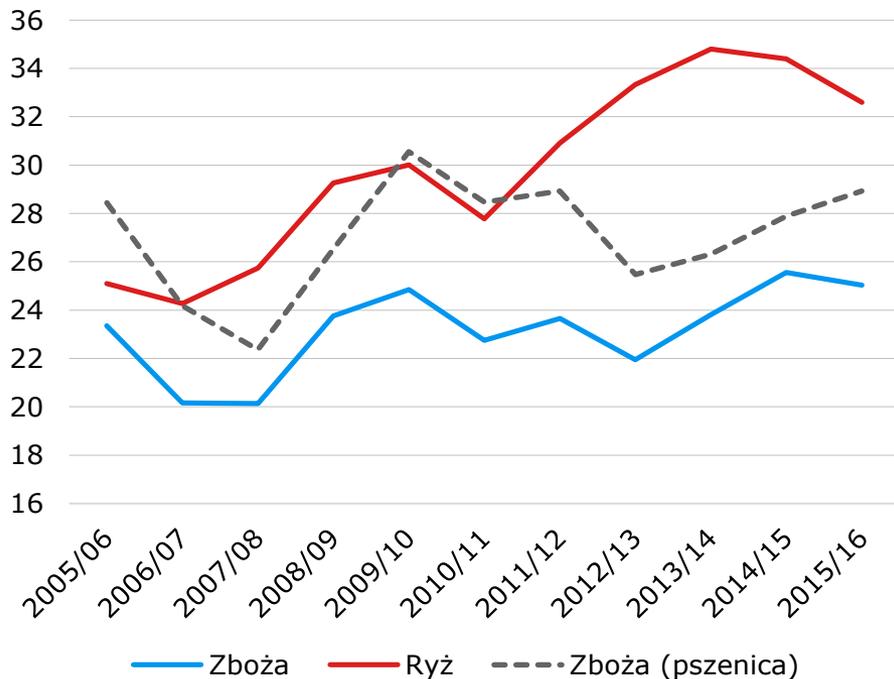
Implikuje to gwałtowny wzrost inflacji (r/r) w drugiej połowie roku, wspomagany przez efekty bazy.



- ❖ Mnogość efektów bazowych w całym 2015 roku i pod koniec (wznowienie spadków cen ropy, bardzo niskie realizacje cen żywności).
- ❖ Budowanie momentum na inflacji bazowej (płace, pass-through od kursu walutowego, podatek od supermarketów), rosnące ceny paliw i normalizacja cen żywności.
- ❖ Efekt: gwałtowny (choć po części statystyczny) wzrost inflacji pod koniec 2016 roku.

Ceny żywności. Potencjał do wzrostów cen, generowany głównie przez uwarunkowania lokalne.

Stosunek zapasów i produkcji do zużycia (FAO). Sezon 2015/16 będzie podobny do poprzedniego.



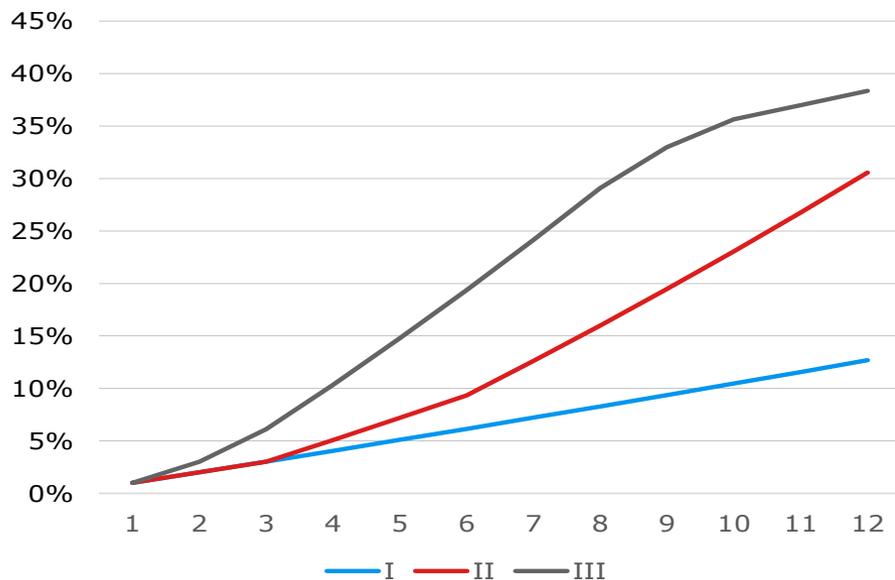
Mięso w świńskim dołku (na rysunku pogłowie). Szykuje się presja na wzrost cen.



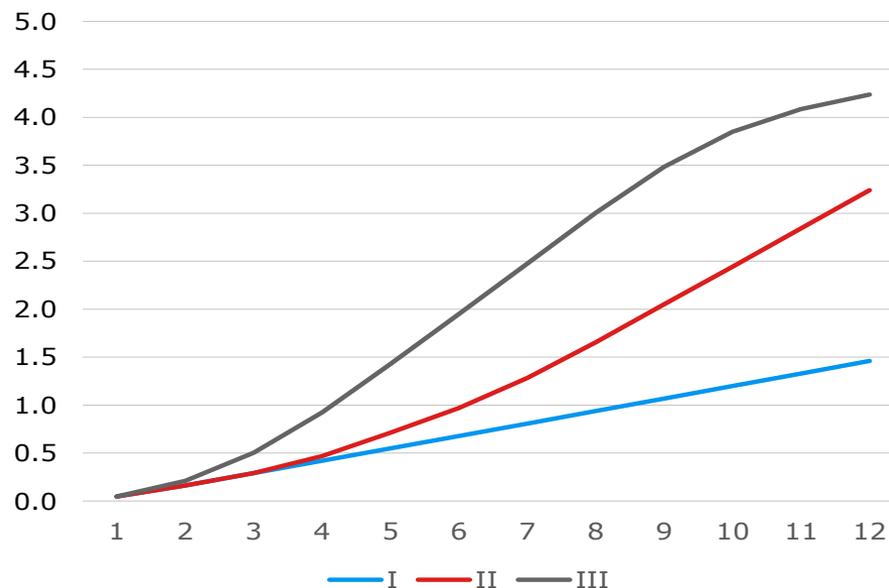
- ❖ **Globalnie.** Schodzimy z góry podażowej na zbożach, niemniej stosunek produkcja/popyt pozostanie blisko ubiegłorocznych poziomów. Zużycie roślin oleistych rośnie wolniej niż w ubiegłym roku (tania ropa) ale przy niższej produkcji. Generalnie kierunek zmian oczekiwanego popytu spotyka się z kierunkiem zmian podaży. Słowem, brak triggerów do nagłego i niespodziewanego wzrostu cen.
- ❖ **Lokalnie.** Ceny żywności zaczynają powoli rosnać. Dopóki pasze nie podrożeją gwałtownie, wzrost cen mięsa wieprzowego powinien być umiarkowany (ale będzie); spadek cen trwa już długo (4 lata, najdłuższy spadkowy cykl w XXI wieku). Warzywa są dość tanie, więc ryzyko bazy jest istotne; w przypadku owoców odwrotnie. Umocniający się dolar = tanie surowce. Mleko i nabiał: tanie (Europa w dołku cenowym); ryzyko w górę. Drób: tani względem Europy (podstawowy rynek eksportowy), potencjał do wyższych cen.
- ❖ Rekordowo tanie ceny ropy naftowej: skrzywienie rozkładu ryzyk. W obliczu dużej elastyczności podaży wzrost cen ropy nie powinien się wiązać z szybkim wzrostem popytu na kukurydzę (bio-etanol) i rośliny oleiste.

