



MAKROskop 2015

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Grudzień 2014

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH
Bank Zachodni WBK S.A.

ekonomia@bzwbk.pl

+48 22 534 18 88



Bank Zachodni WBK

 Grupa Santander

Podsumowanie – co za nami (2014)

- W pierwszej połowie 2014 r. polska gospodarka podążała ścieżką ożywienia. Popyt krajowy dołączył do eksportu jako silnik napędzający wzrost. Było dla nas całkiem jasne, że po pierwszej fazie ożywienia, która rozpoczęła się w 2013 r. i była napędzana przede wszystkim przez eksport, wzrost konsumpcji i inwestycji również zacznie przyśpieszać.
- Wydawało nam się po prostu bardzo prawdopodobne, że na oczekiwany dalszy wzrost zamówień zagranicznych firmy odpowiedzą wzrostem mocy wytwórczych, a w związku z tym wyższymi inwestycjami i zatrudnieniem. Wzrost inwestycji okazał się wręcz silniejszy niż zakładaliśmy rok temu. Niemniej, **kiedy widoczna już była druga faza ożywienia, na horyzoncie pojawił się nowy szok zewnętrzny**. Tak naprawdę były to dwa (powiązane ze sobą) szoki, jako że zaraz po wybuchu konfliktu na Ukrainie (który dotknął polski handel ze Wschodem) nastąpiło spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro, w szczególności w Niemczech. W rezultacie, pod koniec sierpnia obniżyliśmy nasze prognozy wzrostu gospodarczego dla Polski na lata 2014-15. **Spowolnienie wydaje nam się jednak przejściowe, a najnowsze wskaźniki koniunktury sugerują naszym zdaniem, że przed nami najwyżej dwa kwartały dynamiki PKB poniżej 3% na przełomie 2014/2015.**
- **Inflacja w 2014 r. okazała się niższa od prognoz**, co było głównym powodem, dla którego bank centralny zdecydował się na ponowne złagodzenie polityki pieniężnej (wbrew oczekiwaniom podwyżek stóp obecnym jeszcze kilka kwartałów temu). W ubiegłorocznym raporcie zawierającym prognozy na 2014 zakładaliśmy zacieśnienie polityki pieniężnej w ciągu roku, jednak naszym zdaniem nie należy się dziwić, że RPP zdecydowała się na obniżki stóp, biorąc pod uwagę zmianę w sytuacji makroekonomicznej, szczególnie jeśli chodzi o inflację. Należy pamiętać, że: *„Podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”*. Jako że nie było ryzyka nadmiernego wzrostu inflacji (tak naprawdę cel inflacyjny 2,5% został chybiony po raz kolejny, aż o 3 pkt. proc!), pojawiła się przestrzeń dla złagodzenia polityki pieniężnej, tym bardziej, że ryzyko przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest wg większości prognoz nadal bardzo ograniczone. Dotyczy to nie tylko inflacji CPI, ale również inflacji bazowej.
- Negatywne ryzyko dla wzrostu, znacznie niższa inflacja, złagodzenie polityki pieniężnej – te wszystkie czynniki przyczyniły się do umocnienia na polskim rynku długu. Jeśli chodzi o rynek walutowy, kurs EURPLN był stabilny praktycznie przez cały rok, co było naszym zdaniem efektem kilku sił oddziałujących w przeciwnych kierunkach.

Podsumowanie – co przed nami (makro)

- Jak wspomniano na poprzedniej stronie, oczekujemy, że **spowolnienie wzrostu PKB (zapewne poniżej 3% r/r) będzie przejściowe**. Główne ryzyka nadal dotyczą sytuacji za granicą i obejmują wątpliwości dot. tempa wzrostu w strefie euro i rozwoju wypadków na Ukrainie. Nadal uważamy jednak, że tempo wzrostu polskiego eksportu utrzyma się na przyzwoitym poziomie 6-7% r/r (niższe od ok. 10%, którego spodziewaliśmy się przed zaburzeniami z II kwartału). Będzie to oznaczało dalszy wzrost roli eksportu w polskiej gospodarce i będzie możliwe dzięki kolejnym krokom w kierunku geograficznej dywersyfikacji polskiego eksportu i substytucji produktów na rynkach światowych przez polskie towary o dobrej jakości i przystępnej cenie (szczegóły na kolejnych slajdach). Tendencji tej będzie też sprzyjać umiarkowane ożywienie popytu ze strefy euro. Zakładamy, że spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro jest jedynie przejściowe i średni wzrost PKB w 2015 r. powinien wynieść 1,1% (w Niemczech 1,5%). Chociaż prognozy te są na podobnym poziomie jak na 2014 r., całkiem inna będzie ścieżka kwartalna, z najniższym wzrostem r/r w I kwartale.
- **Rola popytu krajowego w 2015 r. powinna pozostać duża**. Ożywienie na rynku pracy trwa, objawiając się wzrostem zatrudnienia i znaczącym przyrostem płac realnych (któremu sprzyja wzrost wydajności). Dane BAEL sugerują, że w październiku po raz pierwszy w historii (od kiedy dostępne są dane) wyrównana sezonowo liczba pracujących przekroczyła 16 milionów, przy spadkowej tendencji liczby osób w wieku produkcyjnym i wzroście liczby pracujących o 2,7% r/r (najwięcej od 2008 r.). Nominalne tempo wzrostu płac na poziomie 3-4% r/r powinno zostać utrzymane, co przy niskiej/braku inflacji będzie oznaczać istotny wzrost realnej siły nabywczej wynagrodzeń. Jednocześnie, spodziewamy się wzrostu jednostkowych kosztów pracy zaledwie o 1-2%. Budżety gospodarstw domowych otrzymają dodatkowe wsparcie ze strony korzystnych zasad waloryzacji rent i emerytur, dodatkowych ulg podatkowych dla rodzin wielodzietnych oraz ze strony niskich stóp procentowych. W sumie, popyt konsumpcyjny będzie ważnym motorem wzrostu PKB w 2015 r. Największy znak zapytania dotyczy inwestycji; zakładamy, że ich wzrost wyniesie średnio 8,4% r/r w 2015 r.
- **Naszym zdaniem zbyt wysoka inflacja nie będzie problemem w najbliższym czasie (przeciwnie, okres deflacji może się wydłużyć do prawie 12 miesięcy!)**. Chociaż wspomniana wyżej struktura wzrostu PKB sugeruje, że inflacja bazowa może rosnąć w ciągu roku, punkt startowy będzie bardzo niski i bardzo odległy od celu inflacyjnego. Naszym zdaniem wzrost CPI pozostanie ujemny przynajmniej do połowy roku, po czym powinien stopniowo odbijać do ok. 1% na koniec roku. Ponownie stworzy to sporą presję na RPP...

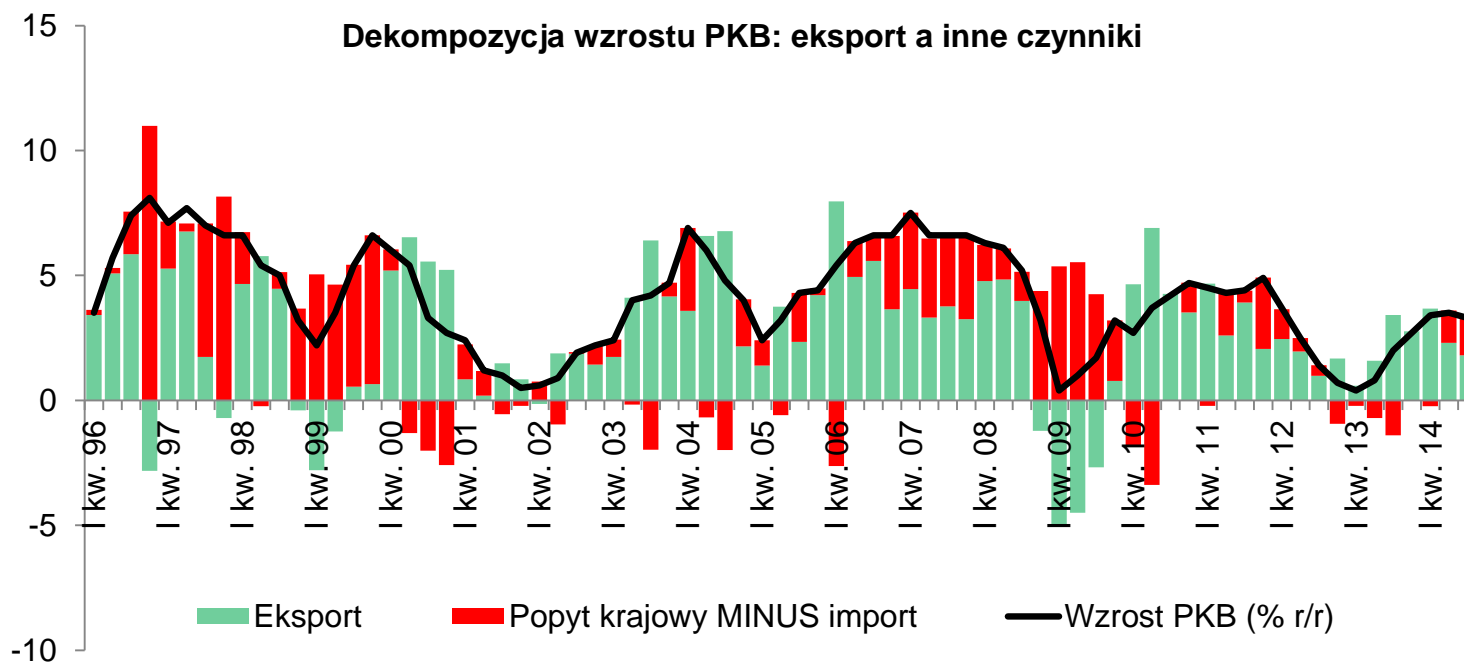
(ciąg dalszy na następnej stronie)

Podsumowanie – co przed nami (rynki)

- Spadkowy trend stawek rynku pieniężnego uległ ostatnio odwróceniu, w miarę jak oczekiwania na dalsze obniżki stóp wygasły pod wpływem lepszych od prognoz danych makro. **Rynek pieniężny wycenia jeszcze jedną obniżkę stóp w horyzoncie trzech miesięcy, co jest spójne z naszym scenariuszem bazowym**, i szanse na nieco więcej w ciągu 2-3 kwartałów. Jeśli inwestorzy zaczną wyceniać większą skalę łagodzenia (ponad 50pb), jak to miało miejsce w 2014 r., będzie to naszym zdaniem nieuzasadnione.
- Rynek długu pozostanie w 2015 r. pod presją kilku czynników, wśród których szczególną rolę będzie odgrywać dywergencja w polityce pieniężnej. Nadzieje na program ilościowego łagodzenia w strefie euro i na obniżkę stóp w Polsce powinny stabilizować rentowności na niskich poziomach na początku 2015 r. Kiedy już te scenariusze się zmaterializują, rentowności mogą wzrosnąć, szczególnie na długim końcu krzywej. **Oczekiwane przez nas ożywienie gospodarki, którego źródłem będzie głównie popyt krajowy, również powinno się przyczynić do wzrostu rentowności** (choć wydłużający się okres deflacji powinien ograniczyć wzrosty na krótkim końcu krzywej). **Znaczne prefinansowanie potrzeb pożyczkowych brutto na 2015 r. powinno być wsparciem dla papierów skarbowych.** Oczekujemy podobnej struktury finansowania długu krajowego jak w 2014 r. z dominującą rolą krajowych banków komercyjnych. Jeśli chodzi o inwestorów zagranicznych, przewidujemy, że ich udział wzrośnie do 8 mld zł z ok. 4 mld zł na koniec 2014 r.
- Jeśli chodzi o rynek walutowy, **spodziewamy się stopniowego spadku kursu EURPLN w 2015 r.** Złoty jest walutą cykliczną, która zyskuje w okresach ożywienia gospodarczego. Tymczasem, spowolnienie w najbliższych kwartałach będzie dość krótkotrwałe i polska gospodarka powinna nadal rosnąć szybciej nie tylko niż kraje strefy euro, ale też większość krajów regionu Europy Śr.-Wsch. (mając przy tym wysokie realne stopy procentowe). To powinno wspierać krajową walutę, szczególnie w środowisku mocno akomodacyjnej polityki pieniężnej na świecie (zwłaszcza w strefie euro).
- **Konflikt Rosja-Ukraina wydaje się najpoważniejszym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza rynkowego.** Złoty był dotąd dość odporny na gwałtowne załamanie kursu rubla, ale poważne zawirowania polityczne/militarne mogłyby zachwiać polskim rynkiem. Ryzyko w górę dla ścieżki EURPLN generują też możliwe podwyżki stóp Fed, ponieważ szybsze od oczekiwań zacieśnienie polityki pieniężnej w USA teoretycznie mogłoby spowodować odpływ gotówki z rynków rozwijających się. Jednak wydaje się, że możliwe podwyżki stóp Fed w przyszłym roku są już w znacznej mierze uwzględnione w cenach rynkowych. Co więcej, wpływ tego czynnika na polski rynek powinien być słabszy niż na inne rynki z grupy rozwijających się.

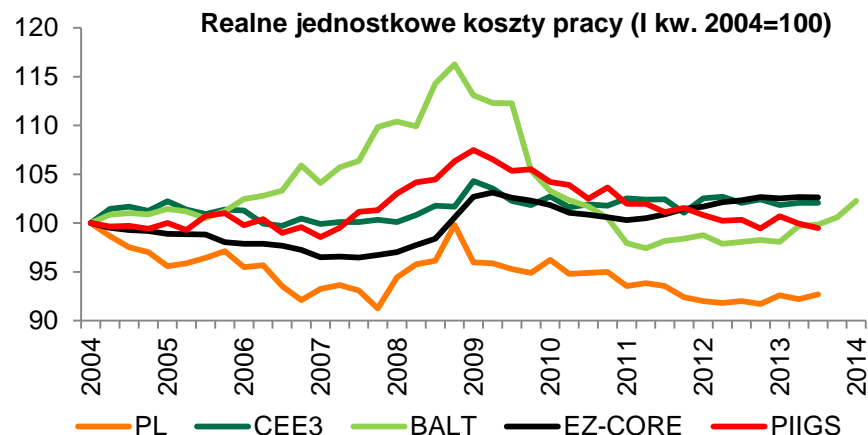
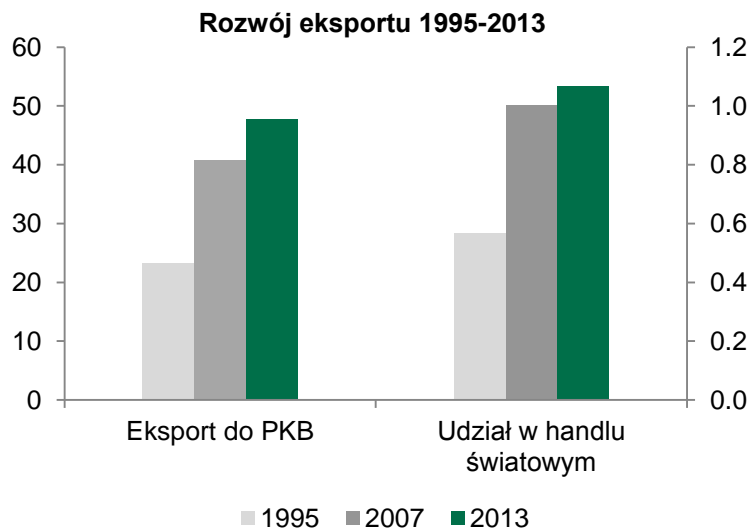
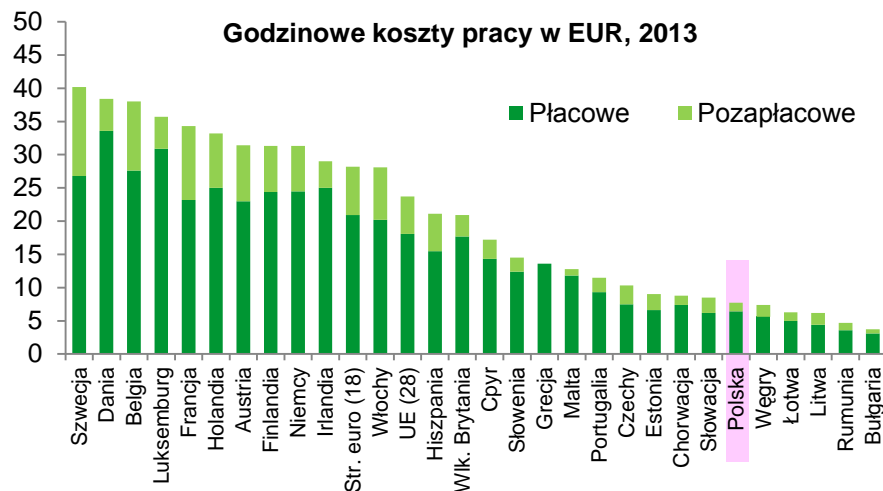
Eksport głównym czynnikiem wzrostu w długim okresie

- Poniższy wykres pokazuje dekompozycję wzrostu PKB, ale nie w standardowy sposób znany z podręczników ($PKB=C+I+G+NX$), tylko w podziale na czysty eksport (nie eksport netto) i popyt krajowy minus import. W tym ujęciu można zobaczyć, w jakim stopniu eksport generuje wzrost gospodarczy i jaka część konsumpcji oraz inwestycji opiera się na dobrach produkowanych krajowo. Przesłanie jest dość oczywiste: z wyłączeniem szoku zewnętrznego w 2009 r. (który wpłynął nie tylko na eksport, ale także na import poprzez deprecjację złotego) eksport dóbr i usług był głównym czynnikiem wzrostu.
- Co ciekawe, ostatnie dwa kwartały pokazują, że popyt krajowy ponownie zaczął uzupełniać eksport jako motor wzrostu i pomógł złagodzić negatywne skutki spowolnienia za granicą.



