

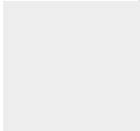
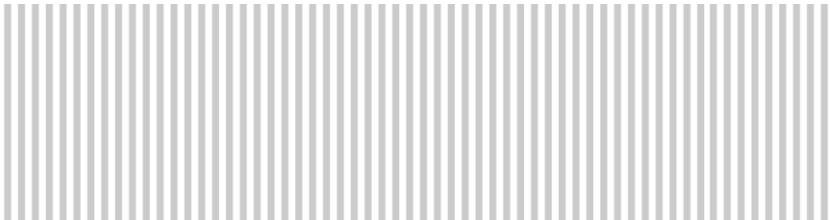


MAKROskop 2014

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

20 grudnia 2013

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH
Bank Zachodni WBK S.A.
ekonomia@bzwbk.pl

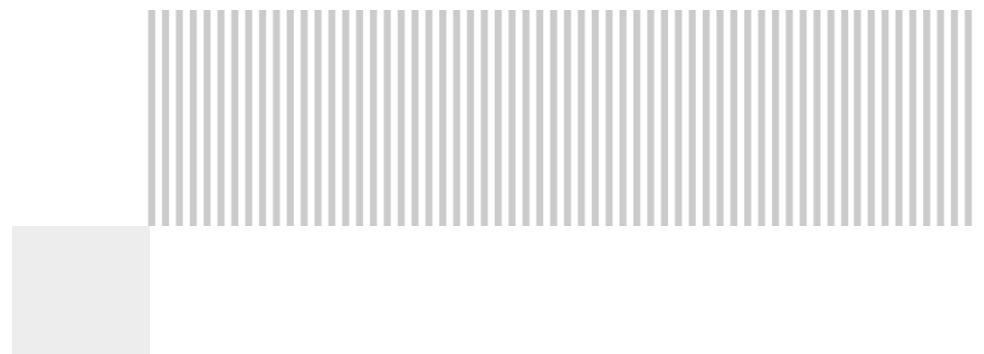


Bank Zachodni WBK

 Grupa Santander



*Gdy tak myślę o kryzysie, to wydaje mi się
Że pieniądza jest dziś krocie, ale zamiast w złocie
Jest raczej pokrycie w przyszłym emerycie...*



Bank Zachodni WBK

 Grupa Santander

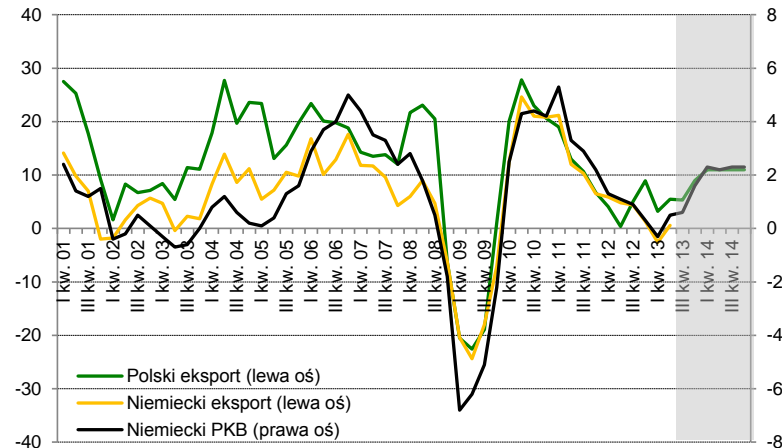
Podsumowanie

- Ostatnie miesiące wyraźnie pokazały, że polska gospodarka weszła na ścieżkę ożywienia gospodarczego, realizując scenariusz, który przewidywaliśmy rok temu (po mocnym spowolnieniu na początku 2013 r., każdy kolejny kwartał lepszy niż poprzedni, ze wzrostem PKB powyżej 2% na koniec roku). Strefa euro recesję ma już za sobą i chociaż wzrost gospodarczy w tym obszarze jest nadal kruchy, to powinien on przyspieszać w kolejnych kwartałach. Przewidujemy, że rok 2014 przyniesie szybszy i bardziej zrównoważony wzrost gospodarczy w Polsce. PKB może się zwiększyć o ponad 3%, co będzie bliskie, lub nawet lekko powyżej tempa wzrostu potencjalnego. Eksport netto pozostanie ważną siłą napędową gospodarki, ale jego znaczenie będzie stopniowo malało na rzecz przyspieszającego popytu krajowego.
- Rada Polityki Pieniężnej zadeklarowała, że pozostawi stopy bez zmian przynajmniej do końca I półrocza 2014, w związku z czym polityka monetarna w najbliższych dwóch kwartałach będzie dość nudna. Niemniej, naszym zdaniem proces zacieśniania polityki pieniężnej w Polsce rozpocznie się znacznie szybciej niż w krajach wysoko rozwiniętych. Pierwsza podwyżka stóp jest możliwa na jesieni 2014, a po niej może nastąpić kolejna w IV kwartale. Za normalizacją stóp procentowych będzie przemawiać wzmocnienie popytu krajowego, poprawa sytuacji na rynku pracy oraz stopniowy wzrost inflacji (choć dynamika CPI prawdopodobnie pozostanie poniżej celu inflacyjnego 2,5% przez cały 2014 r.).
- Przyspieszenie wzrostu gospodarczego, znacząca redukcja nierównowagi zewnętrznej oraz oczekiwany wzrost dysparytetu stóp procentowych między Polską a strefą euro będą naszym zdaniem sprzyjać stopniowej aprecjacji złotego w kolejnych kwartałach. Niemniej, skala i tempo zmian mogą być ograniczane przez stopniowe wycofywanie się Fed z programu skupu aktywów (QE3). Ten ostatni czynnik może wywierać negatywną presję na waluty krajów rozwijających się, niemniej w przypadku Polski ta presja w dużym stopniu będzie łagodzona dzięki znaczącej poprawie bilansu obrotów bieżących. Przewidujemy, że kurs EURPLN obniży się do ok. 4,0 (lub lekko poniżej) na koniec 2014 r. Początek zacieśniania polityki pieniężnej w Polsce i ograniczanie QE3 w USA będą sprzyjać wzrostowi rentowności polskich obligacji. W krótkim okresie ruch w górę może być ograniczony między innymi przez tymczasowy efekt zakupów obligacji przez OFE przed przekazaniem aktywów do sektora publicznego.

Szybszy wzrost eksportu

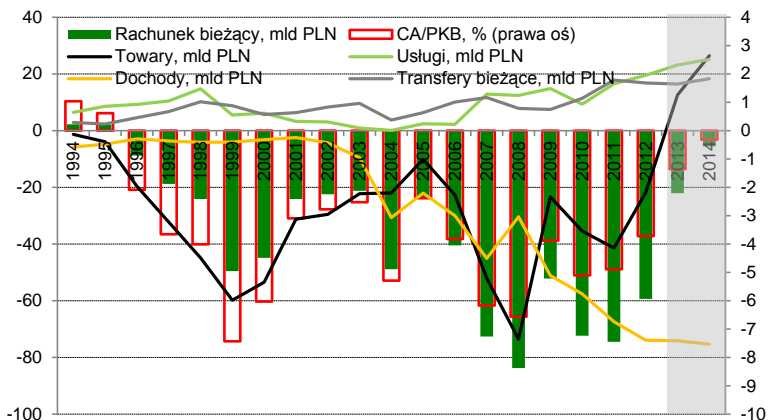
- Choć ożywienie w światowej gospodarce jest nadal kruche, oczekujemy, że będzie ono kontynuowane w 2014 r., wspierane ultra-luźną polityką pieniężną głównych banków centralnych. Strefa euro wyszła z recesji i jej wzrost PKB powinien przyspieszać w kolejnych kwartałach, do średnio 1,9% w 2014 r. Niemcy, najważniejszy partner handlowy Polski, mają szansę na wzrost na poziomie 2,3% r/r.
- Solidne ożywienie niemieckiej gospodarki przyczyni się do przyspieszenia polskiego eksportu, który i tak rozwijał się w niezłym tempie nawet w okresie spowolnienia za granicą. Pozwoli to na przyspieszenie wzrostu eksportu w najbliższych kwartałach i utrzymanie wysokiej dynamiki (ponad 10% r/r) przez cały 2014 r.
- Ryzyko załamania gospodarczego na Ukrainie (ósmy największy partner handlowy Polski, z niemal 3% udziałem w eksporcie) powinno być zneutralizowane ekspansją na pozostałych rynkach. Polski eksport będzie korzystał z geograficznej dywersyfikacji, jaka nastąpiła w ostatnim okresie: w ostatnich kilku latach eksport do krajów Europy Śr-Wsch., Wschodniej Azji oraz Bliskiego Wschodu zanotował bardzo szybki wzrost (w latach 2000-2012 zwiększając się odpowiednio pięć-, sześć- i siedmiokrotnie). Te rynki, pomimo pewnego pogorszenia perspektyw dla rynków wschodzących, nadal powinny się rozwijać szybciej niż dojrzałe gospodarki.
- Wzrost importu nadal pozostanie naszym zdaniem w tyle za eksportem, ze względu na umiarkowane odbicie popyt krajowego, dlatego przewidujemy, że bilans handlowy pozostanie na plusie w 2014 r., a deficyt obrotów bieżących obniży się do ok. -0,5% PKB (najniżej od połowy lat 90.).

Polski eksport a niemiecki PKB (% r/r)



Źródło: GUS, Eurostat, Santander, BZ WBK

Bilans płatniczy Polski

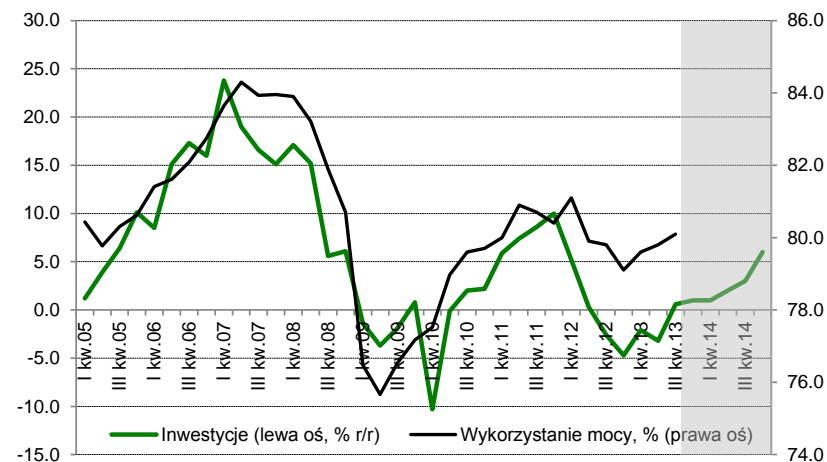


Źródło: NBP, BZ WBK

Inwestycje odbijają od dna

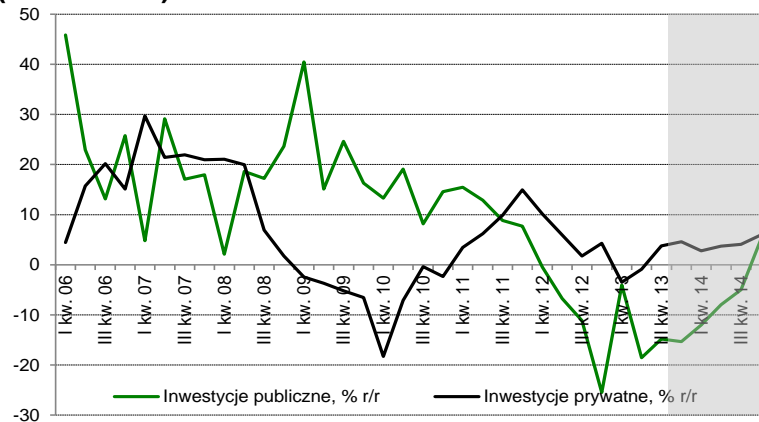
- Wykorzystanie mocy wytwórczych, które obniżyło się tylko nieznacznie w czasie spowolnienia w 2012 r., zaczęło się odbijać od dna w ostatnich kwartałach, dzięki napływowi nowych zamówień (głównie do sektorów eksportowych). Jego dalszy wzrost będzie sprzyjał wyższym inwestycjom, ponieważ firmy będą musiały zwiększać skalę działalności, żeby sprostać napływającym zamówieniom.
- Odbicie w inwestycjach tak naprawdę już się rozpoczęło – w III kw. 2013 wzrost nakładów brutto na środki trwałe był dodatni (0,6% r/r) po czterech kwartałach wyraźnych spadków. Wydaje się, że odbicie nastąpiło głównie w sektorze prywatnym, podczas gdy nakłady inwestycyjne sektora publicznego mocno spadają od 2012 r. ze względu na ograniczenia budżetowe i malejącą dynamikę wykorzystania środków z UE pod koniec perspektywy finansowej 2007-2013.
- Spodziewamy się, że pozytywny trend w inwestycjach prywatnych utrzyma się w 2014 r. dzięki poprawiającym się perspektywom gospodarczym i nastrojom w biznesie oraz akomodacyjnej polityce pieniężnej. Jednocześnie, koncentracja rządu w ostatnich dwóch latach przed wyborami na polityce pro wzrostowej i absorpcji środków z nowej perspektywy finansowej UE powinny oznaczać, że wydatki sektora publicznego w najbliższych dwóch latach nie będą już w tym stopniu jak dotychczas hamowały wzrostu inwestycji.
- Przewidujemy wzrost inwestycji ogółem o niemal 4% w 2014 r.