Luka popytowa wciąż otwarta, wzrost stabilny. Wzrost inflacji w 2016 roku na razie zależy od bazy statystycznej i cen paliw. Czynniki wewnętrzne (płace) ważniejsze od 2017 roku.

Alternatywne (oczywiście hipotetyczne) scenariusze dla cen ropy naftowej w PLN.



I ich skumulowane przełożenie na „podbicie” rocznego wskaźnika CPI uwzględniając efekty pośrednie.

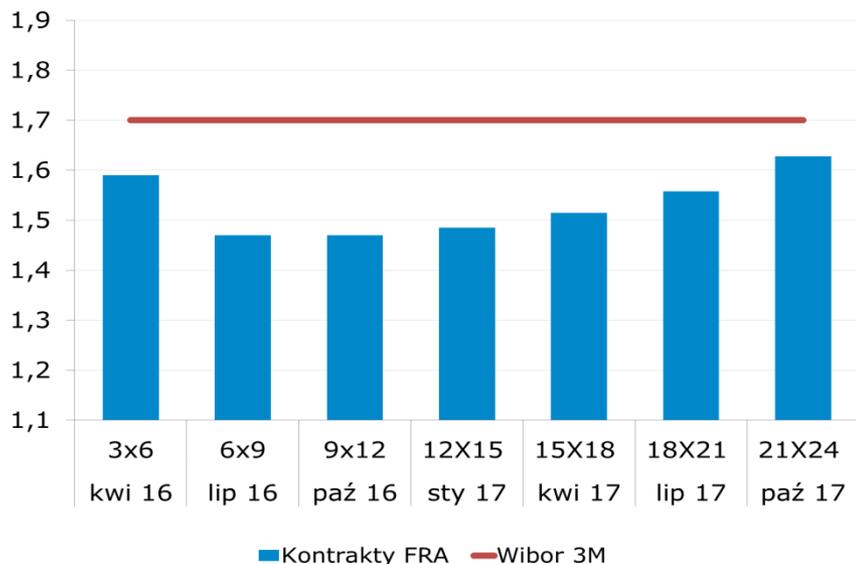


- ❖ Przy nieznacznie szybszym wzroście cen żywności i paliw, o inflacji w 2016 roku zdecyduje przede wszystkim baza statystyczna.
- ❖ Momentum inflacji bazowej pozostanie bardzo niskie, niemniej z uwagi na wzrosty płac szybciej rosnać będą zapewne ceny usług rynkowych.
- ❖ **Podatek od sklepów wielkopowierzchniowych zostanie po części przeniesiony na klienta (wyższa inflacja sprzyjać będzie przychodom z VAT, stąd efekty dynamiczne dla podatków w 2016 mogą być obecnie niedoszacowywane przez ekonomistów).** Podobny wpływ będzie miał podatek od aktywów banków w przypadku usług bankowych.
- ❖ Znaczący i uporczywy wzrost cen ropy naftowej (w PLN) jest w stanie wypchnąć wskaźnik CPI poza cel RPP w 2016 roku. Z jednej strony nie trzeba wiele, aby ropa wzrosła o 50% (to ruch na 45USD z 30USD). Z drugiej umocnienie na rynku surowców zapewne wesprze cały sektor EM, a więc także umocni złotego (i zapewne osłabi dolara). **Tak czy siak, prezentowane symulacje robią wrażenie. Nawet mały ruch cen ropy naftowej może sprawić, że polska inflacja wypada poza cel inflacyjny.**

Polityka monetarna. Przestrzeń do działań niestandardowych.

Oczekiwania rynkowe co do stóp NBP

WIBOR 3M i stawki FRA



Co zrobił Bank Centralny Węgier (tabela)

Co zdarzyło się na Węgrzech?

Obniżki stóp

Zawężenie korytarza depozytowo-kredytowego

Funding for Growth Scheme (LTRO Kowalczyka)

Forward guidance

Główna stopa procentowa przesunięta z 2-tygodniowe na 3-miesięczną

Konwersja kredytów w walucie obcej

Program odkupu dzieł sztuki (za pieniądze BC)

Swapy na stopę procentową z BC jako stroną transakcji

FX swapy

Granty dla własnych NGO

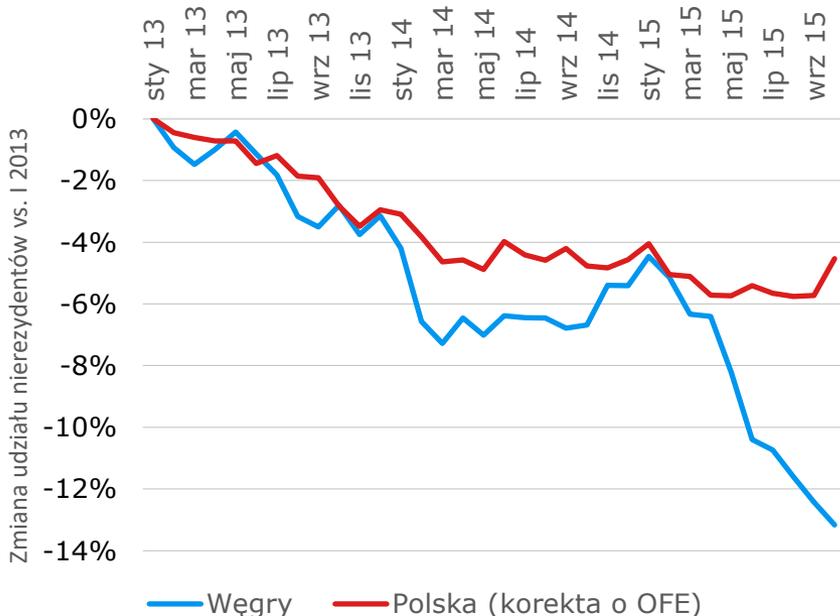
- ❖ Ciągłe widzimy ryzyko korekty stóp NBP, jednak nie jest to (pomimo deflacji) priorytet RPP i NBP. nierozwiązane kwestie kredytów w CHF przy presji na osłabienie złotego (po obniżce ratingu przez S&P) każą czekać na dogodny moment na rynkach finansowych, na ewentualne dalsze poluzowanie. Nie nastąpi ono prawdopodobnie przed czerwcem 2016, potem komplikować może je odbijająca inflacja.
- ❖ W działaniach niestandardowych (efektywne uatrakcyjnienie obligacji skarbowych dla banków) NBP wyręczył ustawodawca (patrz kolejne slajdy). Myślimy, że w trakcie roku dojdzie do kolejnych działań niestandardowych zwiększających atrakcyjność obligacji SP przede wszystkim dla banków (np. obniżka stawki polonia -> spadek indeksu WIBOR)

