



Perspektywy na 2016: Polska

GOSPODARKA, STOPY I RYNEK FX

Grudzień 2015

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH
Bank Zachodni WBK S.A.

ekonomia@bzwbk.pl

(+48) 22 534 18 88



Bank Zachodni WBK

 Grupa Santander

Podsumowanie (makro)

- W 2015 r. wzrost PKB oscylował w przedziale 3-4%, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Spodziewamy się utrzymania wzrostu na podobnym poziomie w 2016, pod wpływem trzech czynników: eksportu, inwestycji i konsumpcji. Najbardziej pozytywnym zjawiskiem gospodarczym w ostatnich kwartałach była dalsza poprawa na rynku pracy, wyrażająca się tworzeniem nowych miejsc pracy i znaczącym spadkiem bezrobocia. Jako że niedobór siły roboczej może być istotną barierą dla wzrostu (o czym świadczą oficjalne dane ale także informacje z firm), w niniejszym raporcie prezentujemy bardziej dogłębne spojrzenie na rynek pracy (strony 8-9 oraz aneks str. 33).
- Prognozowanie inflacji okazało się nie być łatwym zadaniem. Deflacja, która miała być zjawiskiem przejściowym, trwa już od półtora roku. Dlatego też inflacja jest drugim ważnym tematem, na którym chcielibyśmy się skupić w tym raporcie. O ile bezpośrednie czy pośrednie szoki podażowe były w znacznej mierze odpowiedzialne za środowisko niskich cen (nie tylko w Polsce), to inflacja cen usług porusza się w przedziale 1,5-2,0%. Wygląda zatem na to, że lokalne czynniki popytowe wywierają już pewną presję na ceny. Jeśli ten proces będzie kontynuowany a globalne szoki na rynkach surowców nie ulegną powtórzeniu (lub wręcz zostaną odwrócone) i zobaczymy pewne odbicie również w cenach towarów (wyższa inflacja w Europie, brak umocnienia złotego), to w 2016 r. powinniśmy (wreszcie!) zobaczyć dodatnie tempo wzrostu cen. Z drugiej strony, ryzyko w dół jest związane z obniżką cen energii/gazu na początku 2016 r. Więcej szczegółów na temat inflacji na stronach 14-15.
- Perspektywa relatywnie dobrego wzrostu gospodarczego i rosnącej inflacji nie wymaga dodatkowego wsparcia ze strony polityki gospodarczej. Jednak, wygląda na to, że w tym roku zobaczymy niższe stopy procentowe (nowa RPP w I kw. 2016) oraz wyższy deficyt fiskalny (zmiany w budżetach na 2015 i 2016 r.). Taka polityka może w krótkim terminie spowodować przyspieszenie wzrostu popytu krajowego, ale w średnim rodzi ryzyko powstania nierównowag gospodarczych (deficyt obrotów bieżących i inflacja). Mimo wszystko, należy podkreślić, że punkt startowy w tym zakresie jest dość komfortowy. Od czasów wyborów parlamentarnych w Polsce rynek jest skoncentrowany na kształcie polityki fiskalnej w kolejnych latach. I faktycznie, nowy rząd zaczął od mocnego uderzenia, zmieniając budżet nie tylko na 2016 r., ale także na 2015 r. (żeby zrealizować swoje obietnice przedwyborcze), jak też proponując zmiany w tzw. stabilizującej regule wydatkowej. Więcej o ryzyku związanym z polityką fiskalną na stronach 18-21.

Podsumowanie (ryunki)

- Zmiana członków Rady Polityki Pieniężnej na początku roku (ośmiu z dziewięciu w I kw. 2016) jest silną przesłanką uzasadniającą oczekiwania na dodatkowe obniżki stóp. Przedstawiciele nowej władzy dali jasny sygnał odnośnie preferencji przy wyborze nowych członków Rady. Sądzymy, że obniżki stóp powinny nastąpić raczej wcześniej niż później z powodu niskiej inflacji i dlatego oczekujemy obniżenia stóp NBP o 50 pb do marca (głównej stopy do 1%).
- Jak sugerowaliśmy w poprzednich raportach, łączny efekt prognoz gospodarczych (omówionych powyżej), luźnej polityki makroekonomicznej (obniżki stóp i większy deficyt budżetowy) i normalizacji polityki pieniężnej w USA powinien oznaczać wystromienie polskiej krzywej rentowności. Widzimy przestrzeń do umocnienia krótkiego końca i oczekujemy wzrostu rentowności na długim końcu w 2016 (do 3,50% dla rentowności 10-latk). Stromienie krzywej powinno być bardziej widoczne dla obligacji niż IRS (z powodu premii za ryzyko, co może być odzwierciedlone w reakcji agencji ratingowych). Od strony popytowej, polskie banki i inwestorzy zagraniczni pozostaną głównymi graczami na rynku SPW.
- Od początku 2015 złoty zyskiwał do euro dzięki poluzowaniu polityki pieniężnej przez EBC i zakończeniu cyklu obniżek stóp przez RPP i EURPLN testował 4,0. Nie przebił tego poziomu na trwałe z powodu nasilenia się obaw o wyjście Grecji ze strefy euro, a w kolejnych miesiącach obawy o gospodarki wschodzące (wspierane słabymi danymi z Chin), niepewność związana z polską polityką czy zbliżająca się podwyżka stóp Fed osłabiały złotego pchając EURPLN na koniec 2015 wyraźnie powyżej naszej prognozy z początku roku. Sądzymy, że w 2016 czynniki globalne mogą być korzystne dla złotego. Podwyżka stóp Fed może zostać przez rynek odebrana jako wotum zaufania do amerykańskiej i globalnej gospodarki (jeśli obawy o Chiny nie nasilą się), a dodatkowym wsparciem może być luźniejsza polityka pieniężna EBC. Pytanie brzmi w jakiej skali ten pozytywny wpływ może być zneutralizowany przez czynniki krajowe. Obniżki stóp NBP nie będą dla złotego wspierające, a tempo wzrostu PKB pozostanie jedynie stabilne co może sprawić, że krajowej walucie ciężko będzie trwale się umocnić. Rząd wydaje się być zdeterminowany by przynajmniej w części szybko prowadzić w życie przedwyborcze obietnice, co zwiększa strukturalne ryzyko dla polskiej polityki fiskalnej. Poza tym, istotna jest też kwestia przewalutowania hipotecznych kredytów walutowych, bowiem nadal czekamy na szczegóły jak może ona zostać rozwiązana. Widzimy ograniczony potencjał do umocnienia złotego i oczekujemy pozostania kursu EURPLN w przedziale 4,15-4,35 (z ryzykiem wzrostu powyżej wskutek materializacji czynników ryzyka, np. politycznego czy obaw o rynki wschodzące).

2015: Nasze prognozy a rzeczywistość

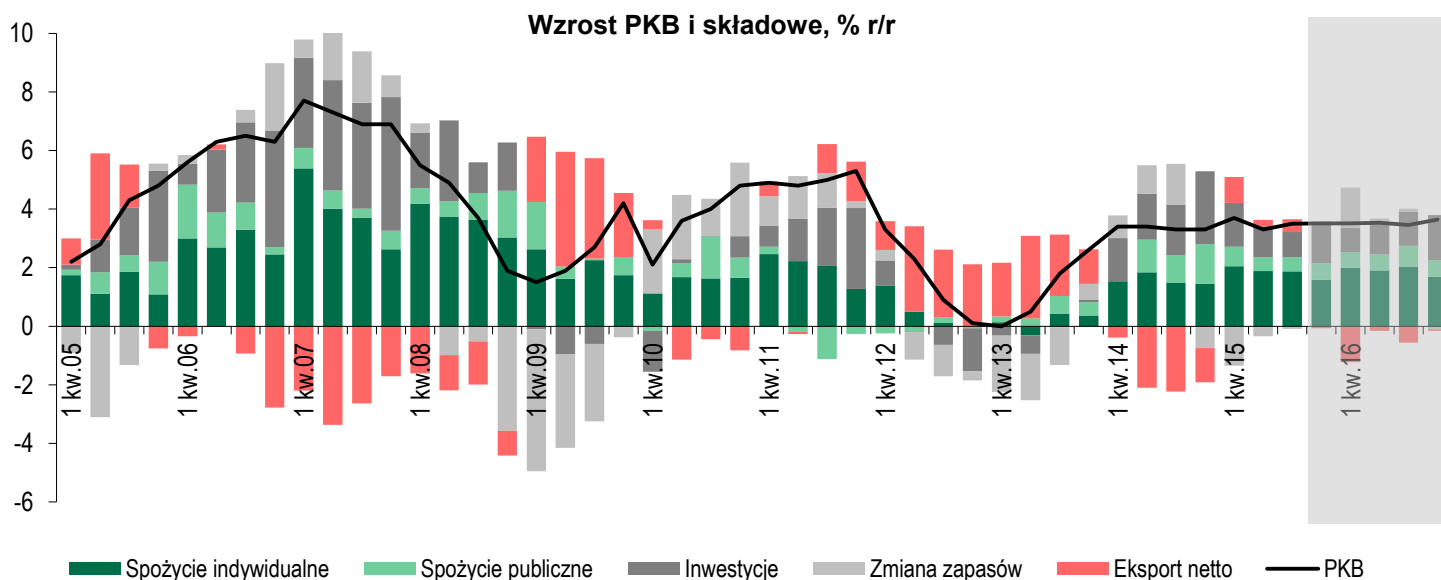
Wskaźnik	Nasza prognoza (rok temu)	Rzeczywistość
PKB	Spowolnienie (jeśli będzie), to tymczasowe, wzrost PKB o 3,2% w 2015 r.	Dobry wzrost utrzymany w 2015 r., nawet nieco wyższy niż oczekiwany.
Struktura PKB	Solidny wzrost eksportu (6-7%), rosnąca rola popytu krajowego (konsumpcja 3,6%, inwestycje 8,4%).	Mocny eksport (6%). Popyt krajowy słabszy od oczekiwań pod wpływem wyższych oszczędności gospodarstw domowych i nieco niższych inwestycji.
Rynek pracy	Dalsza poprawa na rynku pracy, tworzenie etatów, bezrobocie w dół, płace 3-4% w górę.	Bezrobocie spadło mocniej od oczekiwań, nominalny wzrost płac zgodny z prognozami.
Inflacja	Inflacja „nie będzie problemem w najbliższym czasie”. CPI poniżej zera co najmniej do połowy 2015 r. (1% przed końcem roku), inflacja bazowa w górę do 1%.	Deflacja utrzymała się przez cały rok, głównie wskutek mocnego spadku cen surowców już na początku roku. Inflacja bazowa stabilna w przedziale 0,2-0,5%.
Polityka pieniężna	CPI znacząco poniżej celu, wytwarzając presję na RPP (obniżka stóp o 25pb).	Obniżka stóp NBP o 50pb a w II połowie 2015 r. rynek zaczął wyceniać dalsze obniżki w 2016 r.
Rynek stopy procentowej	Dobre fundamenty powinny sprzyjać wyższym rentownościom. Mniejsze wzrosty na krótkim końcu – wynikiem wystromienie krzywej.	Krajowa krzywa uległa wystromieniu, choć rentowności na długim końcu nieco poniżej oczekiwań, nie przewidzieliśmy umocnienia krótkiego końca w drugiej połowie 2015 r.
Rynek walutowy	EURPLN spadnie w 2015 r. (średnio w roku 4,10, koniec roku 4,00); duża zmienność na EURUSD, który będzie szedł w górę.	Trend spadkowy EURPLN w I poł. 2015 r. odwrócony w II poł. 2015 r. (koniec roku słabszy niż prognozowaliśmy). Wysoka zmienność na EURUSD, ale ogólny kierunek w przeciwną stronę niż się spodziewaliśmy.