Wzrost inwestycji i wykorzystanie mocy



Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

Wzrost inwestycji w sektorze publicznym i prywatnym (nominalnie)

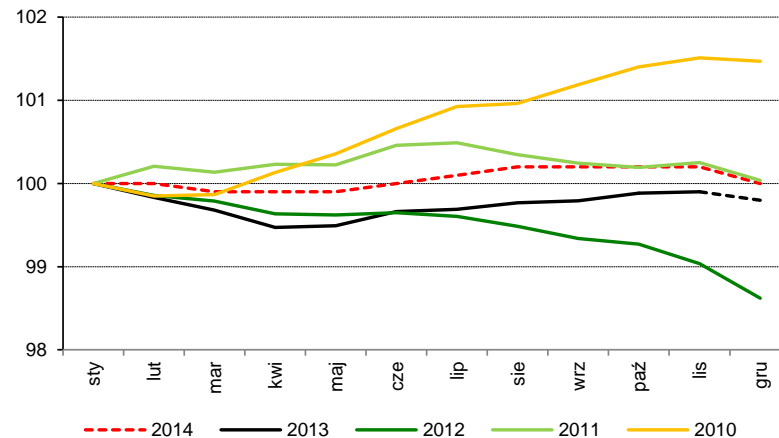


Źródło: Eurostat, BZ WBK

Stopniowa poprawa na rynku pracy

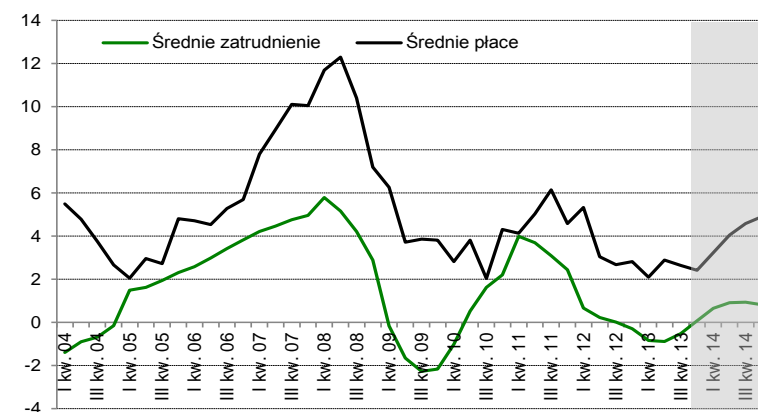
- Choć przez wiele lat panowało przekonanie, że polska gospodarka musi się rozwijać przynajmniej w tempie 3% r/r, aby sytuacja na rynku pracy zaczęła się poprawiać, to pierwsze oznaki pozytywnych tendencji w zatrudnieniu pojawiły się już w II kwartale 2013, kiedy wzrost PKB był nadal poniżej 1% r/r.
- Kontynuacja ekspansji eksportu i wzrost aktywności inwestycyjnej będą wspierały popyt na pracę w kolejnych kwartałach. Wzrost zatrudnienia będzie jednak zapewne umiarkowany (poniżej 1% r/r), biorąc pod uwagę, że polskie firmy nie dokonywały znaczących zwolnień pracowników w okresie spowolnienia gospodarczego i stąd w krótkim terminie wysoce prawdopodobny wzrost wydajności pracy jest.
- Trend spadkowy stopy bezrobocia rozpoczął się w pierwszej połowie 2013 r. i spodziewamy się, że będzie on kontynuowany również w 2014 r. Nasz bazowy scenariusz zakłada obniżenie stopy bezrobocia do ok. 12.7% na koniec przyszłego roku. Spadek bezrobocia może spowolnić w wyniku stopniowego wzrostu wskaźnika aktywności zawodowej.
- Wzrost płac pozostaje umiarkowany i raczej trudno oczekiwać gwałtownego przyspieszenia. Niemniej, możliwa jest stopniowa, ale zauważalna poprawa dynamiki wynagrodzeń, dzięki przyspieszeniu produkcji i popytu na pracę oraz lepszym wynikom finansowym firm.
- Ożywienie na rynku pracy przekłada się na wyraźną poprawę wskaźników nastrojów konsumentów.

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (styczeń=100)



Źródło: GUS, BZ WBK

Zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw (% r/r)

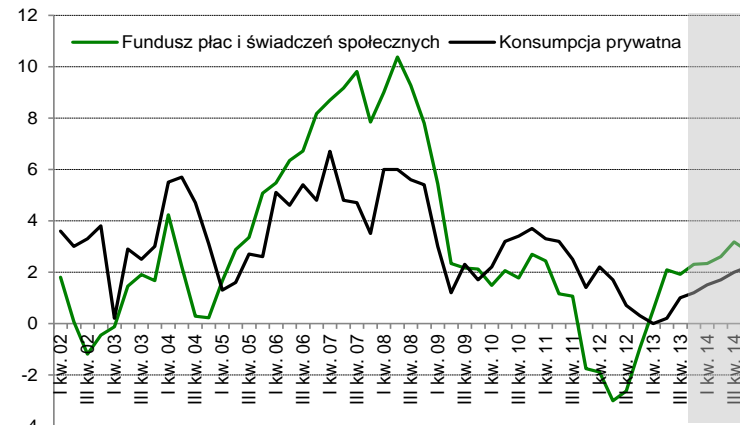


Źródło: GUS, BZ WBK

Umiarkowane ożywienie konsumpcji

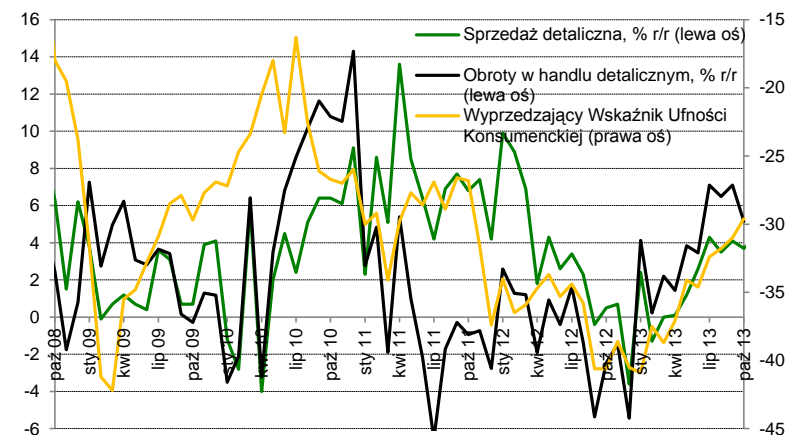
- Realne dochody gospodarstw domowych odbiły w 2013 dzięki umiarkowanemu wzrostowi płac oraz świadczeń socjalnych w ujęciu nominalnym i znacznemu spadkowi inflacji. Spodziewamy się, że dochody gospodarstw domowych będą dalej rosły w umiarkowanym tempie dzięki dalszej poprawie sytuacji na rynku pracy. Choć realne tempo wzrostu emerytur i świadczeń socjalnych będzie ograniczone (w odróżnieniu od 2013 r., podstawą do waloryzacji będzie niska inflacja, a realna wartość świadczeń będzie w pewnym stopniu uszczuplana przez stopniowe odbicie CPI w 2014), to ten efekt powinien być zneutralizowany przez wyższy wzrost dochodów z pracy.
- Uważamy, że stopa oszczędności gospodarstw domowych, która odbiła z prawie zera w połowie 2012 i ograniczyła konsumpcję, nie powinna już mocno wzrosnąć. Poprawiające się perspektywy gospodarcze i nastrój konsumentów, wyższe tempo wzrostu płac i niskie stopy procentowe przyczynią się prawdopodobnie do zwiększenia skłonności do konsumpcji.
- W rezultacie, odbicie konsumpcji prywatnej, które rozpoczęło się w drugiej połowie 2013, będzie prawdopodobnie kontynuowane. Z drugiej strony, trzeba być świadomym, że powrót tempa wzrostu konsumpcji do poziomów sprzed kryzysu jest raczej mało realny w najbliższych latach. Naszym zdaniem, konsumpcja prywatna wzrośnie w 2014 o 2% r/r wobec ok. 0,6% r/r w 2013.

Konsumpcja prywatna i dochody gospodarstw domowych (%r/r)



Źródło: GUS, BZ WBK

Nastroj konsumentów i sprzedaż detaliczna (%r/r)

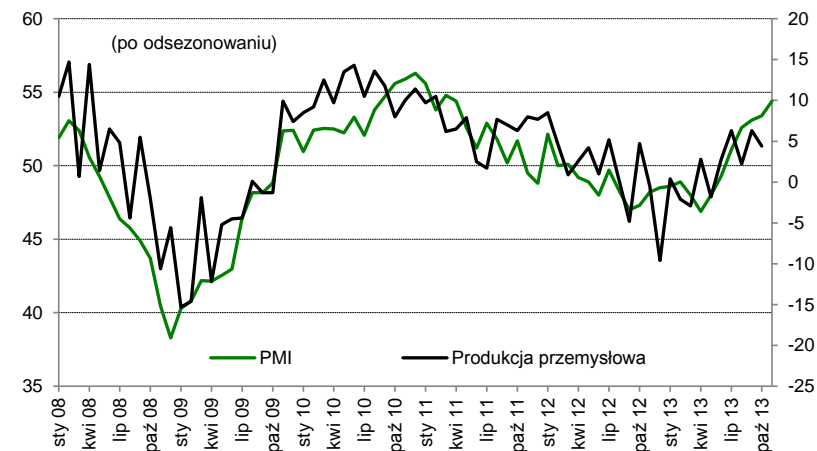


Źródło: GUS, BZ WBK

Ekspansja w przemyśle, odbicie w budownictwie

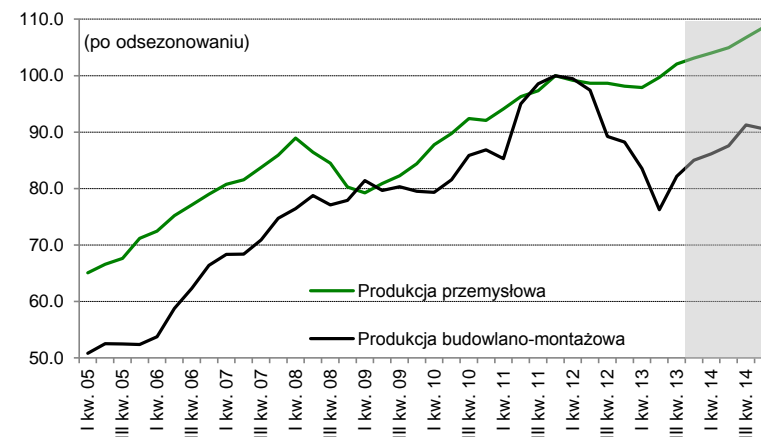
- Ożywienie oparte na eksporcie, które rozpoczęło się w 2013, przełożyło się na wyraźne przyspieszenie produkcji przemysłowej, szczególnie w sektorach pokazujących szybki wzrost eksportu (produkcja metali, sprzętu elektrycznego, mebli, samochodów, żywności itp.). Uważamy, że szybszy wzrost za granicą (szczególnie w Niemczech) pozwoli na dalsze szybkie odbicie przemysłu – produkcja przemysłowa wzrośnie wg nas w 2014 o prawie 6% r/r (ponad dwukrotnie szybciej niż w 2013). Dane PMI pokazały ostatnio, że poza szybko rosnącymi zamówieniami eksportowymi, w IV kw. także zamówienia krajowe pokazują oznaki ożywienia. Naszym zdaniem trend ten będzie kontynuowany w 2014.
- Po trwającym ponad rok spowolnieniu w sektorze budowlanym, które rozpoczęło się pod koniec przygotowań do EURO 2012, pojawiły się pewne sygnały poprawy. Produkcja budowlana po spadku o ok. 30% ze szczytu, zaczęła powoli odbijać, ale nadal pozostaje wyraźnie poniżej poziomów z 2011. Sądzymy, że produkcja w tym sektorze może wzrosnąć o ok. 10% w 2014 dzięki ożywieniu inwestycji sektora prywatnego oraz ponownemu skupieniu się rządu na wykorzystywaniu środków z UE (inwestycje infrastrukturalne), co będzie możliwe między innymi dzięki zmianom w OFE.