Polski rynek obligacji i walutowy

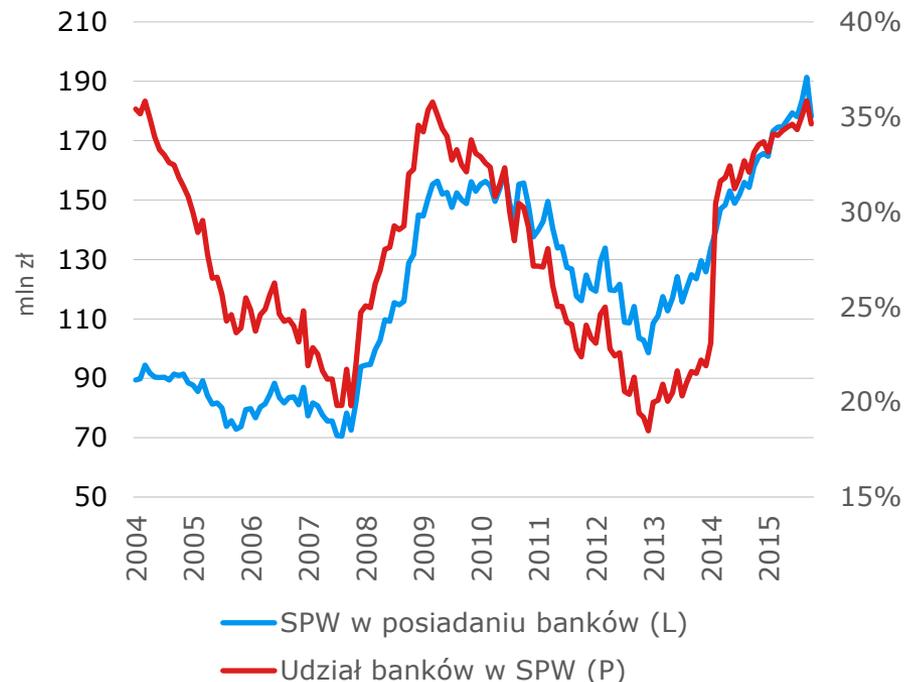
- ❖ Polskie aktywa mają coraz więcej cech EM. Nierozstrzygnięte przez najbliższe miesiące będzie to, czy czeka nas eskalacja ryzyk wewnętrznych czy normalizacja, ale parametry gospodarcze (nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, wzrost PKB, niskie zobowiązania w USD, napływ środków z UE) sugerują, że złoty jest obecnie niedowartościowany. Złotemu powinny sprzyjać również ponownie: bardziej ekspansywna polityka głównych banków centralnych. Przestrzeń do aprecjacji złotego jest jednak mniejsza niż wskazują modele fundamentalne.
- ❖ Mniej niż w poprzednich latach przesłanek do konwergencji długich polskich stóp z europejskimi, więcej charakterystyk typowych dla EM, wrażliwość na (negatywne) efekty portfelowe. Strukturalnie bardziej stroma krzywa dochodowości (jak na Węgrzech). Realizowana strategia zmniejszenia zależności od inwestorów zagranicznych powinna ograniczać stromiznę (do 5 lat) w kolejnych miesiącach. Stąd przez najbliższe miesiące rentowności polskich obligacji mogą nawet spadać. Trend na rynkach bazowych (reflacja) w dalszych miesiącach może być już mniej korzystny dla obligacji. Wskazujemy na silną historycznie korelację rentowności z inflacją. Ta ostatnia wzrośnie w II p. 2016.

Obligacje. W stronę mniejszej zależności SP od inwestorów zagranicznych

Inwestorzy zagraniczni w SPW (Polska vs. Węgry)



