




Mundialowe emocje sięgają zenitu!
Uważaj, abyś nie przegapił najważniejszych
rozgrywek w Polskiej gospodarce!



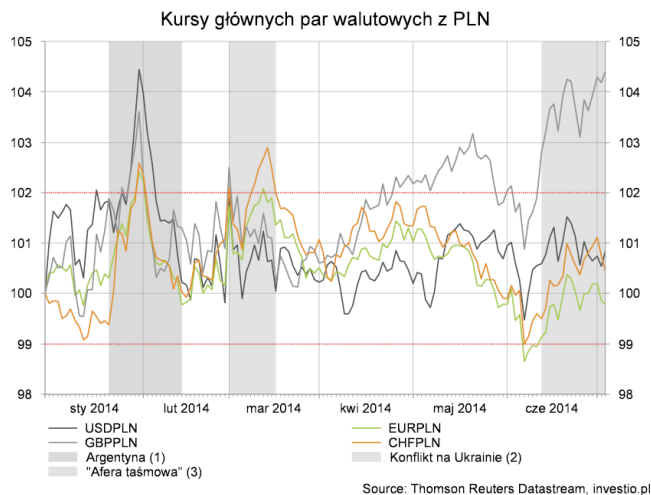
Raport makroekonomiczny
Polska, lipiec 2014

Ożywienie w Europie postępuje bardzo wolno, a jej trzon, czyli Strefa Euro mierzy się z zagrożeniem jakie stanowi zjawisko deflacji. Druga połowa 2014 roku to okres, w którym także polska gospodarka może zmierzyć się z podobnym problemem. Byłaby to sytuacja bezprecedensowa w historii naszej wolnej gospodarki. Jaki może mieć to wpływ na przedsiębiorstwa? Jak odczują to konsumenci? Co z polską giełdą? Odpowiedzi na te i jeszcze trudniejsze pytania w niniejszym raporcie.

MOCNY ZŁOTY TWORZY ŚRODOWISKO BEZINFLACYJNE W POLSCE



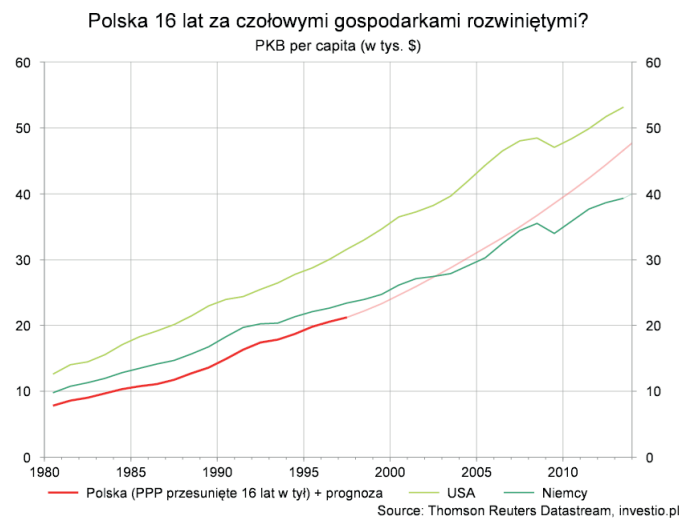
Aprecjacja polskiego złotego, zwłaszcza wobec euro, jest jednym z fundamentów podtrzymujących tendencję spadkową inflacji w krajowej gospodarce. Trend rocznej zmiany kursu PLN mają widoczne przełożenie na inflację produkcyjną, która od dwóch lat znajduje się w obszarze deflacyjnym, wpływając z kilkumiesięcznym opóźnieniem na cenę koszyka dóbr konsumpcyjnych (CPI).



Notowania polskiej waluty od dłuższego czasu wykazują dużą stabilność, która zakłócana jest jedynie przez przejściowe czynniki zwiększające chwilowo premię za ryzyko, na jakie inwestorzy są w stanie się zgodzić. Niemniej prognozuje się dalsze umocnienie krajowej waluty pod wpływem silnych fundamentów takich jak niski deficyt na rachunku bieżącym, napływ inwestycji zagranicznych, czy też ograniczenie nierównowagi w finansach publicznych.

POLSKA PODĄŻA ŚLADEM NAJWIĘKSZYCH ŚWIATOWYCH GOSPODAREK

Niskie poziomy inflacji przybliżają charakterystykę polskiej gospodarki do historycznych procesów, które kształtowały obecnych liderów wśród krajów rozwiniętych. Jest to już średniozaawansowana faza metamorfozy naszego państwa, jednak wciąż dzieli nas 16 lat różnicy – ten dystans ma do pokonania nie tylko inflacja, ale przede wszystkim poziom zamożności obywateli, który najlepiej oddaje realny stan bogactwa danego.

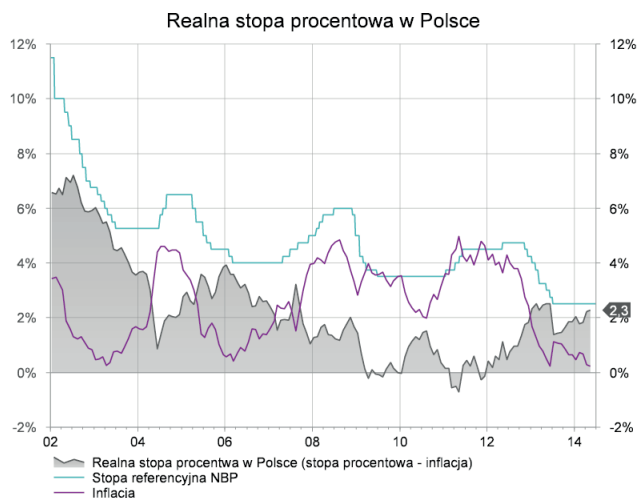


WIDMO DEFLACJI MAMY SIĘ CZEGO BAĆ?