Niskie koszty pracy wsparciem dla eksportu...

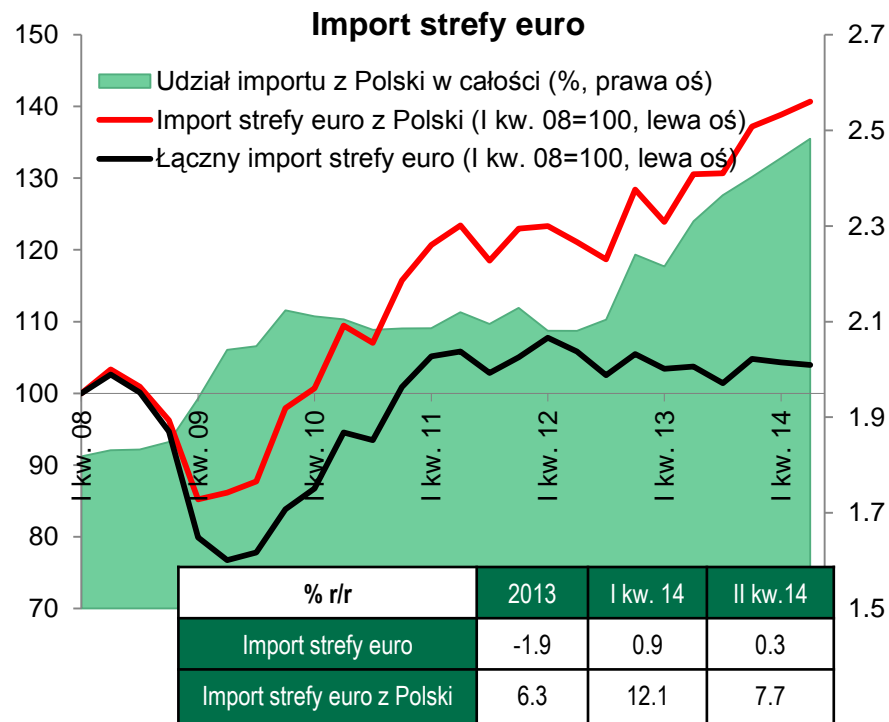
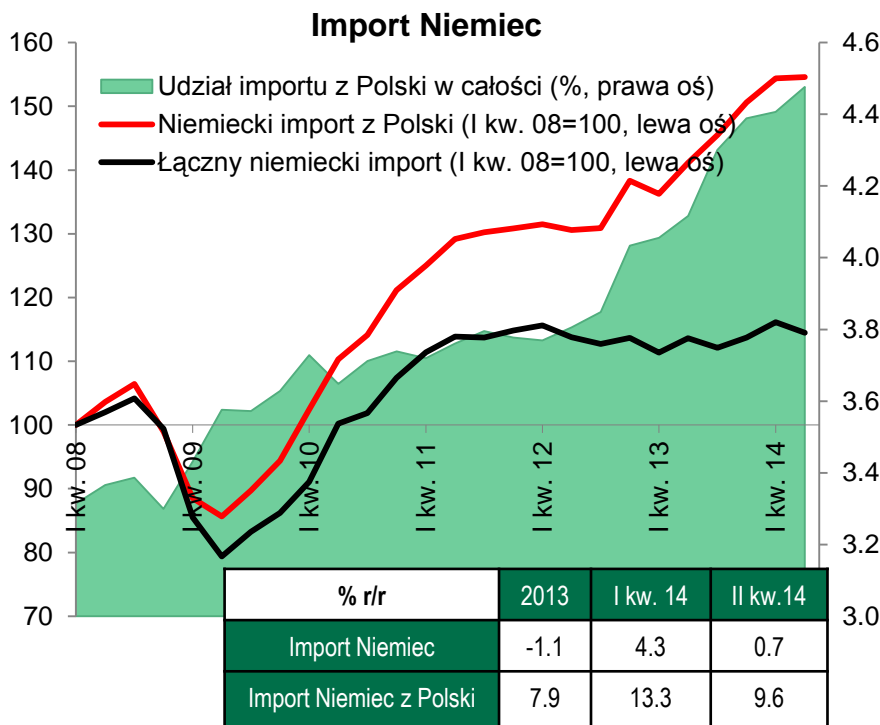
- Znaczenie polskiego eksportu w handlu światowym rośnie od wielu lat, podobnie jak stopień otwartości polskiej gospodarki.
- Wynika to przede wszystkim z konkurencyjności w zakresie kosztów pracy, ale płynny kurs walutowy i elastyczność sektora prywatnego również były istotne.
- Inną kwestią (której nie poruszamy w tej publikacji) jest to, czy taki model rozwoju da się utrzymać w najbliższych 20 latach (demografia).



PL - Polska; CEE3 – Czechy, Słowacja, Węgry; BALT – Estonia, Litwa, Łotwa; EZ-CORE – Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Holandia, Niemcy; PIIGS – Grecja, Hiszpania, Irlandia, Portugalia, Włochy

... co miało duże znaczenie podczas kryzysu (efekt substytucji!)

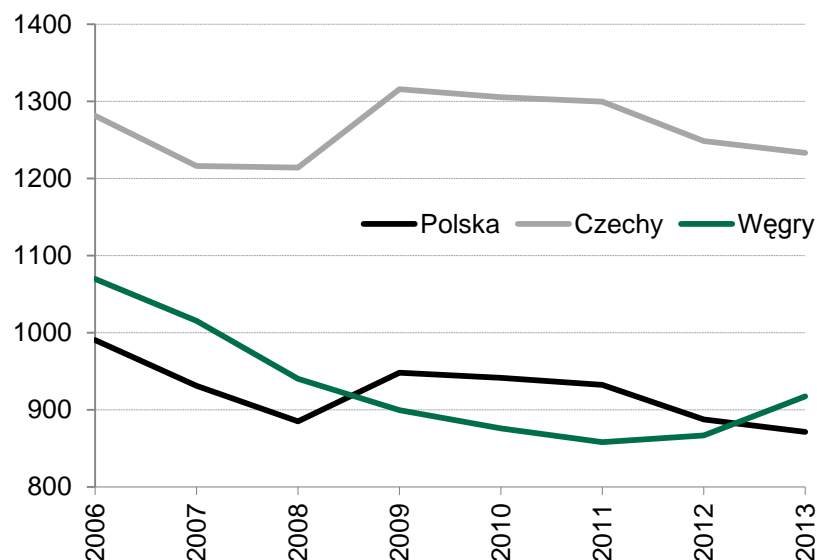
- Od 2008 r. udział polskiego eksportu w rynkach europejskich znacząco wzrósł. Udział polskich produktów w niemieckim imporcie wzrósł o prawie 1 punkt procentowy (o 1,2 mld €). Liczby dla strefy euro pokazują taki sam trend, który widać na wykresach poniżej (wzrost udziału w imporcie o 0,6 pp i o 1,9 mld € od 2008 r.). Wykresy dla Hiszpanii, Francji, Włoch czy Wielkiej Brytanii pokazują podobne tendencje.
- Podczas trudnych czasów w strefie euro (kryzys), europejskie firmy miały większą motywację do poszukiwania tańszych (ale dobrych jakościowo) półproduktów (istotną część polskiego eksportu, ok. 30% stanowią dobra pośrednie). Spodziewamy się, że ten efekt substytucji nadal będzie wspierał polski eksport.



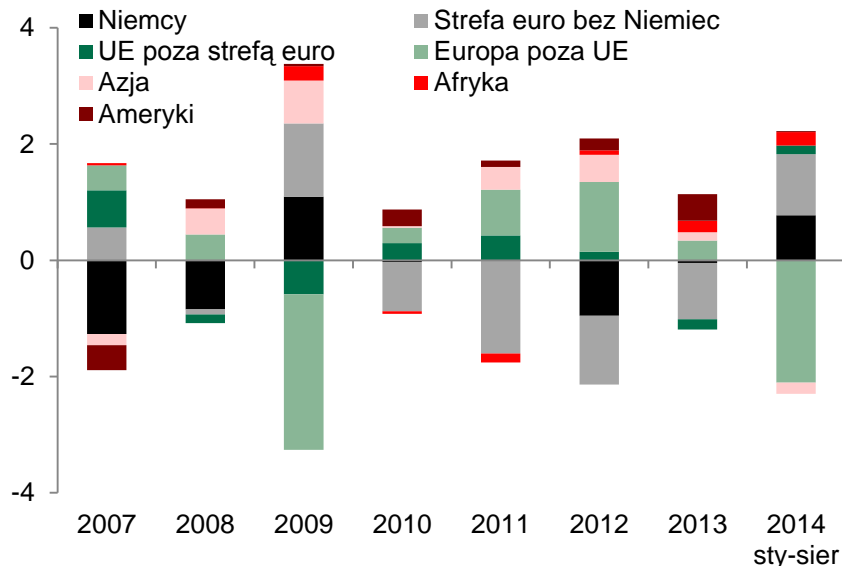
Dodatkowo, eksport podlega dywersyfikacji geograficznej

- Jak pokazaliśmy na poprzednim slajdzie, polskie firmy zdobywają rynki strefy euro. Jednak w tym samym czasie rozszerzają swoją działalność na nowe rynki, takie jak kraje Europy spoza strefy euro czy Azja, i to osiągając wyższe stopy wzrostu eksportu.
- Dywersyfikacja geograficzna polskiego eksportu, mierzona indeksem Herfindahla-Hirschmana*, jest większa niż w przypadku Czech i podobna do poziomu Węgry. Co więcej, w ostatnich latach ulega ona stopniowej poprawie, czyniąc polską gospodarkę mniej wrażliwą na szoki.

Geograficzna koncentracja eksportu – indeks Herfindahla-Hirschmana



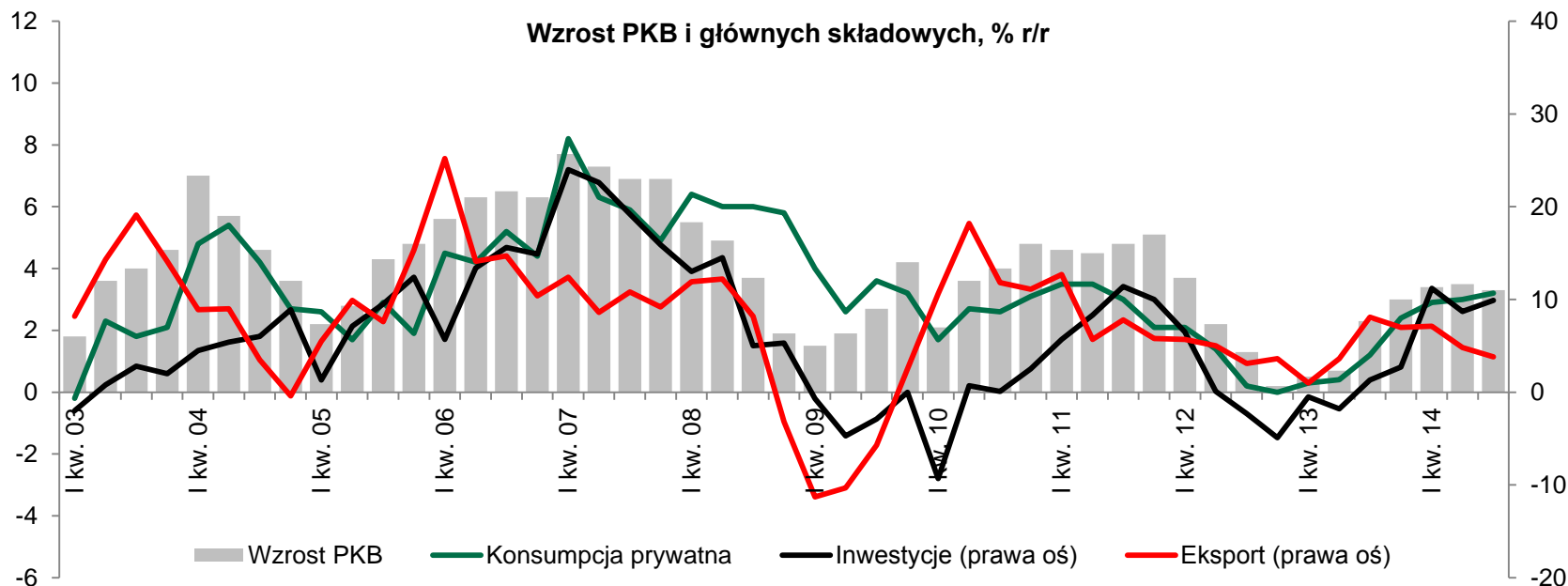
Zmiany udziałów w polskim eksporcie



* wartość indeksu Herfindahla-Hirschmana jest równa sumie kwadratów udziałów poszczególnych państw w polskim eksporcie. Indeks przyjmuje wartości między $10000/n$ a 10000 , gdzie n oznacza liczbę państw. Tutaj $n \approx 0.250$ (w różnych latach ta liczba przyjmuje różne wartości). Niższa wartość indeksu oznacza wyższą dywersyfikację eksportu.

Od wzrostu napędzanego eksportem do wzrostu napędzanego popytem krajowym

- Ożywienie gospodarcze w Polsce, które rozpoczęło się w 2013 r., było napędzane przede wszystkim wzrostem eksportu, który z kolei wynikał z ożywienia w strefie euro. Rosnące zamówienia eksportowe wymagały wzrostu potencjału produkcyjnego, i, co za tym idzie, inwestycji oraz zatrudnienia. Dlatego popyt krajowy również zaczął rosnąć.
- Po obiecującym początku 2014 r. dwie negatywne niespodzianki uderzyły w polski handel zagraniczny: (1) konflikt rosyjsko-ukraiński i (2) stagnacja w strefie euro. Na skutek tych wydarzeń, zamówienia eksportowe w polskich firmach zaczęły spadać, co odbiło się na przemyśle i handlu.
- Tymczasem, wzrost konsumpcji i inwestycji okazał się być zadziwiająco wysoki, wspierając gospodarkę w obliczu trudniejszego otoczenia zewnętrznego.