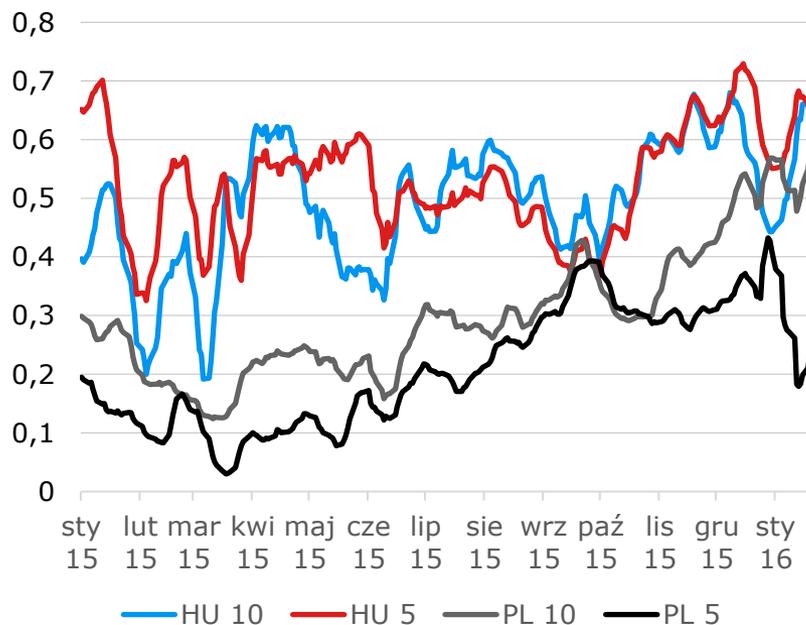
Polska: Udział banków w SPW



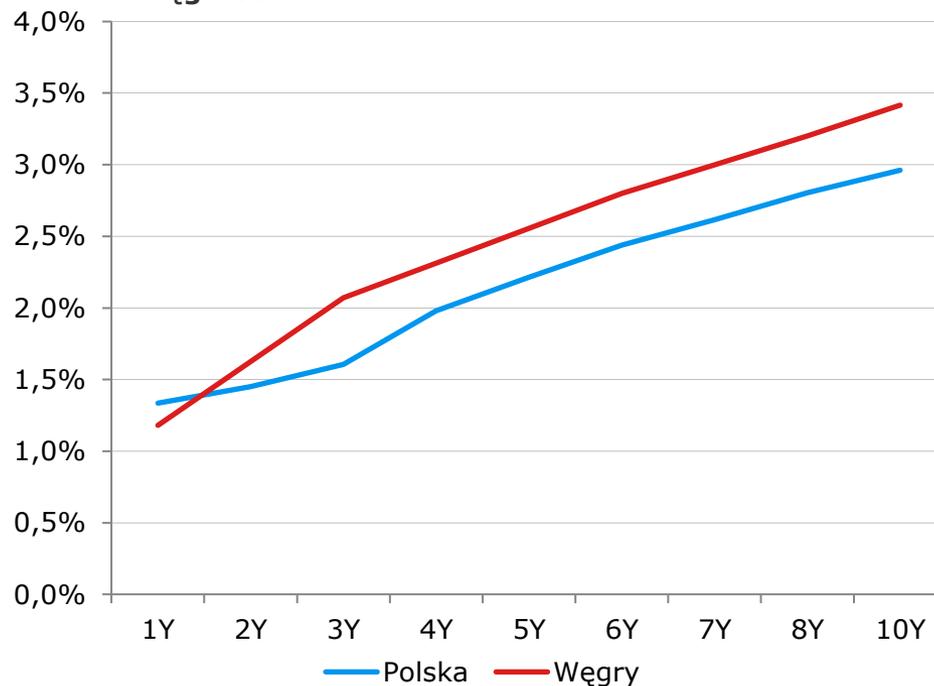
- ❖ W 2016 rząd będzie (idąc za przykładem Węgier) chciał zmniejszyć udział w SPW inwestorów zagranicznych (duża zależność finansowania od inwestorów zagranicznych uznawana jest za potencjalne źródło zmienności polskich obligacji, patrz tzw. efekt portfolio).
- ❖ Objęcie podatkiem bankowym bonów NBP i wyłączenie z niego obligacji SP jest z punktu widzenia banków równoznaczne z uatrakcyjnieniem tych drugich względem pierwszych. **Ustawodawca tym samym efektywne oprocentowanie bonów NBP obniżył do 1,1%. Naszym zdaniem do tego poziomu dryfować będą rentowności najkrótszych obligacji i bonów skarbowych.** Dodatkowy popyt na SPW w 2016 wyniesie około 60mld zł (ponad 2/3 nadpłynności lokowanej w NBP przesunie się w SPW). Tym samym udział banków w finansowaniu długu SP może wzrosnąć z 31% do około 40% w 2016.
- ❖ Popyt na najdłuższe obligacje nadal będzie głównie pochodził od inwestorów zagranicznych.

Obligacje. Strukturalnie stroma krzywa dochodowości.

Krzywa ASW w Polsce i na Węgrzech



Krzywe dochodowości (obligacje) w Polsce i na Węgrzech

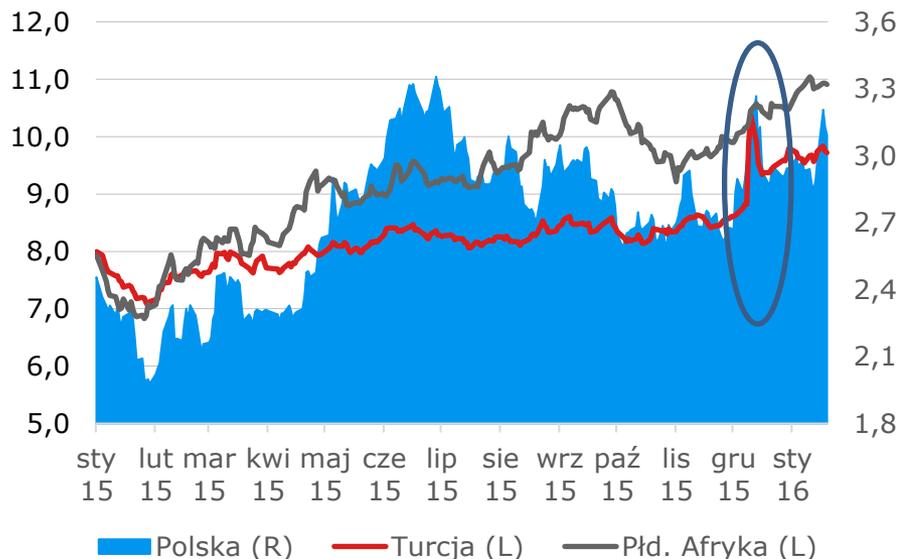


- ❖ Polska krzywa dochodowości upodobni się bardzo do węgierskiej (pomimo obecnej presji i negatywnych rekomendacji powinna jednak pozostać niższa ze względu na niższy poziom długu do PKB). Będzie strukturalnie stroma w przedziale 5 lat plus.
- ❖ Brak konwergencji ze strefą euro, co było siłą napędową choćby w roku 2014 i w I połowie 2015 – sami pisaliśmy o Polsce, jako satelicie strefy euro, takim samym jak Szwecja, czy Czechy.

Obligacje. Więcej cech EM, waga (negatywnych) czynników lokalnych w I połowie roku

Bardziej EM, czy DM?

Polska vs hard EM



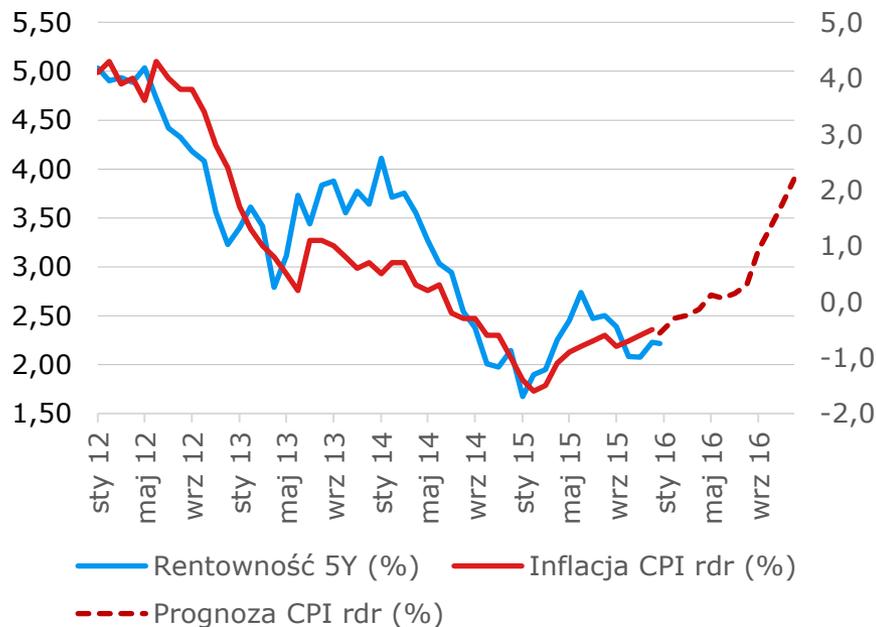
Korelacja polskich obligacji z obligacjami EM i DM