Coraz niższa dynamika wzrostu cen dóbr konsumpcyjnych w Polsce ma swoje źródło nie tylko w aprecjacji złotego. Przede wszystkim spadają koszty produkcji (np. przez spadek cen surowców), natomiast walka przedsiębiorstw o konkurencyjność, nie tylko w Polsce, ale i za granicą, powoduje jeszcze szybciej malejące ceny wyrobów gotowych. W konsekwencji przychody firm rosną wolniej niż koszty produkcji (zmniejszenie marży).

W miesiącach letnich wsparciem dla niskiej inflacji będą czynniki sezonowe,

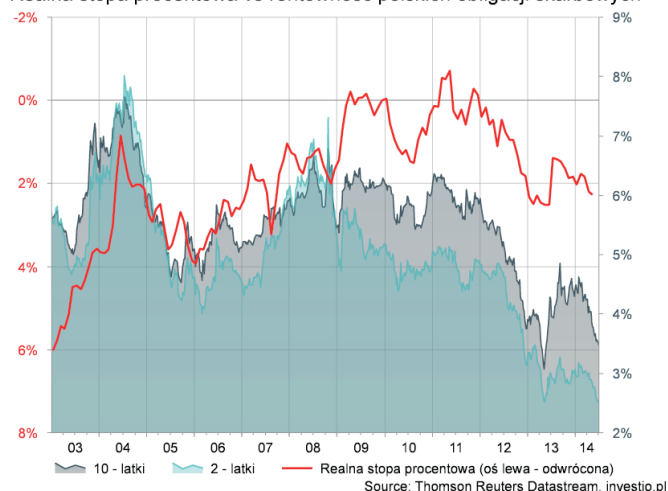
które mogą doprowadzić nawet do chwilowej ujemnej dynamiki CPI. Wcze-



Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

śna faza cyklu ożywienia w Polsce, charakteryzująca się słabym popytem krajowym również nie będzie powodować presji inflacyjnej – wciąż brak wyraźnego popytu na kredyt. W związku z tym zjawiskiem Rada Polityki

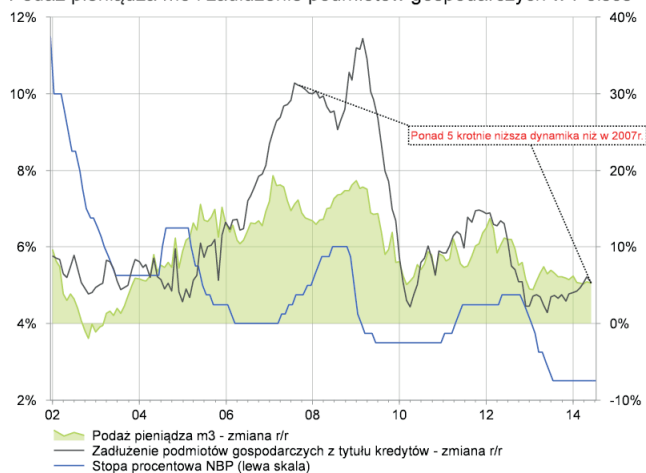
Realna stopa procentowa vs rentowność polskich obligacji skarbowych



Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

Pieniężnej pozostawi historycznie najniższe poziomy stóp procentowych przed dłuższy okres czasu (prawdopodobnie do połowy 2015 roku) – niewykluczona jest również kolejna obniżka o 0,25-0,5 p.p., jednak nie jest to scenariusz bazy polityki pieniężnej NBP.

Podaż pieniądza m3 i zadłużenie podmiotów gospodarczych w Polsce



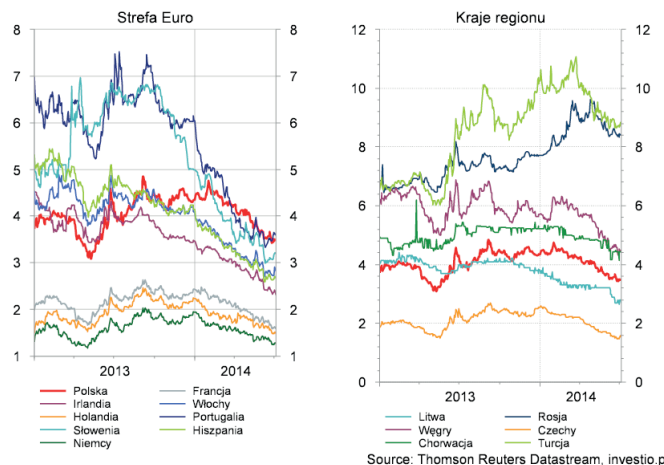
Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

Jakie są konsekwencje takiej sytuacji? Realne stopy procentowe w Polsce kształtują się na poziomach podobnych do tych z 2008 roku (obecnie 2,3%), co jest jednym z najwyższych poziomów na świecie powodując, że nasz kraj jest atrakcyjnym środowiskiem do alokacji kapitału. Z drugiej strony deflacja oznaczałaby wzrost realnej wartości zadłużenia i utrudnienie jego spłaty, aczkolwiek poziom zadłużenia zarówno gospodarstw domowych jak i przedsiębiorstw w Polsce nie jest na wysokim poziomie.