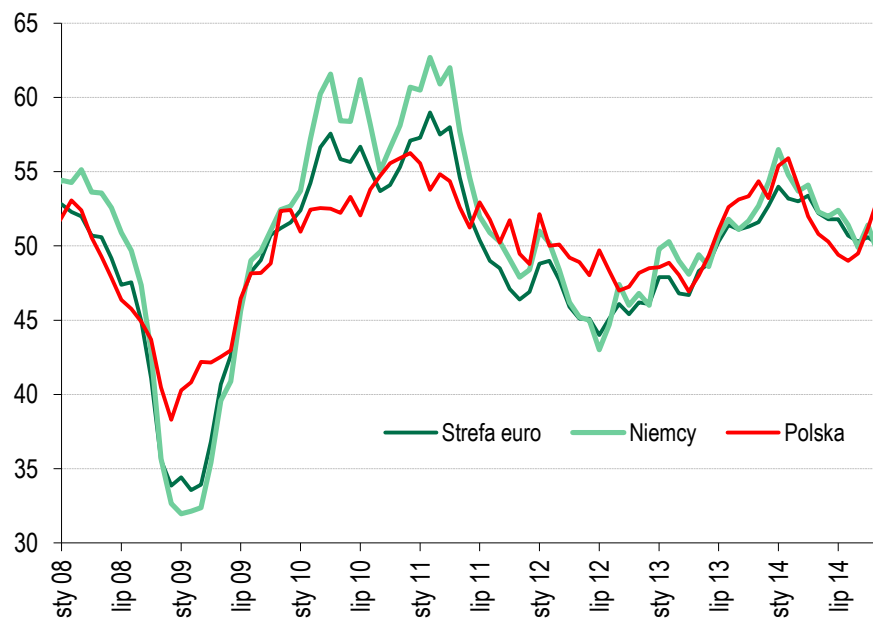


Źródło: GUS, BZ WBK.

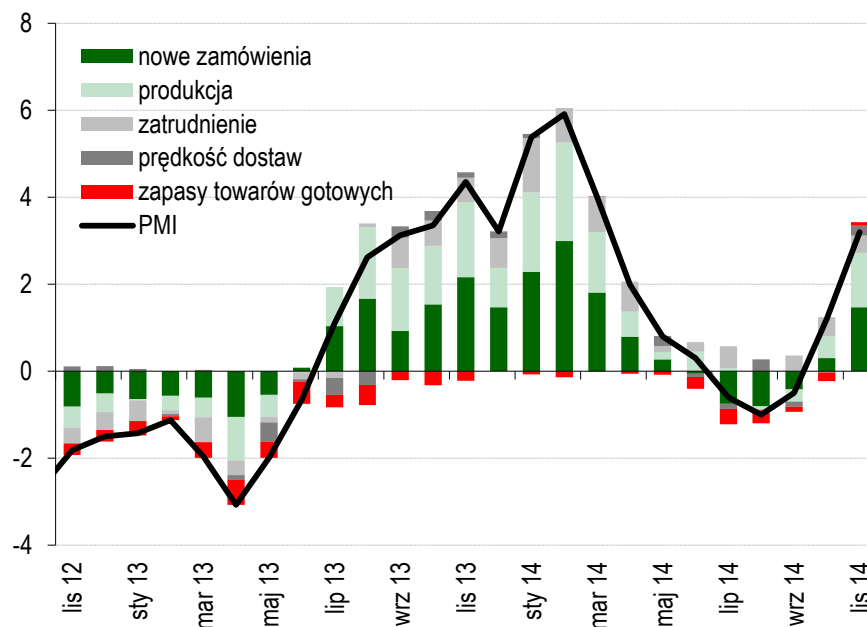
Słabszy wzrost za granicą odbił się na krajowej gospodarce

- Słabsza aktywność gospodarcza za granicą, zwłaszcza w strefie euro, odbiła się na krajowym przemyśle.
- Mocny spadek nowych zamówień, zwłaszcza eksportowych, był czynnikiem stojącym za znaczącym spadkiem polskiego indeksu PMI w II i III kw. 2014 r.
- Co ciekawe, na początku IV kw. 2014 r. nie tylko PMI ale również inne indeksy koniunktury pokazały mocne odbicie nastrojów w polskim przetwórstwie. W badaniu PMI firmy raportowały, że wynikało to ze zdobywania nowych rynków, głównie w Europie Środkowej i Wschodniej.

PMI w przetwórstwie



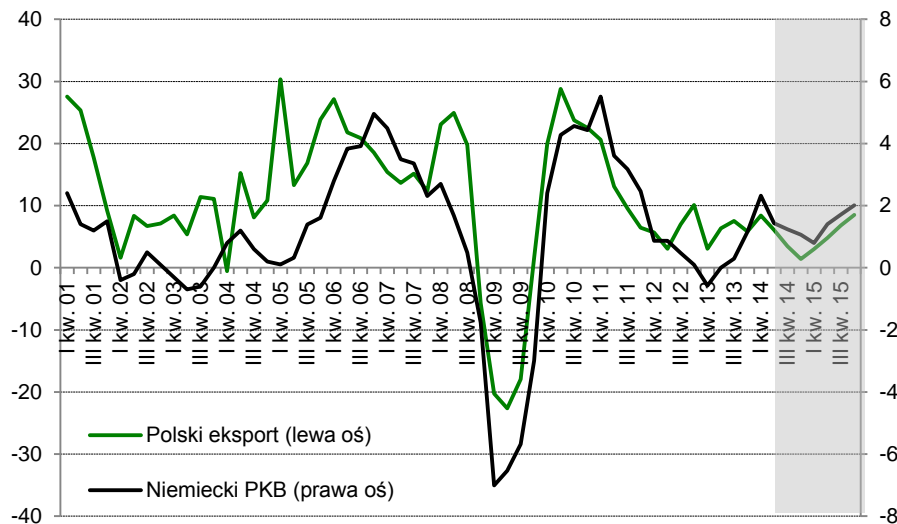
Dekompozycja zmian PMI (odchylenie od 50 pkt)



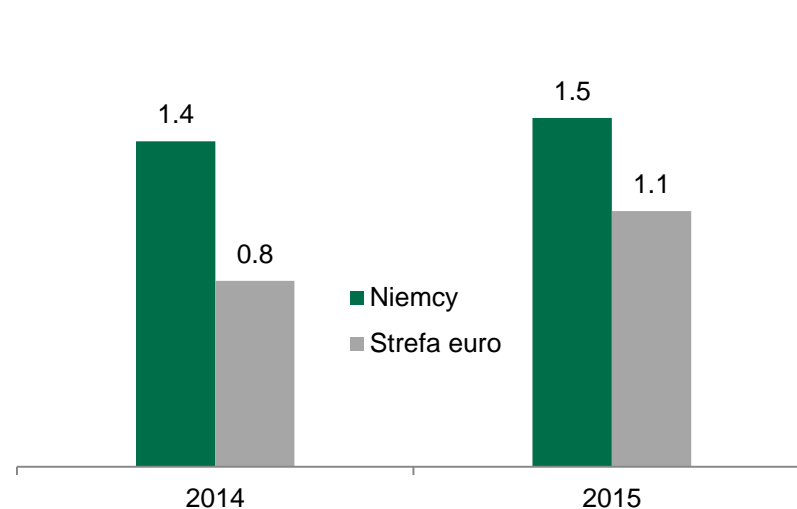
Wzrost w Niemczech powinien odbić w 2015 r.

- Handel ze strefą euro stanowi ponad 50% polskiego eksportu (połowa z tego to Niemcy). O ile w ostatnich latach struktura eksportu ulegała dywersyfikacji, to wzrost w tej części świata pozostaje kluczowy dla polskich firm (wzrost polskiego eksportu jest wysoko skorelowany z niemieckim PKB).
- Nasza prognoza niemieckiego PKB dla 2015 r. jest podobna jak dla 2014 r., ale rozbieżność po kwartałach jest inna. W 2015 r. pokazuje solidniejszy wkład popytu krajowego. Fundamenty dla konsumpcji prywatnej są dobre, gdyż bezrobocie spada, a dochody rosną i są obecnie na najwyższym poziomie w historii. Spodziewamy się mocnego wzrostu inwestycji zarówno w maszyny, jak i w budownictwo (ok. 3%). Wciąż uważamy, że Niemcy pozostaną jedną z najmocniejszych gospodarek w strefie euro.

Polski eksport a niemiecki PKB (% r/r)



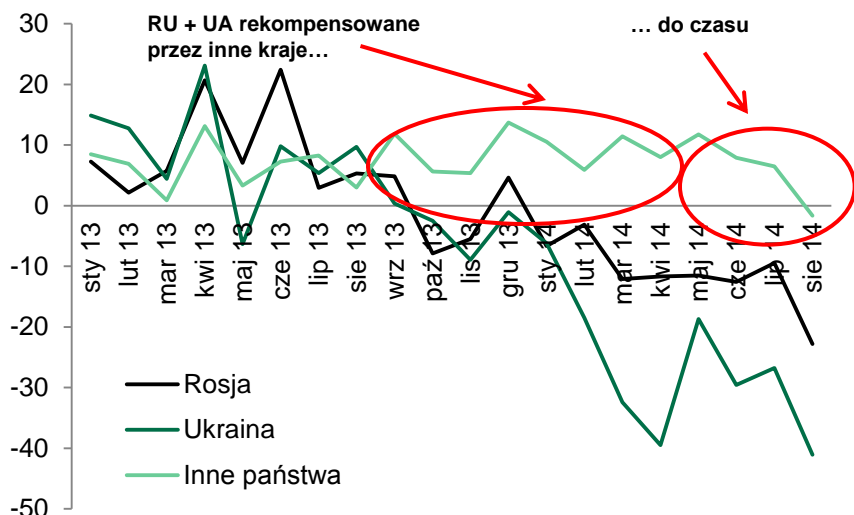
Prognozy wzrostu PKB



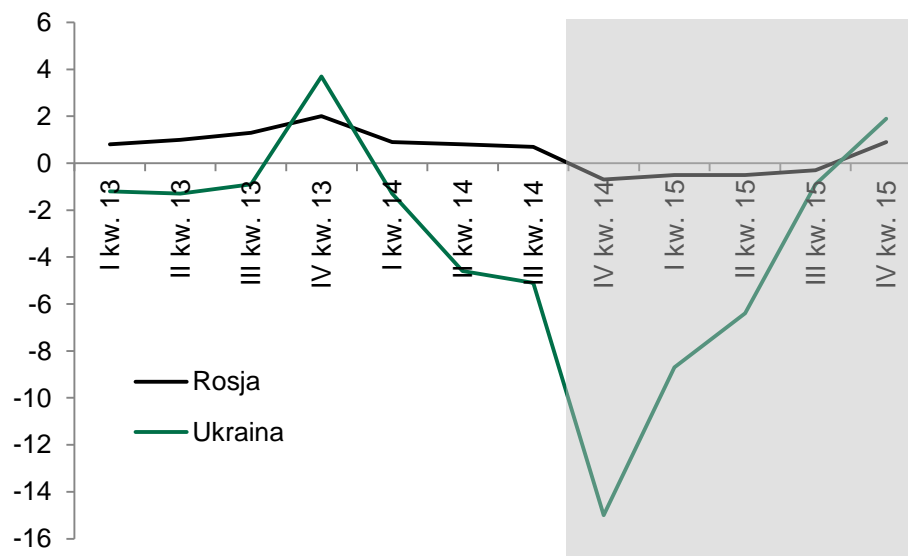
... podczas gdy słabość na Wschodzie jeszcze potrwa

- Polski eksport na Ukrainę i do Rosji spadł, wskutek: (1) słabego wzrostu gospodarczego i niskiego popytu w tych krajach; (2) sankcji zarówno tych wprowadzonych przez USA i EU przeciw Rosji (co wpłynęło na rosyjski popyt), jak i tych wprowadzonych przez Rosję przeciw EU (utrata rynku dla produktów spożywczych, które stanowią ok. 15% polskiego eksportu do Rosji); (3) deprecjacji walut Ukrainy i Rosji, obniżającej konkurencyjność polskiego eksportu.
- Warto przypomnieć, że już wcześniej słaby popyt z Rosji miał negatywny wpływ na polski eksport i – wobec kiepskich perspektyw dla tego rynku – polscy eksporterzy zaczęli szukać innych odbiorców.
- Na początku 2014 r., słabość eksportu na Wschód była rekompensowana silnym popytem ze strefy euro. Pogorszenie perspektyw dla strefy euro zmieniło sytuację w II kw.

Polski eksport % r/r



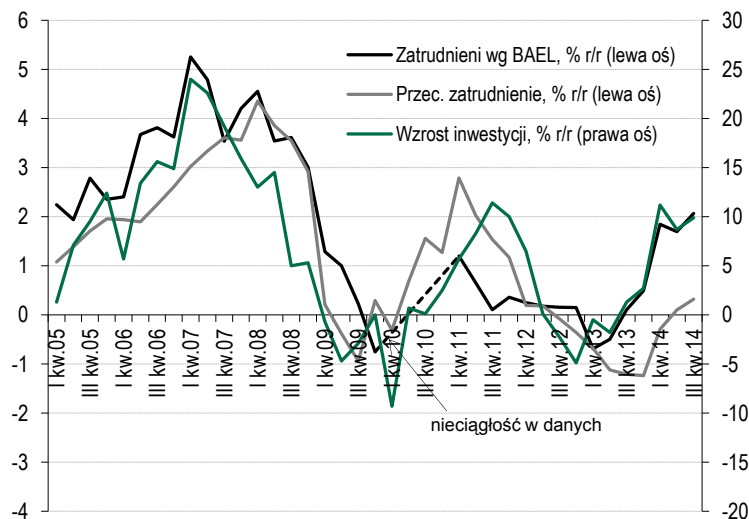
Wzrost PKB (% r/r) w Rosji i na Ukrainie, mediana prognoz rynkowych (FocusEconomics)



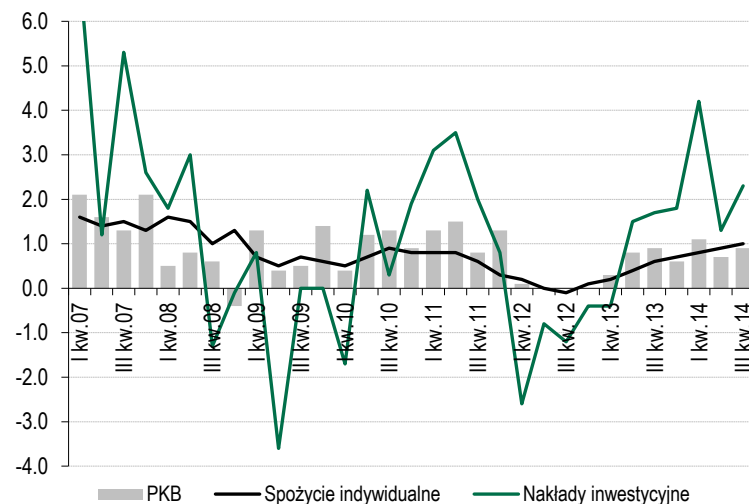
Polskie firmy postrzegają spowolnienie w Europie jako tymczasowe

- Najnowsze dane pokazują, że polskie firmy nie przstraszyły się pogorszenia klimatu gospodarczego za granicą (prawdopodobnie spodziewając się, że spowolnienie będzie przejściowe). O ile skok inwestycji w górę o ponad 10% r/r w I kw. 2014 wynikał do pewnego stopnia z czynników jednorazowych (bardzo dobra pogoda, ostatnia szansa na skorzystanie z ulg dla samochodów z kratką), to kolejne dwa kwartały nie pokazały znaczącego osłabienia aktywności inwestycyjnej. Mocny wzrost inwestycji wsparł proces kreacji miejsc pracy, co wraz z umiarkowanym wzrostem płac i spadającą inflacją (deflacją) wsparło realne dochody gospodarstw domowych i konsumpcję.
- Oczywiście sytuacja w gospodarce globalnej, szczególnie w Europie, pozostaje istotna, ponieważ jeśli eksport nadmiernie się osłabi, z pewnością przeniesie się to na popyt krajowy. Jednakże nie jest to nasz bazowy scenariusz. O ile może być trudno utrzymać wysokie tempo wzrostu inwestycji i zatrudnienia (na poziomie z tego roku), to spodziewamy się kontynuacji ich pozytywnego wpływu na gospodarkę w 2015 r.