2016: Nasze prognozy i główne ryzyka

Wskaźnik	Nasza prognoza (w skrócie)	Ryzyko
PKB	Mocny wzrost w przedziale 3-3,5% przez cały rok. Jeśli PKB<3%, to tylko przejściowo	Zewnętrzne: wzrost w strefie euro (zwłaszcza w Niemczech), spowolnienie gosp. wschodzących przenosi się na rozwinięte
Struktura PKB	Konsumpcja i inwestycje podobnie jak w 2015 (3% i 6%), umiarkowanie ujemny wkład eksportu netto	Zewnętrzne dla eksportu; ryzyko w górę dla konsumpcji prywatnej, w dół dla inwestycji (publicznych w I poł. 2016)
Rynek pracy	Dalszy wzrost liczby etatów, niedobór rąk do pracy coraz bardziej widoczny; rosnąca presja płacowa	Słaby wzrost zatrudnienia pod wpływem braku wykwalifikowanej siły roboczej. Spowolnienie wzrostu i niska inflacja skutkują niską presją płacową
Inflacja	Kontynuacja wzrostowego trendu, choć CPI wciąż (znacznie) poniżej celu. Koniec roku nieco >1%	Kontynuacja importu niskiej inflacji z zagranicy; szoki podażowe; wpływ podatków sektorowych
Polityka pieniężna	Dostosowanie stóp w I kw. (50 pb) przez nową RPP	Więcej łagodzenia w 2016 jeśli inflacja zaskoczy w dół, a RPP będzie bardzo gołębia
Polityka fiskalna	Deficyt fiskalny nieco powyżej 3% PKB	Wyższy deficyt pod wpływem wysokich wydatków
Rynek stopy procentowej	Bardziej stroma krzywa: więcej miejsca na umocnienie krótkiego końca pod wpływem obniżki stóp; długi koniec pod wpływem fundamentów (CPI/PKB), wzrostu rentowności na rynkach bazowych i ryzyka fiskalnego	Dalszy brak inflacji (i niski wzrost) w Europie utrzymuje rentowności Bundów na niskim poziomie i/lub Fed jest bardziej gołębi co oznacza brak wystromienia w Polsce. Z drugiej strony, krajowe ryzyko fiskalne/polityczne może wzrosnąć (możliwy wpływ na rating)
Rynek walutowy	EURPLN w przedziale 4,15-4,30. USDPLN w dół a EURUSD w górę	Ryzyko dla EURPLN w związku z koniunkturą w gospodarkach wschodzących, sprawa kredytów w CHF. Ryzyko dla USDPLN: EURUSD równy 1.0 (lub niżej)

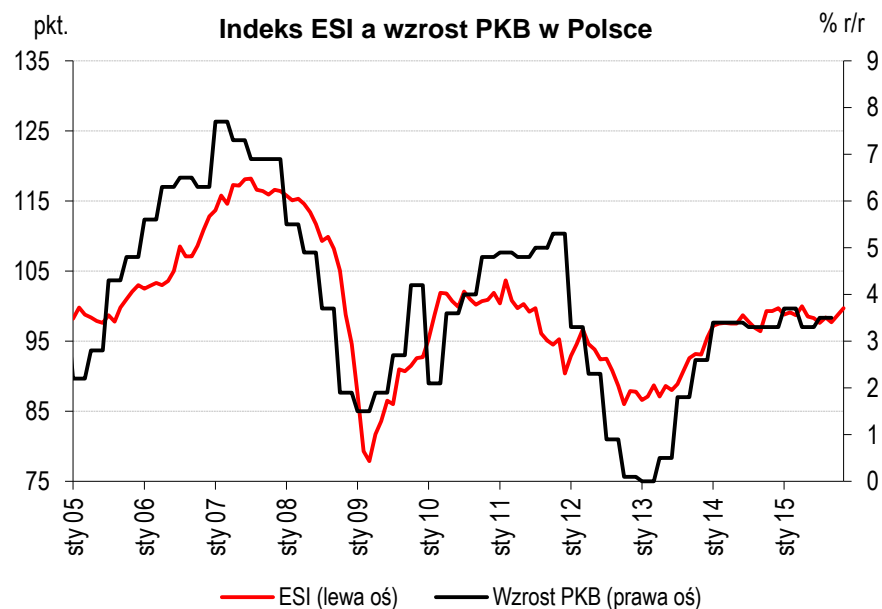
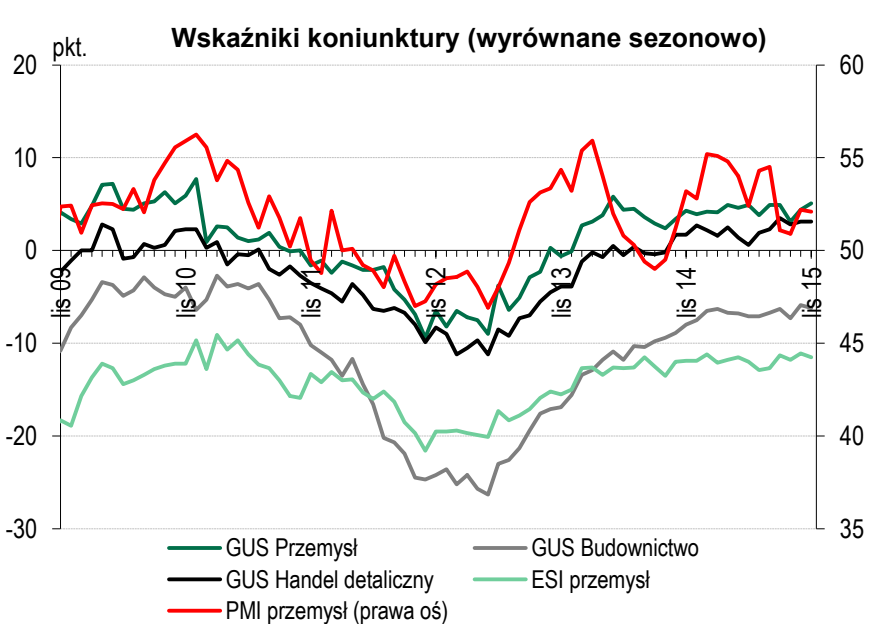
Wzrost PKB ustabilizował się wokół 3,5%

- Polska weszła w bezprecedensowy okres stabilnego wzrostu PKB – mamy za sobą siedem kwartałów z rzędu, gdy wzrost był w wąskim przedziale wokół 3,5% r/r.
- Wszystkie trzy silniki wzrostu – konsumpcja prywatna, inwestycje i eksport – wciąż działają, ale wydaje się, że struktura wzrostu ulega zmianie. Inwestycje, po szybkim wzroście w 2014 r. i na początku 2015 r. spowolniły i prawdopodobnie nie wrócą do dwucyfrowego wzrostu. Konsumpcja prywatna rośnie stabilnie a ryzyko jest w górę, jako że niezły wzrost płac, możliwe dodatkowe transfery socjalne i niskie stopy procentowe będą działały na korzyść wyższych wydatków. Z kolei eksport, który ostatnio nieco spowolnił, powinien ulec ożywieniu dzięki przyspieszeniu w strefie euro – głównym partnerze handlowym Polski.
- Widzimy duże prawdopodobieństwo tego, że wzrost PKB utrzyma się blisko 3,5% w nadchodzącym roku.