Obligacje	Sty `15 – Paź `15	Od Paź `15
Niemieckie	0,863	0,605
Hiszpańskie	0,899	0,399
Amerykańskie	0,867	0,253
Węgierskie	0,876	0,545
RPA	0,870	0,849
Tureckie	0,733	0,399

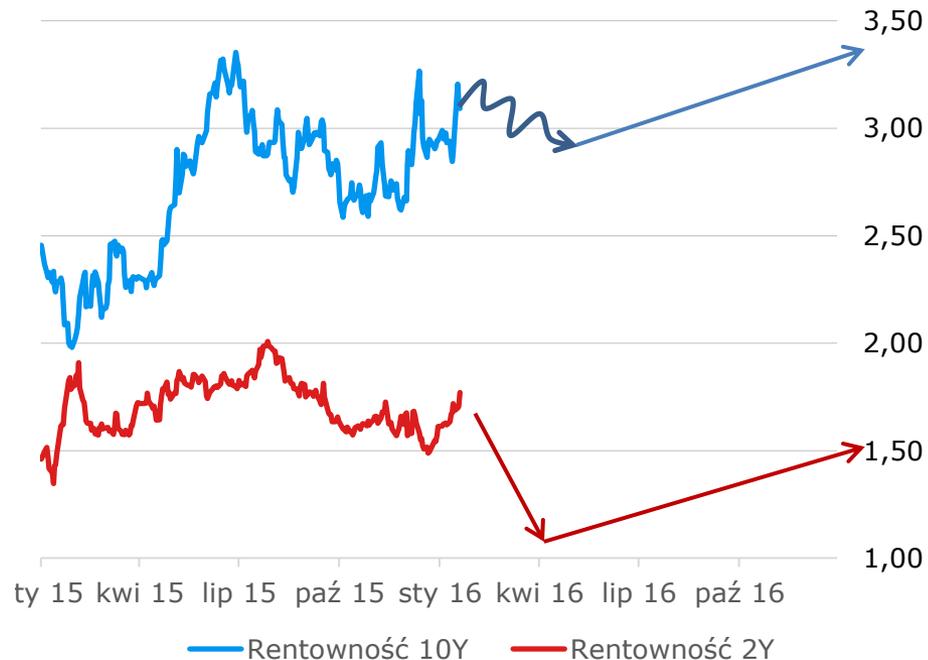
- ❖ Od jesieni 2016 (wybory w PL ale i dywergencja polityki ECB i Fed) obligacje polskie są bardziej skorelowane z EM niż DM.
- ❖ Efekt portfolio wciąż będzie istotny w 2016 – zmienność na EM będzie podwyższona choćby ze względu na już zidentyfikowane ryzyka/i ich realizację (Chiny, Brazylia, surowcowe EM).
- ❖ Czynniki lokalne sugerują wyższą premię (na długim końcu) w I połowie roku. Na korzyść POLGBs przemawiać za to będzie trwająca deflacja, oczekiwania na stymulacje w DM i spadające rentowności na rynkach bazowych. W drugiej połowie 2016, jeśli tak, jak zakładamy scenariusz normalizacji i wyciszenia się zrealizuje dług PL będzie wykazywał więcej cech DM, ale tu trend może być ponownie w stronę wyższych rentowności (reflacja, podwyżki Fed, wyższe ceny surowców).

Polskie obligacje - prognozy

Inflacja , a rentowności obligacji (obligacje 5 letnie)