Produkcja przemysłowa i PMI dla przemysłu



Źródło: GUS, Markit, BZ WBK

Produkcja przemysłowa i budowlana (IV kw. 2011=100)

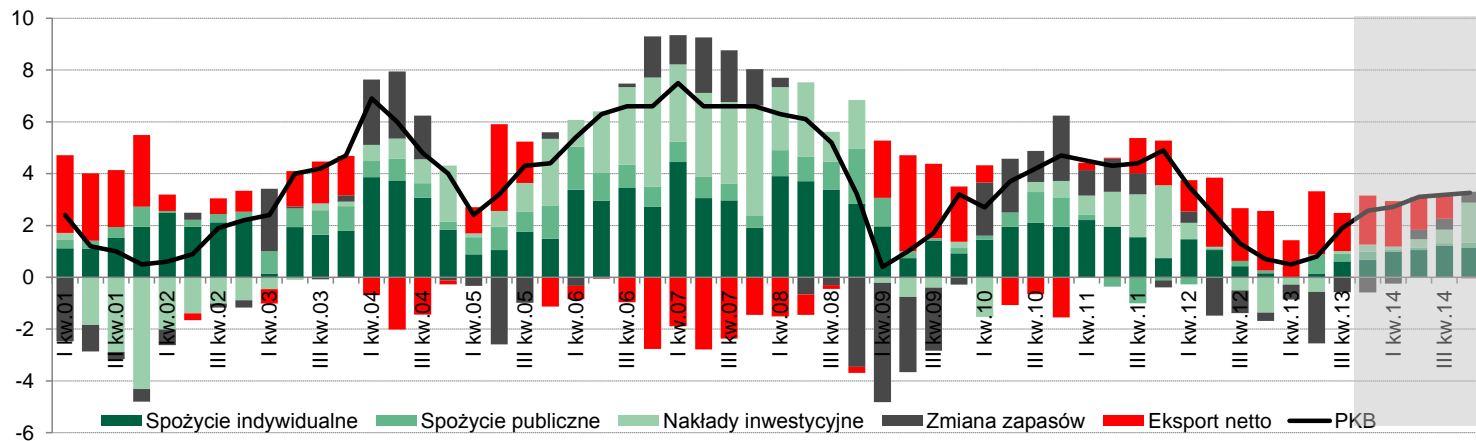


Źródło: GUS, BZ WBK

Szybszy i bardziej zrównoważony wzrost

- Wspomniane wyżej trendy w gospodarce będą skutkowały szybszym i bardziej zrównoważonym wzrostem gospodarczym w Polsce. Eksport netto pozostanie ważnym motorem wzrostu gospodarczego, ale jego znaczenie będzie stopniowo malało na korzyść rosnącej roli popytu krajowego.
- Tempo ożywienia gospodarczego będzie jednak umiarkowane w porównaniu ze wzrostem krajowej gospodarki sprzed kryzysu w 2008. Spodziewamy się, że w 2014 r. wzrost PKB przekroczy 3%, co jest prawdopodobnie zbliżone lub nawet nieco powyżej aktualnego potencjalnego wzrostu PKB Polski.
- Pomimo, iż wzrost PKB będzie mniej spektakularny niż w przeszłości, to jego struktura będzie bardziej zrównoważona z punktu widzenia stabilizacji makroekonomicznej. Umiarkowany wzrost popytu krajowego nie powinien znacząco pogorszyć bilansu płatniczego. Co więcej, powinien mieć również umiarkowany wpływ na procesy inflacyjne.

Dekompozycja wzrostu PKB w Polsce

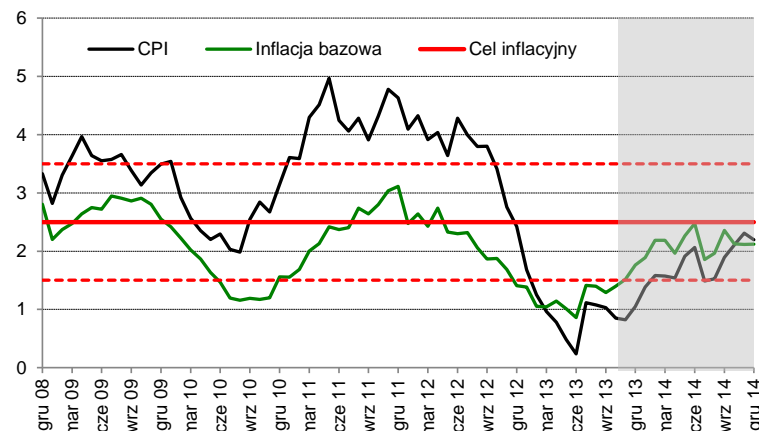


Źródło: GUS, BZ WBK

Inflacja powoli w górę

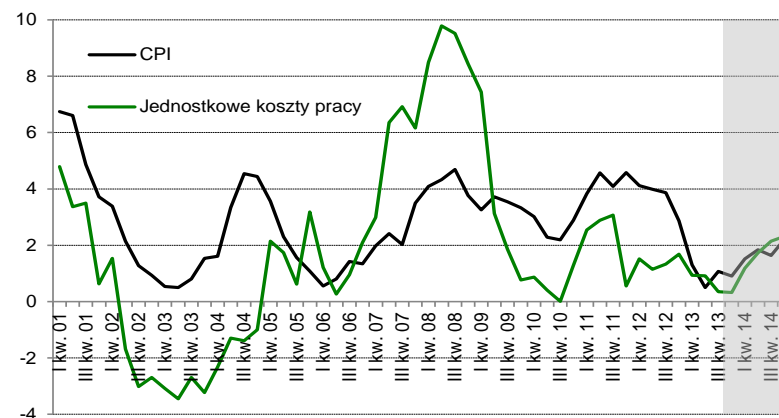
- Znaczące spowolnienie gospodarcze, ale również problemy deflacyjne, z którymi boryka się światowa gospodarka spowodowały głębszy niż oczekiwano spadek inflacji CPI w Polsce w ostatnich kwartałach – inflacja CPI spadła chwilowo do prawie zera w połowie 2013, by następnie odbić do ok. 1% r/r (wciąż znacząco poniżej celu inflacyjnego NBP), głównie w wyniku podwyżek cen administrowanych. Presja inflacyjna pozostaje niska, jednak warto zauważyć, że skala spadku inflacji bazowej jest mniejsza niż inflacji CPI.
- Spodziewane przyspieszenie popytu krajowego oraz poprawa sytuacji na rynku pracy nie będą na tyle silne aby wywołać znaczący impuls inflacyjny. Niemniej czynniki te wpłyną na stopniowy wzrost cen konsumentów. Wg naszych prognoz wzrost jednostkowych kosztów pracy zacznie przyspieszać, co będzie przynajmniej w pewnym stopniu sprzyjać większej dynamice CPI. Mniej sprzyjająca dla kształtowania się inflacji będzie również sytuacja na rynku surowców i żywności. Podsumowując, oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji CPI i inflacji bazowej w 2014 r. Z pewnością deflacja nie stanowi realnego zagrożenia dla Polski.
- Prognozujemy, że wskaźnik inflacji osiągnie około 2% r/r w połowie roku i blisko tego poziomu inflacja może oscylować w drugiej połowie 2014 roku, z możliwością osiągnięcia celu inflacyjnego NBP (2,5% r/r) dopiero w 2015 r.

Inflacja CPI w Polsce (% r/r)



Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

Inflacja CPI vs. koszty pracy (% r/r)

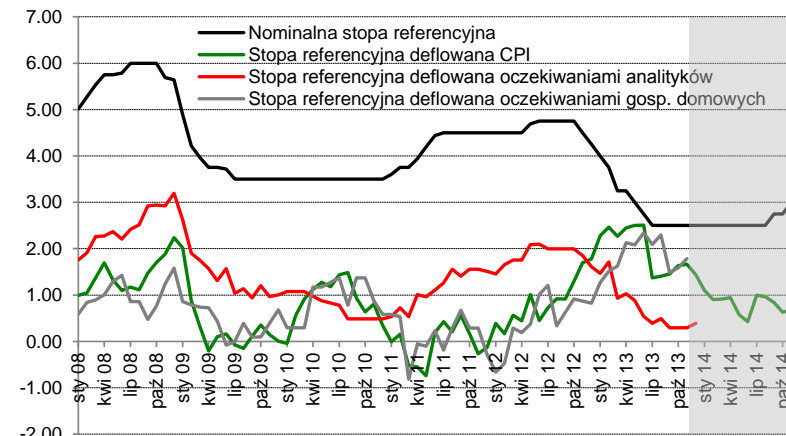


Źródło: GUS, BZ WBK

Podwyżki stóp możliwe w II półroczu

- Polityka pieniężna głównych banków centralnych za granicą prawdopodobnie pozostanie ekspansywna przez dłuższy czas, gdyż tempo ożywienia (zwłaszcza w strefie euro) jest raczej powolne, a prognozy inflacji pozostają niskie.
- Rada Polityki Pieniężnej ostatnio wydłużyła deklarowany okres stabilnych stóp co najmniej do końca I poł. 2014 i wydaje się, że wytrwa w tym postanowieniu, zatem przez najbliższe dwa kwartały polityka pieniężna będzie raczej mało ekscytująca.
- Jednakże, uważamy za prawdopodobne, że proces zacieśniania polityki pieniężnej w Polsce zacznie się wcześniej niż w gospodarkach rozwiniętych. Mimo że niektórzy członkowie RPP sugerowali ostatnio, iż okres stabilnych stóp może zostać wydłużony na drugą połowę 2014 r., to naszym zdaniem pierwsza podwyżka stóp jest możliwa już jesienią 2014 r. a kolejna może nastąpić w ostatnim kwartale.
- Normalizacja polityki pieniężnej będzie wspierana przez rozwój sytuacji gospodarczej, która naszym zdaniem poprawi się bardziej niż tego oczekuje RPP. Spodziewamy się, że wzrost PKB będzie nieco szybszy a struktura wzrostu lepsza (silniejszy popyt krajowy) niż przedstawione w projekcji NBP. Ponadto, poprawa na rynku pracy będzie szybsza i bardziej widoczna (NBP spodziewa się, że zatrudnienie nie będzie rosło przed połową 2015 r., a jednostkowe koszty pracy będą rosły wolniej niż się spodziewamy), co wpłynie na średniokresowe perspektywy inflacji. Uważamy, że wzrost PKB na poziomie 3% i inflacja przy 2% skłonią RPP do zatrzymania spadku realnych stóp procentowych poniżej zera.