Wzrost inwestycji a wzrost zatrudnienia

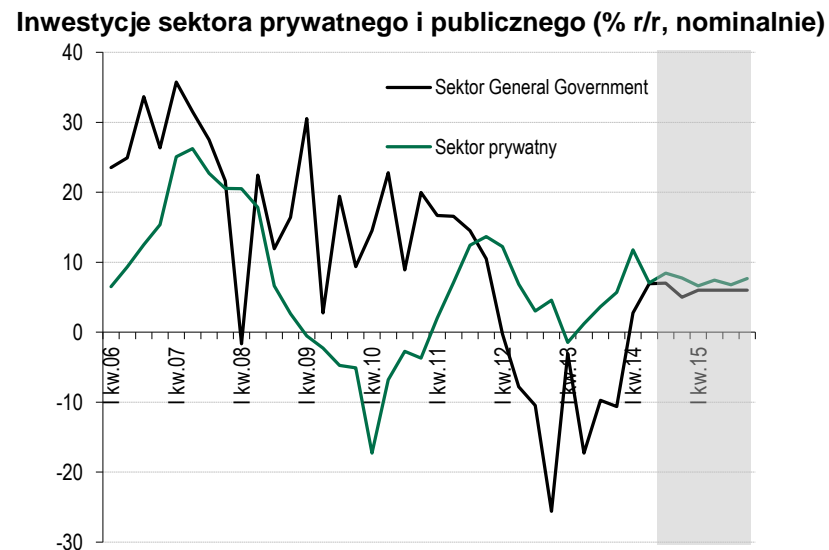
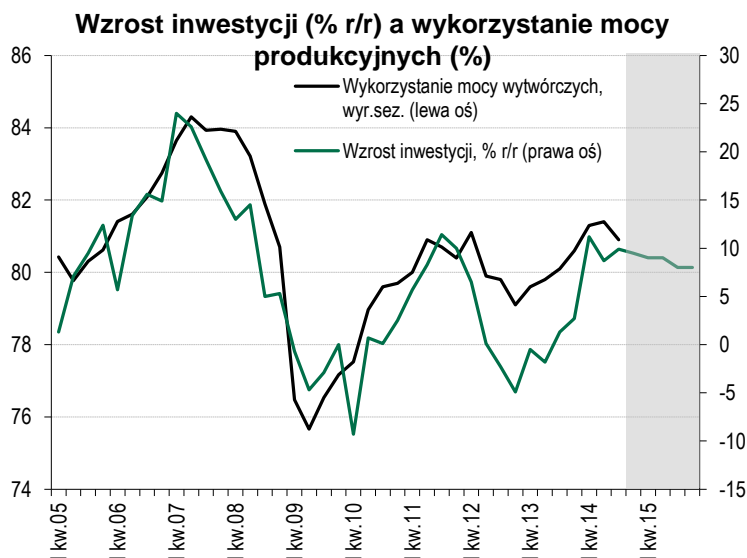


Wzrost wyrównany sezonowo, % kw/kw



Inwestycje powinny dalej rosnać

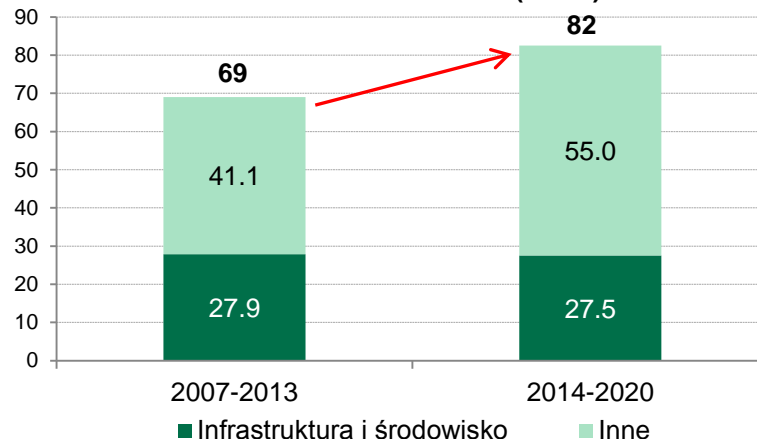
- Spodziewamy się umiarkowanego wzrostu inwestycji w 2015 r. Przeciętny stopień wykorzystania mocy wytwórczych jest powyżej długoterminowej średniej, i tak długo, jak firmy nie spodziewają się znaczącego i przedłużającego się załamania popytu na swoje produkty, powinny zwiększać swoje zdolności produkcyjne. Wsparciem dla tego procesu będą rekordowo niskie stopy procentowe. Popyt na kredyty inwestycyjne pozostaje silny (ok. 10% r/r) i sytuacja na rynku kredytowym nie sygnalizuje spowolnienia.
- Wydaje się, że również sektor publiczny dołoży się do wzrostu inwestycji w najbliższych kwartałach. Wbrew wcześniejszym założeniom Ministerstwa Finansów, publiczne wydatki inwestycyjne wzrosły znacząco już w I połowie 2014 r. i uważamy, że ich dynamika nie osłabi się znacząco przed wyborami w 2015 r.
- 2015 to ostatni rok, kiedy można wykorzystywać środki unijne z perspektywy 2007-13, z których do wydania zostało jeszcze ok. 70 mld zł. Nawet jeśli uruchomienie środków z nowej perspektywy UE (2014-2020) opóźni się, to inwestycje finansowane z funduszy UE powinny rosnać.



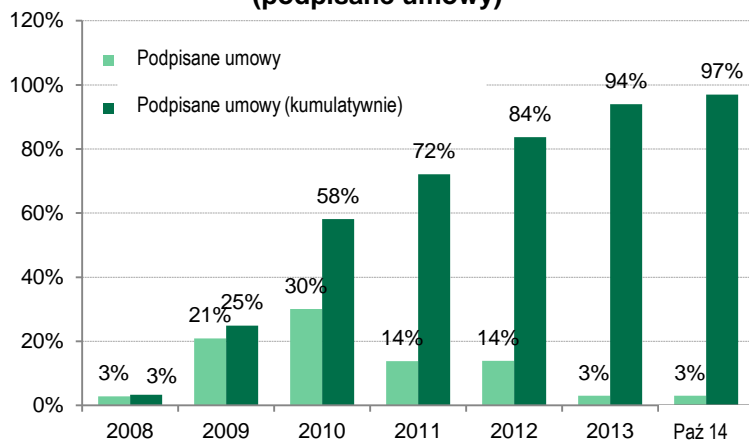
Fundusze unijne wsparciem dla inwestycji 1/2

- W ramach perspektywy finansowej 2014-2020 Polska ma otrzymać fundusze unijne w wysokości 82 mld €, o 19% więcej niż 69 mld € w latach 2007-2013.
- Ok. 28 mld € z tej kwoty zostanie przeznaczone na infrastrukturę, mniej więcej tyle samo co w ramach poprzedniej perspektywy 2007-2013.
- Poziom absorpcji środków unijnych dla perspektywy 2007-2013 wyniósł prawie 100% planowanej alokacji. Prawie 60% tych funduszy zostało wykorzystane w ciągu pierwszych trzech lat tej perspektywy
- Jednakże, wydatkowanie środków jest opóźnione - tylko 74% tych środków otrzymali do tej pory beneficjenci.

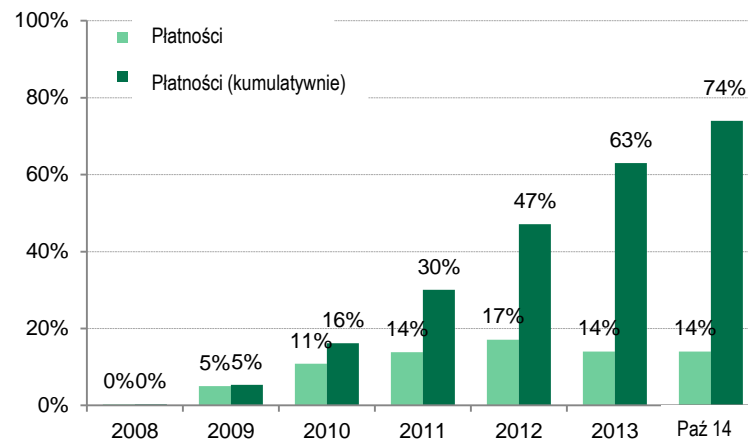
Fundusze Europejskie przyznane Polsce na lata 2007-2013 i 2014-2020 (mld €)



Wykorzystanie Funduszy Europejskich na lata 2007-2013 (podpisane umowy)



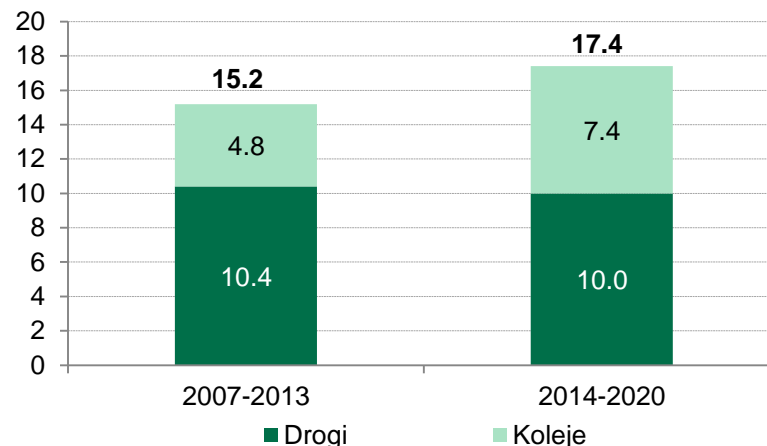
Płatności w ramach perspektywy 2007-2013



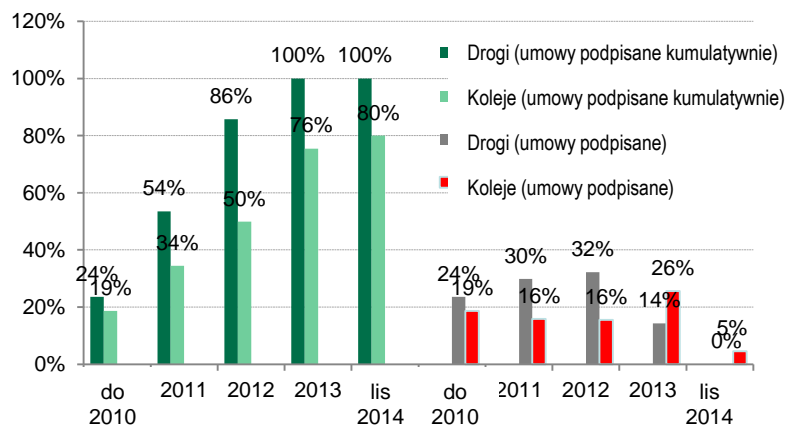
Fundusze unijne wsparciem dla inwestycji 2/2

- W latach 2014-20 wydatki na infrastrukturę transportową wzrosną o 14% do 17,4 mld € wobec 15,2 mld € alokowanych w latach 2007-13.
- Z tej sumy 7,4 mld € zostaną przeznaczone na kolej i będzie to aż o 54% więcej niż w perspektywie 2007-13.
- Fundusze na drogi z perspektywy 2007-13 zostały w całości wykorzystane. Z kolei absorpcja środków na kolej wyniosła tylko 80% (i tylko 23% budżetu trafiło już do beneficjentów).
- Wydatki w pierwszych latach nowej perspektywy 2014-20 mogą następować powoli. W pierwszych czterech latach poprzedniej perspektywy (czyli do 2010) wykorzystano ledwie 24% i 19% sum przeznaczonych na drogi i kolej.

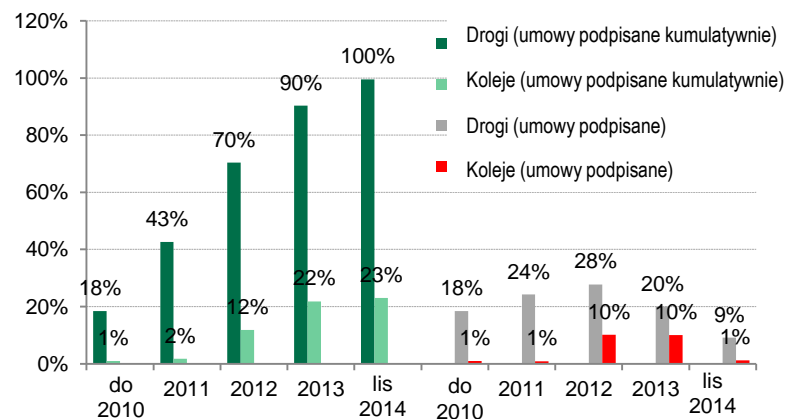
Fundusze EU na drogi i kolej (mld €)



Wykorzystanie środków na drogi i kolej z budżetu 2007-13



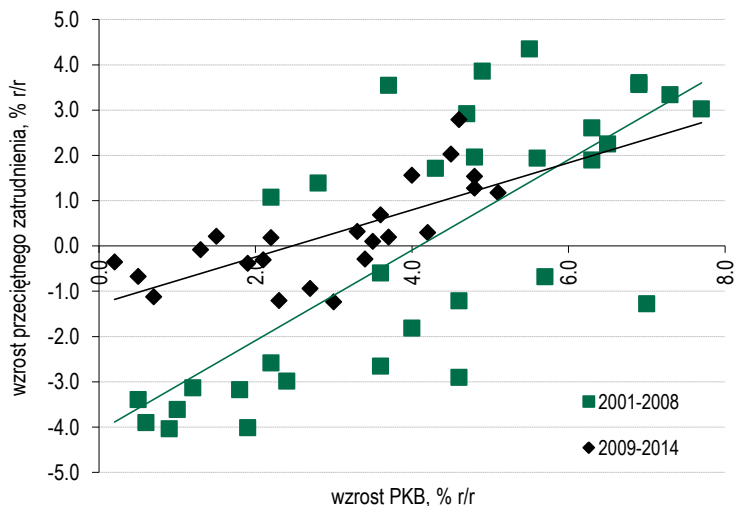
Transfery pieniężne na drogi i kolej z budżetu 2007-13



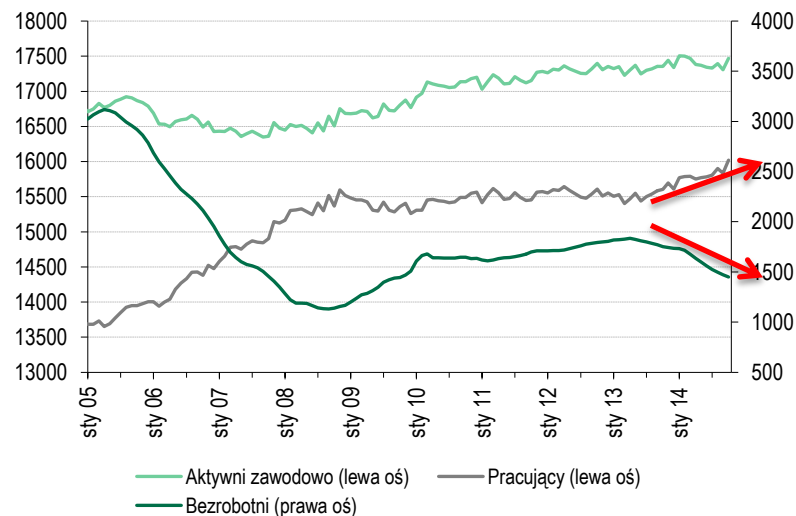
Dalsza poprawa na rynku pracy przed nami

- Zmiany na rynku pracy odbiegają w ostatnich latach od tego co można było obserwować w przeszłości. Wygląda na to, że tempo wzrostu PKB, przy którym zaczyna przybywać etatów, obniżyło się i wrażliwość zatrudnienia na zmiany PKB też spadła.
- Popyt na pracę jest silnie skorelowany z aktywnością inwestycyjną, więc oczekiwany przez nas dalszy wzrost inwestycji powinien przełożyć się na dalszy wzrost liczby zatrudnionych, choć raczej wolniejszy niż w poprzednich kwartałach.
- Dane BAEL pokazały znacznie mocniejszy wzrost zatrudnienia w ostatnich miesiącach (prawie 3% r/r) niż dane GUS o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw (poniżej 1% r/r). Może to wynikać z faktu, że wg BAEL, liczba zatrudnionych najmocniej przyrasta w sektorze usług, który jest słabo reprezentowany w statystykach o zatrudnieniu z sektora przedsiębiorstw.
- Aktywność zawodowa rośnie stopniowo od 2008 i oczekujemy kontynuacji tego trendu.