POWRÓT HOSSY NA RYNKU DŁUGU

Rentowności polskich papierów dłużnych ponownie znajdują się blisko zeszłorocznych (i tym samym historycznych) minimów. Ceny obligacji podążają za wzrostem realnych stóp procentowych, co jest średnioterminowym bodźcem zwłaszcza dla 2-latków, które dopiero na jesieni tego roku powinny powoli odwracać obecną tendencję. W długim okresie na rynek długu w całej Europie oddziaływać będzie decyzja EBC o kolejnej obniżce stóp procentowych (do 0,15%) i programach mających stymulować akcję kredytową. Działania Europejskiego Banku Centralnego wycelowane są głównie w kraje peryferyjne Strefy Euro, których obligacje zyskują najbardziej (a rentowności spadają). Hossę na rynku długu można jednak zaobserwować na całym świecie.

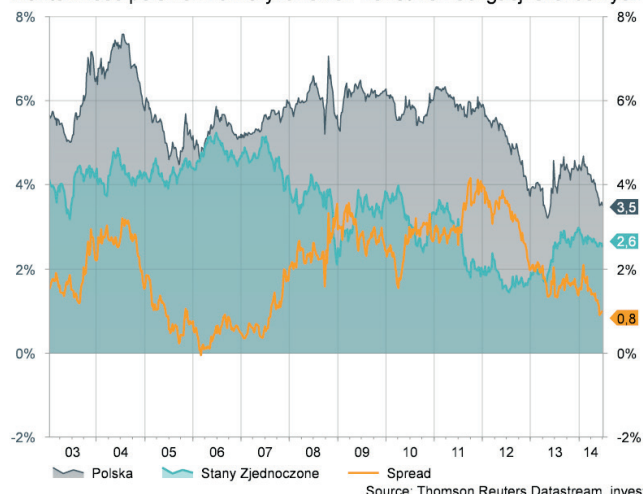
Polskie obligacje na tle Strefy Euro i krajów regionu



Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

Do takiej sytuacji przyczynia się również amerykański rynek obligacji, który często jest wyznacznikiem światowych tendencji. Pole do spadku rentowności dostarczył FOMC, który zaskoczył rynek zajmując bardziej gołębie niż się spodziewano stanowisko po ostatnim posiedzeniu. Odłożyło to pierwszą

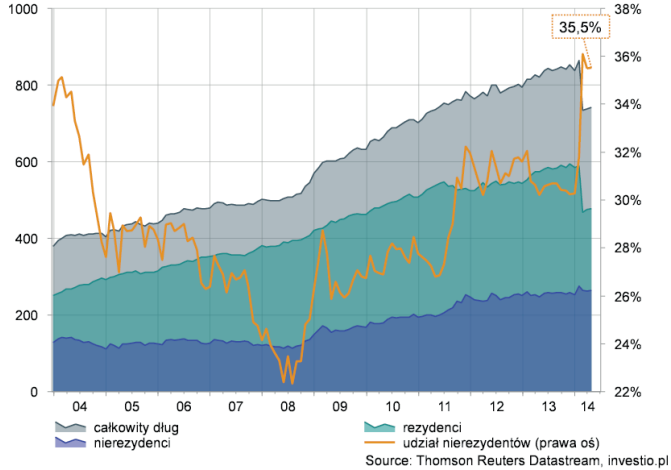
Rentowność polskich i amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych



Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

podwyżkę stóp w Stanach Zjednoczonych, co najwyżej o parę miesięcy, dlatego zawężający się spread prawdopodobnie jest już blisko granicy przejęcia. Spread w tym wypadku wyznacza cenę jaką inwestorzy są w stanie zapłacić, aby ulokować środki w bardziej bezpiecznych aktywach.

Zaangażowanie nierezydentów na rynku polskich papierów skarbowych w mld PLN



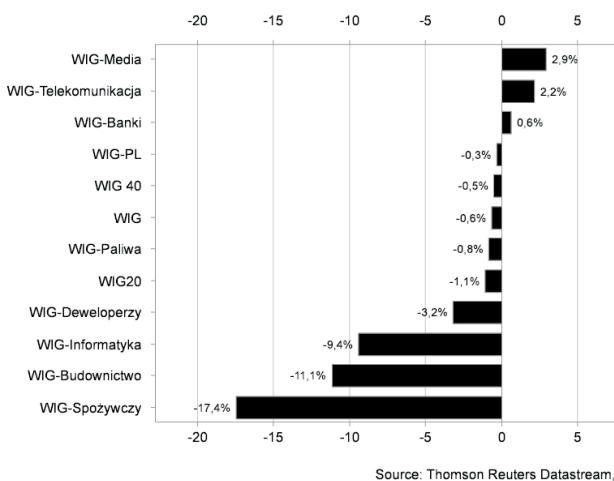
Najsilniejsze argumenty przemawiające za wyższymi cenami obligacji zostały już rynkowi przytoczone, zatem gdy rynek je zdyskontuje to może się okazać, że zabraknie kolejnych bodźców do podtrzymania trendu, który zacznie się stopniowo odwracać wraz z postępującym globalnym ożywieniem.

Pozostaje jeszcze pytanie jak polski rynek długu odczuje brak OFE. Po umorzeniu części obligacyjnej z funduszy emerytalnych już ponad 35% zobowiązań naszego rządu jest w rękach inwestorów zagranicznych.