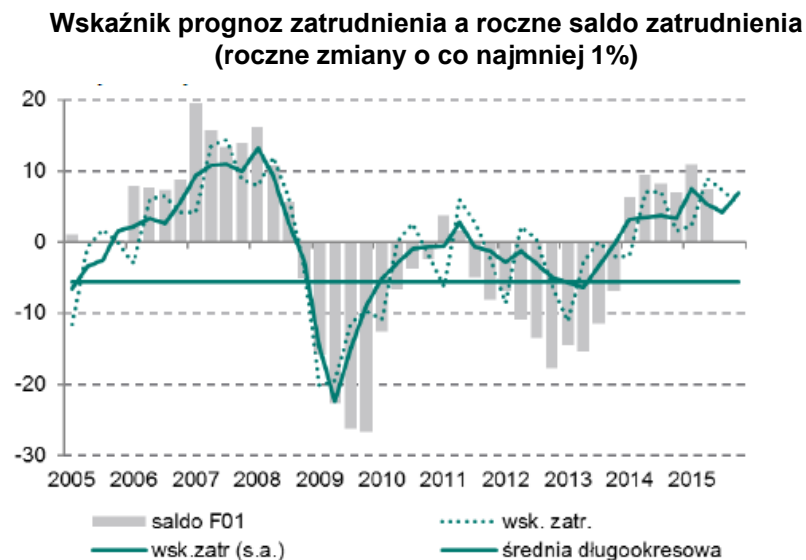
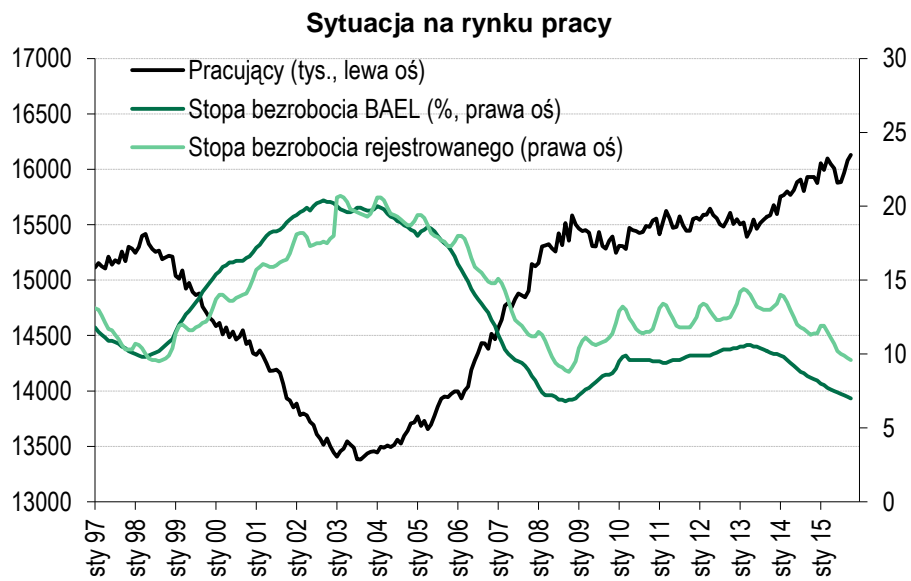
Wskaźniki wyprzedzające sugerują dalszy wzrost

- Większość wskaźników wyprzedzających i wskaźników koniunktury uległa (nieznacznemu) osłabieniu na początku III kw., ale utrzymały się one na wysokim poziomie, spójnym ze wzrostem gospodarczym 3%+. Co ważne, poprawa nastrojów jest powszechna, a nie ograniczona do jednego czy dwóch sektorów.
- Indeks PMI zachowywał się niezgodnie z tym wzorcem i spadł mocno w sierpniu-wrześniu, a potem odbił wyraźnie w IV kw., wskazując na istotną poprawę w nowych zamówieniach i produkcji. Należy pamiętać, że wcześniej podczas ożywienia (np. w 2013 r.) PMI dawał zbyt optymistyczne sygnały i obniżył się znacząco pod koniec 2014 r., podczas gdy wzrost PKB pozostał stabilny.



Mocny popyt na pracę, bezrobocie rekordowo nisko

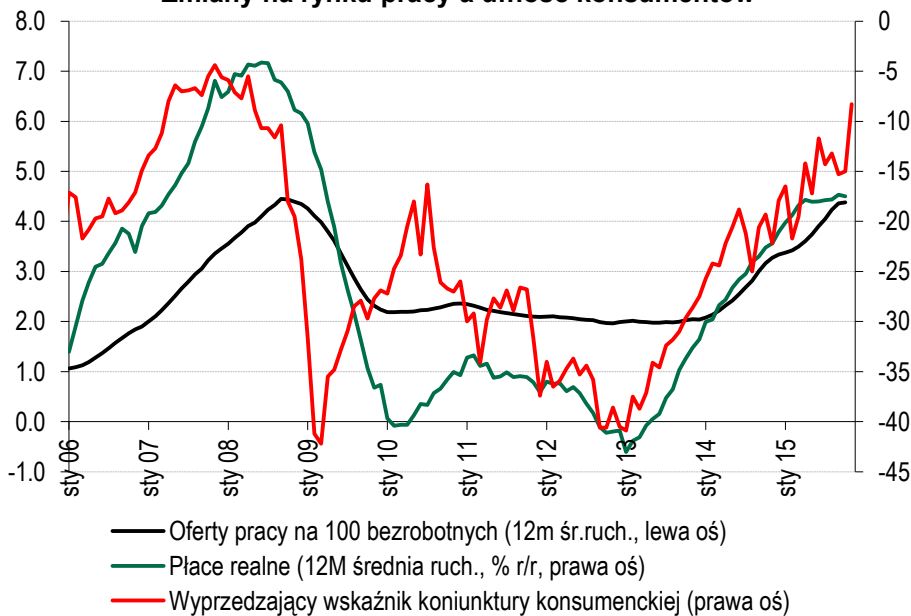
- Sytuacja na rynku pracy ulega stopniowej poprawie już drugi rok z rzędu. Liczba zatrudnionych osiągnęła najwyższy poziom w historii i przekroczyła 16 milionów, a popyt na pracę, po tymczasowym spowolnieniu w połowie 2015 r., pozostaje silny – rośnie odsetek firm planujących zatrudnić nowych pracowników.
- Odsezonowana stopa bezrobocia szybko spada: według BAEL obniżyła się do 7,0% w październiku, najniższego poziomu od grudnia 2008 r. Bezrobocie może jeszcze w tym roku osiągnąć rekordowo niski poziom 6,8%.
- Wzrost zatrudnienia będzie kontynuowany w kolejnych kwartałach, ale może spowolnić w związku z (1) pogłębiającym się niedoborem siły roboczej, (2) wzrostem produktywności (efekt wysokich inwestycji w ostatnich dwóch latach).
- Niedobór siły roboczej może być wąskim gardłem dla wzrostu PKB w nadchodzących latach. Więcej szczegółów odnośnie zjawisk demograficznych i rynku pracy w aneksie (str. 33).



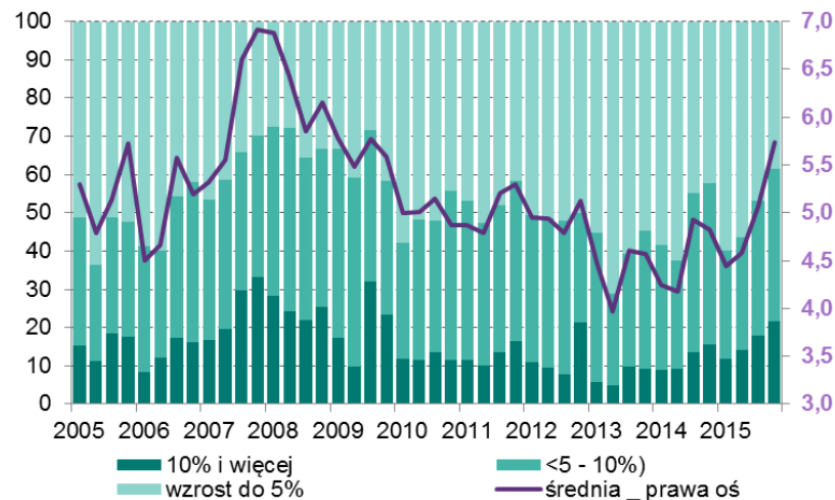
Możliwy wzrost presji płacowej

- Pomimo silnego wzrostu popytu na pracę, nominalny wzrost wynagrodzeń ustabilizował się w ostatnich kwartałach na średnim poziomie 3,3-3,5% r/r, zarówno w sektorze przedsiębiorstw, jak i w całej gospodarce. Realny wzrost płac przyspieszył wyraźnie, tymczasowo nawet powyżej 5% r/r, pod wpływem znaczącej deflacji.
- Presja płacowa jest wciąż niewielka, ale widać sygnały wskazujące na zmianę tej sytuacji. Utrzymanie wzrostu gospodarczego i wzrostu zatrudnienia wywoła narastanie napięcia na rynku pracy. Liczba nowych ofert pracy jest na najwyższym poziomie w historii (powyżej 2007-08), relacja ofert pracy do liczby bezrobotnych jest w wyraźnym trendzie wzrostowym. Jeśli będzie on kontynuowany, to niedobór podaży pracy spowoduje w końcu narastanie presji płacowej. Zostało to już zresztą zasygnalizowane przez firmy w raporcie NBP o koniunkturze – odsetek firm planujących zwiększyć płace zwiększył się, podobnie jak odsetek firm oczekujących, że skala wzrostu płac przekroczy 5%.