Stopy procentowe w Polsce (%)



Źródło: NBP, GUS, BZ WBK

Projekcje NBP w kolejnych Raportach o Inflacji (ścieżka centralna)

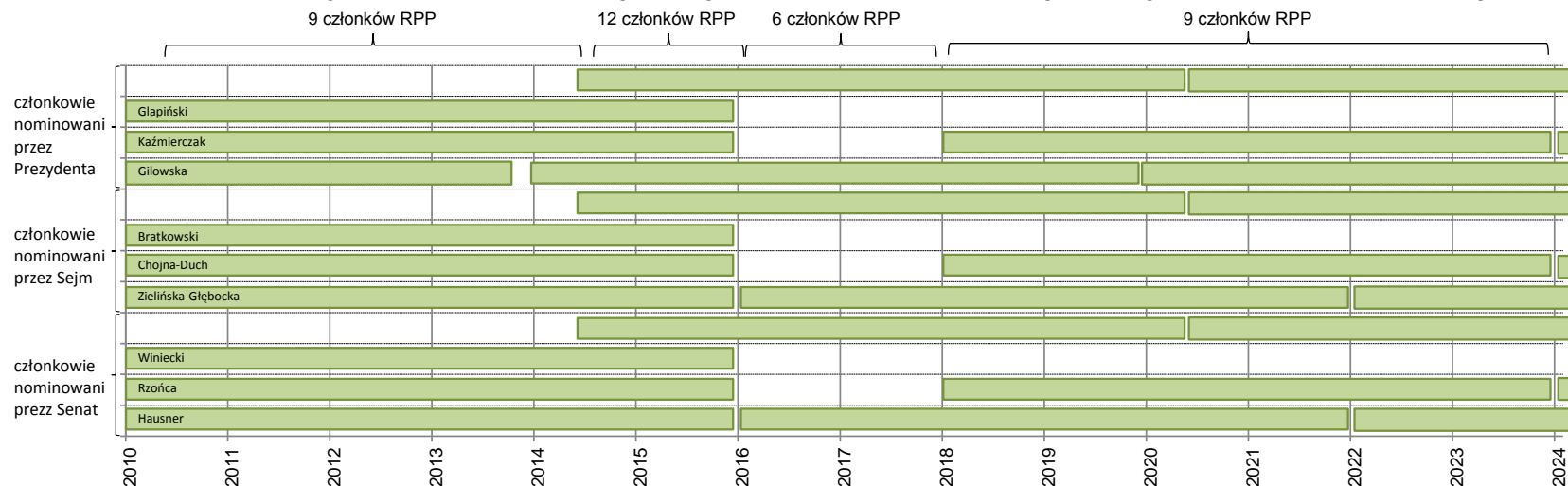
	Wzrost PKB			
	Lis 12	Mar 13	Lip 13	Lis 13
2013	1,5	1,3	1,1	1,3
2014	2,3	2,6	2,4	2,9
2015	x	3,1	3,0	3,3
	Inflacja CPI			
	Lis 12	Mar 13	Lip 13	Lis 13
2013	2,5	1,6	0,8	1,0
2014	1,5	1,6	1,2	1,7
2015	x	1,5	1,5	1,9

Źródło: NBP

Podwyżki stóp – czynniki ryzyka

- ▶ Nasz scenariusz dotyczący stóp procentowych jest obciążony kilkoma czynnikami ryzyka, które mogą opóźnić start zacieśnienia polityki pieniężnej w Polsce.
- ▶ Po pierwsze, jeśli światowe ożywienie gospodarcze będzie wolniejsze niż oczekiwane, to ścieżka inflacji w Polsce i za granicą będzie niższa (niższe ceny surowców, otoczenie deflacyjne), zmuszając banki centralne z całego świata do dalszego stosowania ultra-luźnej polityki pieniężnej.
- ▶ W grudniu Prezydent RP nominuje nowego członka RPP (za Zytę Gilowską, która zrezygnowała w październiku) i nie wydaje nam się, by kandydat był równie jastrzębi jak Gilowska (która należała do najbardziej jastrzębiego skrzydła w RPP).
- ▶ Ministerstwo Finansów zaproponowało zmianę w ustawie o NBP, zakładającą, że skład RPP zostanie tymczasowo zwiększony z 9 do 12 członków (+ prezes NBP), by potem spaść do 6 w 2016 r. i wzrosnąć ponownie do 9 w 2018 r. Jeśli ustawa zostanie uchwalona szybko, to już w 2014 r. w Radzie pojawi się trzech nowych członków. To może przesunąć bilans sił w kierunku bardziej gołębiego.

Prawdopodobne zmiany w składzie NBP w najbliższych latach wskutek zmiany ustawy o NBP, zaproponowanej przez MF



Źródło: BZ WBK

Deficyt budżetowy w 2013 i 2014 poniżej planu

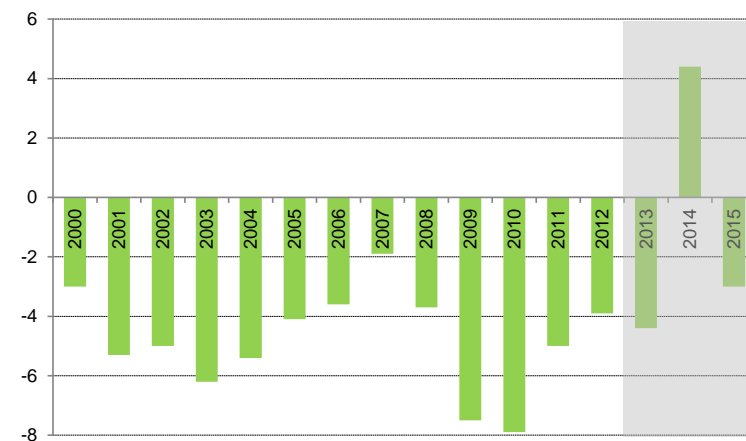
- Jak już kilkakrotnie wskazywaliśmy, deficyt budżetowy w 2013 może być niższy o ok. 8 mld zł od założonego po nowelizacji. Założenia makro na 2014 wyglądają dość konserwatywnie (wzrost PKB o 2,5%), więc są szanse na zanotowanie niższego deficytu także w przyszłym roku.
- Z drugiej strony, warto pamiętać, że konsolidacja finansów publicznych planowana na 2014 będzie wynikać głównie ze zmian w systemie emerytalnym.
- Spodziewamy się spadku deficytu *general government* z 4,4% PKB w 2013 do ok. 3,6% w 2014 (wg metodologii ESA95 pokazana będzie nadwyżka). Około 0,7 pkt. proc. z tego spadku będzie wynikiem zmian w OFE, takich jak: (1) niższe koszty zarządzania długiem publicznym; (2) niższe dotacje do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (zależne od liczby osób, które zdecydują się pozostać w OFE); (3) aktywa osób, które mają mniej niż 10 lat do emerytury będą stopniowo i proporcjonalnie przenoszone do ZUS (transfer w 2014 będzie większy niż w kolejnych latach, ponieważ obejmie większą liczbę osób). Więcej szczegółów o zmianach w OFE i ich wpływie na rynek prezentujemy na kolejnych slajdach.
- Tempo konsolidacji finansów publicznych będzie wolniejsze niż wcześniej planowane, ale KE zezwoliła już na jeden rok opóźnienia. Biorąc pod uwagę pozytywne perspektywy dla wzrostu także na rok 2015, są szanse na obniżenie deficytu *general government* do ok. 3% PKB, zgodnie z wytycznymi KE. To pozwoliłoby zdjąć z Polski procedurę nadmiernego deficytu.

Przychody, wydatki i wynik budżetu w 2013 i 2014

(PLN bn)	2013 nowel. (1)	2014 (2)	Zmiana (2) / (1)
Dochody, w tym:	275.7	276.5	0.3%
Dochody podatkowe	239.2	248.0	3.7%
- VAT	113.0	115.7	2.4%
- CIT	22.0	23.3	5.9%
- PIT	40.9	43.7	6.8%
Dochody niepodatkowe	35.0	26.9	-23.1%
Wydatki	327.3	324.2	-0.9%
Wydatki (bez uwzgl. OFE)	327.3	333.5	1.9%
Saldo budżetu	-51.6	-47.7	-
Saldo (bez uwzgl. OFE)	-51.6	-57.0	-

Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Wynik general government (% PKB)

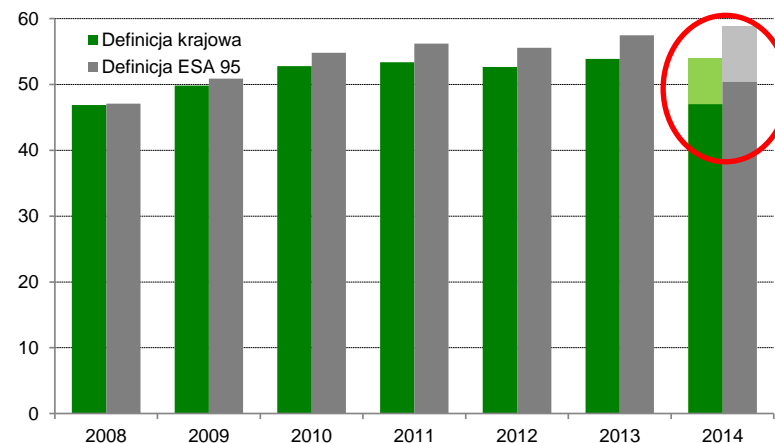


Źródło: Eurostat, BZ WBK

Dług publiczny w dół dzięki zmianom w OFE

- Dzięki zmianom w systemie emerytalnym, dług publiczny obniży się o ok. 8% PKB w wyniku przeniesienia obligacji do sektora publicznego. To pozwoli oddalić się od (zawieszonego) progu ostrożnościowego i zapisanego w Konstytucji progu 60%.
- Rząd planuje obniżyć progi ostrożnościowe 50% i 55% tylko w zastosowaniu do reguły wydatkowej, ale utrzymać 55% w ustawie o finansach publicznych. Warto pamiętać, iż Fundusz Drogowy nie jest uwzględniany przy obliczaniu długu publicznego wg krajowej metodologii, więc jest dość istotna różnica pomiędzy krajową definicją długu publicznego, a tą stosowaną w metodologii ESA95.
- Jeśli chodzi o nową metodologię, ESA2010, jest oczywiste, że nie pozwoli ona pokazać nadwyżki budżetowej w 2014 (która i tak by nie miała znaczenia, ponieważ jako efekt jednorazowy zostałaby zignorowana przez rynek). Niemniej, wygląda na to, że dług publiczny obniży się (dzięki transferowi obligacji z OFE do sektora publicznego) nie tylko wg polskiej metodologii, ale i wg ESA2010. Przykładowo, Komisja Europejska w swoich jesiennych prognozach pokazała, że oczekuje spadku długu publicznego z 58,2% PKB oczekiwanego w 2013 do 51% PKB w 2014 i 52,5% PKB w 2015.
- Największym wyzwaniem dla nowego ministra finansów oraz rządu będzie wygospodarowanie środków na wydatki związane z nową unijną perspektywą finansową (ponad 80 mld € w latach 2014-2020) i jednocześnie trzymanie się planu konsolidacji finansów publicznych.

Dług publiczny i wpływ OFE (% PKB)



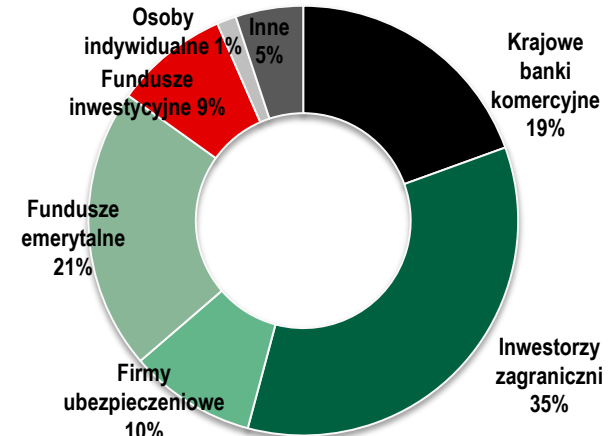
Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Eurostat, BZ WBK

Rynek długu bardziej zależny od zagranicy

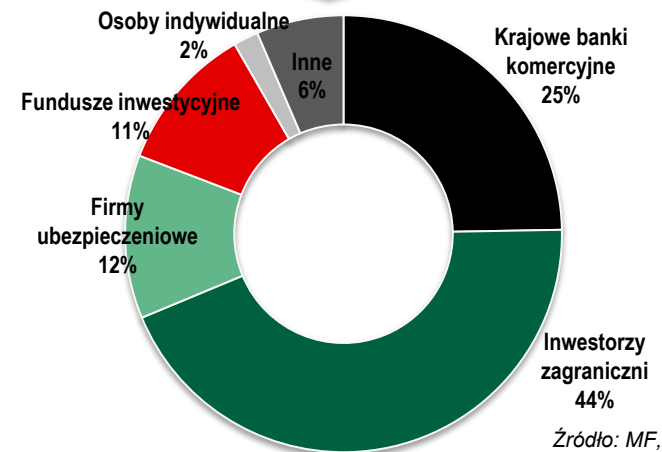
- W efekcie przeniesienia obligacji z OFE do ZUS, udział inwestorów zagranicznych w rynkowym, złotowym długu wzrósł o 10 pkt. proc., z 33,7% do ok. 43% (na podstawie danych na koniec października).
- Dla niektórych serii (np. DS zapadających w 2020, 2021 i 2023) udział inwestorów zagranicznych wzrósł do ok. 60%, a dla innych serii (WZ zapadających w 2017 i 2021) koncentracja obligacji u jednego (zagranicznego) inwestora sięgnie ok. 20% całkowitej emisji.
- Zmiany w systemie emerytalnym będą więc oznaczać większą zależność od przepływów zagranicznego kapitału, co oznacza ryzyko podwyższonej zmienności i prawdopodobnie wyższą premię za płynność. Dotyczyć to może głównie segmentu 3-5 lat, gdzie OFE posiadają większość obligacji. Fundusze te preferowały raczej obligacje o stałym kuponie (DS, PS).
- Dodatkowe ryzyko odpływu zagranicznych inwestorów w przyszłym roku wynika z możliwego zmniejszenia udziału Polski w globalnych indeksach obligacyjnych. Niemniej, nawet jeśli założymy, że większość inwestorów naśladuje zmiany w składach benchmarków, to ewentualny odpływ wyniósłby tylko kilka miliardów dolarów (2-3 mld \$). Nie byłaby to więc kwota znacznie odbiegająca od październikowego odpływu, który wyniósł 7 mld zł. Redukcja zaangażowania w październiku była skoncentrowana na krótkim końcu krzywej, ale wpływ na rynek był ograniczony. Odpływ kapitału był w pewnym stopniu zniwelowany zakupami OFE, ale należy pamiętać, że ten czynnik nie będzie mógł się powtórzyć w 2014.