Zależność między PKB i wzrostem zatrudnienia zmieniła się

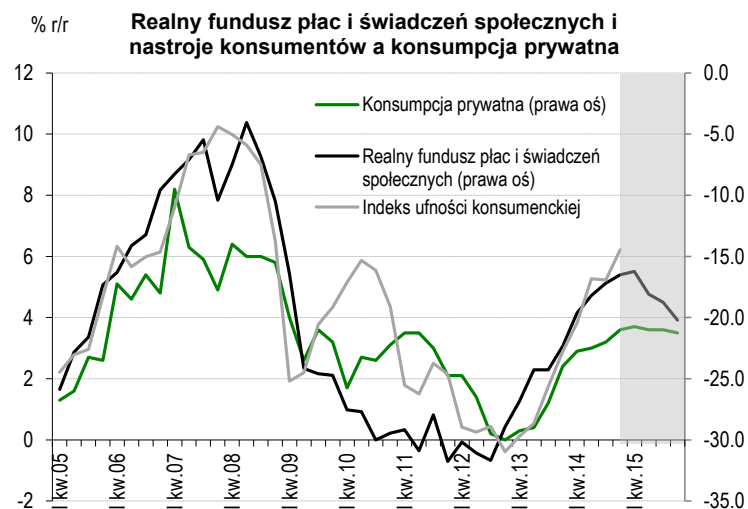


Zmiany na rynku pracy wg danych BAEL



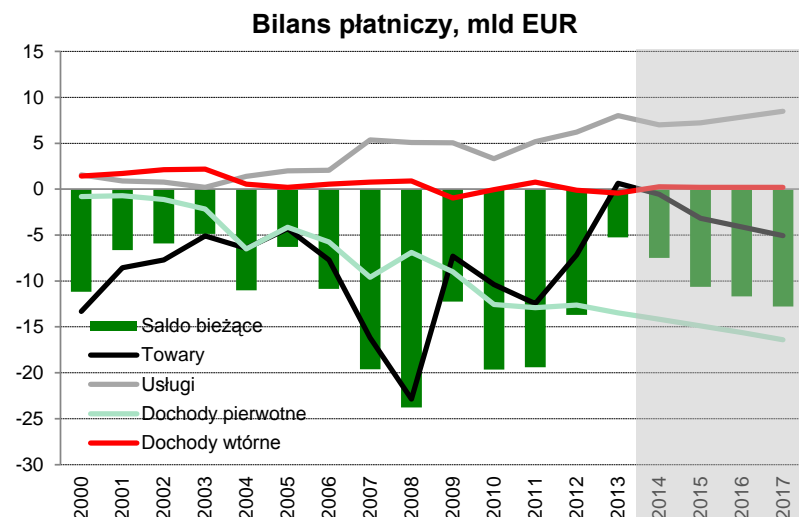
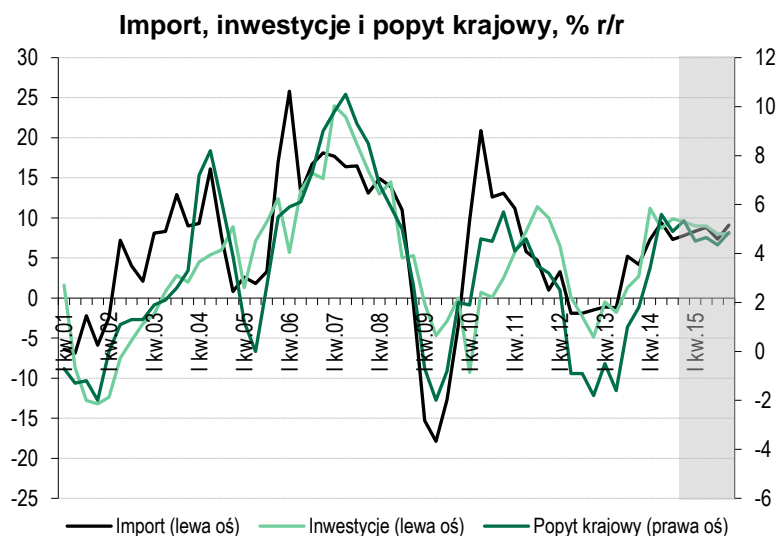
Wyższe dochody gospodarstw domowych i konsumpcja

- Kontynuacja wzrostu zatrudnienia powinna sprzyjać dalszemu wzrostowi płac. Chociaż „inflacyjna” indeksacja świadczeń społecznych będzie niska, rząd zdecydował o wprowadzeniu indeksacji kwotowej, której koszt szacowany jest na 1,7 mld zł. W efekcie, skala nominalnej indeksacji świadczeń będzie podobna do tej z 2014 r. W ramach nowych rozwiązań fiskalnych wprowadzono również ulgi podatkowe dla rodzin wielodzietnych, których koszt ma wynieść 1,1 mld zł.
- Niższe stopy procentowe będą dodatkowym czynnikiem wspierającym konsumpcję prywatną, poprzez niższe koszty obsługi kredytów – oszczędność z tego tytułu szacujemy na ok. 4,5 mld zł w skali roku (z drugiej strony niższe stopy procentowe będą miały negatywny wpływ na dochody z tytułu posiadanych depozytów, jednak to nie powinno naszym zdaniem istotnie wpłynąć na decyzje odnośnie wydatków).
- Bardzo niski wskaźnik inflacji i spadające ceny dóbr podstawowych powinny również oddziaływać w kierunku wyższej konsumpcji. W naszej ocenie średnia cena paliw w 2015 r. może spaść nawet o 10% r/r, co oznaczać będzie, że w kieszeniach gospodarstw domowych zostanie ok. 6 mld zł (w skali roku). Może to dodać ok. 0,6 pp w skali roku do wzrostu konsumpcji prywatnej (o ile nie przełoży się na wyższe oszczędności, co jednak nie powinno mieć miejsca biorąc pod uwagę niskie stopy procentowe).
- Powyższe czynniki powinny wspierać solidny wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych. Indeksy nastrojów konsumentów również pozostają na wysokim poziomie, wskazując, że konsumenci są chętni do wydawania zarobionych pieniędzy. W związku z tym sądzimy, że w 2015 r. konsumpcja prywatna przyspieszy (do 3,6% średnio w roku).



Deficyt obrotów bieżących (lekko) wzrośnie

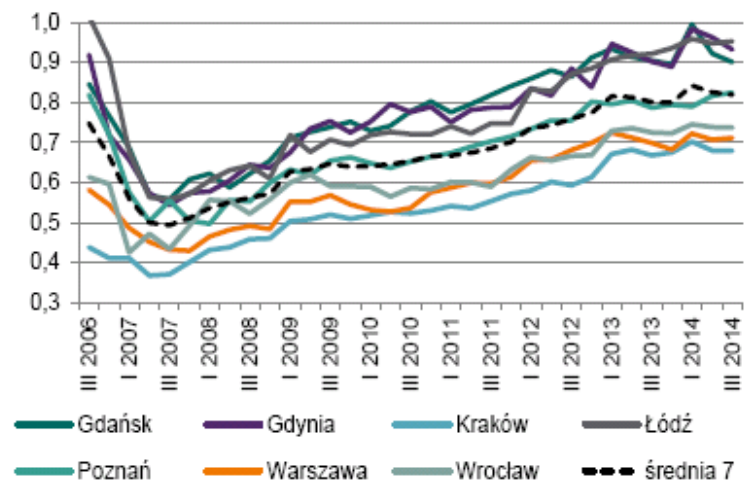
- Jak wspomnieliśmy wcześniej, spodziewamy się, że eksport wzrośnie w 2015 r. o 6-7%, napędzany głównie: wysoką konkurencyjnością cenową (koszty pracy i kurs walutowy), wchodzeniem na nowe rynki i ożywieniem w Niemczech. Jednocześnie, poprawa konsumpcji prywatnej i solidny wzrost inwestycji powinny pociągnąć w górę import. Czynnikiem działającym w przeciwnym kierunku będą niskie ceny surowców (choć nie będą miały wpływu na wkład eksportu netto do PKB w ujęciu realnym). Szacujemy, że niższe światowe ceny ropy naftowej obniżą roczne wydatki na import tego surowca o ok. 1,1 mld € w 2014 i dalsze 2,1 mld € w 2015 r. (zakładając średnią cenę ropy Brent ok. 77\$ za baryłkę w przyszłym roku). Spodziewamy się, że po dwóch latach w miarę zrównoważonego salda handlu zagranicznego, w 2015 ponownie pojawi się deficyt handlowy na poziomie 3,1 mln € (-0,7% PKB).
- Deficyt obrotów bieżących wzrośnie naszym zdaniem z 1,8% PKB do ok. 2,5% PKB. Jego finansowanie powinien z powodzeniem zapewnić napływ środków długoterminowych (bezpośrednich inwestycji zagranicznych i funduszy UE).



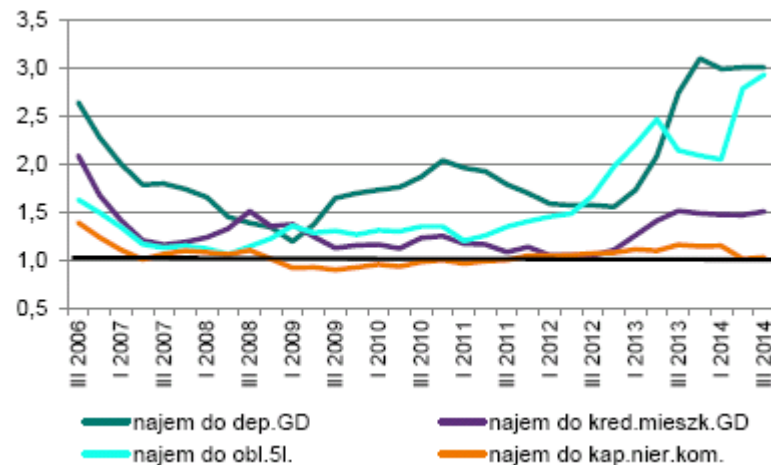
Ożywienie na rynku mieszkaniowym

- Rok 2015 może być bardzo ciekawy na krajowym rynku nieruchomości mieszkaniowych. Średnie ceny mieszkań były względnie stabilne przez ostatnie kilka lat, podczas gdy dochody gospodarstw domowych stopniowo rosły, co wpłynęło na wzrost dostępności mieszkań. Koszt kredytu mieszkaniowego w złotych obniżył się do rekordowo niskiego poziomu, a banki nieco złagodziły swoją politykę kredytową. To powinno skutkować nieco zwiększonym popytem na mieszkania ze strony gospodarstw domowych, w szczególności przy dalszej poprawie sytuacji na rynku pracy (ten efekt może być jednak osłabiony przez wejście w życie nowych regulacji dotyczących wyższego wkładu własnego).
- Obniżki stóp procentowych spowodowały znaczący wzrost relatywnej atrakcyjności zwrotu z kapitału zainwestowanego na rynku mieszkaniowym w porównaniu z oprocentowaniem lokaty bankowej czy rentownością obligacji skarbowych. W efekcie może to powodować, że zamożniejsze gospodarstwa domowe będą przesuwać część swoich oszczędności z rynków finansowych na rynek nieruchomości.
- Powyższe czynniki mogą przyczynić się do umiarkowanego wzrostu średnich cen mieszkań w 2015 r. o ok. 3% r/r.

Dostępność mieszkania w m kw. za przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw

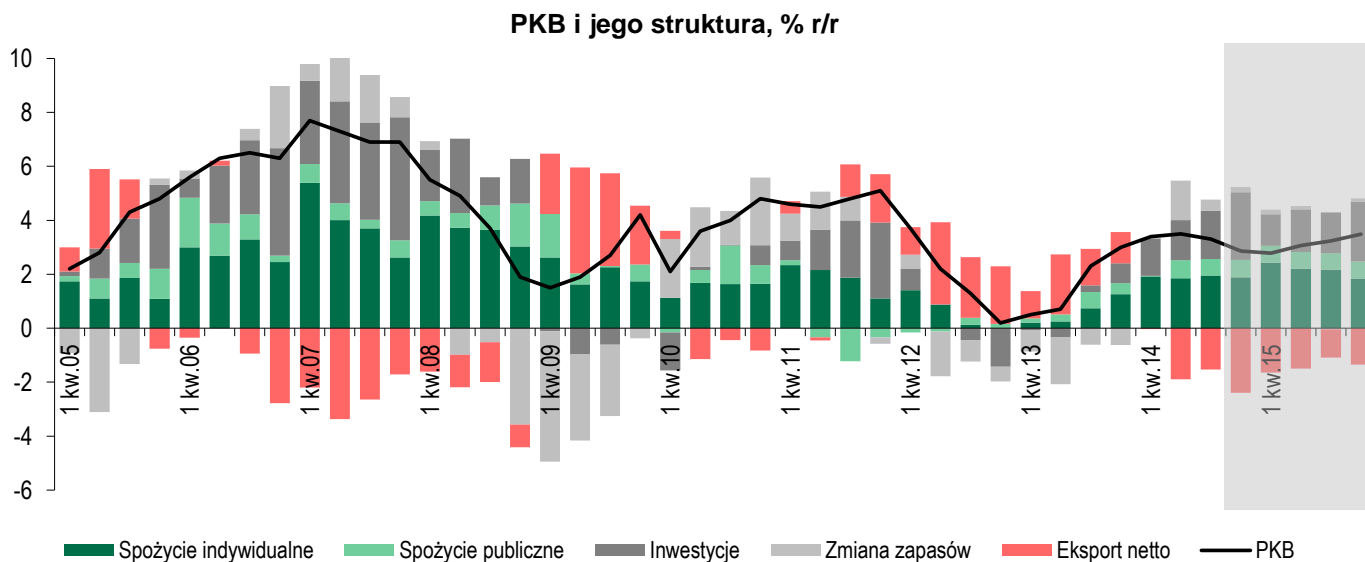


Opłacalność wynajmu mieszkania (śr. w 8 miastach) wobec depozytów, kredytów. mieszk., 10-letnich oblig. skarbowych oraz stopy kapitalizacji nier. komercyjnych (biur i pow. handlowych)