Zmiany na rynku pracy a ufność konsumentów

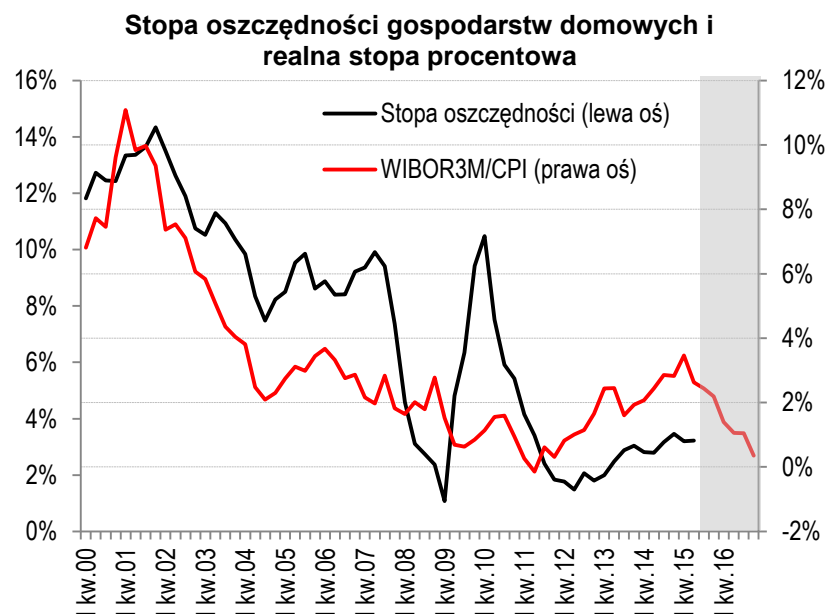
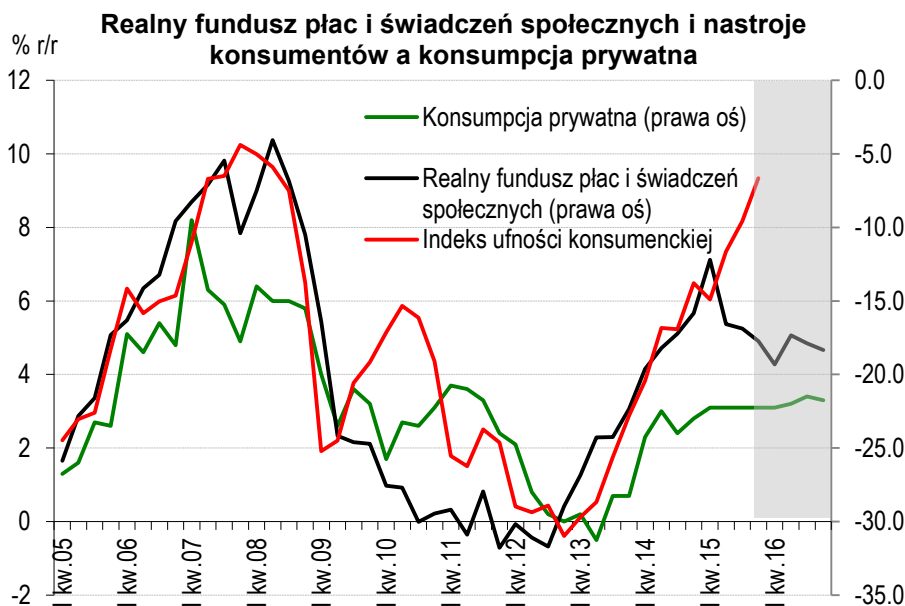


Średnia planowanych podwyżek wynagrodzeń (w grupie firm, które planują podnieść płace) oraz rozkład wzrostu płac



Konsumpcja pozostanie solidna

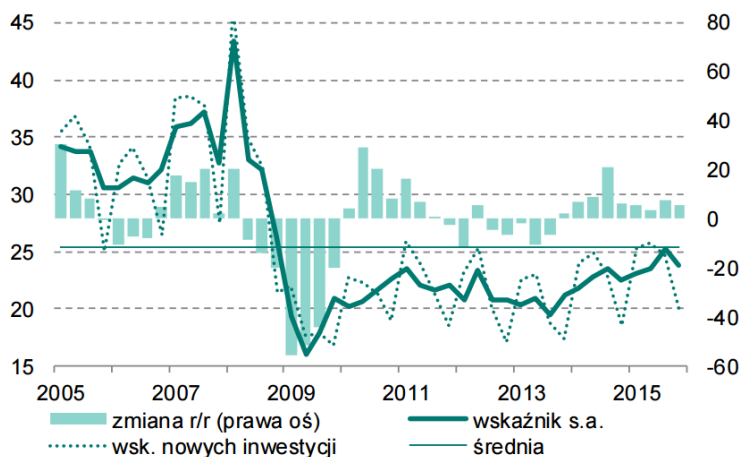
- Pozytywne trendy na rynku pracy wyraźnie poprawiają nastroje konsumentów – ostatnio opublikowane dane wskazują, że Polacy nie byli tak optymistyczni od czasów boomu kredytowego w 2007 roku. Jednocześnie, tempo wzrostu prywatnej konsumpcji pozostaje umiarkowane (ok. 3% r/r), a stopniowo rośnie skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania.
- Oczekujemy ustabilizowania solidnego tempa wzrostu konsumpcji, a nawet jej przyspieszenia w związku z dalszym wzrostem dochodów z pracy. Dodatkowym czynnikiem wspierającym konsumpcję będą dodatki dla rodzin z dziećmi – program „500+” zwiększy w skali roku dochody do dyspozycji o ok. 2% (jeśli będzie przyjęty w zaproponowanej formie).
- Stopa oszczędności gospodarstw domowych zdaje się podążać w tym samym kierunku, co realne stopy procentowe, więc jeśli nastąpi ich spadek na skutek obniżki stopy referencyjnej przez RPP i wzrostu inflacji, stopa oszczędności może się również obniżyć, co pozytywnie wpłynie na wzrost konsumpcji.



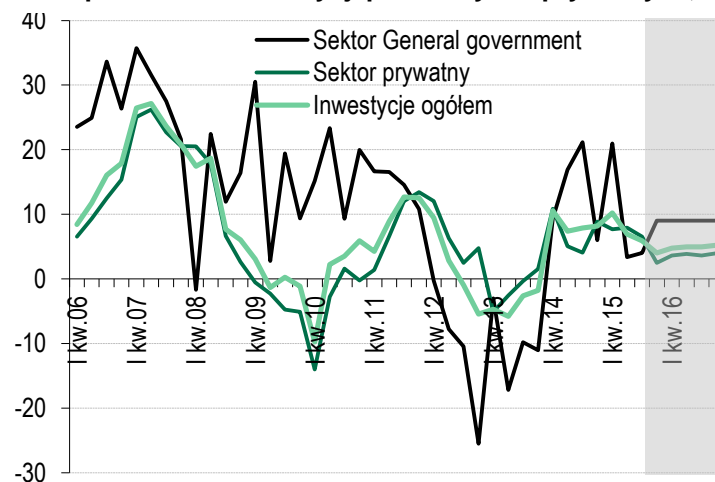
Wzrost inwestycji, choć umiarkowany

- Dynamika inwestycji wyhamowała w III kw. 2015 do 4,6% r/r po nadspodziewanie szybkim wzroście w poprzednich kwartałach (wzrost średnio o 9,9% r/r w okresie I kw. 2014 – I kw. 2015).
- Nakłady inwestycyjne w dużych firmach (stanowiące ok. 50% inwestycji prywatnych) pokazały bardzo wysoki wzrost o 16% r/r w III kw. 2015. Dane dotyczące kredytów inwestycyjnych również wskazują na solidny wzrost. Sugeruje to, naszym zdaniem, że popyt sektora prywatnego na inwestycje pozostaje wysoki. Z drugiej strony, inwestycje publiczne zanotowały wyraźne spowolnienie w II kw. (wzrost o 2,5% r/r w ujęciu realnym), a inwestycje samorządów (stanowią ok. 50% inwestycji publicznych) spadły w III kwartale o 15%. Napływ środków unijnych również się osłabił w II i III kwartale.
- Wniosek z tego, że osłabienie inwestycji w III kwartale wynikało z mniejszych nakładów sektora publicznego. Pozostajemy dość optymistyczni odnośnie inwestycji sektora prywatnego w 2016 roku: nastroje przedsiębiorców pozostają niezłe i planują oni inwestycje, wykorzystanie mocy produkcyjnych jest powyżej długoterminowej średniej a kryteria kredytowe pozostają dość łagodne. Inwestycje publiczne będą potrzebowały zapewne więcej czasu, aby wyjść ze spowolnienia, ale środki z nowej perspektywy UE i plany nowego rządu powinny być w tym zakresie wspierające.

Wskaźnik nowych inwestycji – udział firm planujących inwestycje w kolejnym kwartale



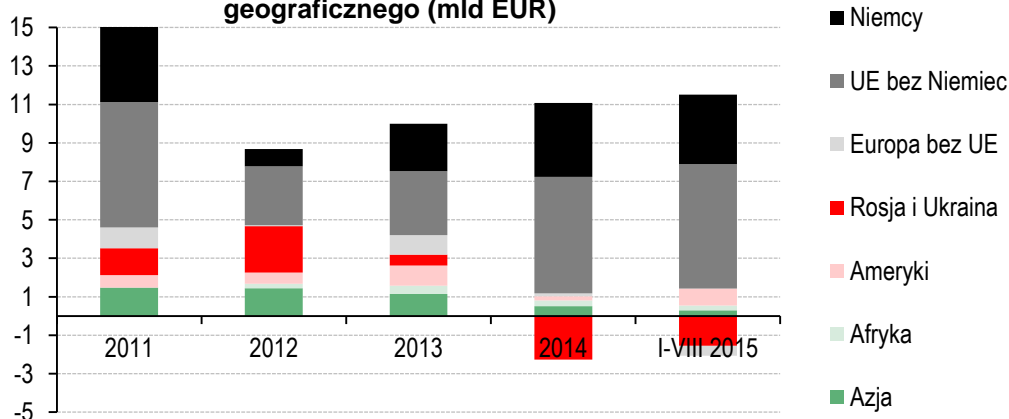
Tempo wzrostu inwestycji publicznych i prywatnych, % r/r



Eksport powinien dalej rosnać

- Ożywienie gospodarcze rozwija się w strefie euro i oczekujemy jego kontynuacji w 2016, co powinno w dalszym ciągu napędzać polski eksport. Dane za pierwszą połowę roku pokazują istotne ożywienie eksportu do krajów UE będących naszymi największymi partnerami handlowymi. Ostatnie sygnały z Niemiec (słabsze dane, „skandal Volkswagena”) generują jednak pewne ryzyko w dół dla niemieckiej gospodarki, a tym samym dla polskiego eksportu.
- Wymiana handlowa z Rosją skurczyła się o 30% w pierwszej połowie 2015. Wpływ tego zjawiska na polską gospodarkę jest jednak ograniczany przez ożywienie gospodarcze na Zachodzie. Eksport na Ukrainę, po spadku o ponad 30% pod koniec 2014, zaczął się odradzać, ale nadal jest niższy o 8% niż rok temu. Ogólnie, wzrost polskiego eksportu w tym roku napędzany był głównie przez popyt z UE przy stabilizacji wymiany handlowej z krajami spoza Unii. Silny spadek eksportu do Rosji został zrekompensowany jego wzrostem poza Europę, ale słaby nastrój w gospodarkach rozwijających się sugeruje niewielki potencjał do wzmocnienia tego trendu.
- Podwyższona awersja do ryzyka utrzymuje kurs złotego na konkurencyjnym poziomie i nawet umiarkowane umocnienie nie wpłynęłoby negatywnie na eksport. Generalnie, oczekujemy wzrostu eksportu o 9% r/r w 2016 r. głównie dzięki popytowi ze strefy euro/UE przy słabszych gospodarkach innych państw.