Zmiana udziałów posiadaczy krajowego długu w wyniku zmian w OFE

Na koniec października 2013

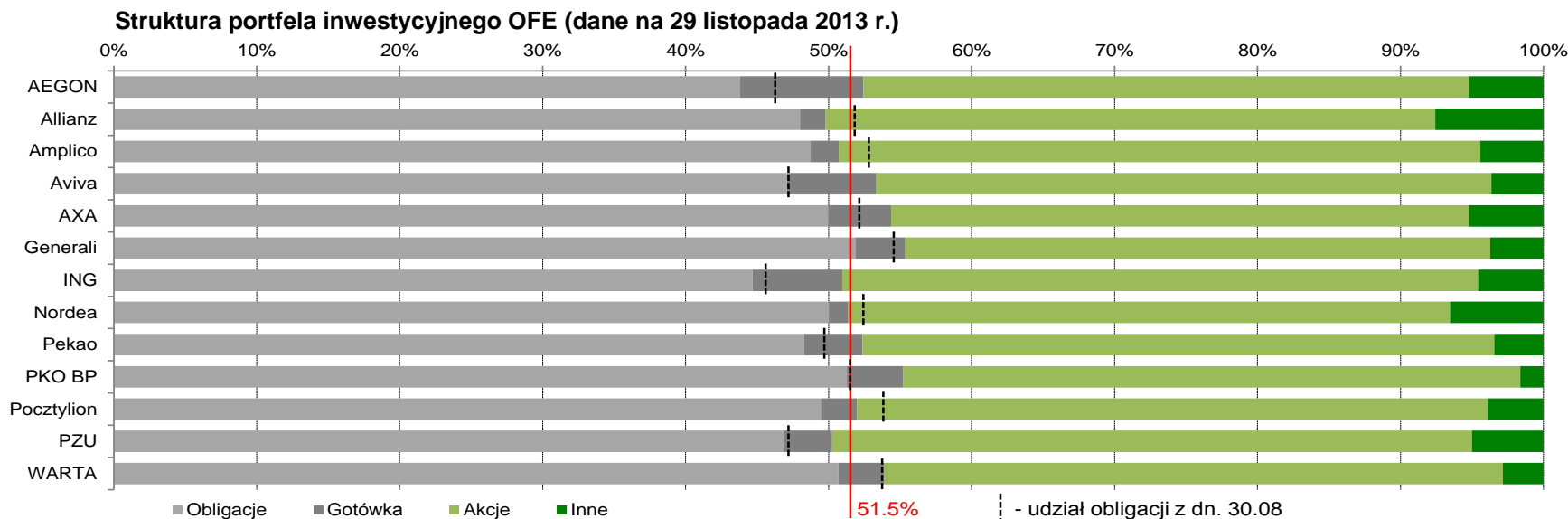


Po zmianach w OFE



Źródło: MF, BZ WBK

Czy OFE dokupią obligacje i sprzedadzą akcje?



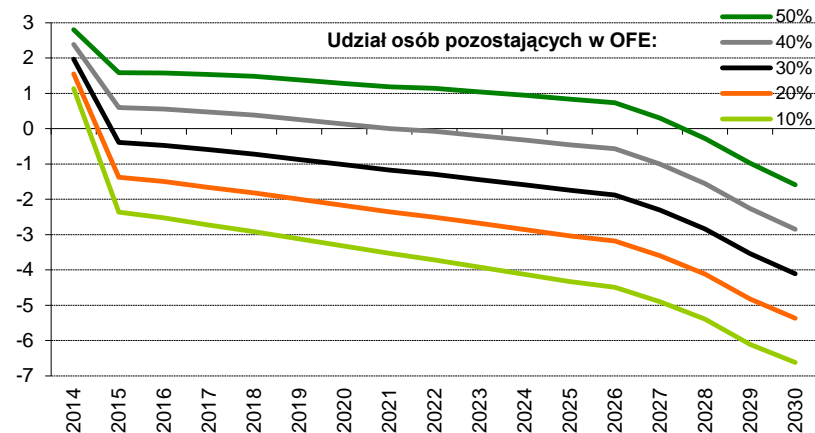
Źródło: KNF, BZ WBK

- Na koniec listopada tylko w przypadku jednego funduszu emerytalnego udział w portfelu inwestycyjnym obligacji rządowych i obligacji gwarantowanych przez SP był wyższy niż minimalny limit transferu wynoszący 51,5% aktywów. Jeśli taka sytuacja wystąpi w momencie transferu, wartość obligacji powyżej limitu może zostać w portfelu funduszu i być utrzymywana do momentu ich wykupu lub sprzedana na rynku. Nowe inwestycje w obligacje rządowe (po wprowadzeniu zmian) będą zabronione.
- Należy jednak pamiętać, że w ramach tych 51,5% łącznych aktywów każdego OFE wartość przekazywanych do ZUS papierów skarbowych i obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa (SP) nie będzie mogła być niższa od wynikającej z udziału papierów skarbowych i obligacji gwarantowanych przez SP w aktywach każdego OFE wg stanu na dzień 3.09.2013 r., tj. na dzień poprzedzający ogłoszenie planowanych zmian w systemie emerytalnym. Na wykresie powyżej jako przybliżenie stanu na 3.09 pokazano udział obligacji w portfelach na koniec sierpnia. Niewykluczone, że niektóre z funduszy będą musiały dokupić obligacje jeśli struktura portfela inwestycyjnego pozostanie niezmienną.
- Jeśli chodzi o potencjalny odpływ środków z rynku akcji, to na koniec listopada 5 funduszy (Allianz, Amplico, ING, Nordea i PZU) miało za mało gotówki by uzupełnić niedobór wynikający z różnicy pomiędzy wartością posiadanych obligacji a limitem transferu (51,5%). Luka ta wyniosła 1,3 mld zł i to sugeruje, *ceteris paribus*, potencjalną wyprzedaż akcji do końca stycznia (data referencyjna transferu aktywów). Jednakże, jeśli rynek akcji będzie dalej rósł (bez dodatkowego zakupu przez OFE) i/lub ceny obligacji będą spadać, ryzyko podaży akcji rośnie.

Czy będzie napływ netto środków do OFE?

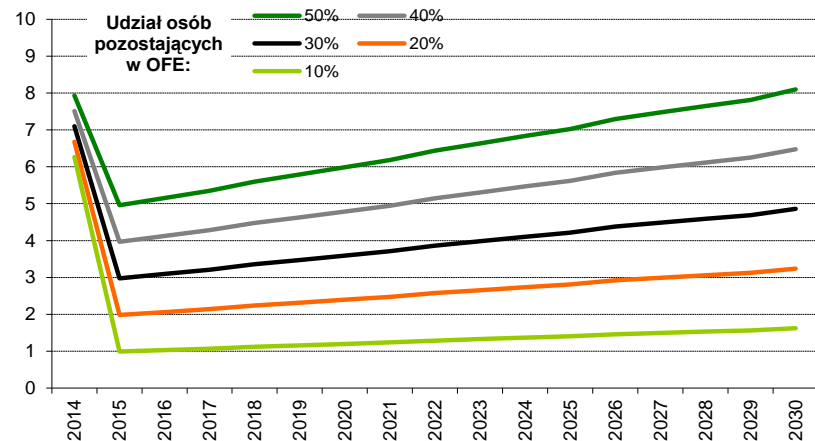
- Jednym z elementów planowanych przez rząd zmian w funduszach emerytalnych jest transfer aktywów osób do ZUS, które mają mniej niż 10 lat do emerytury. Będzie on odbywał się stopniowo i proporcjonalnie (w 2014 r. transfer ten będzie większy niż w kolejnych latach gdyż będzie dotyczył większej liczby osób).
- Będzie to negatywny czynnik z punktu widzenia wpływów netto do funduszy emerytalnych. W pewnym stopniu może on być zrównoważony przez wpływy nowych składek, których wysokość będzie uzależniona od liczby osób, które zdecydują się na pozostanie w OFE. Wykresy obok pokazują symulacje, przygotowane przez analityków Domu Maklerskiego BZ WBK.
- W 2014 r. napływ netto środków do OFE pozostanie dodatni, gdyż strumień składek nie ulegnie zmianie do momentu podjęcia decyzji o przejściu do ZUS czy też pozostaniu w OFE, czyli do około połowy 2014 r. Jednakże napływ środków netto w 2015 r. i w kolejnych latach będzie zależał od tego jak dużo podatników zdecyduje się na pozostanie w OFE. Warto zauważyć, że wykresy obok pokazują oczekiwania bez uwzględnienia płatności z tytułu dywidend. Jeśli ten efekt zostanie uwzględniony, prawdopodobnie wskaźnik poniżej 30% podatników, którzy zdecydują się pozostać w OFE będzie wystarczający, żeby uniknąć negatywnych wpływów netto na giełdę w najbliższych kilku latach.
- Warto pamiętać, że zjawisko sprzedaży netto akcji przez OFE miałyby miejsce później nawet bez obecnie proponowanej reformy – OFE sprzedawałby w przyszłości akcje, aby wypłacić emerytury.

Oczekiwane wpływy netto do OFE



Źródło: Dom Maklerski BZ WBK

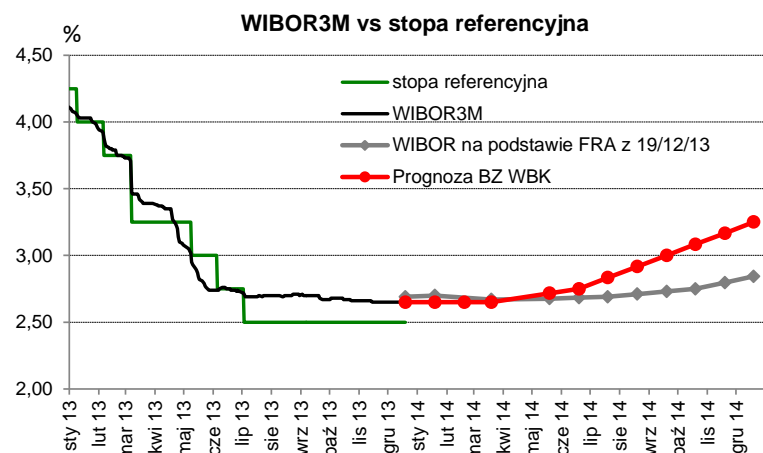
Oczekiwane transfery z ZUS do OFE



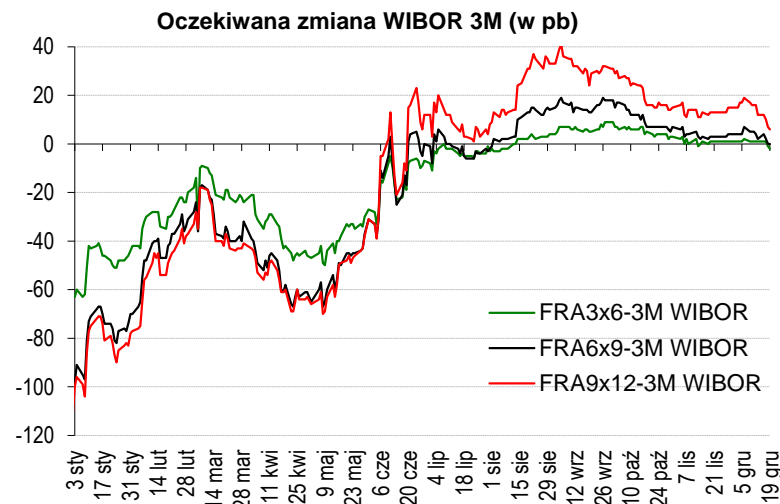
Źródło: Dom Maklerski BZ WBK

Czy rynek wyceni wcześniejsze podwyżki stóp?