CIĘŻKIE CZASY NA GPW

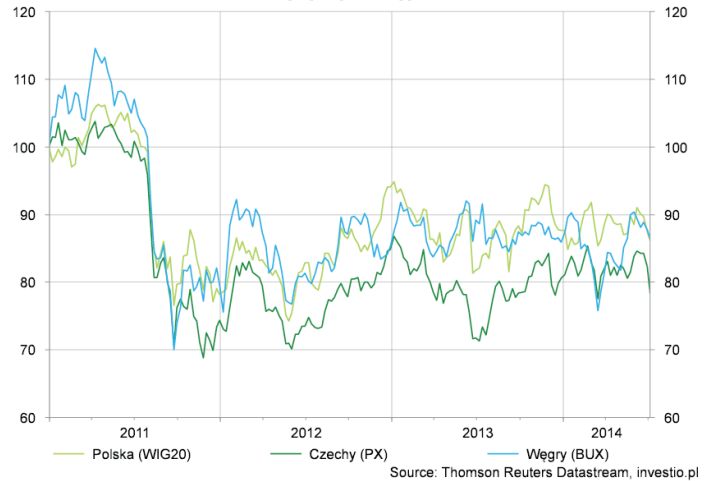
Można zastanawiać z czego wynika słabość jaką prezentują główne indeksy na warszawskim parkiecie skoro dno cyklu koniunkturalnego polska gospodarka ma już za sobą. Powodów może być kilka. Po pierwsze ciągle poja-

Stopa zwrotu z indeksów sektorowych od początku 2014 roku



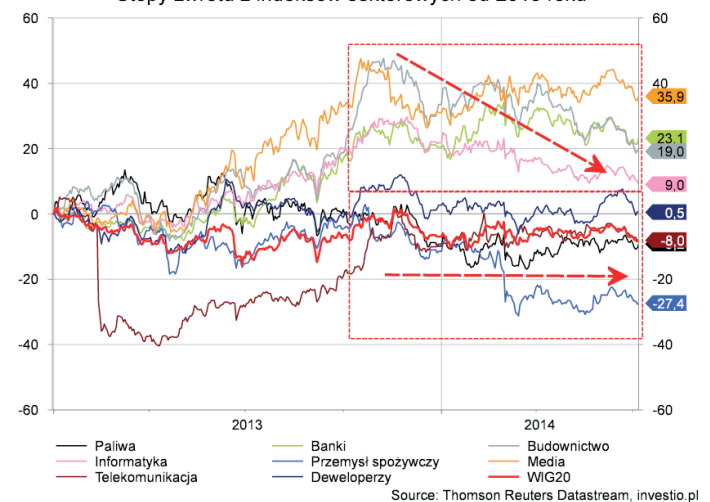
wiąją się nowe czynniki ryzyka – zaczęło się od groźby niewypłacalności Argentyny, następnie mocną przecenę spowodował konflikt ukraiński, a teraz swoje piętno odciska wciąż rozwijająca się „afery taśmowa”. Dochodzi jeszcze kwestia OFE, które były znaczącym graczem na GPW – teraz ich rola poważnie spadnie, gdyż do tej pory zgłosiło się około 400 tys. osób, a zapisy trwają tylko do końca lipca. Wydaje się jednak, że nie to jest główną

Polska, Węgry i Czechy w jednym koszyku
01.01.2011r. = 100



przyczyną. Korelacja polskiego benchmarku WIG20 z Czeskim PX (73%) oraz Węgierskim BUX pokazuje, że problemem jest brak zainteresowania wśród liczących się inwestorów (np. funduszy inwestycyjnych). Spore zainteresowanie obligacjami oraz innymi rynkami akcyjnymi (także tymi zalicza-

Stopy zwrotu z indeksów sektorowych od 2013 roku



nymi do wschodzących), gdzie perspektywy stóp zwrotu są znacznie większe, powoduje, że w tym momencie Warszawa pozostaje w cieniu i tak prawdopodobnie będzie przynajmniej do końca tego miesiąca.

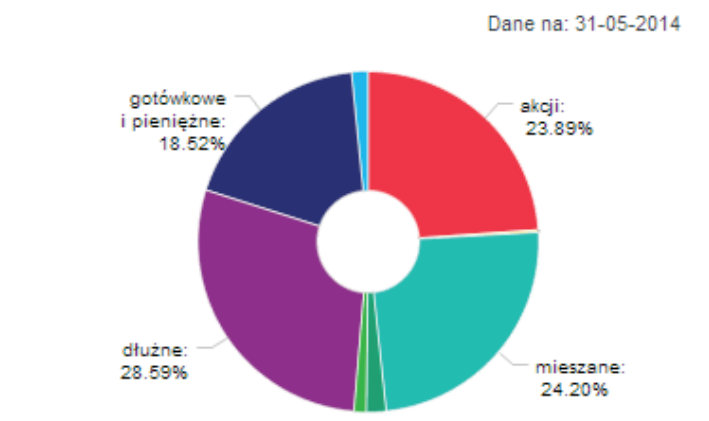
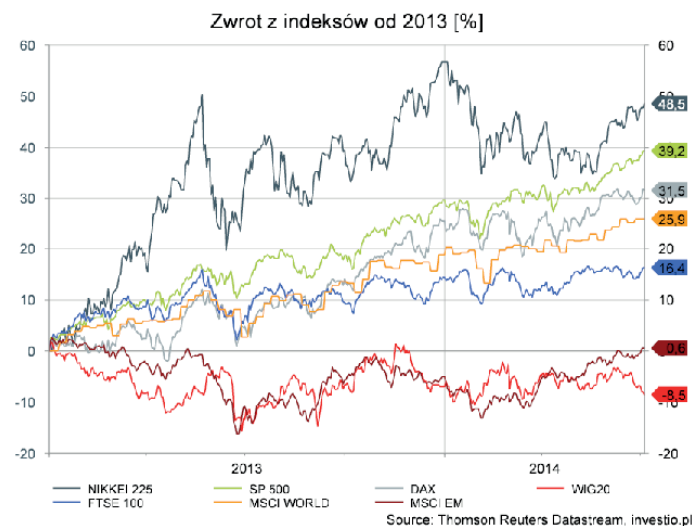
Za obecną przecenę odpowiedzialne są przede wszystkim spółki z sektorów, które w 2013 roku zyskiwały najmocniej. Indeksy sektorów, których spółki wykazywały większą słabość, pozostały w trendzie bocznym i wyjątkiem jest jedynie branża spożywcza, która najsilniej ucierpiała w skutek konfliktu na Ukrainie. Niemoc ta wynika również ze spadających cen żywności, które negatywnie wpłynęły na wyniki kwartalne tych spółek. Taka tendencja występowała również tuż przed bessą w 2008 roku, wtedy jednak dyskontowany był spadek spożycia indywidualnego – obecnie natomiast popyt krajowy dopiero się odradza.