Roczny przyrost polskiego eksportu wg kryterium geograficznego (mld EUR)



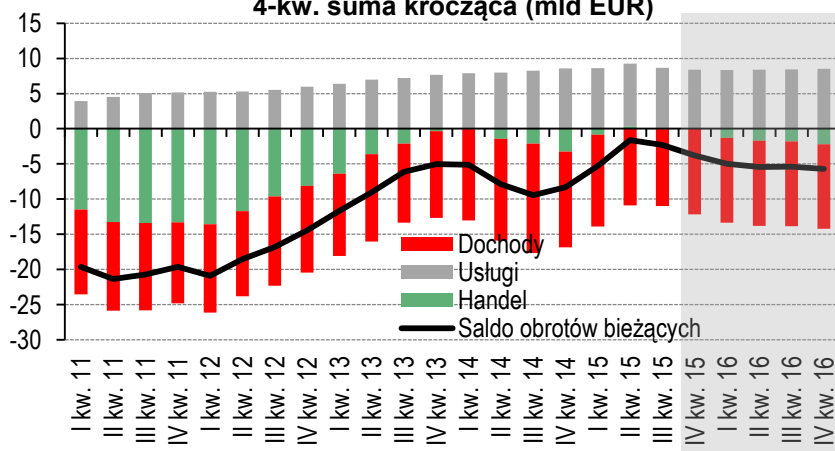
Prognoza PKB dla polskich głównych partnerów handlowych

Kraj	Wzrost PKB – nasza prognoza (konsensus)	
	2015	2016
Niemcy	1,5 (1,6)	2,3 (1,8)
Wielka Brytania	2,4 (2,4)	2,6 (2,3)
Czechy	(4,2)	(2,7)
Francja	1,2 (1,1)	1,6 (1,4)
Włochy	0,8 (0,8)	1,7 (1,2)
Holandia	(1,9)	(1,8)

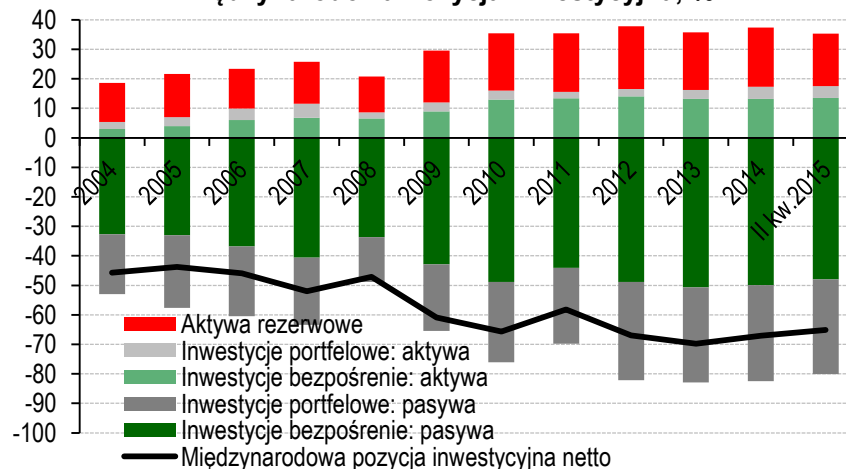
Handel zagraniczny pogorszy saldo obrotów bieżących

- Saldo rachunku bieżącego spadło niemal do zera na początku 2015, ale po kilku kwartałach trend zaczął się odwracać. Wzmocnienie popytu krajowego spowoduje zapewne przyspieszenie importu do 10% r/r. Import będzie więc rósł szybciej niż eksport wywołując pogorszenie salda handlowego. Do połowy 2015 r. polski bilans handlowy był jednak na plusie, więc punkt startowy jest dość bezpieczny.
- Saldo usług raczej powinno utrzymać (a może nawet zwiększyć) nadwyżkę dzięki silnemu popytowi z zagranicy i dużej konkurencyjności polskich firm. Oczekujemy lekkiej poprawy na saldzie dochodów dzięki większemu napływowi środków z UE (szczególnie w II połowie 2016) i mniejszemu odpływowi z sektora bankowego (z powodu dodatkowego podatku i niższych dywidend).
- Sądzymy, że saldo obrotów bieżących wzrośnie do 1,3% PKB z 0,9% w 2015. Spowoduje to pogorszenie i tak już dużej ujemnej międzynarodowej inwestycyjnej pozycji Polski. Odnosnie poszczególnych sektorów, dalsza redukcja oszczędności publicznych powinna być neutralizowana przez sektor prywatny. Dodatkowo, warto pamiętać, że wg procedury dotyczącej makroekonomicznych nierównowag, Komisja Europejska nie zaleciła Polsce, jako jednemu z niewielu państw, potrzeby podejmowania działań naprawczych.

Rozbicie salda obrotów bieżących –
4-kw. suma krocząca (mld EUR)



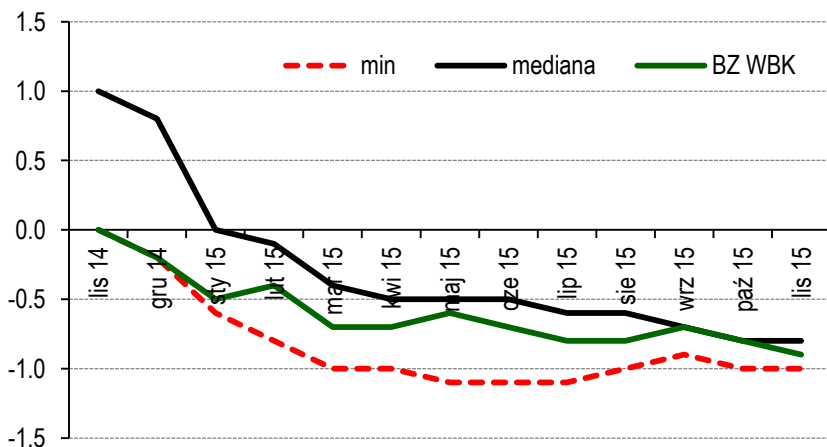
Międzynarodowa Pozycja Inwestycyjna, % PKB



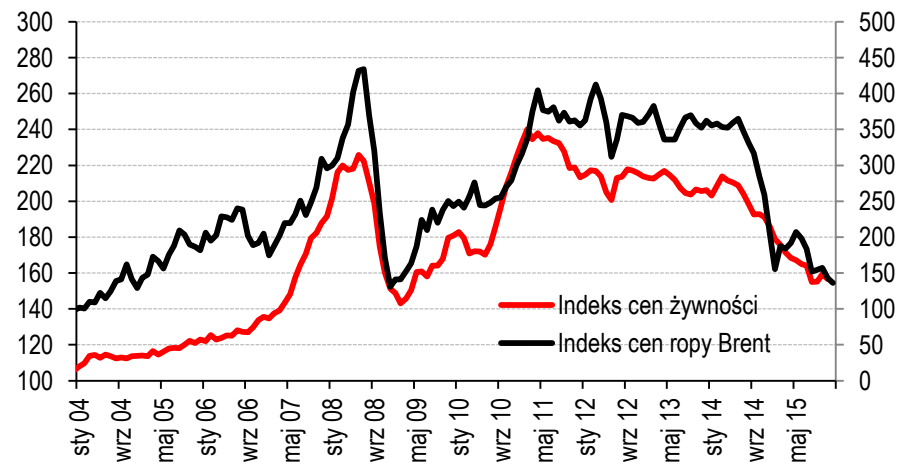
Deflacja utrzymała się przez cały 2015 r.

- W ubiegłym roku zatytułowaliśmy tę sekcję „Inflacja? Jaka inflacja?”. Nie spodziewaliśmy się jednak, że deflacja utrzyma się aż do początku 2016 r. Stopa inflacji CPI była niższa niż oczekiwaliśmy i w 2015 r. wyniosła średnio -0,9% r/r wobec naszej prognozy 0,0% (z poprzedniego raportu rocznego). Jak pokazuje wykres poniżej, przeszacowanie inflacji na 2015 rok było powszechnym błędem, a prognozy inflacyjne w kolejnych miesiącach były w wyraźnym trendzie spadkowym. Tak było przede wszystkim na początku 2015 r. za sprawą szoku na światowych rynkach surowców (mocny spadek cen paliw i żywności), co wpłynęło na znaczne obniżenie „niebazowych” komponentów koszyka CPI. Ceny w tej kategorii spadły o 2,6% r/r wobec naszej prognozy -1,4%.
- Inflacja bazowa również okazała się niższa niż przewidywaliśmy i wyniosła 0,3% r/r (nasza prognoza 1,0%). Wynikało to głównie z zachowania cen towarów (podlegających wymianie handlowej), które utrzymywały się nisko za sprawą deflacyjnego środowiska za granicą, pomimo solidnego popytu krajowego. Jednocześnie, wzrost cen usług (nie podlegających wymianie) był znacznie szybszy (zob. szczegóły na następnej stronie).