- Stawki rynku pieniężnego zakotwiczyły się na najniższych poziomach w historii. Wynika to z kilku czynników, a najważniejsze z nich to: (1) wprowadzenie przez RPP tzw. *forward guidance*, tj. nowej formy komunikacji banku w zakresie polityki stóp procentowych, który zakłada stabilne stopy przynajmniej do połowy 2014; (2) gołębie komentarze ze strony członków RPP, sugerujące stabilne stopy w dłuższym okresie; (3) zaskakująco niskie odczyty CPI, które obniżają ścieżkę inflacyjną na kolejne kwartały. Stawki FRA wskazują, że rynek wciąż dyskontuje pierwszą podwyżkę stóp procentowych w perspektywie roku (FRA12x15 oscyluje wokół 3%).
- W naszej ocenie inflacja CPI w I kw. 2014 pozostanie na niskim poziomie, co w połączeniu z wciąż gołębią retoryką członków Rady powinno przyczynić się do stabilizacji stawek WIBOR blisko bieżących poziomów. Jednak coraz bardziej wyraźne sygnały ożywienia i stopniowy wzrost inflacji w kolejnych miesiącach mogą spowodować zmianę nastawienia na restrykcyjne przez RPP i rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp na jesieni. Nasz bazowy scenariusz zakłada 2 podwyżki stóp do końca 2014 r. (łącznie o 50 pb). W konsekwencji oczekujemy wzrostów stawek WIBOR w II połowie 2014, głównie po pierwszej podwyżce stóp. Stawki FRA pozostaną bardziej wrażliwe na zmiany w scenariuszu makro i implikowana krzywa WIBOR może szybciej wzrosnąć w reakcji na rosnącą inflację i PKB w kolejnych kwartałach 2014 r.
- Spodziewamy się, że WIBOR 3M wzrośnie do 2,75% (średnia) w czerwcu, a następnie do 3,25% w grudniu po tym jak RPP rozpocznie cykl podwyżek stóp. Jak już wspominaliśmy na wcześniejszych slajdach nt. polityki pieniężnej, widzimy ryzyko w dół dla naszego scenariusza ścieżki stóp.



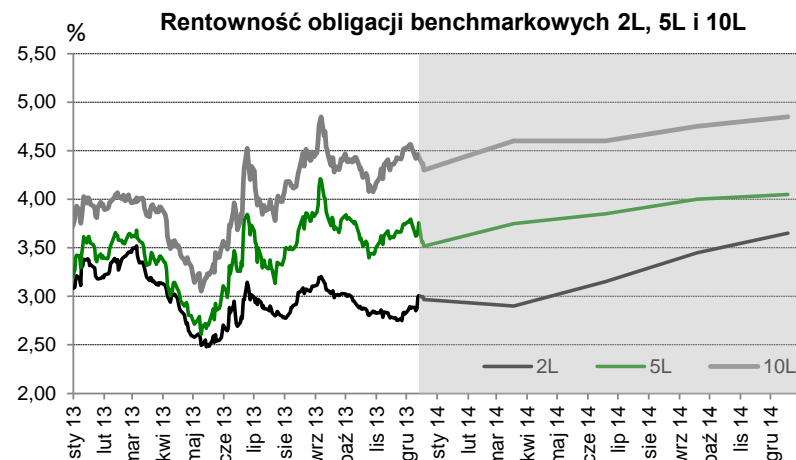
Źródło: Reuters, BZ WBK



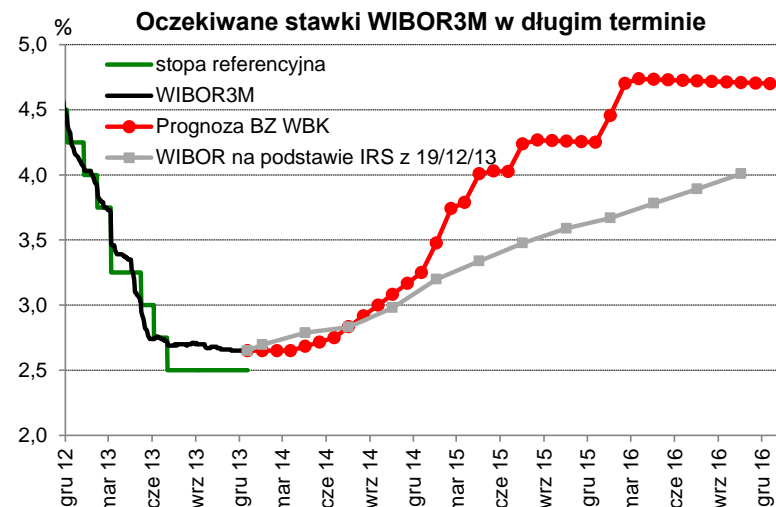
Źródło: Reuters, BZ WBK

Obligacje i IRS pod presją różnych czynników

- W 2013 r. sytuacja na krajowym rynku stopy procentowej zmieniła się znacząco w porównaniu do 2012 r., co wynikało m.in. z zakończenia cyklu obniżek stóp przez RPP, stopniowego ożywienia aktywności gospodarczej oraz ryzyka, że Fed jeszcze w tym roku rozpocznie ograniczanie QE3. W konsekwencji mieliśmy do czynienia ze strategią wystromienia krzywych rentowności – znaczący wzrost rentowności/stawek na środku i długim końcu przy nieznaczny spadku na krótkim końcu krzywych.
- W 2014 r. rynek stopy pozostanie pod presją wielu czynników. Jednym z najważniejszych jest ograniczanie QE3 przez Fed. W połączeniu z coraz wyraźniejszymi sygnałami ożywienia gospodarczego będzie to generowało presję na wzrost rentowności na rynkach bazowych, głównie na środku i długim końcu krzywych. Nasz bazowy scenariusz zakłada rentowność niemieckiej obligacji 10-letniej na poziomie ok. 2,50% na koniec 2014.
- Drugim czynnikiem, który będzie oddziaływał na rynek długu, o czym wspomnieliśmy na poprzednich slajdach nt. OFE, jest silne uzależnienie od inwestorów zagranicznych, a więc od zmian w nastrojach na rynkach globalnych. Z kolei początek nowego roku może przynieść chwilowy wzrost popytu na krajowy dług ze strony OFE (prawdopodobnie głównie na krótki koniec krzywej).
- Spśród krajowych czynników, przyspieszenie wzrostu gospodarczego w połączeniu ze stopniowym wzrostem inflacji będą powodowały wzrost rentowności wzdłuż krzywej. Z drugiej strony umocnienie złotego (szczegóły na następnych slajdach) i niższa podaż SPW (m.in. w wyniku lepszej realizacji dochodów) powinny wspierać krajowy rynek długu.
- Podsumowując, oczekujemy kontynuacji wystramiania krzywych. Krótki koniec powinien pozostać relatywnie stabilny (wciąż gołębia retoryka RPP, niska inflacja, popyt ze strony OFE) na początku roku. Rosnące oczekiwania na zacieśnienie polityki monetarnej przyczynią się do bardziej wyraźnego wzrostu rentowności w II połowie 2014 r. Prognozujemy wzrost rentowność 10-latkę w kierunku 4,90% na koniec przyszłego roku.



Źródło: Reuters, BZ WBK

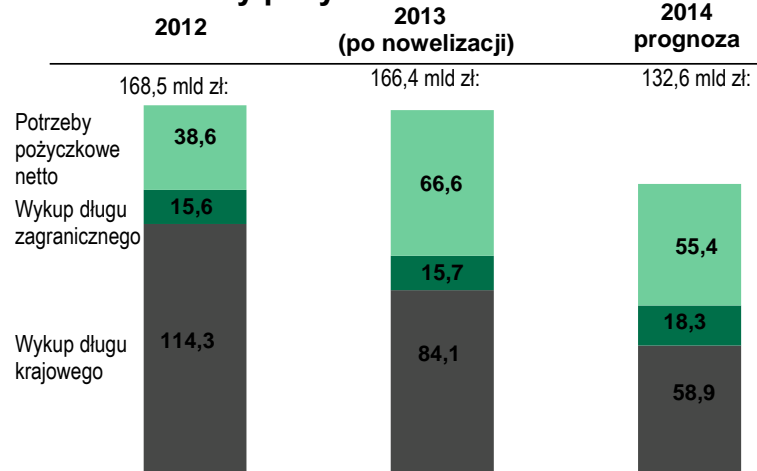


Źródło: Bloomberg, BZ WBK

Niższe wykupy + zmiany w OFE = niższa podaż

- Ustawa budżetowa na 2014 r. zakłada deficyt budżetowy na poziomie 47,7 mld zł (wobec deficytu na 51,6 mld zł założonego na 2013 r.). W przyszłym roku potrzeby pożyczkowe brutto wyniosą 132,6 mld zł wobec 166,4 mld zł w 2013 r. Niższe potrzeby pożyczkowe brutto to nie tylko efekt niższych krajowych wykupów (o 25 mld zł), ale również niższych potrzeb pożyczkowych netto, głównie w wyniku zmian w systemie emerytalnym. Wprowadzenie zmian w OFE wpłynie nie tylko na stronę podażową, ale również stronę popytową.
- Znaczące wykupy w 2014 r. będą miały miejsce w styczniu (wykupy krajowego długu OK0114 i obligacji denominowanych w USD w łącznej wysokości 16,3 mld zł), w lutym (wykup euroobligacji o wartości 1,3 mld €), w kwietniu (wykup krajowego długu PS0414 o wartości prawie 22 mld zł) i w lipcu (wykup krajowego długu OK0714 o wartości 10 mld zł).
- Źródła finansowania potrzeb pożyczkowych brutto nie ulegają zmianie w porównaniu do poprzednich lat. Główny udział w finansowaniu będą miały emisje SPW na krajowy rynek. W przypadku finansowania zagranicznego Ministerstwo Finansów założyło zwiększenie przychodów netto z tytułu emisji długu w walucie obcej do około 14 mld zł z tylko 3 mld zł w 2013 r.
- W 2013 r. Ministerstwu Finansów udało się zbudować solidną poduszkę płynnościową, która będzie zabezpieczała znaczące wykupy długu w I kw. 2014 r. Wartość prefinansowania stanowi ponad 20% całorocznych potrzeb pożyczkowych. Ministerstwo Finansów zamierza w całości sfinansować potrzeby brutto do końca lipca. Przy założeniu pełnej realizacji finansowania zagranicznego szacujemy, że średnia miesięczna oferta SPW w okresie styczeń-lipiec wyniesie ok. 10 mld zł.

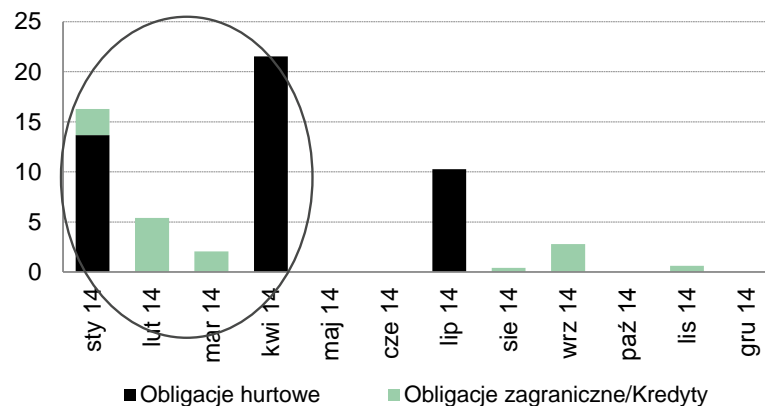
Potrzeby pożyczkowe brutto:



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Wykupy rynkowych SPW w 2014 r.