Aktualne wyceny spółek są wysokie, zwłaszcza tych z WIG20 i mWIG40, których wskaźnik cena do zysku znajduje się na maksimach z 2009 i 2011 roku. Wciąż atrakcyjne ceny prezentują media i banki. Te drugie wraz z branżami związanymi z nieruchomościami (głównie deweloperzy) będą wspierane przez dłuższy okres niskich stóp procentowych, gdyż ich działalność związana jest z kredytowaniem. Tanio jest również wśród spółek ukraińskich i z sektora spożywczego, jednak z wcześniej wymienionych powodów ten obraz może się zmienić po publikacji wyników finansowych za II kwartał tego roku. W tym roku ponownie ruszają dotacje z funduszy unij-

nych, które wspierać będą przede wszystkim inwestycje infrastrukturalne stając się tym samym szansą dla spółek budowlanych. Ogólna sytuacja na GPW nie jest zbyt ciekawa, a okazje stanowiąc mogą jedynie wyselekcjonowane spółki. Na tle całego świata WIG20 wypada bardzo słabo, podobnie jak indeks dla rynków wschodzących – chociaż on przynajmniej w tym roku radzi sobie całkiem nieźle odrabiając straty z 2013 roku.

trzech miesięcy. Obecnie obligacje są już drogie, dlatego utrzymanie takiego wyniku w kolejnych kwartałach będzie bardzo trudne. W ostatnich miesiącach 2014 roku sytuacja powinna się odwracać i do łask znów zaczną powracać fundusze polskich akcji - potwierdzeniem takiej reorientacji inwestorów będą stopniowo zwiększające się aktywa tych funduszy.

STRUKTURA AKTYWÓW POLSKICH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

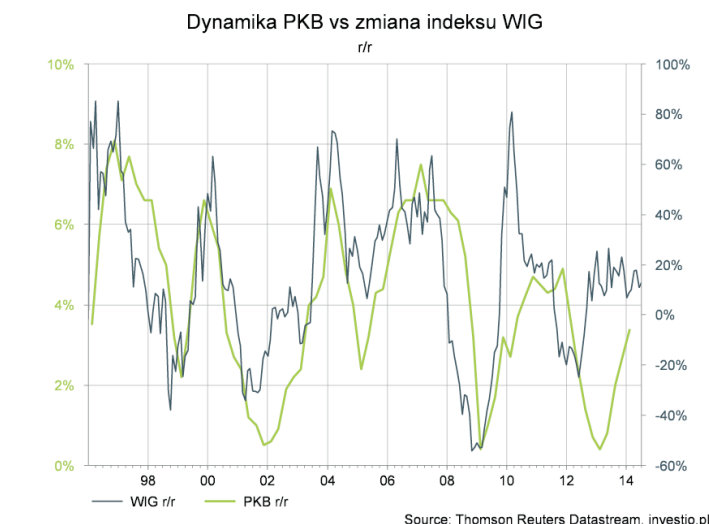
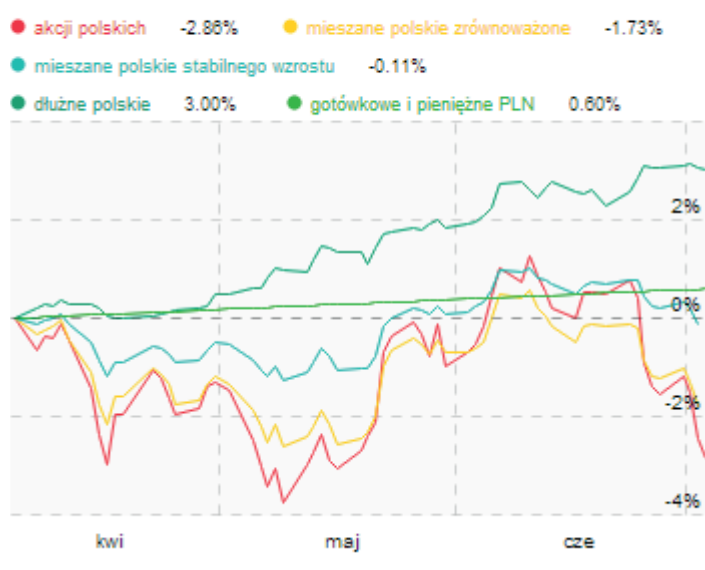


DO ROZPĘDZONEGO POCIĄGU SIĘ NIE WSIADA

WIG NIE ODRYWA SIĘ OD FUNDAMENTÓW

Spojrzenie na szeroki WIG poprzez najważniejszy fundament jakim jest dynamika wzrostu PKB pomaga zrozumieć obecne zachowanie rynku. W tym