Spowolnienie PKB jedynie przejściowe

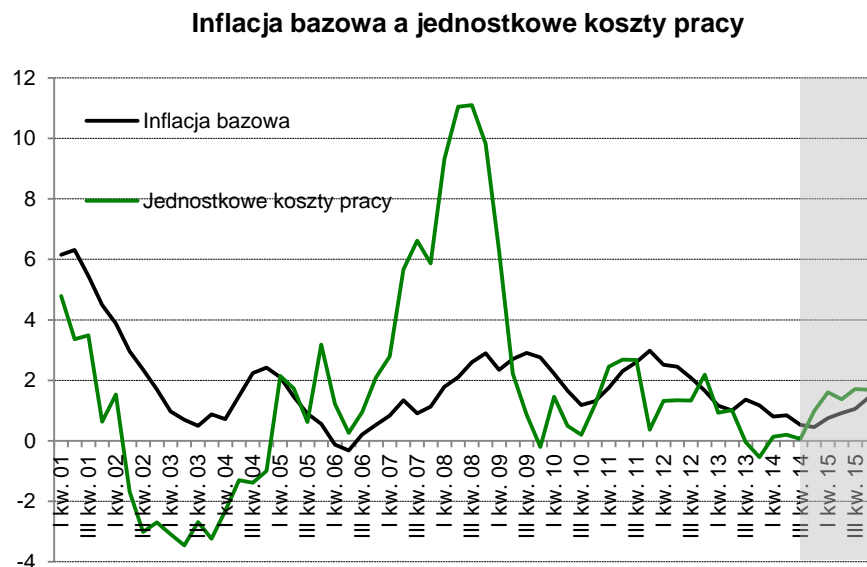
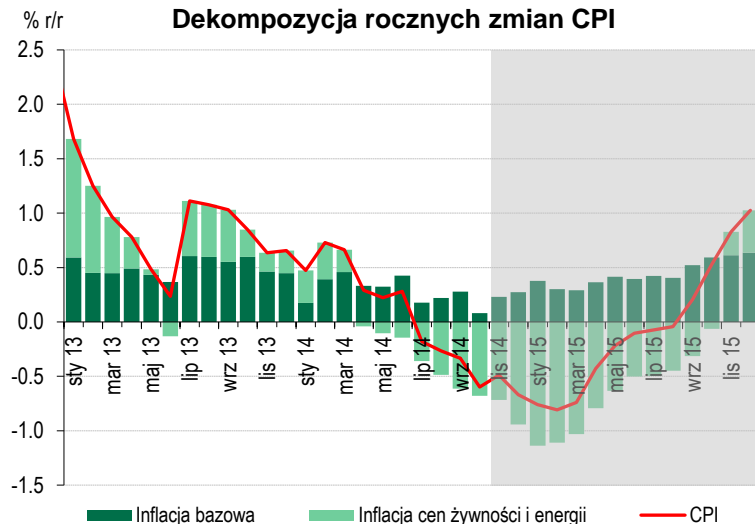
- Podsumowując, sądzimy, że spowolnienie aktywności gospodarczej nie powinno być bardzo dotkliwe, ani długotrwałe. Chociaż wzrost eksportu może nieco osłabnąć w najbliższych dwóch-trzech kwartałach, to nie oczekujemy jego znaczącego załamania o ile strefa euro, a w szczególności Niemcy, nie wejdą w nową fazę recesji. Przeciwnie, spodziewamy się, że po okresie przejściowego spowolnienia, popyt zagraniczny na nowo przyśpieszy w 2015 r.
- Silny popyt krajowy powinien osłabić negatywny wpływ pogarszającego się popytu zagranicznego na wzrost gospodarczy w Polsce. Wzrost inwestycji i konsumpcji prywatnej obserwowany w pierwszych trzech kwartałach 2014 r. powinien utrzymać się również w 2015 r. Do pewnego stopnia może to powodować wzrost importu, a w konsekwencji pogorszenie nierównowagi zewnętrznej i negatywny wkład eksportu netto do wzrostu PKB.



Źródło: GUS, BZ WBK.

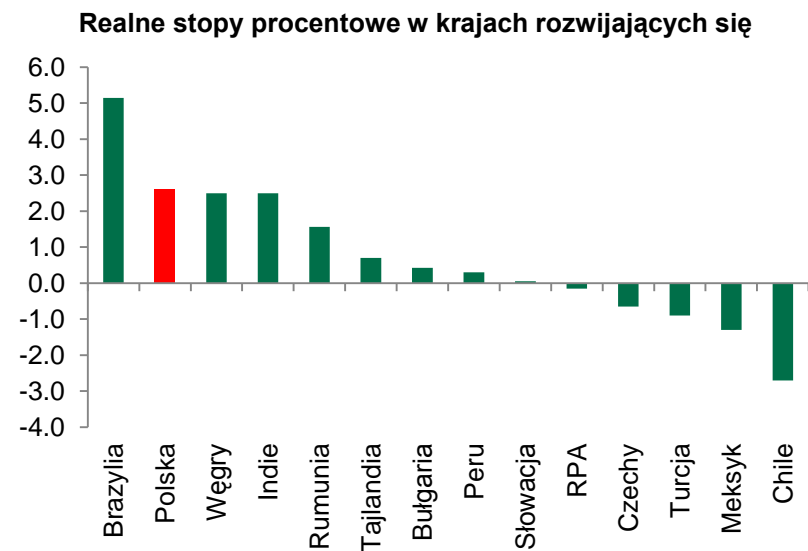
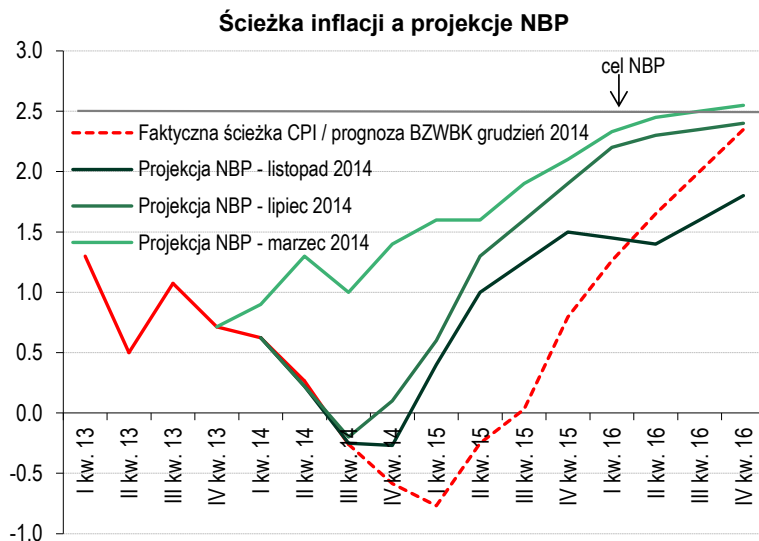
Inflacja? Jaka inflacja?

- Rok 2014 przyniósł znaczące zmiany oczekiwań odnośnie procesów inflacyjnych. Dane inflacyjne zaskakiwały nie tylko niższymi odczytami (zarówno w przypadku CPI, jak i miar bazowych), ale również znacząco zmieniły się średnioterminowe perspektywy kształtowania się cen konsumentów. Wynikało to z kilku czynników: (1) wolniejszego domykania się luki popytowej, co powodowało większą wrażliwość na szoki zewnętrzne, w szczególności z Rosji, Ukrainy i strefy euro, (2) szoków podaźowych: sankcje na żywność z Unii Europejskiej, co spowodowało nadpodaż i spadek cen, głównie ropy i zbóż, (3) niskiej importowanej inflacji bazowej.
- W 2015 r. spodziewamy się stopniowego wzrostu jednostkowych kosztów pracy (z bardzo niskiego poziomu), wciąż ujemnej luki popytowej, utrzymania trendów deflacyjnych w wyniku spadku cen ropy naftowej (głównie w pierwszej połowie 2015), stopniowego umocnienia złotego. W wyniku powyższych czynników roczna inflacja pozostanie poniżej zera przynajmniej do połowy roku, a inflacja bazowa zacznie powoli rosnać, nie powodując jednak ryzyka przekroczenia celu inflacyjnego w średnim terminie.



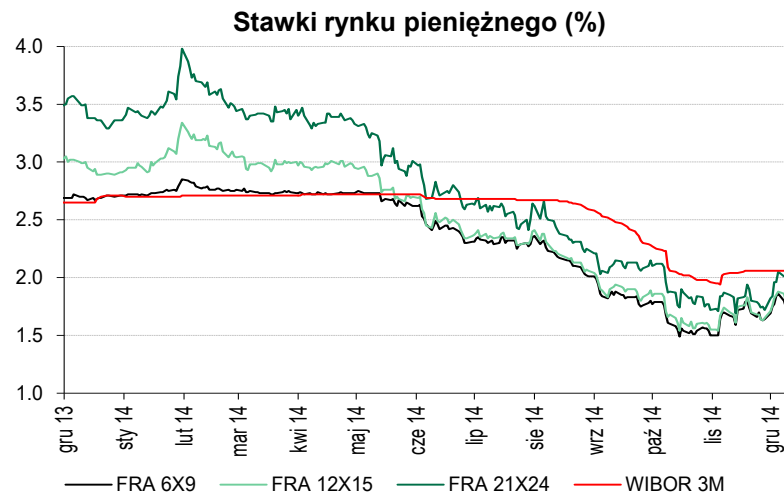
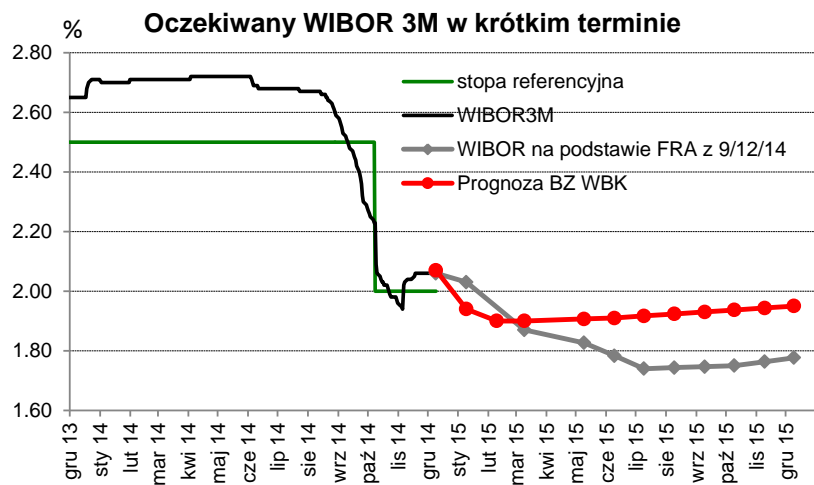
Stopy procentowe – Jakie działania w ostatnim roku urzędowania?

- Znacząca zmiana perspektyw inflacyjnych (szczegóły przedstawiono na poprzednich slajdach) znalazły swoje odzwierciedlenie w polityce monetarnej. RPP zdecydowała się na obniżenie stóp procentowych o 50 pb w październiku, ale pomimo gołębiego wydźwięku nowej projekcji PKB/CPI (inflacja poniżej celu NBP do końca 2016 r., osiągając zaledwie 1,5%) Rada nie zmieniła parametrów polityki monetarnej w listopadzie i w grudniu. Co ciekawe, w komentarzach podkreślano znaczenie perspektyw wzrostu (a nie inflacji), pomimo, że głównym celem RPP jest stabilizacja cen (konkretnie: realizacja celu inflacyjnego, który Rada sama sobie wyznacza).
- Mimo pozytywnych perspektyw dla gospodarki, inflacja CPI pozostanie znacząco poniżej celu (3 pp różnicy!), generując presję na RPP do dalszego łagodzenia polityki monetarnej, w szczególności jeśli EBC wprowadzi program QE w strefie euro. Spodziewamy się, że RPP zdecyduje się na jeszcze jedną obniżkę stóp procentowych o 25 pb w I kw. 2015
- W II połowie 2015 r. pojawi się lista kandydatów na nowych członków RPP (i prawdopodobnie na szefa NBP), których kadencja kończy się w 2016 r.



Rynek wycenia obniżkę stóp, zgodnie z naszymi oczekiwaniami

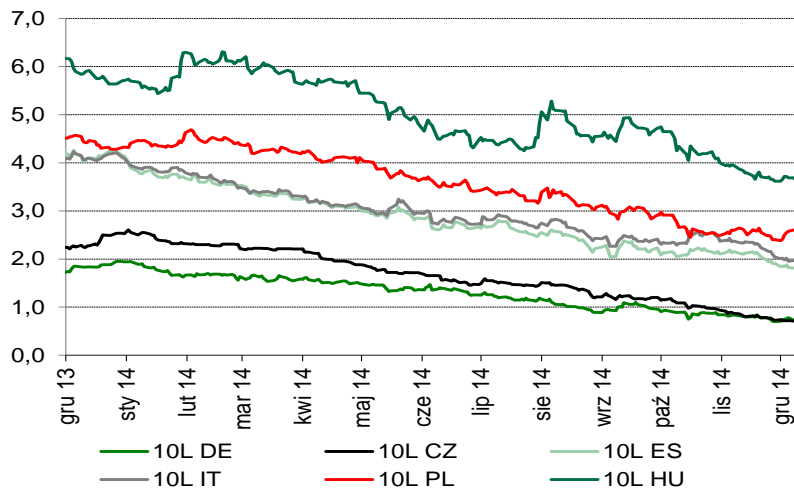
- Stawki rynku pieniężnego znacząco obniżyły się w 2014 r., w szczególności w IV kw. po decyzji RPP obniżającej stopy procentowe o 50 pb w październiku. Jednakże, trend ten szybko się odwrócił w wyniku spadku oczekiwań na dalsze redukcje stóp NBP po lepszych od prognoz danych makro.
- Rynek wciąż jednak wycenia jedną obniżkę stóp procentowych w najbliższych 3 miesiącach, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, i szanse na nieco więcej w horyzoncie 2-3 kwartałów. Uważamy, że obniżka stóp procentowych jest możliwa w I kw. 2015 w reakcji na słabsze dane o aktywności gospodarczej (PKB poniżej 3% r/r), kontynuację deflacji oraz silniejszego złotego.
- Kolejne miesiące 2015 r. powinny przynieść stabilizację stawek WIBOR. Wycena przez inwestorów dalszego poluzowania polityki monetarnej (przekraczająca 50 pb), co miało miejsce w 2014 r., byłaby w naszej ocenie nieuzasadniona. Prognozujemy WIBOR 3M blisko 1,90% (średnio) w I połowie 2015, a w II połowie 2015 r. spodziewamy się nieznacznego wzrostu tej stawki w kierunku 2% w wyniku poprawiających się danych makro, które mogą rozbudzić oczekiwania na podwyżki stóp w 2016 r.



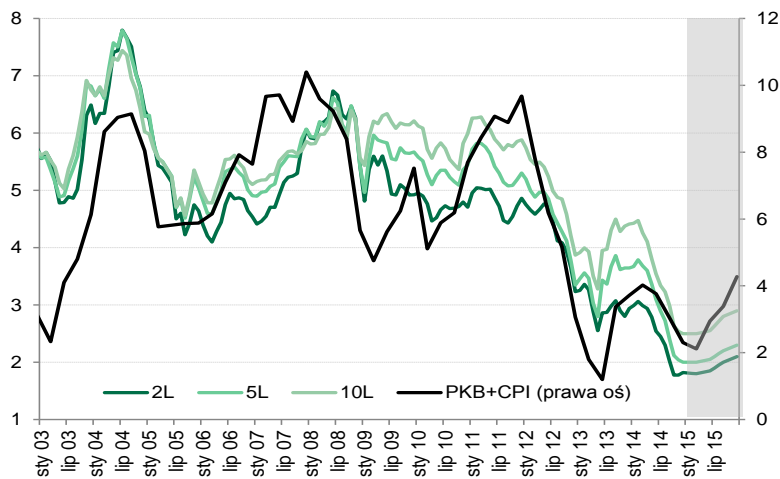
Umiarkowany wzrost rentowności / stawek IRS

- W 2015 r. krajowy rynek stopy procentowej znajdzie się pod wpływem wielu czynników, w tym zróżnicowanej polityki monetarnej głównych banków centralnych. Oczekiwania na wprowadzenie programu QE w strefie euro i obniżkę stóp przez krajową RPP powinny stabilizować rentowności na niskich poziomach na początku 2015. Materializacja tych scenariuszy może spowodować wzrost rentowności, w szczególności na długim końcu krzywych. Co więcej, przybliżający się termin zacieśnienia polityki monetarnej przez Fed może negatywnie wpływać na wycenę globalnych krzywych.
- Spośród krajowych czynników, oczekiwane przyspieszenie wzrostu gospodarczego, którego źródłem będzie popyt krajowy, wpłynie na wzrost rentowności/stawek IRS. Jednak, wydłużający się okres deflacji może ograniczać skalę wzrostu rentowności, głównie w sektorze 2L. Z drugiej strony prefinansowanie potrzeb pożyczkowych brutto w 2015 r. (prawie 25% planu) przełoży się na niższą od pierwotnego planu podaż SPW, co będzie czynnikiem wspierającym krajowe aktywa.
- Podsumowując, oczekujemy stopniowego wzrostu rentowności/stawek IRS w 2015 r. Krótki koniec krzywych może tracić mniej w porównaniu do pozostałych sektorów, co będzie prowadziło do wystromienia krzywych. Na koniec 2015 prognozujemy rentowność 2-latki nieco powyżej 2%, a 10-latki na 2,90%.