Prognozy CPI na 2015 r. wg agencji Bloomberg



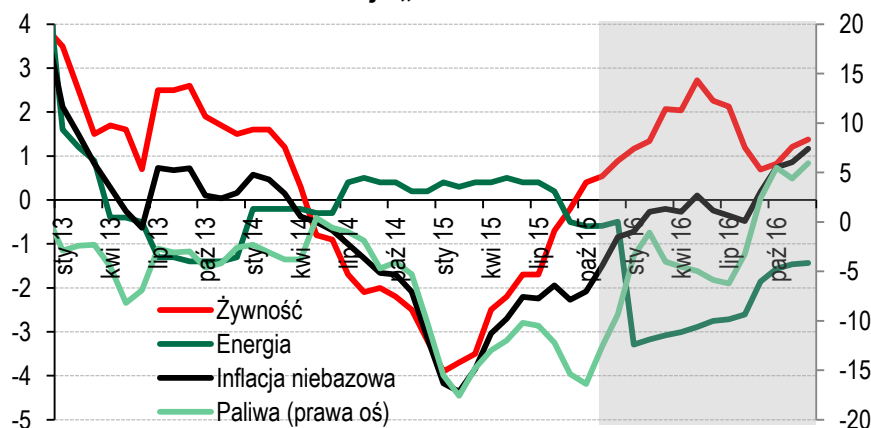
Ceny żywności i ropy naftowej (2002-2004=100)



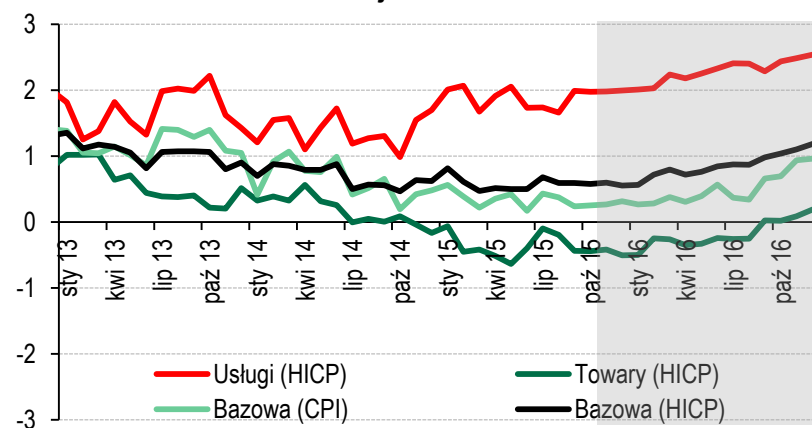
Inflacja wreszcie się pojawi w 2016 r., ale pozostanie niska

- Oczekujemy, że ceny żywności będą rosły w 2016 r. – odbicie już nastąpiło pod wpływem efektu bazy i letniej suszy, która spowodowała wzrost cen owoców, warzyw i cukru. Wzrost w innych kategoriach cen żywności na razie jest dość słaby, ale oczekujemy, że nieco przybierze na sile. W połowie 2016 r. roczna stopa inflacji żywności zapewne się obniży pod wpływem wysokiej bazy (susza w 2015), oczywiście zakładając normalne (przeciętne) przyszłoroczne zbiory.
- Wydaje się, że ryzyko kolejnego szoku w dół ze strony cen paliw jest ograniczone i spodziewamy się ich odbicia za sprawą stopniowo rosnących cen ropy na światowych rynkach. Jednak krajowe ceny prądu i gazu dla odbiorców detalicznych najprawdopodobniej spadną na początku 2016 r.
- Jeśli chodzi o inflację bazową, spodziewamy się dalszego przyspieszenia wzrostu cen usług pod wpływem niezłej konsumpcji i rosnących kosztów pracy. Ceny towarów „bazowych” również powinny ruszyć w górę, ale raczej powoli. Wpływ osłabienia złotego i/lub wprowadzenia podatku od marketów niesie ze sobą dodatkowe ryzyko w górę dla inflacji.
- Podsumowując, oczekujemy, że inflacja „niebazowa” wzrośnie z -0,8% r/r w grudniu 2015 do ok. 1,2% r/r w grudniu 2016, a inflacja bazowa odpowiednio z 0,3% do 1,0% r/r. Nasza prognoza CPI wynosi 1,0% r/r w grudniu 2016 i 0,3% r/r średnio w całym roku 2016.

Inflacja „niebazowa”



Inflacja bazowa



Nowa RPP: Dalsze poluzowanie polityki monetarnej możliwe

- Uważamy, że bilans ryzyka dla PKB i CPI nie uzasadnia obniżki stóp. Jednak, biorąc pod uwagę jasne przesłanie ze strony PiS odnośnie składu nowej RPP oraz niekwestionowane zwycięstwo PiS w wyborach, dalsze obniżki stóp NBP są możliwe.
- Pięciu nowych członków RPP zostanie nominowanych przed posiedzeniem RPP 2-3 lutego. Jeśli dodamy obecnych członków, którzy zostali nominowani przez PiS, to członkowie wskazani przez PiS będą w większości. Teoretycznie rzecz biorąc, obniżka jest bardziej prawdopodobna w marcu, gdy RPP zobaczy nową projekcję inflacji i PKB. Projekcja nie będzie na tyle jastrzębia aby zapobiec obniżkom stóp (szczególnie biorąc pod uwagę dotychczasowe błędy prognozy dla inflacji).
- Z punktu widzenia nowej RPP, poluzowanie polityki pieniężnej powinno nastąpić im szybciej tym lepiej. Im dłużej Rada będzie z tym zwlekać, tym oskarżenia o pro-cykliczność jej działań będą bardziej zasadne. Oczekujemy redukcji stóp o 50 pb w I kw. 2016 r.

Członkowie RPP:	Wybrany (rekomendowany) przez:	Data wyboru:	Kończy kadencję (6-letnią):
Andrzej Bratkowski	Sejm (PO)	8 sty 2010	20 sty 2016
Elżbieta Chojna-Duch	Sejm (PSL)	8 sty 2010	20 sty 2016
Jerzy Haunser	Senat (PO)	13 sty 2010	24 sty 2016
Andrzej Rzońca	Senat (PO)	13 sty 2010	24 sty 2016
Jan Winiecki	Senat (PO)	13 sty 2010	24 sty 2016
Anna Zielińska-Głębocka	Sejm (PO)	9 lut 2010	9 lut 2016
Adam Glapiński	Prezydent (PiS)	16 lut 2010	19 lut 2016
Andrzej Kaźmierczak	Prezydent (PiS)	16 lut 2010	19 lut 2016
Marek Belka, prezes NBP	Prezydent / Sejm (PO)	10 cze 2010	10 cze 2016
Jerzy Osiatyński	Prezydent (PO)	20 gru 2013	20 gru 2019
Prezes Komisji Nadzoru Finansowej, nominowany przez Prezesa Rady Ministrów		Data wyboru:	Kończy kadencję (6-letnią):
Andrzej Jakubiak		12 października 2011	12 października 2016

Zwracamy uwagę, że data wygaśnięcia kadencji to nie jest dokładnie sześć lat od wyboru!

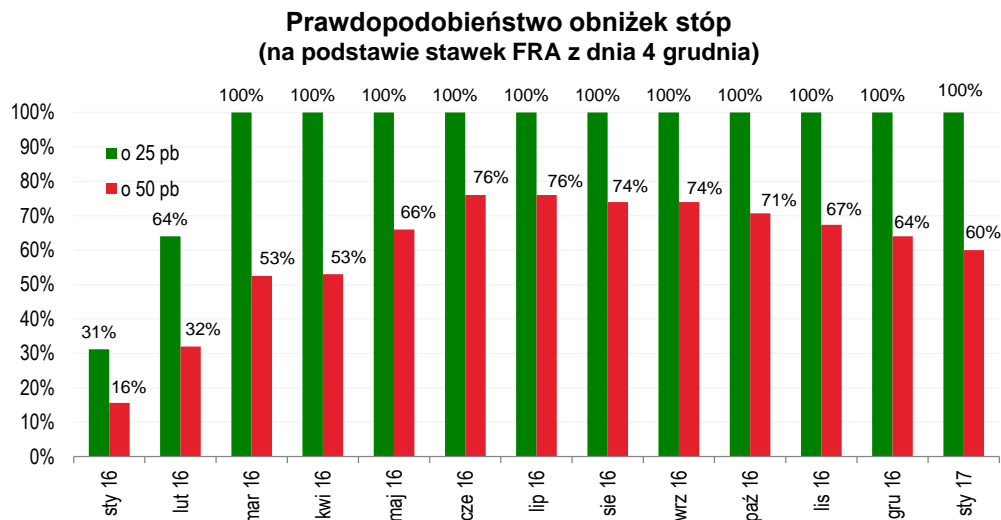
PIĘCIU NOWYCH CZŁONKÓW DOŁĄCZY PRZED LUTOWYM POSIEDZENIEM RPP

KOLEJNYCH TRZECH NOWYCH CZŁONKÓW DOŁĄCZY PRZED MARCOWYM POSIEDZENIEM RPP

KADENCJA ZASTĘPCY PREZESA NBP RÓWNIEŻ WYGASA W 2016 R. (7 WRZEŚNIA)

Ile obniżek w 2016 r. wycenia rynek pieniężny?