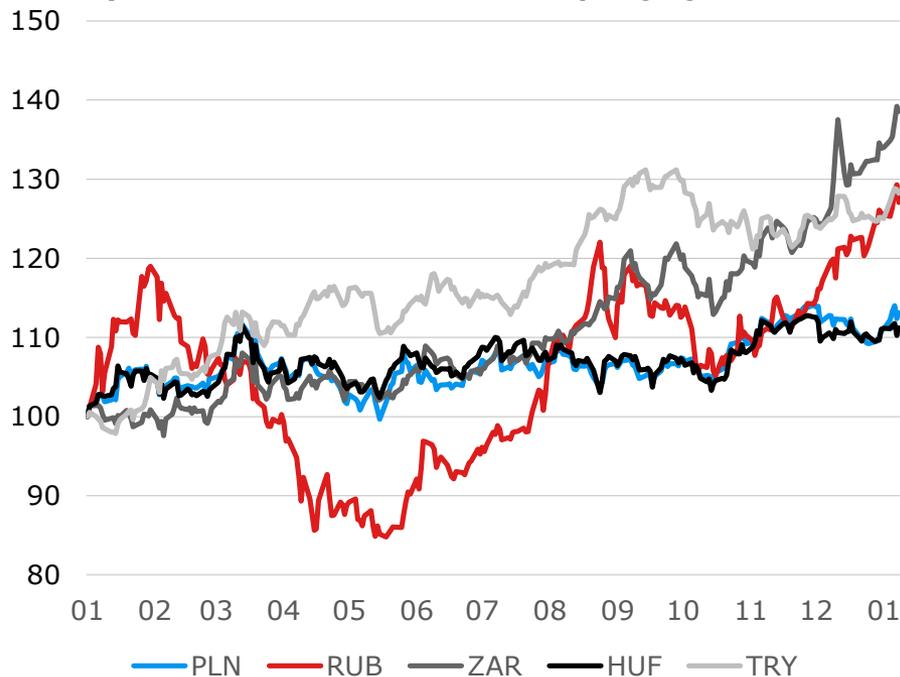
Rentowności polskich obligacji



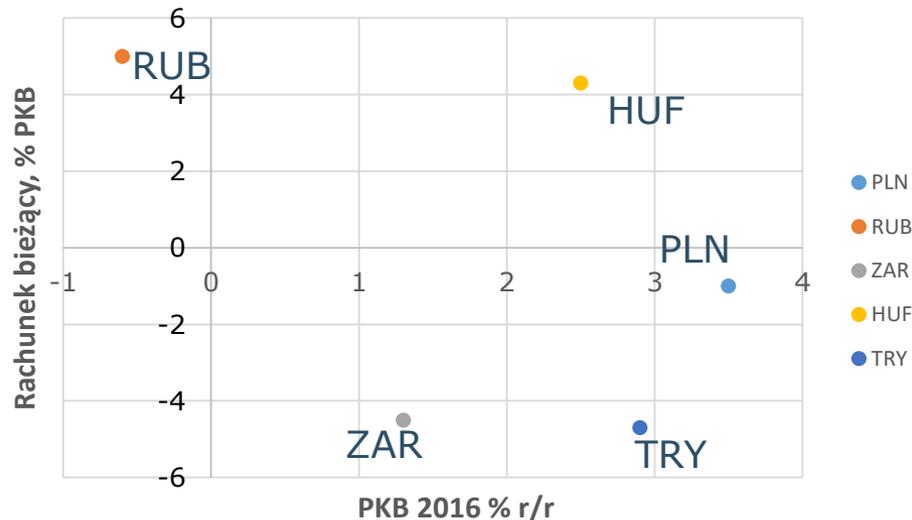
- ❖ Historycznie silna korelacja między inflacją, a rentownościami obligacji sugeruje ograniczenie przestrzeni do spadku rentowności w drugiej połowie roku. Zmniejszy się jeden z determinantów atrakcyjności POLGBs, czyli wysoka realna stopa procentowa.
- ❖ Dojdą niekorzystne czynniki globalne, pomimo, iż nasza korelacja z DM może ponownie stać się wysoka.

EURPLN. Niewielki potencjał aprecjacyjny. Słabość PLN w I kwartale.

Na tle koszyka złoty zachowuje się jak forint.
Styczeń 2015 = 100. Wzrost = deprecjacja.



Tylko jemu (nieznacznie) ustępuje pod względem subiektywnie rozpatrywanego bezpieczeństwa.



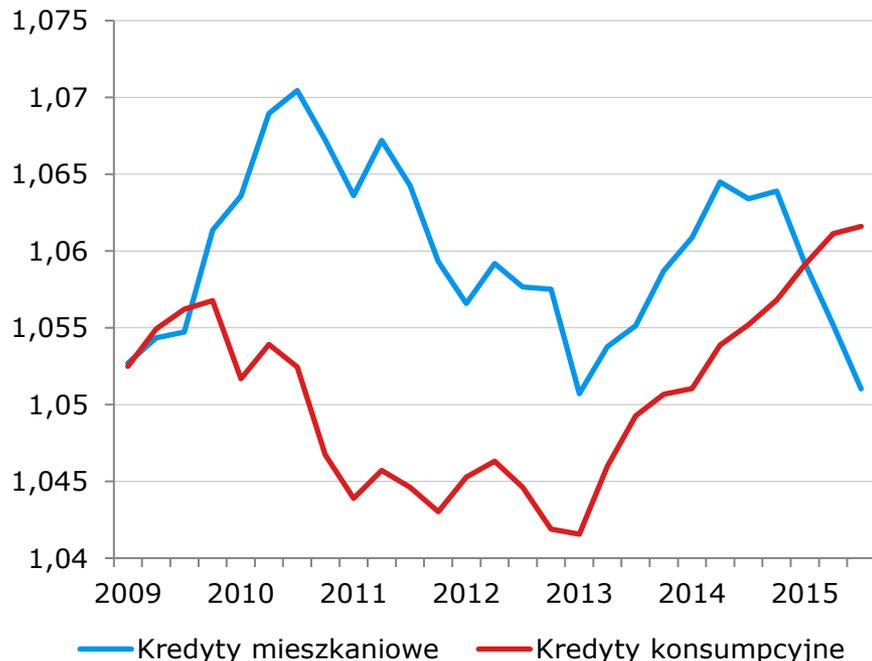
- ❖ Kluczowe dla całego segmentu EM jest utrzymanie wzrostu w gospodarce globalnej. Nieco wyższe ceny surowców zmniejszą ryzyko czarnych łabędzi (Wenezuela, Afryka Południowa, Brazylia).
- ❖ W koszyku najbezpieczniejszą walutą – pod kątem oczekiwanego zrównoważenia zewnętrznego oraz tempa wzrostu PKB – jest forint (prawy panel); Polska ustępuje Węgrom pod kątem zrównoważenia. Ryzyka polityczne są w dużej mierze pochodną wzrostu PKB i uszczelnień budżetowych: jeśli uda się sfinansować programy socjalne gwarantujące poparcie, polityka może schodzić na coraz dalszy plan (vide Węgry). **Jeśli zgodnie z naszym scenariuszem bazowym ryzyka lokalne ulegną od II kwartału zmniejszeniu, złoty będzie jednym z pierwszych beneficjentów w koszyku EM. Obecnie złoty jest o 15-20% odchylony (zbyt słaby) od wycen fundamentalnych.**
- ❖ **Odchylenia od forinta to użyteczny próbnik do oceny „pochodzenia” osłabienia/umocnienia złotego, w tym postrzegania zmian politycznych. Od października 2015 tylko około 30% osłabienia złotego do euro to wynik czynników wewnętrznych. Reszta to czynniki portfelowe związane z przynależnością do EMów.**

AGREGATY MONETARNE

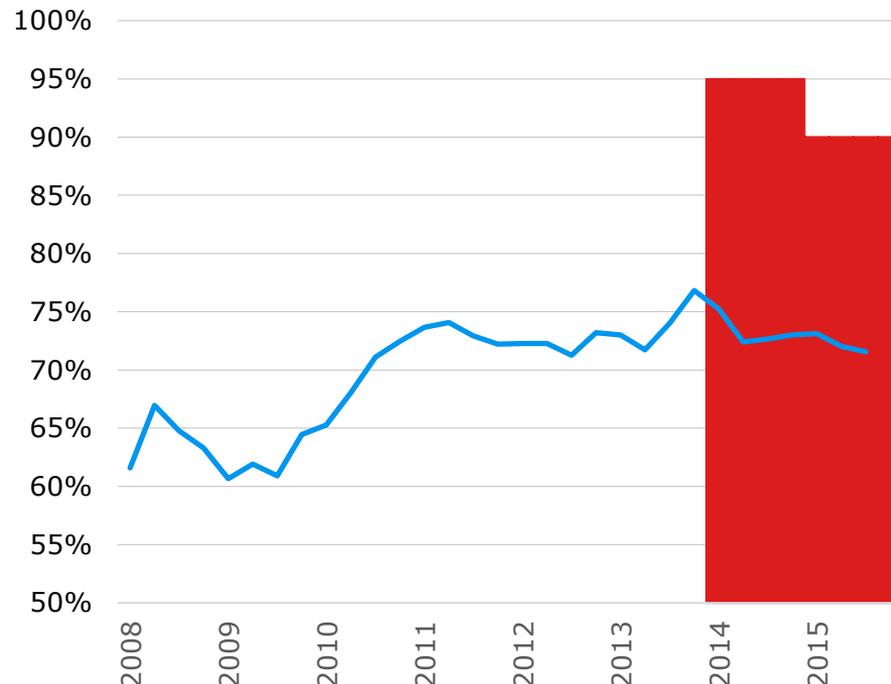
- ❖ Pod wpływem rosnącego oprocentowania (wzrost marż nawet przed wprowadzeniem podatku bankowego), ostrzejszych wymogów LTV i relatywnie niskiej atrakcyjności kredytu hipotecznego w warunkach obowiązywania podatku bankowego, dynamika kredytów hipotecznych będzie spadać. Zrównoważą to szybsze wzrosty w segmencie kredytów konsumpcyjnych (weźmy pod uwagę chociażby efekt 500+ na poprawę zdolności kredytowej), a także wysokie tempo wzrostu kredytów korporacyjnych (tu podatek bankowy powinien zainicjować ograniczoną restrukturyzację i konsolidację).
- ❖ Jakkolwiek można oczekiwać istotnego spadku oprocentowania depozytów (kolejny efekt podatku bankowego i racjonalizacji wielkości bilansu), nie powinno to znacząco wpłynąć na dynamikę depozytów dla gospodarstw domowych. Alternatywy inwestycyjne są obecnie kompletnie nieatrakcyjne, a wyższy wzrost nominalnych dochodów oznacza jeszcze większe zasilenie sektora bankowego w depozyty.