(dane na grudzień 2013, w mld zł)

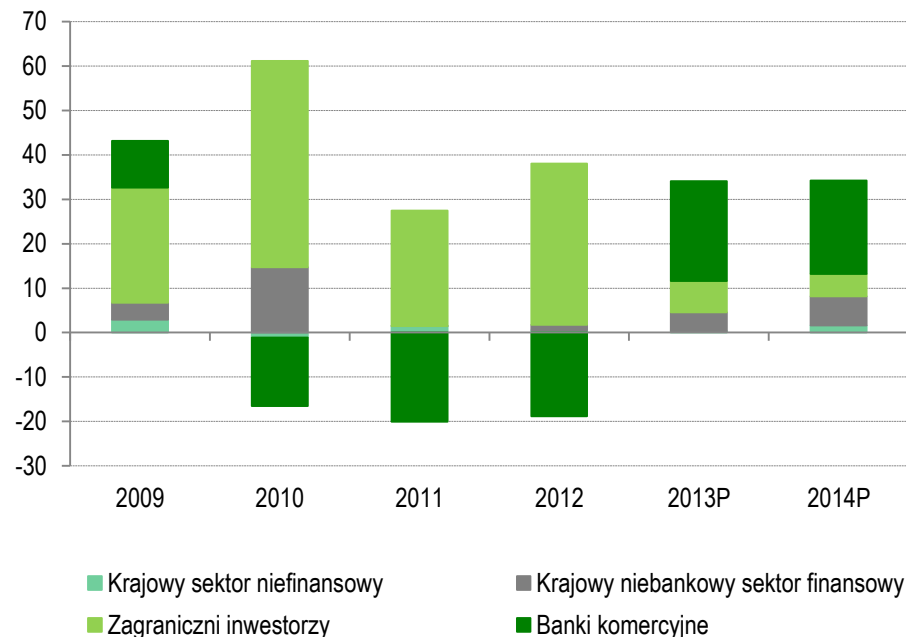


Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Struktura finansowania krajowego podobna jak w 2013 r.

- W 2013 r., w przeciwieństwie do lat 2010-2012, krajowe banki komercyjne odegrały największą rolę w krajowym finansowaniu potrzeb pożyczkowych brutto. W tym samym czasie udział zagranicznych inwestorów obniżył się znacząco w porównaniu do 2012 r.
- W 2014 r. spodziewamy się, że struktura krajowego finansowania może być bardzo zbliżona do tej z 2013 r., gdzie krajowe banki odegrały dominującą rolę. W naszej ocenie udział krajowego niebankowego sektora finansowego będzie zbliżony do poziomu z tego roku pomimo zniknięcia OFE z rynku długu.
- W przypadku zagranicznych inwestorów spodziewamy się, że ich udział w finansowaniu może się nieznacznie obniżyć (do 5 mld zł w ujęciu netto z ok. 7 mld zł oczekiwanych w tym roku).
- W naszej ocenie ryzyko gwałtownego wyjścia zagranicznych inwestorów z krajowego rynku długu jest raczej ograniczone. Struktura bazy zagranicznych inwestorów pozostaje relatywnie stabilna, dominują w niej inwestorzy średnio i długoterminowi.
- W naszej ocenie dla zmniejszenia ryzyka wzrostu rentowności z tytułu ewentualnego odpływu kapitału zagranicznego (benchmarkowanie, wyższa premia za płynność po reformie OFE) korzystne byłoby publikowanie przez Ministerstwo Finansów bardziej szczegółowej struktury zaangażowania zagranicznych inwestorów w krajowy dług, która, w naszej ocenie, pokazałaby rosnący udział długoterminowych inwestorów (na przykład banków centralnych).

Finansowanie krajowe – strona popytowa (w mld zł)

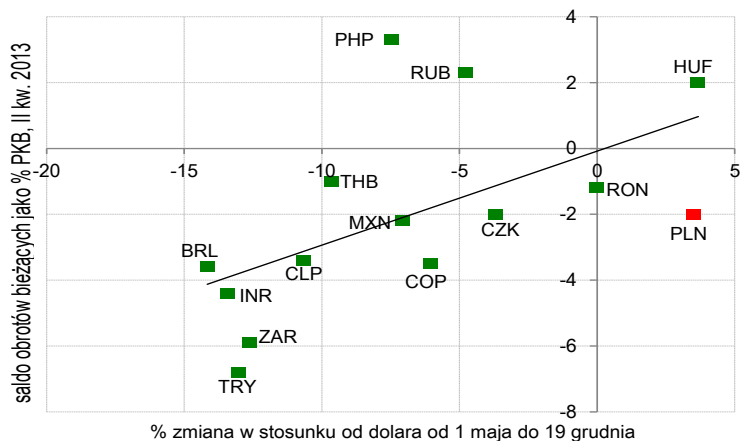


Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Złoty pod wpływem czynników krajowych i globalnych

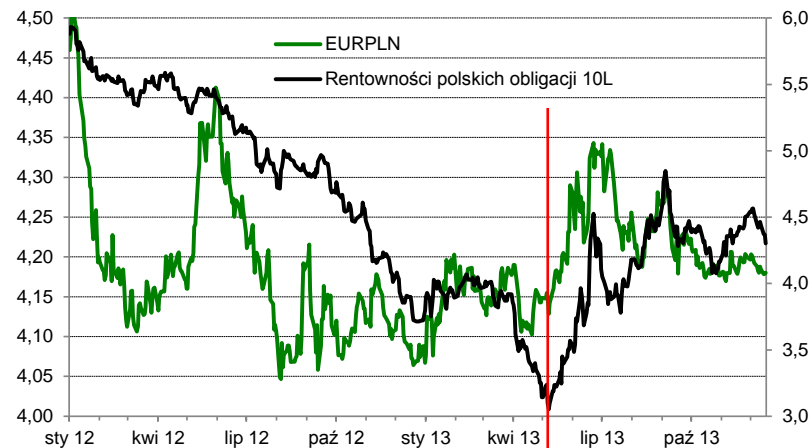
- Rok temu napisaliśmy, że złoty jest walutą cykliczną i jego notowania w średnim i długim terminie zależą od fazy cyklu gospodarczego. W ostatnim okresie, lokalne czynniki zostały jednak przestonięte przez wydarzenia globalne – zmiany na rynku złotego (i polskich obligacji) były mocno zależne od wahań oczekiwań odnośnie zmian w polityce pieniężnej Fed.
- Amerykański bank centralny ogłosił na grudniowym posiedzeniu, że od stycznia 2014 r. ograniczy program QE3. Stopniowa kontynuacja ograniczania skupu aktywów przez Fed będzie wywierała negatywną presję na waluty krajów wschodzących. Negatywny wpływ na złotego powinien być ograniczony dzięki wyraźnej poprawie salda obrotów bieżących w ostatnim czasie.

Zmiany w stosunku do dolara i sald obrotów bieżących jako % PKB od kiedy FOMC zasugerował ograniczenie QE3 w tym roku



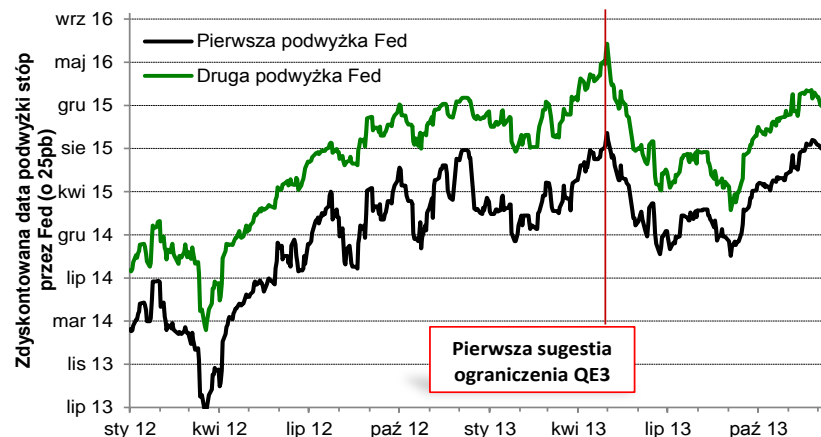
Źródło: Bloomberg, BZ WBK

EURPLN i rentowność 10-letnich polskich obligacji



Źródło: Reuters, BZ WBK

Oczekiwany termin podwyżek stóp przez Fed

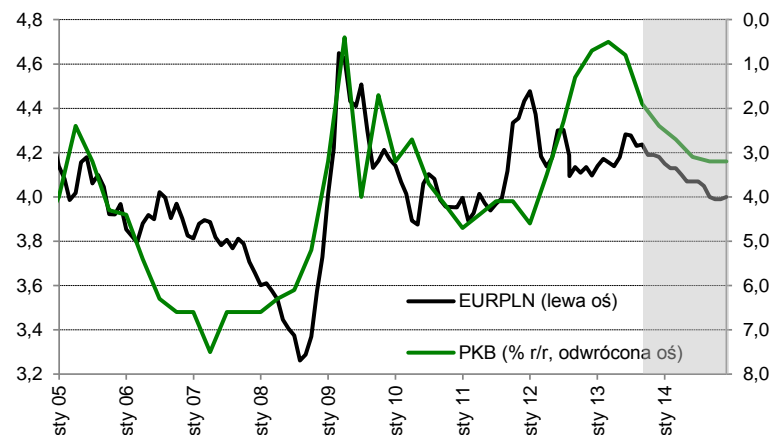


Źródło: Bloomberg, BZ WBK

Możliwe umiarkowane umocnienie złotego

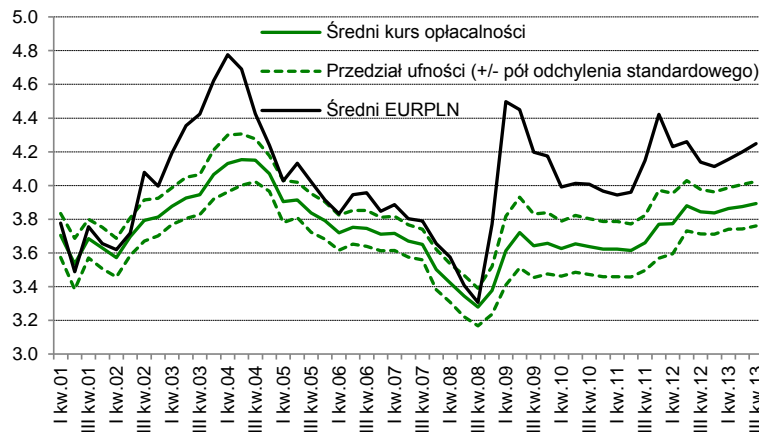
- Przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, znaczące ograniczenie zewnętrznej nierównowagi i oczekiwany wzrost dysparytetu stóp procentowych pozwolą, naszym zdaniem, na umiarkowaną aprecjację złotego w najbliższych kwartałach. Skala umocnienia może być jednak ograniczona – jak zaznaczyliśmy wcześniej – przez zmniejszenie skali QE3.
- Spodziewamy się, że EURPLN obniży się w kierunku 4,0 (lub nawet nieco poniżej) na koniec 2014. Umocnienie złotego w relacji do dolara może być wyraźniejsze, spodziewamy się bowiem wzrostu EURUSD do 1,40 na koniec przyszłego roku.
- Co istotne, skala umocnienia krajowej waluty nie powinna być na tyle duża, aby przyczynić się do znacznego ograniczenia konkurencyjności polskiego eksportu. Wg ankiety NBP, średni EURPLN, przy którym polski eksport nadal jest opłacalny był na poziomie 3,90 w III kw. 2013.
- Oczekiwane zmiany na rynku walutowym powinny mieć ograniczony wpływ na inflację. Po pierwsze, skala aprecjacji krajowej waluty nie będzie znacząca. Po drugie, badania NBP sugerują, iż wpływ zmian kursu walutowego na tempo wzrostu cen znacząco się osłabił w ostatnim czasie.