Rentowności 10-letnich benchmarków (%)



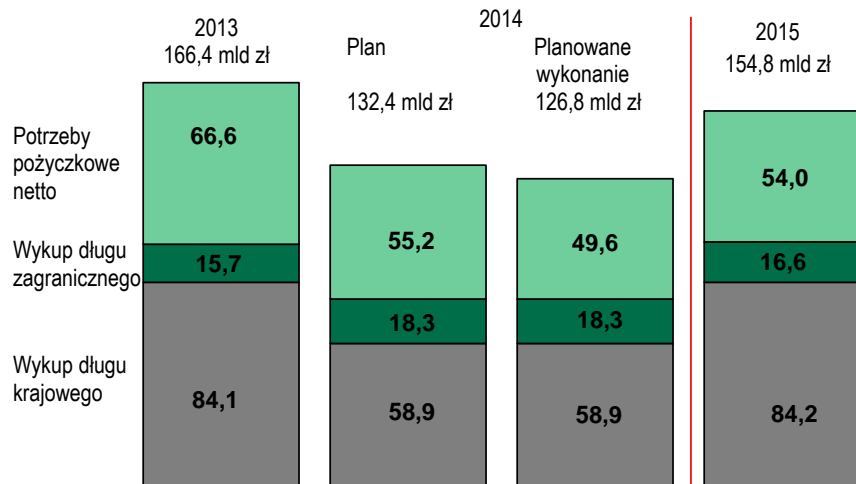
Nominalny wzrost PKB vs rentowności obligacji (%)



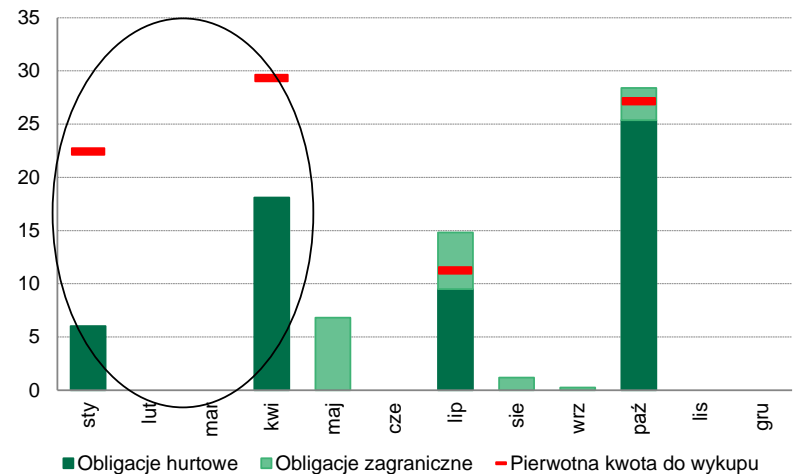
Podaż długu może być nieco mniejsza

- Projekt budżetu na 2015 r. zakłada deficyt na poziomie 41,6 mld zł, potrzeby pożyczkowe netto 53,98 mld zł i potrzeby pożyczkowe brutto 154,8 mld zł. Wzrost potrzeb pożyczkowych brutto w porównaniu z 2014 r. wynika głównie z większego deficytu budżetowego i znacznie wyższych wykupów zapadającego długu krajowego.
- Naszym zdaniem nie jest wykluczone, że przyszłoroczne wydatki budżetu okażą się niższe od planowanych przynajmniej o 5 mld zł. W latach 2009-13 faktyczne wydatki były niższe od planu średnio o ok. 7 mld zł. Nasze prognozy wzrostu PKB i inflacji są niższe od oczekiwań ministerstwa, co rodzi ryzyko niższych wpływów budżetowych, choć z drugiej strony struktura wzrostu oparta na popycie krajowym powinna być korzystna dla budżetu. W konsekwencji deficyt budżetowy i potrzeby pożyczkowe netto w 2015 r. nie muszą być znacząco mniejsze od zaplanowanych w budżecie.
- Uważamy, że łączna podaż długu w przyszłym roku może być niższa niż wynikałoby to z potrzeb pożyczkowych brutto biorąc pod uwagę solidną poduszkę płynnościową zbudowaną przez Ministerstwo Finansów (ok. 25% planu na 2015 r.). W takim przypadku, potrzeby pożyczkowe brutto pozostałe do pokrycia w 2015 r. będą nieco niższe niż te na 2014 r.

Potrzeby pożyczkowe brutto w 2015 r.



Wykupy krajowego i zagranicznego długu w 2015 r. po uwzględnieniu reformy OFE i prefinansowania w 2014



Większe pole manewru w finansowaniu walutowym

- Papiery denominowane w krajowej walucie (głównie obligacje stałokuponowe) będą grały główną rolę w finansowaniu krajowych potrzeb pożyczkowych netto (ok. 80%). Ministerstwo Finansów planuje emisje netto obligacji denominowanych w obcych walutach i kredyty zagraniczne na podobnym poziomie co w tym roku (odpowiednio ok. 4 i 5 mld zł). Jednakże, znaczenie finansowania w walutach obcych wzrośnie w 2015 r., jako że ministerstwo planuje korzystać z płynnych środków zgromadzonych na koncie walutowym (ok. 9,4 mld zł).
- To oznacza większą elastyczność w finansowaniu. Ministerstwo nie będzie musiało działać pod presją czasu, gdyż będzie mogło wykorzystać zgromadzone środki w celu spłaty długu oraz odsetek.
- Emisja obligacji brutto nominowanych w obcych walutach ma wynieść 18,3 mld zł. Wydaje nam się, że emisje w euro będą stanowiły większą część tej sumy. Pozostała część zostanie zapewne wyemitowana w USD.

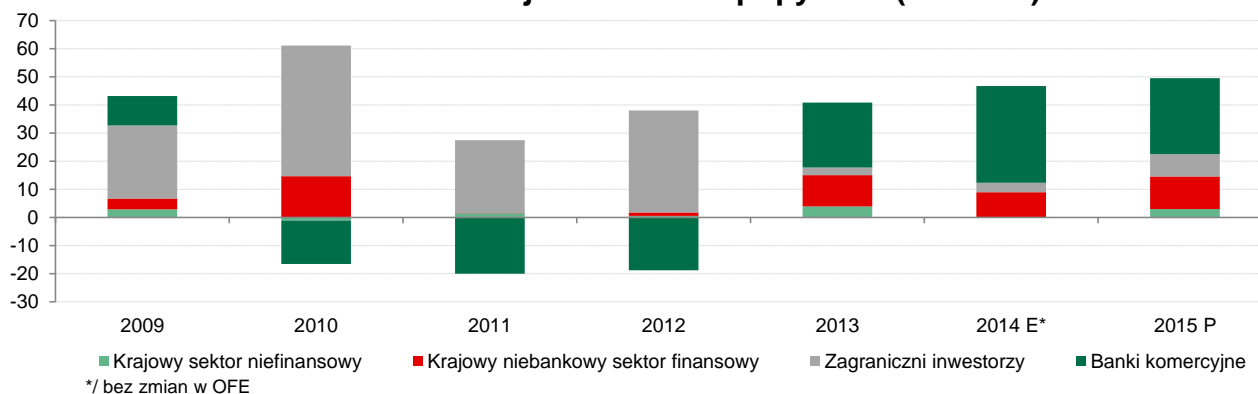
Finansowanie potrzeb pożyczkowych netto w 2015 (mln zł)

	Oczekiwane wykonanie w 2014	Plan na 2015
Potrzeby pożyczkowe netto	47,377.9	53,977.4
Finansowanie krajowe	51,458.1	42,517.2
1. Emisje na krajowy rynek	47,184.5	42,517.2
2. Środki na rachunku	4,273.6	0.0
Finansowanie zagraniczne	-4,080.2	11,460.2
1. Emisje na rynek zagraniczny	3,808.5	3,933.8
2. Kredyty	4,946.0	5,170.0
3. Zarządzanie środkami z UE	-6,987.5	-7,088.6
4. Przepływy zw. z rachunkiem walutowym	-5,847.3	9,444.2

Dominująca rola krajowych banków na rynku długu

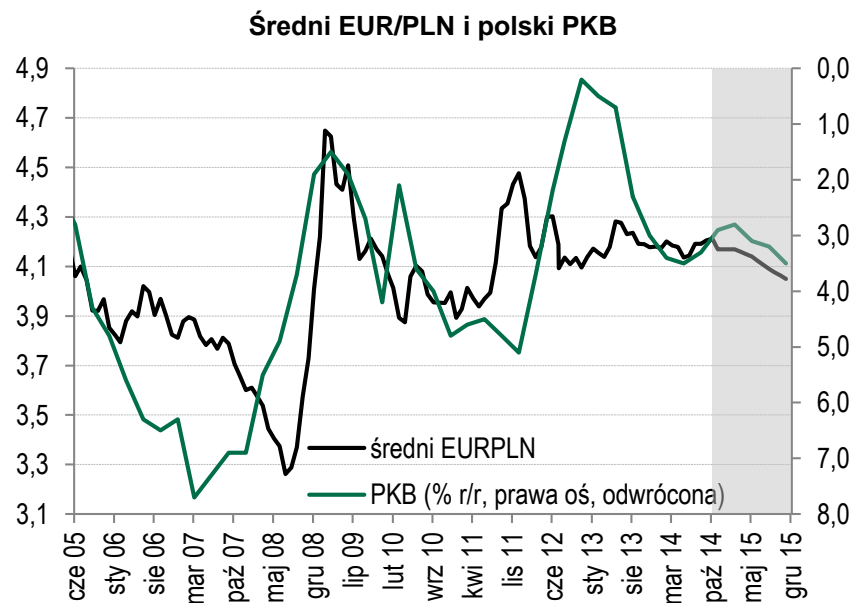
- W 2014 r., podobnie jak w 2013 r., krajowe banki komercyjne odgrywały główną rolę w krajowym finansowaniu potrzeb pożyczkowych brutto. Wbrew wielu obawom, wprowadzenie reformy ubezpieczeń społecznych przeszło dość łagodnie na rynku długu, gdyż banki przejęły rolę OFE na krajowym rynku, łagodząc turbulencje w momentach wzrostu ryzyka. W konsekwencji ich udział w finansowaniu potrzeb pożyczkowych wzrósł dość znacząco w porównaniu do 2013 r. (do prawie 75% z ok. 57%), podczas gdy udział zagranicznych inwestorów pozostał względnie stabilny.
- W 2015 r. spodziewamy się, że struktura finansowania potrzeb pożyczkowych wg nabywców będzie zbliżona do tej z 2014 r. Krajowe banki powinny pozostać po stronie popytowej, a ich udział w finansowaniu ogółem pozostanie największy. Wprowadzenie przez KNF nowej „Rekomendacji P” dotyczącej monitorowania płynności finansowej banków powinno również wspierać popyt na rządowe obligacje ze strony tej grupy inwestorów.
- Spodziewamy się zwiększenia udziału zagranicznych inwestorów w finansowaniu potrzeb pożyczkowych ogółem (do 8 mld zł netto z ok. 4 mld zł przewidywanych w tym roku). Naszym zdaniem, inwestorzy będą poszukiwali wyższych stóp zwrotu z obligacji w świecie niskich rentowności na rynkach bazowych, co czyni polskie aktywa atrakcyjnymi (co powinno ograniczać wzrosty rentowności w ciągu roku). Co więcej, uważamy, że ryzyko znacznego odpływu kapitału zagranicznego jest ograniczone. Struktura zagranicznych posiadaczy obligacji wydaje się być stabilna, inwestorzy średnio i długoterminowi (włączając banki centralne) odgrywają w niej dominującą rolę.

Finansowanie krajowe – strona popytowa (w mld zł)



Złoty wsparty odbiciem krajowej gospodarki oraz atrakcyjnymi rentownościami polskich obligacji

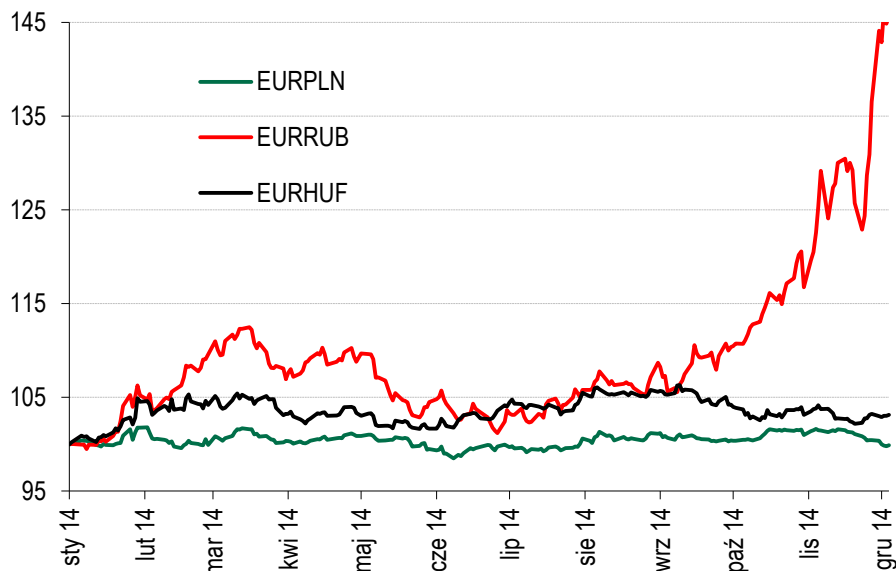
- Oczekujemy lekkiego spadku EUR/PLN w 2015. W przeszłości cykl koniunkturalny wywierał wpływ na złotego i w okresach ożywienia gospodarczego krajowa waluta zazwyczaj zyskiwała. Uważamy, że spowolnienie, które rozpoczęło się w drugiej połowie 2014 będzie przejściowe i w trakcie 2015 tempo wzrostu PKB ponownie przekroczy 3%. Naszym zdaniem, będzie to wynik lepszy nie tylko od strefy euro, ale i państw regionu CEE i powinno to korzystnie wpływać na złotego. Szybszy wzrost produktywności w Polsce niż w Eurolandzie powinien (zgodnie z tzw. efektem Balassy-Samuelsona) prowadzić do realnej aprecjacji złotego. Skoro inflacja w Polsce pozostaje na bardzo niskim poziomie (poniżej zera prawdopodobnie przynajmniej do połowy 2015), powinno to oznaczać nominalne umocnienie złotego.
- Dodatkowo, stosunkowo wysokie stopy procentowe oraz rentowności polskich obligacji powinny sprzyjać napływowi kapitału portfelowego, szczególnie wobec wysoce akomodacyjnej polityki pieniężnej w strefie euro i dodatkowej płynności dostarczanej na europejski rynek przez EBC.