Bez przełomu na rynku kredytów mieszkaniowych, nadzieje na przyspieszenie w kredytach konsumpcyjnych

Coraz niższy obserwowany (przez banki) popyt na kredyty mieszkaniowe



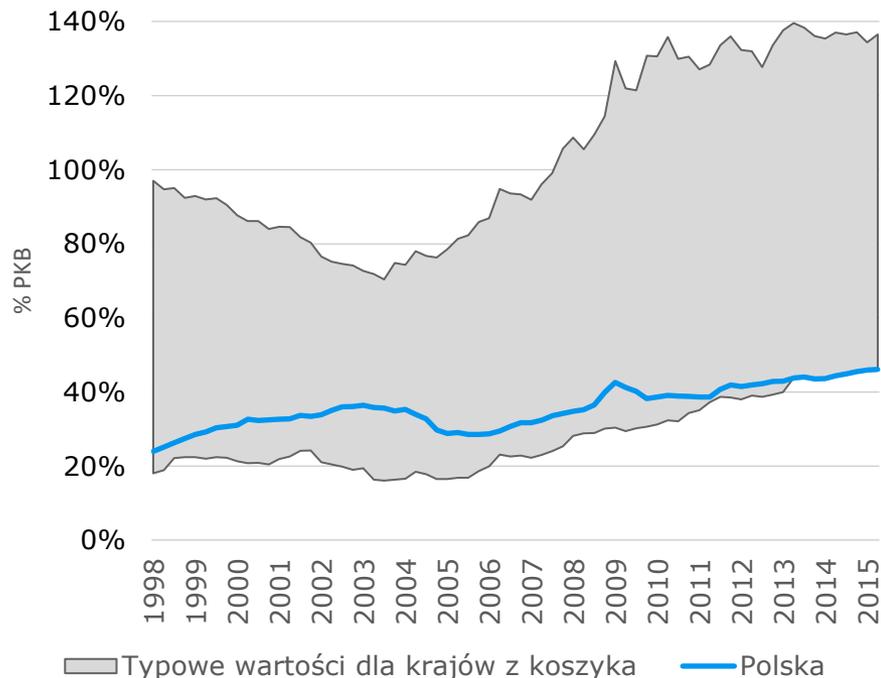
Zacieśnienie reguł LTV (czerwony)



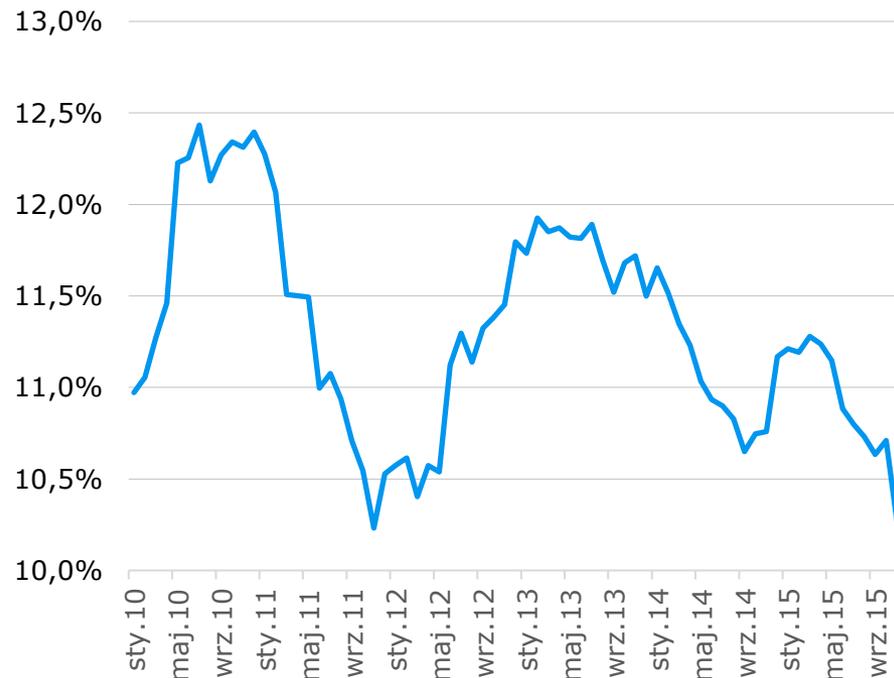
- ❖ Koniunktura w segmencie kredytów na nieruchomości pozostaje nieubłagana: nieustanne zaostrzenie kryteriów i warunków udzielania kredytów przez KNF (wymogi dotyczące LTV) i banki (wzrost marż), które to trendy tylko wzmocni wprowadzenie podatku bankowego. Konsekwencją niższego popytu i niższej podaży będzie istotny spadek produkcji nowych kredytów hipotecznych w 2016 roku.
- ❖ Segment kredytów konsumpcyjnych powinien relatywnie urosnąć w 2016 r. - ze względu na ich większą rentowność i krótki termin zapadalności nie powinny dotyczyć ich obostrzenia podaży, które wpłyną na segment hipoteczny. Świadczenia wypłacane w ramach programu 500+ będą również zwiększać zdolność kredytową gospodarstw domowych.
- ❖ W konsekwencji, spodziewamy się, że w 2016 r. (stan na koniec grudnia) wartość kredytów mieszkaniowych wzrośnie o ok. 1-1,5% (po wyłączeniu efektów kursowych), w przypadku kredytów konsumpcyjnych dynamika sięgnie na koniec roku 9%.