ŚREDNIE WYNIKI FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W CIĄGU OSTATNIH TRZECH MIESIĘCY



Osiągane przez fundusze inwestycyjne wyniki potwierdzają korzystną koniunkturę na rynku obligacji. Stabilny wzrost stopy zwrotu obserwowany od kilku miesięcy może zachęcać do inwestycji, zwłaszcza, że średnio fundusze polskich papierów skarbowych osiągały 3% w skali ostatnich

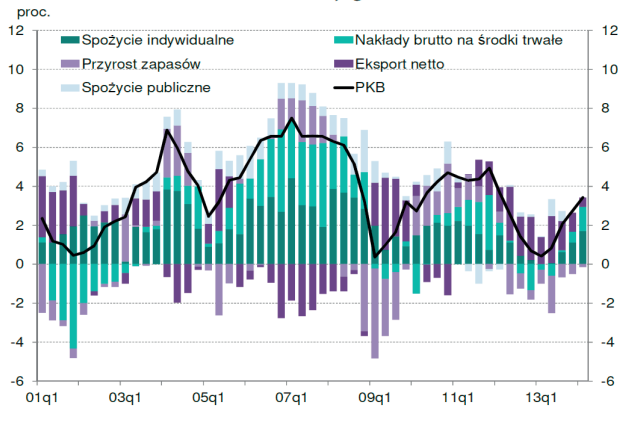
momencie mamy zbyt wczesną fazę ożywienia, aby realna gospodarka pozwalała osiągnąć spółkom ponadprzeciętne wyniki finansowe, zatem i wzrost cen ich akcji pozostaje umiarkowany.

Nie bez znaczenia jest również struktura wzrostu gospodarczego, która pomaga określić jakość i przyszłą trwałość ożywienia gospodarczego. Wynik na poziomie 3,4% r/r był pozytywnym zaskoczeniem, zwłaszcza, że wszystkie ważne składowe ujawniły poprawę dynamiki względem wcześniejszego odczytu.

Największą niespodzianką sprawiły nakłady na inwestycje. Wzrost rządu 10,7% r/r ukrywa jednak czynniki sezonowe takie jak cieplejsza zima, która pozwoliła na wcześniejsze rozpoczęcie budów. Trwa także program rządowy „Mieszkanie dla Młodych” pobudzający inwestycje mieszkaniowe.

Odnaczyć należy również skok w sprzedaży tzw. „aut z kratką”, które powalały na odpis 100% podatku VAT, przy zakupie do końca marca.

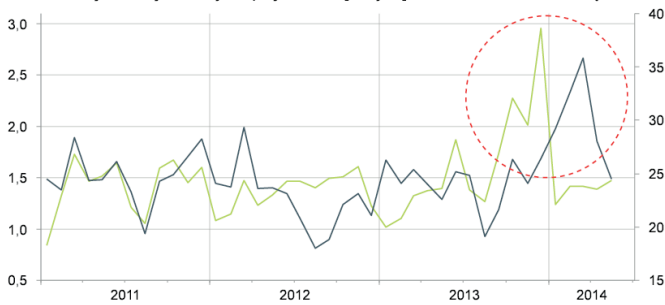
Wzrost PKB wraz z jego strukturą



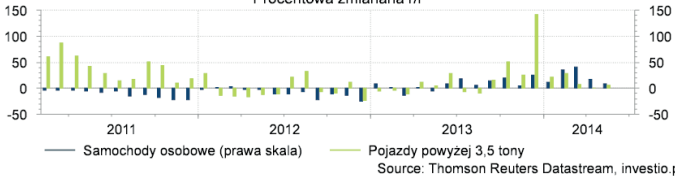
Źródło: Dane GUS.

Niewielki ujemny wkład do wskaźnika PKB miała zmiana zapasów (-0,1 p.p.). Nominalnie jednak zapasy wzrosły do 3,5 mld zł, co przy poprawie wykorzystania mocy produkcyjnych stanowi niejako przygotowanie przedsiębiorstw do zaspokojenia przyszłego popytu. Interpretacja zmiany zapasów jednak nigdy nie pozostaje do końca jasna.

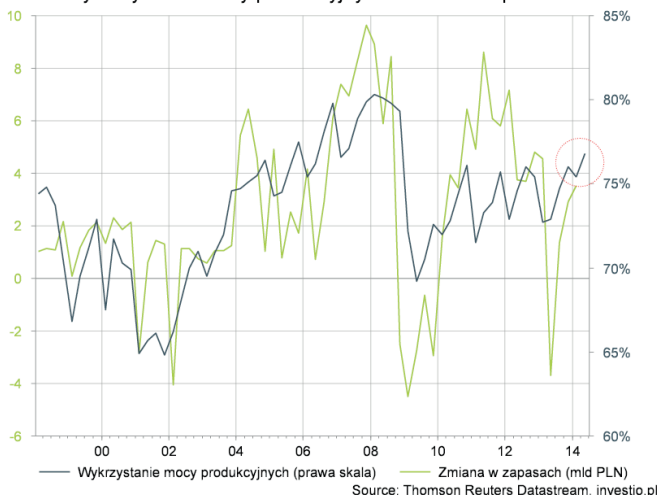
Rejestracja nowych pojazdów [w tys.] - "efekt auta z kratką"