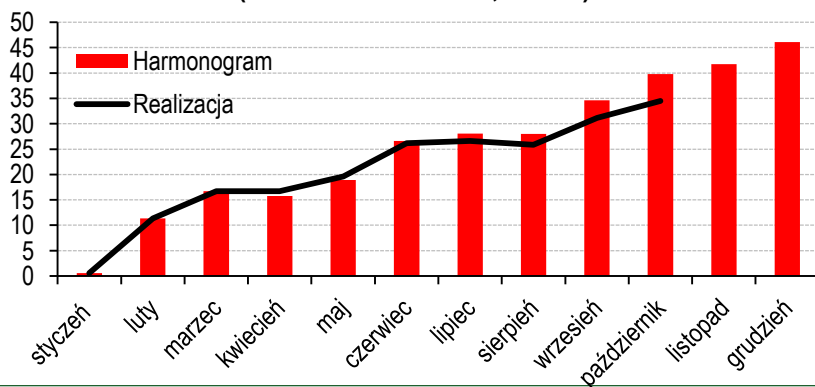
- W 2015 r. stawki na rynku pieniężnym spadły znacząco w wyniku decyzji RPP o obniżeniu stóp o 50 pb w marcu. Następnie stawki WIBOR ustabilizowały się w drugiej połowie 2015 r. po ogłoszeniu przez RPP, że stopy pozostaną stabilne do końca kadencji obecnej Rady. Co ciekawe, na początku października na rynku odżyły oczekiwania na dalsze poluzowanie polityki monetarnej przez RPP, gdyż przedstawiciele obecnego rządu zasugerowali możliwość kolejnych obniżek stóp NBP.
- Jak pokazuje poniższy wykres, obecnie rynek w pełni wycenia redukcję stóp o 25 pb w perspektywie trzech miesięcy i widzi ponad 50% szans na poluzowanie polityki monetarnej o 50 pb w tym okresie. Co więcej, w ocenie rynku stopy procentowe pozostaną na niskim poziomie przez dłuższy okres (FRA21x24 na 1,50%).
- W naszej ocenie nowa RPP obniży stopy o 50 pb w I kw. 2016 r. Podczas gdy stawki WIBOR powinny pozostać względnie stabilne w ostatnim miesiącu roku (przełom roku zazwyczaj jest relatywnie drogi na rynku pieniężnym), większych spadków oczekujemy na początku 2016 roku, a następnie ich stabilizacji. Prognozujemy, że WIBOR 3M wyniesie 1,72% na koniec 2015 r. oraz 1,27% na koniec 2016 r.



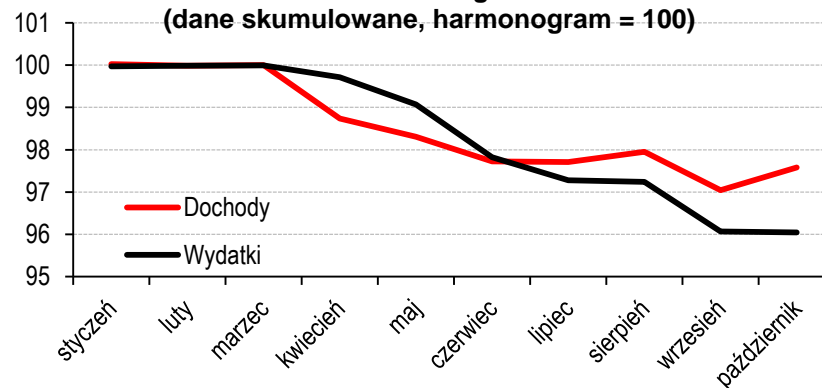
Budżet 2015: sztuczne pogorszenie punktu startowego

- Od wyborów parlamentarnych, większość uczestników rynku zastanawiała się nad zmianami w budżecie na 2016 r., a kluczowe pytania dotyczyły: który projekt z przedwyborczych propozycji będzie zaimplementowany jako pierwszy, jakie są koszty i jak zostaną one sfinansowane, czy prognoza dochodów budżetowych zostanie zmieniona? Biorąc pod uwagę te wyzwania (szczegóły na kolejnym slajdzie), zostaliśmy zaskoczeni informacją o konieczności nowelizacji budżetu na ... 2015 rok (deficyt wyższy o ok. 4 mld zł)!
- Wykres poniżej wskazuje, że na koniec października realizacja deficytu budżetowego wyniosła tylko 85%, tj. poniżej realizacji założonej w harmonogramie. Choć przychody podatkowe są poniżej planu (80% planu na koniec października, tj. o 6 mld zł mniej niż pierwotnie planowano), wydatki były niższe o około 10 mld zł.
- To co rząd chce osiągnąć, w naszej ocenie, to stworzenie tzw. „raportu otwarcia” lub sztuczne „pogorszenie” punktu wyjścia dla nowego budżetu, co spowodowałoby, że wyglądałby on lepiej na tle budżetu tegorocznego.
- Poprzedni rząd zakładał znaczny napływ dochodów niepodatkowych w ostatnich miesiącach tego roku w wyniku płatności za częstotliwość LTE (9 mld zł). Jeśli te przychody zostaną przesunięte na 2016 (na sfinansowanie przyszłorocznych wydatków), korekta wydatków musiałaby być większa, żeby uniknąć nowelizacji. Tak czy inaczej, mała skala wzrostu deficytu budżetowego wskazuje jednak, że nie było to konieczne.

Wykonanie deficytu wobec harmonogramu
(dane skumulowane, mld zł)



Realizacja dochodów i wydatków budżetowych
vs harmonogram
(dane skumulowane, harmonogram = 100)



Budżet 2016: pierwsze obietnice przedwyborcze w realizacji

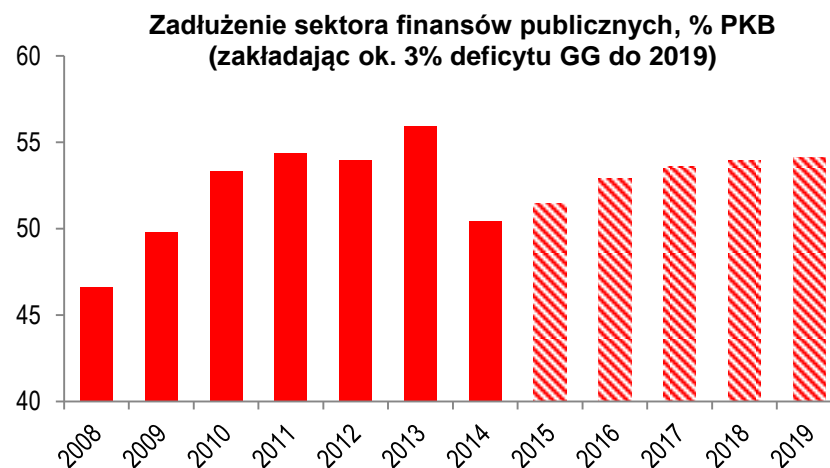
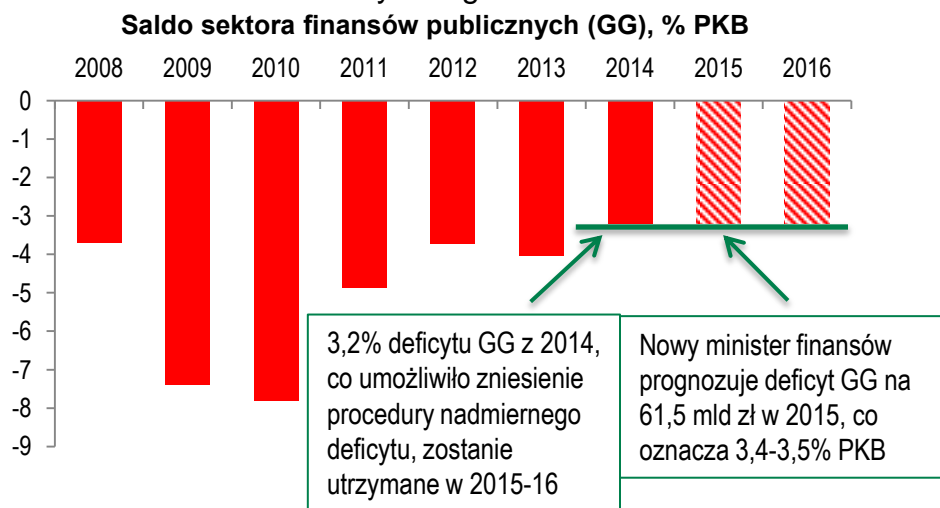
- Trzy kluczowe propozycje PiS obejmują: 1. dopłaty do dzieci; 2. wyższą kwotę wolną od podatku i 3. niższy wiek emerytalny.
- Element, który z pewnością będzie uwzględniony w projekcie budżetu na 2016 r. to wydatki związane z dopłatą na dzieci. Roczny koszt przekracza 20 mld zł (jeśli zostanie wprowadzony bez progu dochodowego na drugie i kolejne dziecko), ale jeśli zostanie wdrożone od kwietnia, to wówczas koszt ten wyniesie ok. 15 mld zł w 2016 r. Ten projekt ma być sfinansowany z podatków sektorowych (od instytucji finansowych – ok. 6-7 mld zł i podatku od supermarketów – ok. 3 mld zł), wzrostu przychodów z tytułu dywidend (1-2 mld zł), poprawy ściągальności podatków (2-3 mld zł) i wzrostu deficytu budżetowego (1-2 mld zł).
- Projekty ustaw odnośnie dwóch pozostałych propozycji zostały już wysłane do Sejmu przez Prezydenta. Zakładają one wprowadzenie tych ustaw od początku 2016 r., ale w naszej ocenie ich efekty mogą być przesunięte na 2017 r. Nawet dodatkowe dochody niepodatkowe przeniesione z 2015 r. (LTE 9 mld zł) mogą nie być wystarczające aby pokryć powstałą lukę (co pokazuje tabela poniżej). Wciąż jest szansa na obniżenie kosztów tych propozycji – zmiany mogą być dokonane w trakcie prac parlamentarnych – co sugerują przedstawiciele rządu, np. próg dochodów przy zasiłku na dzieci, niższe i/lub zdywersyfikowane (w zależności od rocznych przychodów) dochody wolne od podatku, minimalna liczba lat pracy dla wieku emerytalnego.