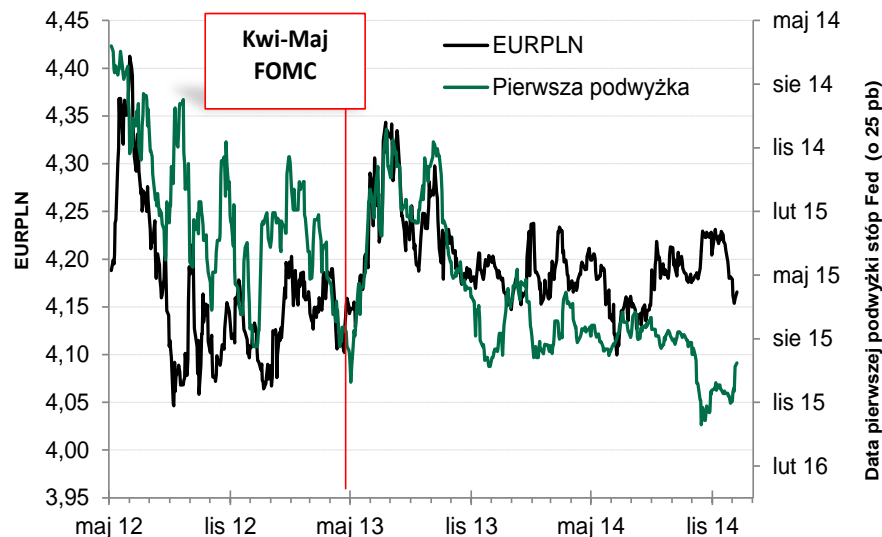
Konflikt Rosji z Ukrainą głównym czynnikiem ryzyka

- Konflikt Rosja-Ukraina wydaje się być najważniejszym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza. Aktywność rosyjskiej armii blisko ukraińskiej granicy nie zapowiada rychłej stabilizacji sytuacji na wschodzie Europy, więc podwyższone ryzyko geopolityczne może ograniczyć tempo aprecjacji złotego. Krajowa waluta pozostała odporna na ostatnie silne osłabienie rubla, ale wydaje się, że ewentualny wzrost napięcia politycznego/militarnego mógłby wyrzucić negatywną presję na złotego.
- Dodatkowo, perspektywa podwyżek stóp Fed też generuje ryzyko w górę dla naszej prognozy EURPLN, bowiem szybsze od oczekiwań zacieśnienie polityki pieniężnej w USA może wygenerować odpływ kapitału z rynków wschodzących. Wydaje się jednak, że rynek wycenił już podwyżki stóp Fed w przyszłym roku, więc ich wpływ może być ograniczony. Poza tym, polski rynek może pozostać bardziej odporny na ewentualne zawirowania niż inne rynki wschodzące.

EURPLN, EURRUB, EURHUF (2 stycznia 2014 = 100)

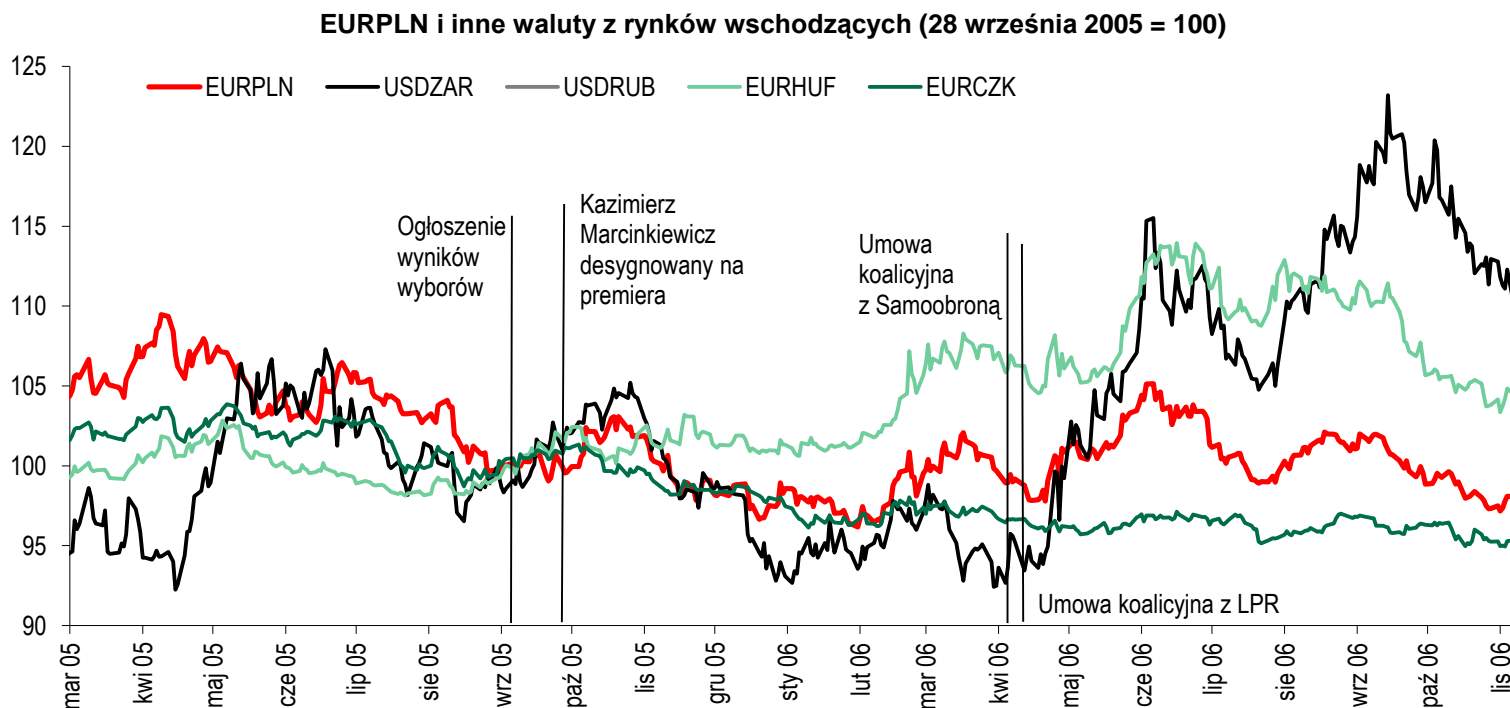


EUR/PLN i oczekiwane podwyżki stóp Fed



Wybory w Polsce nie powinny wyrzucić dużej presji

- Polska scena polityczna może zwrócić uwagę inwestorów w drugiej połowie roku w związku z wiosennymi wyborami prezydenckimi i jesiennymi wyborami parlamentarnymi. W ostatnich wyborach samorządowych PO zdobyło najwięcej mandatów, ale PiS zdobył największe procentowe poparcie i większe, niż wskazywały na to przedwyborcze sondaże.
- Generuje to niepewność związaną z wynikami wyborów parlamentarnych oraz ryzyko, iż po wyborach parlamentarnych mogą pojawić się problemy z konstrukcją rządu. Analiza rynku w okresie 2005/2006, kiedy wybory parlamentarne wygrało PiS i weszło w koalicję z populistycznymi partiami nie daje jednoznacznych dowodów na to, że krajowa polityka była wówczas istotnym czynnikiem wpływającym na notowania złotego. Dlatego też nie oczekujemy, aby tym razem było inaczej.

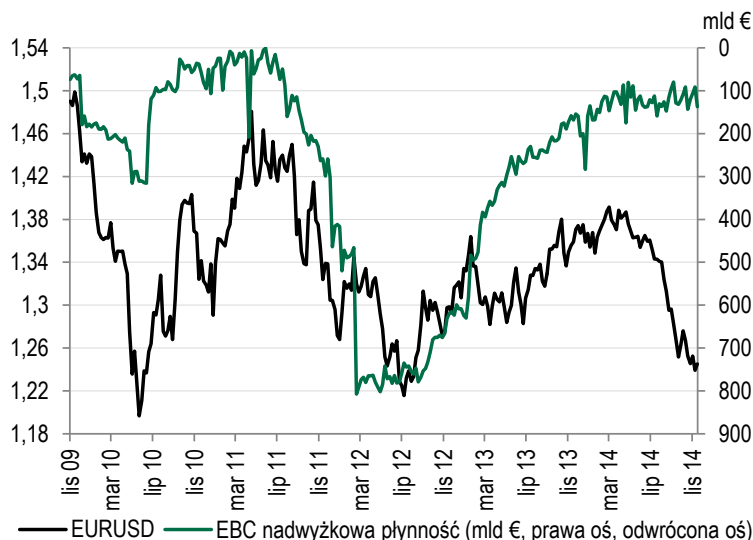


Źródło: GUS, Reuters, BZ WBK

Przed nami zmienny rok dla EURUSD*

- Połączenie nadchodzących podwyżek stóp Fed (pierwszej oczekujemy w lipcu 2015) wobec mocnej gospodarki USA i silnych oczekiwań na rozszerzenie programu skupu aktywów EBC sugeruje spadek EURUSD, przynajmniej w pierwszej połowie roku (oczekujemy 1,20 w czerwcu 2015). Kolejne miesiące powinny jednak przynieść odbicie jeśli zmaterializuje się scenariusz ożywienia aktywności gospodarczej i inflacji w strefie euro. Poza tym, wydaje się, że rynek wycenił w dużym stopniu fakt, że w 2015 nastawienie w polityce pieniężnej Fed oraz EBC będzie przeciwne (długie pozycje w dolarze netto są blisko rekordu). Oczekujemy, że na koniec 2015 EURUSD będzie blisko 1,28.
- Rynek będzie zapewne bardzo wrażliwy na ewentualne sygnały wskazujące, iż strefa euro radzi sobie lepiej niż się obawiano i/albo ożywienie w USA nie postępuje tak szybko jak się spodziewano (silny dolar może osłabić amerykański eksport, który stanowi 13% PKB USA).
- Prognozowana ścieżka dla EURUSD implikuje spore wahania kursu USDPLN – zakładamy wzrost do 3,44 w połowie 2015, po którym nastąpi spadek do 3,20 na koniec przyszłego roku.

EURUSD i nadwyżkowa płynność w systemie strefy euro



Źródło: BZ WBK, Bloomberg

EURGBP w ślad za EURUSD, EURCHF lekko w górę*

- Sądzymy, że EURGBP będzie podążał za EURUSD. Oczekujemy umocnienia funta do 0,76 za euro w pierwszej połowie 2015 w wyniku luźnej polityki pieniężnej w strefie euro i jednocześnie silnej brytyjskiej gospodarki i zbliżających się podwyżek stóp Banku Anglii (pierwsza możliwa w lutym). Oznacza to, że złoty może się osłabić do 5,40 za funta w pierwszych sześciu miesiącach przyszłego roku. Kiedy jednak euro zacznie się umacniać do dolara, to powinno zyskać też do funta. Oczekujemy, że na koniec roku EURGBP będzie blisko 0,79, co powinno przyczynić się do spadku GBPPLN do 5,10. Czynnikiem ryzyka dla umocnienia funta w pierwszej połowie 2015 są odłożone w czasie podwyżki stóp Banku Anglii i wybory zaplanowane na maj, w których duże poparcie mogą zdobyć partie nastawione przeciwko członkostwu Wielkiej Brytanii w UE.
- Uważamy, że EURCHF pozostanie blisko bariery 1,20 w pierwszej połowie 2015 w wyniku słabości euro do głównych walut. Nie oczekujemy, aby bank centralny Szwajcarii zdecydował się na podniesienie dolnej granicy tolerowanego kursu EURCHF, ale w drugiej połowie roku wspólna waluta powinna zyskać nieco do franka (tak jak do dolara i funta). Poza tym, frank może być pod presją jeśli szwajcarski bank centralny zdecyduje się użyć innych narzędzi, aby wywołać wzrost inflacji (np. ujemne stopy procentowe). Prognozujemy umocnienie złotego do franka do 3,30 na koniec roku wraz ze wzrostem EURCHF to 1,23.



Źródło: BZ WBK, Bloomberg

* Opracowanie na podstawie raportu FX Compass przygotowanego przez Santander Global FX Strategy i opublikowanego 27 listopada 2014

Dane i prognozy ekonomiczne

Polska		2012	2013	2014E	2015E	1Q14	2Q14	3Q14E	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E
PKB	mld PLN	1 615,9	1 662,1	1 725,1	1 790,8	403,1	418,4	426,8	476,8	415,2	433,3	443,2	499,1
PKB	% r/r	1,8	1,7	3,2	3,2	3,4	3,5	3,3	2,9	2,8	3,1	3,2	3,5
Popyt krajowy	% r/r	-0,4	0,2	4,9	4,6	3,4	5,6	4,9	5,3	4,5	4,7	4,4	4,9
Spożycie indywidualne	% r/r	1,0	1,1	3,2	3,6	2,9	3,0	3,2	3,6	3,7	3,6	3,6	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,5	0,9	9,7	8,4	11,2	8,7	9,9	9,5	9,0	9,0	8,0	8,0
Stopa bezrobocia ^a	%	13,4	13,4	11,5	10,9	13,5	12,0	11,5	11,5	11,7	10,4	10,3	10,9
Rachunek bieżący	mldn EUR	-13 697	-5 245	-7 482	-10 628	-1 403	-553,0	-1 803	-3 723	-2 374	-1 041	-3 021	-4 192
Rachunek bieżący	% PKB	-3,5	-1,3	-1,8	-2,4	-1,1	-1,2	-1,2	-1,8	-2,0	-2,1	-2,4	-2,4
Inflacja (CPI)	% r/r	3,7	0,9	0,0	0,0	0,6	0,3	-0,3	-0,6	-0,8	-0,3	0,0	0,8
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	2,4	0,7	-0,7	1,0	0,7	0,3	-0,3	-0,7	-0,7	-0,1	0,2	1,0
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,2	1,2	0,7	1,0	0,8	0,8	0,5	0,5	0,8	0,9	1,1	1,4

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, BZ WBK

^a na koniec okresu

Dane i prognozy rynkowe

Polska		2012	2013	2014E	2015E	1Q14	2Q14	3Q14E	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E
Stopa referencyjna ^a	%	4,25	2,50	2,00	1,75	2,50	2,50	2,50	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75
WIBOR 3M	%	4,91	3,02	2,52	1,92	2,71	2,71	2,59	2,06	1,91	1,91	1,92	1,94
Rentowność obligacji 2L	%	4,30	2,98	2,45	1,91	3,01	2,76	2,26	1,79	1,81	1,83	1,95	2,07
Rentowność obligacji 5L	%	4,53	3,46	2,95	2,11	3,71	3,35	2,67	2,05	2,00	2,03	2,15	2,27
Rentowność obligacji 10L	%	5,02	4,04	3,49	2,65	4,38	3,82	3,18	2,56	2,50	2,53	2,72	2,87
2-letni IRS	%	4,52	3,10	2,51	1,97	3,07	2,82	2,32	1,83	1,86	1,88	2,00	2,13
5-letni IRS	%	4,47	3,51	2,91	2,13	3,70	3,31	2,63	1,99	2,03	2,08	2,13	2,25
10-letni IRS	%	4,56	3,86	3,34	2,57	4,16	3,73	3,07	2,39	2,38	2,51	2,63	2,76
EUR/PLN	PLN	4,19	4,20	4,18	4,12	4,19	4,17	4,18	4,20	4,17	4,15	4,11	4,06
USD/PLN	PLN	3,26	3,16	3,15	3,34	3,06	3,04	3,15	3,35	3,38	3,42	3,35	3,21
CHF/PLN	PLN	3,47	3,41	3,44	3,40	3,42	3,42	3,45	3,48	3,45	3,43	3,38	3,32
GBP/PLN	PLN	5,16	4,94	5,19	5,31	5,06	5,11	5,26	5,32	5,35	5,39	5,33	5,18

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, BZ WBK

^a na koniec okresu

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 9.12.2014 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.