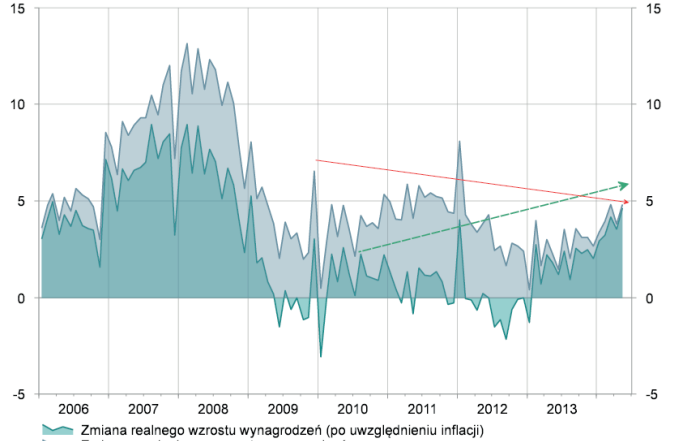
Procentowa zmiana r/r



Wykorzystanie mocy produkcyjnych a zmiana zapasów



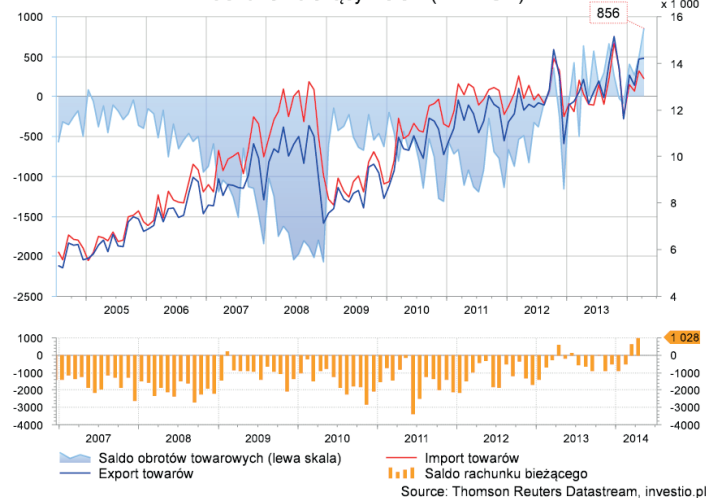
Konsumpcja przyspieszyła jedynie o 0,5 p.p. do 2,6% r/r, co nie jest rewelacyjnym wynikiem, gdyż na ten moment największą rolę odgrywa właśnie odbudowa krajowego popytu. Tutaj jednak znaczenie miały późniejsze Święta Wielkanocne, które spowodowały przesunięcie zakupów na kwiecień. W kolejnych miesiącach wzrost wynagrodzeń będzie podstawą do zwiększania wydatków polskich konsumentów, ale co najważniejsze ich realny przyrost (uwzględniający inflację) jest znacznie silniejszy niż w latach 2010-2011.

 Realny wzrost przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw
zmiana r/r [%]


Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

Eksport towarów jako główny składnik polskiego PKB, który konsekwentnie zwiększa w nim swój udział (obecnie prawie 43%), w ujęciu netto po raz jedenasty z rzędu ma dodatni wkład w dynamikę wzrostu gospodarczego (0,5 p.p.). Udział ten spada poprzez rosnący import, co jest wbrew pozorom pozytywnym zjawiskiem, gdyż Polska musi koniecznie sprowadzać towary, aby zaspokoić rosnące krajowe spożycie. Bez większego znaczenia pozostał spadek eksportu do Ukrainy, czy Rosji, gdyż polskie przedsiębiorstwa poszerzają ekspansję zarówno na rynki europejskie jak i azjatyckie, co w średnim terminie rekompensuje negatywne skutki marcowych wydarzeń.

Rachunek bieżący Polski (mln EUR)



PIERWSZA ZADYSZKA POLSKIEGO PRZEMYSŁU?

Opracowany przez HSBC wskaźnik PMI wyprzedzający koniunkturę zwolnił praktycznie do granicy 50 pkt, co oznacza że menadżerowie ankietyowanych

przedsiębiorstw nie zgłaszali poprawy warunków w przemyśle. Główną przyczyną była stagnacja w wielkości nowych zamówień i spadek nowych zamówień eksportowych (drugi raz z rzędu), które mają największą wagę w obliczaniu tego wskaźnika (może być to przyczyna umocnienia się złotego względem euro w tym okresie). Jedenaście miesięcy pod rząd rośnie zatrudnienie. Systematycznie zwiększa się także produkcja. Jak ta sytuacja odbije się na przyszłych odczytach produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej? Istnieje zagrożenie, że Polska gospodarka pod wpływem niekorzystnego otoczenia jakim jest wolno rozwijająca się Europa, będzie kontynuować swój przyszły wzrost bez odpowiedniego dla tej fazy cyklu momentum.

wstępujących do siły roboczej. W tym momencie działa ona jednak ożywczo

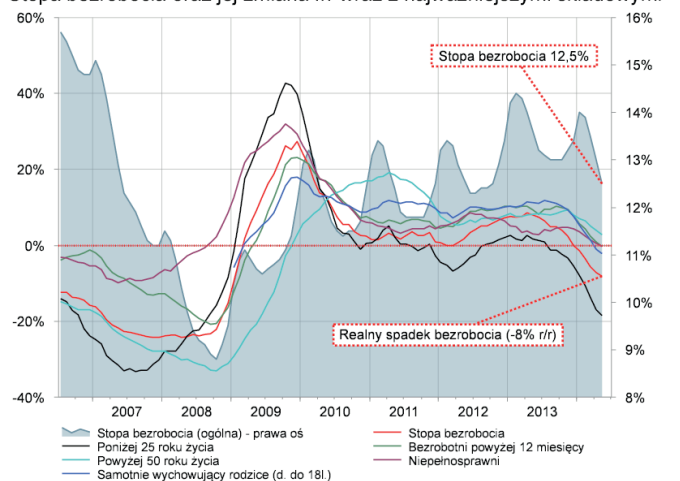
HSBC PMI® Polski Sektor Przemysłowy



Źródło: Markit, HSBC.

na rynek pracy. O poprawiającej się sytuacji w przedsiębiorstwach może świadczyć fakt, że coraz mniej zwolnień następuje z przyczyn pracodawców. Pozytywnym zjawiskiem jest również wzrastający tygodniowy czas pracy, chociaż według badań przeprowadzonych wśród menadżerów, perspektywy zatrudnienia stają się na najbliższy okres negatywne. Prognozują się wzrost zatrudnienia w dużych i średnich przedsiębiorstwach i spadek w małych. Obserwacja kolejnych danych dostarczy istotnych informacji na temat tego jak przebiegać będzie ożywienie w Polsce, gdyż to rynek pracy jest polem wyjściowym, od którego cały proces się zaczyna.