Hossa na rynku kredytów dla przedsiębiorstw powinna być kontynuowana

Polskie przedsiębiorstwa są stosunkowo mało zlewarowane



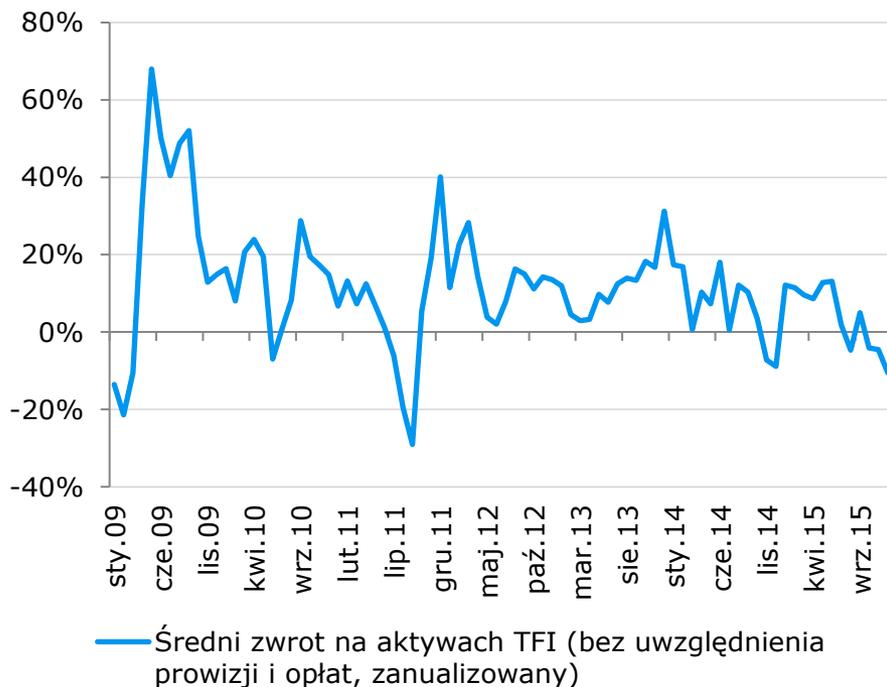
A ryzyko kredytowe minimalne



- ❖ Podatek bankowy nie powinien znacząco wpłynąć na perspektywy rynku kredytów korporacyjnych: wymusi pewną konsolidację i zapewne wpłynie na wygaszanie najmniej zyskowych segmentów, ale zdecydowana większość kredytów korporacyjnych ma zbyt dobre parametry, by stać się ofiarami podatku bankowego.
- ❖ Z makroekonomicznego punktu widzenia wciąż istnieje duża przestrzeń do wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw - polskie firmy są relatywnie nisko zadłużone, a zwawej akcji kredytowej powinna sprawić istotna poprawa jakości ich portfela (a tym samym mniejsza percepcja ryzyka kredytowego).

Na horyzoncie wolniejszy wzrost wartości depozytów gospodarstw domowych

Coraz mniej alternatyw dla depozytów



Podatek bankowy wymusi spadek oprocentowania depozytów – przestrzeń istnieje



- ❖ Dynamika depozytów gospodarstw domowych osiągnęła w 2015 roku poziom nie notowany od lat. Złożyło się na to kilka czynników: wzrost stopy (i poziomu) oszczędności, wysokie realne stopy procentowe, implozja alternatyw inwestycyjnych (giełda). W 2016 roku nie powinniśmy być świadkami dużego spowolnienia. Nawet przy założeniu istotnego spadku oprocentowania depozytów - w ramach redukcji kosztów banki będą bez litości zmniejszać kosztowne i długoterminowe zobowiązania - nie będzie odpływu środków z sektora bankowego. Depozyty będą też zasilane większym strumieniem dochodów (płace i świadczenia w ramach programu 500+).
- ❖ Jak wielokrotnie podkreślaliśmy, wysoka dynamika depozytów przedsiębiorstw jest pochodną wysokich zysków sektora przedsiębiorstw. Te zaś nie ucierpią w przyszłym roku (co więcej, przesunięcie struktury wzrostu z inwestycji do konsumpcji będzie sprzyjać wzrostowi zysków).
- ❖ Summa summarum, oczekujemy wzrostu depozytów gospodarstw domowych o 8% w ujęciu rocznym, depozytów korporacyjnych zaś o ok. 10%.

PROGNOZY

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
PKB	%	5.0	1.6	1.3	3.3	3.5	3.6
Popyt krajowy	%	3.8	-0.5	-0.7	4.9	2.9	4.2
Inwestycje	%	8.8	-1.8	-1.1	9.8	6.6	6.0
Konsumpcja prywatna	%	3.3	0.8	0.2	2.6	3.2	3.8
Inflacja CPI (średnia)	%	4.3	3.7	0.9	-0.1	-0.9	0.5
Inflacja CPI (na koniec roku)	%	4.6	2.4	0.7	-1.0	-0.5	2.2
USD/PLN (koniec roku)	%	3.45	3.09	3.02	3.54	3.92	3.86
USD/PLN (średnia)	%	3.08	3.19	3.18	3.23	3.82	3.95
EUR/PLN (koniec roku)	%	4.47	4.08	4.15	4.29	4.26	4.25
EUR/PLN (średnia)	%	4.22	4.14	4.22	4.20	4.19	4.34
CHF/PLN (koniec roku)	%	3.67	3.38	3.39	3.57	3.92	3.86
CHF/PLN (średnia)	%	3.42	3.44	3.45	3.47	3.94	3.97
LIBOR CHF 3M (średnia)	%	0.11	0.06	0.02	-0.01	-0.77	-0.73
LIBOR CHF 6M (średnia)	%	0.16	0.15	0.08	0.04	-0.71	-0.66
WIBOR 3M (średnia)	%	4.66	4.78	2.88	2.43	1.71	1.50
WIBOR 6M (średnia)	%	4.76	4.78	2.88	2.43	1.76	1.58
EURIBOR 3M (średnia)	%	1.42	0.46	0.24	0.17	-0.04	-0.15
EURIBOR 6M (średnia)	%	1.63	0.61	0.27	0.24	0.03	-0.09
USD LIBOR 3M (średnia)	%	0.38	0.40	0.26	0.24	0.37	0.69
USD LIBOR 6M (średnia)	%	0.56	0.65	0.39	0.34	0.56	0.78
Stopa repo NBP (koniec roku)	%	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	1.25
Stopa bezrobocia (koniec roku)	%	12.5	13.4	13.4	11.4	9.6	8.7

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.