EURPLN i PKB Polski



Źródło: GUS, Reuters, BZ WBK

Kurs euro, przy którym eksport staje się nieopłacalny

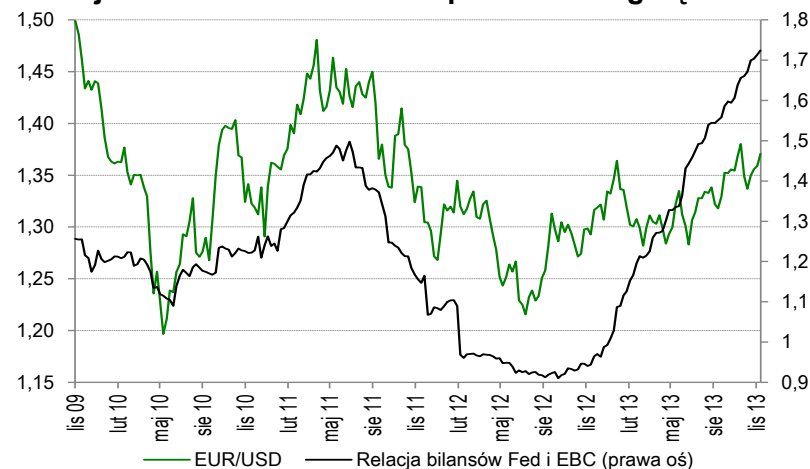


Źródło: NBP

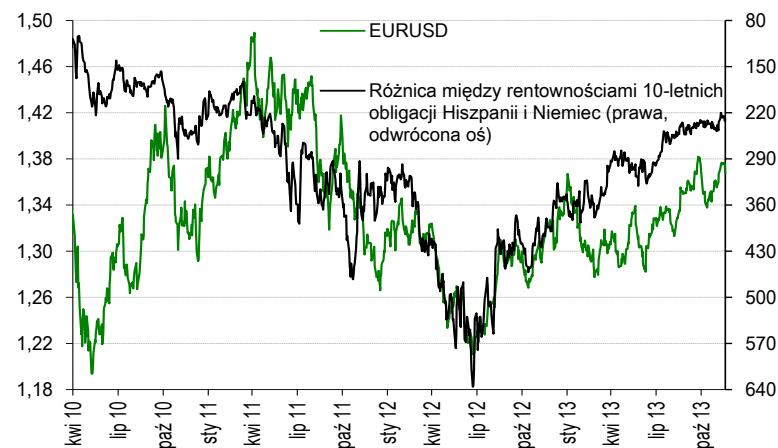
Ożywienie gospodarcze pchnie EURUSD w górę *

- Uważamy, że EURUSD będzie rósł w 2014. Zmniejszenie skali QE3 wcale nie musi, wg nas, wspierać dolara. Ograniczenie rozmiaru stymulacji było przynajmniej w części wycenione przez rynek i wygląda na to, że jego szybkość oraz warunkowość są bardziej istotne niż data ogłoszenia. W sumie, nie tyle mamy do czynienia z zacieśnieniem warunków monetarnych, co z mniejszą ekspansją. Bilans Fed będzie więc dalej rósł co zwiększa przestrzeń do aprecjacji euro.
- Ryzyko związane z sytuacją na peryferiach Eurolandu wyraźnie spadło w trakcie ostatnich kilku miesięcy. Zawężanie się spreadów w stosunku do niemieckiego długu i rewizje w górę ratingów lub ich perspektyw dla państw z południa Europy – połączone z dalszą poprawą sytuacji fiskalnej w warunkach odbicia gospodarczego – też powinno pomóc wspólnej walucie.
- Pod koniec 2013 euro było chwilowo pod presją oczekiwań, że EBC będzie dalej luzował politykę pieniężną. Mario Draghi oraz inni przedstawiciele banku powiedzieli jednak, iż EBC nie czuje żadnej presji, aby podjąć szybko dalsze działania. Z drugiej strony, potencjał do wyraźniejszego odbicia EURUSD może być ograniczany przez fakt, że EBC nadal wymienia kurs walutowy jako ważny czynnik wpływający na inflację, a niski HICP jest teraz ważnym zmartwieniem banku.
- Oczekujemy EURUSD blisko 1,40 na koniec 2014. Wzrosty tego kursu powinny wspierać złotego do dolara. Naszym zdaniem USDPLN będzie nieco poniżej 2,90 na koniec przyszłego roku.

Relacja bilansów Fed i EBC wspiera ruch w górę EURUSD



Niższe ryzyko związane z peryferiami strefy euro powinno wspierać wspólną walutę



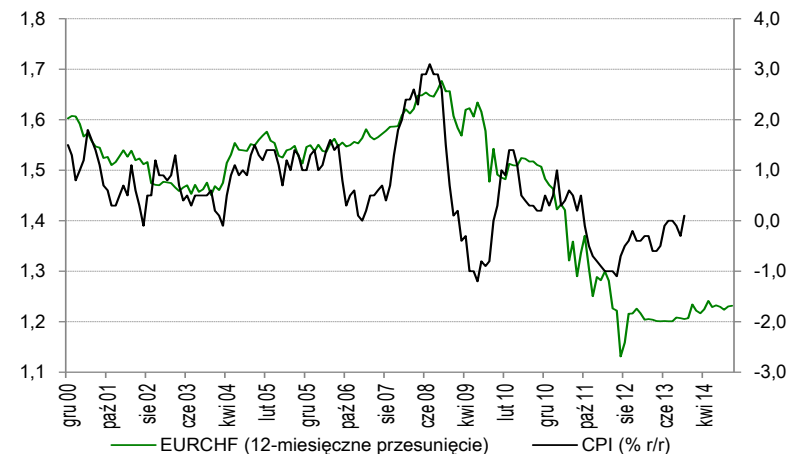
Źródło: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

(*) Opracowanie na podstawie raportu FX Compass przygotowanego przez Santander Global FX Strategy i opublikowanego 12 grudnia 2013

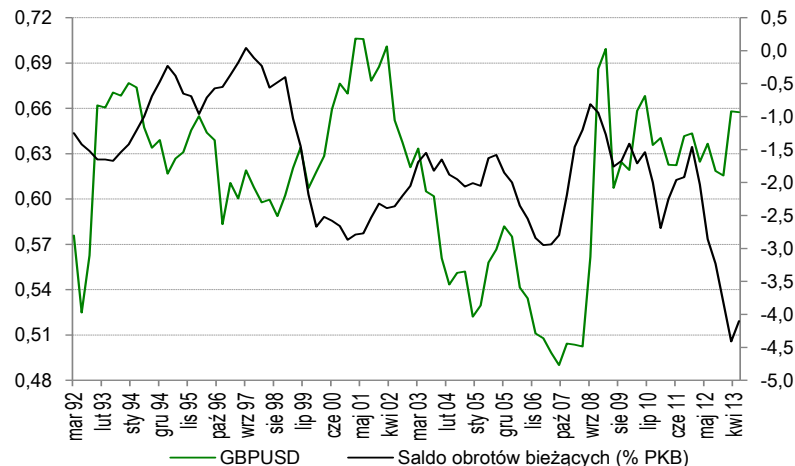
Funt mocniejszy, frank słabszy w 2014? *

- ▶ Oczekujemy aprecjacji euro do franka w 2014. Jeśli ożywienie gospodarcze będzie postępować zgodnie z prognozami, to popyt na bezpieczne aktywa może spaść, co powinno wywrzeć presję na franka.
- ▶ Poza tym, bank centralny Szwajcarii (SNB) nadal uważa franka za przewartościowanego. Prognozy banku pokazują, że roczna inflacja pozostanie poniżej celu (blisko 2% w średnim terminie). Oczekujemy utrzymania dolnej granicy dla EURCHF na 1,20 w trakcie 2014, ale utrzymująca się niska inflacja może skłonić SNB do jej podniesienia. Spodziewamy się EURCHF na poziomie 1,30 na koniec przyszłego roku.
- ▶ Wzrost kursu umocni złotego do franka. Prognozujemy kurs CHF/PLN blisko 3,10 na koniec 2014.
- ▶ Funt zyskał dość wyraźnie do euro i dolara w drugiej połowie br. W pewnym stopniu był to skutek zaskakująco dobrych danych z brytyjskiej gospodarki, które wsparły oczekiwania, iż Bank Anglii może zacząć podnosić stopy już pod koniec 2014.
- ▶ Jednak nie wszystkie wskaźniki się poprawiły. Stopa bezrobocia pozostaje powyżej 7%, a saldo obrotów bieżących jako % PKB rozczarowuje (patrz: wykres) w porównaniu do -2% dla USA i +2% dla strefy euro. Sądzymy, że funt musi więc najpierw zniwelować część umocnienia, zanim trend aprecjacyjny zostanie wznowiony w 2014.
- ▶ Oczekujemy spadku GBPPLN do 4,81 w III kw. 2014 i odbicia do 4.88 na koniec roku, kiedy to funt zacznie się znowu umacniać do euro i dolara.

Niska inflacja może skłonić SNB do podniesienia limitu dla EURCHF



Deficyt na rachunku obrotów bieżących może ograniczyć umocnienie funta w krótkim terminie



Źródło: Bloomberg, BZ WBK

(*) Opracowanie na podstawie raportu FX Compass przygotowanego przez Santander Global FX Strategy i opublikowanego 12 grudnia 2013

Dane i prognozy ekonomiczne

Poland		2011	2012	2013	2014	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
PKB	mld PLN	1 523,2	1 595,2	1 632,7	1 703,4	377,9	395,7	404,3	454,8	392,1	413,0	421,9	476,5
PKB	% r/r	4,5	1,9	1,5	3,1	0,5	0,8	1,9	2,6	2,7	3,1	3,2	3,3
Popyt krajowy	% r/r	3,6	-0,2	-0,3	2,2	-0,9	-1,7	0,5	0,7	1,0	1,9	2,3	3,4
Spożycie indywidualne	% r/r	2,6	0,8	0,6	1,8	0,0	0,2	1,0	1,3	1,5	1,7	2,0	2,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	8,5	-0,8	-0,5	3,7	-2,1	-3,2	0,6	1,0	1,0	2,0	3,0	6,0
Stopa bezrobocia ^a	%	12,5	13,4	13,5	12,7	14,3	13,2	13,0	13,5	13,8	13,0	12,5	12,7
Rachunek bieżący	mldn EUR	-18 519	-14 191	-5 270	-1 382	-2 313	362	-2 306	-1 013	-203	956	-1 116	-1 019
Rachunek bieżący	% PKB	-5,0	-3,7	-1,4	-0,3	-3,1	-2,3	-2,0	-1,4	-0,8	-0,6	-0,3	-0,3
Wynik general government	% PKB	-5,0	-3,9	-4,4	4,4*	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	3,7	0,9	1,5	1,3	0,5	1,1	0,8	1,1	1,5	1,3	2,0
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	4,6	2,4	0,8	2,1	1,0	0,2	1,0	0,8	1,2	1,7	1,5	2,1
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,4	2,2	1,2	1,8	1,2	1,0	1,4	1,3	1,7	1,8	1,6	2,0

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, BZ WBK

^a na koniec okresu

* nadwyżka wynikająca z jednorazowego efektu zmian w OFE

Dane i prognozy rynkowe

Poland		2011	2012	2013	2014	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Stopa referencyjna ^a	%	4,50	4,25	2,50	3,00	3,25	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00
WIBOR 3M	%	4,54	4,91	3,02	2,86	3,77	2,96	2,70	2,66	2,65	2,72	2,92	3,17
Rentowność obligacji 2L	%	4,81	4,30	2,97	3,22	3,29	2,77	2,98	2,85	2,88	3,07	3,35	3,58
Rentowność obligacji 5L	%	5,44	4,53	3,47	3,88	3,49	3,09	3,63	3,65	3,73	3,82	3,95	4,03
Rentowność obligacji 10L	%	5,98	5,02	4,04	4,67	3,95	3,58	4,26	4,39	4,57	4,60	4,70	4,82
2-letni IRS	%	4,98	4,52	3,11	3,42	3,43	2,81	3,14	3,05	3,05	3,25	3,58	3,80
5-letni IRS	%	5,24	4,47	3,51	4,00	3,52	3,08	3,76	3,69	3,78	3,90	4,08	4,22
10-letni IRS	%	5,33	4,56	3,86	4,48	3,76	3,41	4,13	4,15	4,32	4,38	4,53	4,70
EUR/PLN	PLN	4,12	4,19	4,20	4,06	4,16	4,20	4,25	4,19	4,14	4,08	4,04	3,99
USD/PLN	PLN	2,96	3,26	3,16	2,96	3,15	3,22	3,21	3,08	3,04	3,00	2,95	2,87
CHF/PLN	PLN	3,34	3,47	3,41	3,23	3,38	3,41	3,44	3,40	3,32	3,26	3,21	3,11
GBP/PLN	PLN	4,75	5,16	4,94	4,85	4,88	4,94	4,97	4,98	4,90	4,83	4,84	4,84

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, BZ WBK

^a na koniec okresu

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 19.12.2013 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa

email: ekonomia@bzwbk.pl

serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.bzwbk.pl>

Maciej Reluga 22 534 18 88
Główny Ekonomista

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luzziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

ZASTRZEŻENIA

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.