Stopa bezrobocia oraz jej zmiana r/r wraz z najważniejszymi składowymi

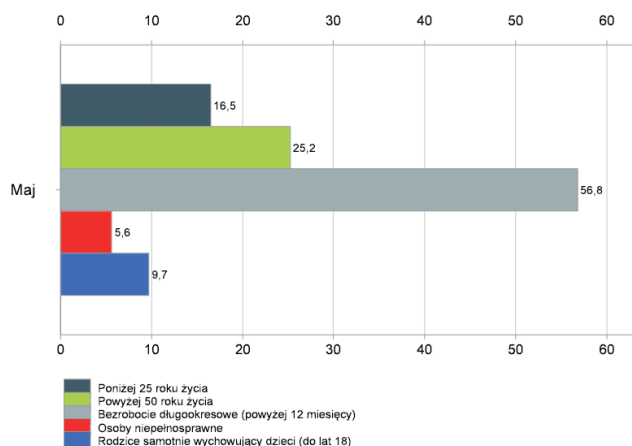


Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

RYNEK PRACY - JEST CORAZ LEPIEJ CZY TO TYLKO ILUZJA?

Rynek pracy wydaje się być na dobrej drodze, aby wesprzeć rozwój polskiej gospodarki. Spada stopa bezrobocia (obecnie 12,5%), która również w ujęciu rocznym obniżyła się w maju o 8%. W strukturze wiekowej istotną rolę

Bezrobocie Polska



Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

odgrywa dynamiczny spadek bezrobocia wśród najmłodszych (do 25 lat) – stanowią oni aktualnie 16,5% wszystkich poszukujących pracy. Kluczowym czynnikiem takiego stanu rzeczy jest demografia Polski, która w dłuższym terminie jest bardzo niekorzystna z powodu coraz mniejszej liczby osób

PODSUMOWUJĄC

Kontrast pomiędzy danymi wyprzedzającymi, a tymi obecnie opisującymi stan gospodarki powoduje, że Polska staje na skrzyżowaniu dróg i to w którą stronę podąży determinować będzie kilka czynników. Największą szansą, aby ukierunkować w najbliższym czasie rozwój w odpowiednią stronę będzie rozsądne wykorzystanie środków unijnych, których mamy aż 82,5 mld euro na lata 2014-2020. Jest to również szansa dla polskich spółek, a zatem i rynku akcyjnego. Wszystko jednak zacznie się od rynku pracy, gdzie przedsiębiorcy muszą odczuć poprawiającą się koniunkturę i nabrać pewności, co do trwałości takiej tendencji. Jej utrzymanie zależeć będzie przede wszystkim od sytuacji naszych partnerów handlowych (głównie Niemiec) gdzie kierujemy największą część naszego eksportu. Mamy jednak własną walutę, która pomaga nam na tym polu w czasach kryzysu, czyniąc nasze produkty konkurencyjnymi.

Wykresy zostały sporządzone przy wykorzystaniu Reuters DataStream oraz danych NBP i Markit Economics. W opracowaniu wykorzystano materiały pochodzące z następujących źródeł:

www.nbp.pl
www.knf.gov.pl
www.stat.gov.pl
www.markiteconomics.com
www.biec.org

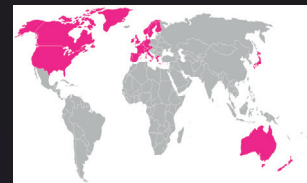
NASZE OSTATNIE RAPORTY



Wykresowy raport makroekonomiczny
Emergin Markets
maj 2014



Raport makroekonomiczny
Polska
kwiecień 2014



Wykresowy raport makroekonomiczny
Developed Markets
marzec 2014

NASI PARTNERZY



Uniwersytet
Ekonomiczny
w Katowicach



REUTERS



UNIWERSYTET
EKONOMICZNY
W KRAKOWIE

KONTAKT

Jeżeli jesteś zainteresowany współpracą z Investio serdecznie zachęcamy do kontaktu.

Codziennie w [Dziale Analiz](#) publikujemy autorskie analizy oraz komentarze rynkowe.

Investio Sp z o.o.
ul. Michała Życzkowskiego 14,
31-864 Kraków

Dział Analiz
analizy@investio.pl
<http://analizy.investio.pl>

Piotr Baron
+48 604 114 066
piotr.baron@investio.pl

Marcin Tuskiewicz
+48 517 489 597
marcin.tuskiewicz@investio.pl

Treści przedstawione w niniejszym raporcie zostały przygotowane dla osób prywatnych, z należytą starannością i w oparciu o najlepszą wiedzę ich autorów. Mają one charakter informacyjny i nie stanowią rekomendacji ani porady inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Ich autorzy i serwis Investio.pl nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie wyżej wymienionych treści, a w szczególności za straty z nich wynikłe.