Możliwe zmiany w polityce fiskalnej

JAK SFINANSOWAĆ DOPLĄTY DO DZIECI? KOSZT W 2016 R. 15 mld zł (roczny koszt ok. 21 mld zł)	
1. Podatek od aktywów banków i ubezpieczycieli	ok. 6-7 mld zł (wprowadzony prawdopodobnie od lutego 2016)
2. Podatek od sklepów wielkopowierzchniowych	ok. 3 mld zł (projekt wciąż dyskutowany w parlamencie, szczegóły wkrótce)
3. Lepsza ściągальność VAT	2-3 mld zł (w pierwszym roku, w kolejnych latach więcej – szczegóły niżej)
4. Wyższy deficyt (1-2 mld zł) i wyższe dywidendy (1-2 mld zł):	3 mld zł
POZOSTAŁE PROPOZYCJE NOWEGO RZĄDU (EKSTRA WYDATKI / DOCHODY)	
1. Podwyższenie kwoty wolnej od podatku z 3091 zł do 8000 zł	ok. 15,6 mld zł (koszty ok. 50/50 dla budżetów centralnego i samorządowego)
2. Niższy wiek emerytalny (60L dla kobiet i 65L dla mężczyzn)	5,5 mld zł (w pierwszym roku, wzrost w kolejnych latach)
3. Bezpłatne leki dla osób starszych	0,25 mld zł
4. Wyższe niepodatkowe dochody z 2015 (opłaty za LTE)	+9 mld zł
5. Wyższa skuteczność w ściągальności podatków	+19 mld zł VAT + 4,5 mld zł CIT + 8 mld zł pośrednie (cele średnioterminowe)

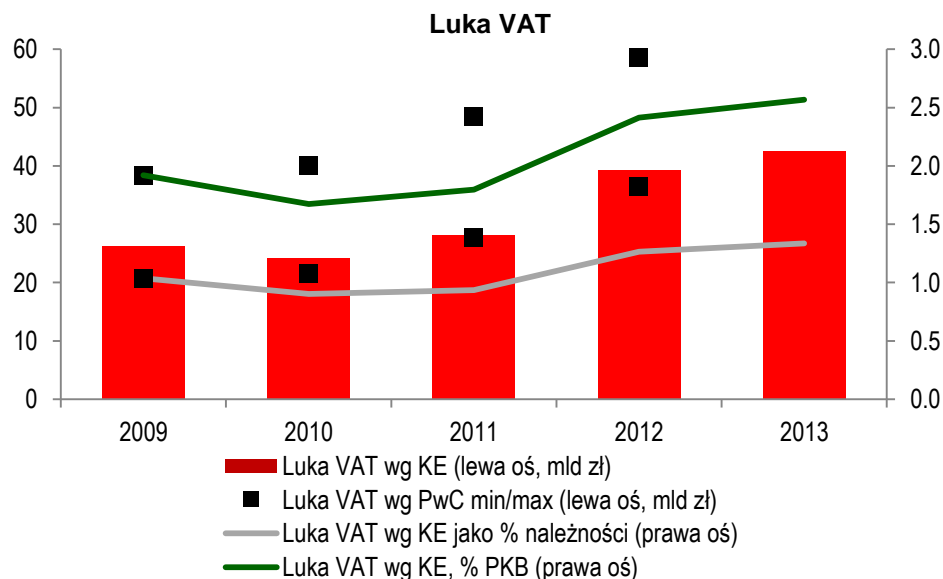
Polityka fiskalna w średnim terminie: więcej ryzyk strukturalnych

- Nowy rząd podkreślił znaczenie stabilności finansów publicznych i utrzymanie deficytu budżetowego pod kontrolą (ok. 3 % PKB). W tym samym czasie, nowelizacja budżetów na 2015-16 sugeruje deficyt sektora finansów publicznych powyżej tego poziomu. Rząd planuje znacząco zwiększyć wydatki w momencie ożywienia gospodarczego, co sugeruje wyższy deficyt strukturalny. Co więcej, rząd kreuje więcej ryzyk fiskalnych poprzez propozycję zmian w tzw. regule wydatkowej (zmiana w formule inflacji na cel inflacyjny i możliwość przejściowego zwiększenia wydatków jeśli zostaną one sfinansowane jednorazowymi dochodami).
- Po stronie dochodów, oczekuje się, że zostaną one pokryte (przynajmniej częściowo) przez jednorazowe przychody (płatność za częstotliwość LTE). To oznacza ryzyko w kolejnych latach, gdyż nie będzie już ekstra dochodów finansujących coraz wyższe wydatki. Nowy rząd chce zwiększyć efektywność ściągłości podatków. Bez wątpienia jest to konieczne gdyż luka w dochodach jest znacząca biorąc pod uwagę szacunki przedstawione przez niezależne instytucje (szczegóły na następnej stronie), ale okaże się w jakim stopniu (i kiedy) zostaną osiągnięte cele.
- Największym ryzykiem dla średnioterminowych perspektyw wzrostu i negatywnych skutków dla finansów publicznych jest obniżenie wieku emerytalnego.



Wyższa ściągальność podatków możliwa

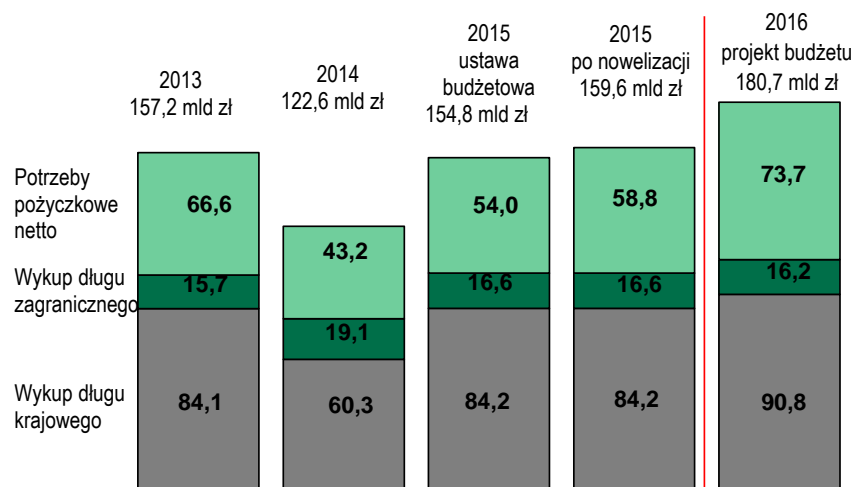
- Raport Komisji Europejskiej, w którym określono i zanalizowano luki w podatku VAT w Unii Europejskiej, wskazuje, że w 2013 r. Polska znalazła się w górnym kwantylu państw UE-26 z luką na poziomie 27% należności z tytułu VAT ogółem (oszacowana utrata dochodów z tytułu oszustw i uchylania się od płacenia podatków, bankructw, upadłości oraz nieścistości). Jest to ponad dwukrotnie więcej niż mediana dla krajów UE. Co więcej, luka zwiększyła się o kolejne 2 pkt. proc. w porównaniu z 2012 r. (i z ok. 20% w latach 2009-11). W ujęciu nominalnym luka ta przekroczyła 10 mld € w 2013 r. Raport wskazuje, że Polska ma nadal problemy ze ściągальnością VAT w tempie, które byłoby zbliżone do tempa wzrostu gospodarczego.
- Inny raport omawiający tę kwestię został opublikowany przez PwC w 2013 r. Najnowsze szacunki luki VAT (minimalny i maksymalny poziom) prezentowane w tym raporcie dotyczą roku 2012 r. Co ciekawe, nominalne wartości luki wynikające z raportu Komisji są zbliżone do minimalnych poziomów prezentowanych przez PwC.



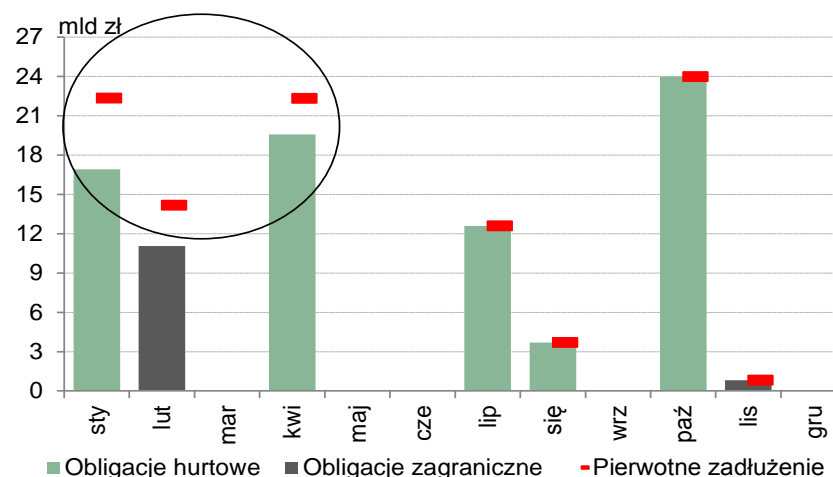
Wyższe emisje długu w 2016 r.

- W wyniku nowelizacji tegorocznej ustawy budżetowej (deficyt wyższy o 4 mld zł) potrzeby pożyczkowe netto wzrosły do 58,8 mld zł (z 54,0 zł wg ustawy budżetowej na 2015 r.). Nie powinno to mieć wpływu na finansowanie potrzeb pożyczkowych, które zostało zakończone w październiku. Szczególnie, że oczekiwana jest dalsza poprawa zarządzania płynnością sektora finansów publicznych w wyniku zwiększenia grupy jednostek objętych konsolidacją.
- Potrzeby pożyczkowe netto i brutto na 2016 r. nie powinny znacząco się zmienić w porównaniu do wcześniej przyjętych założeń odpowiednio na 73,7 mld zł i ok. 180 mld zł. Wzrost w porównaniu z tym rokiem to efekt wyższego deficytu budżetowego i wyższych wykupów długu (wykres poniżej). Ministerstwo Finansów prefinansuje potrzeby pożyczkowe na 2016 r. poprzez aukcje zamiany i odkupu oraz kredyty z międzynarodowych instytucji finansowych. W naszej ocenie, wartość środków na rachunkach budżetowych na koniec 2015 r. będzie wyższa niż 7 mld zł założone w projekcie budżetu PO na 2016 r. (podobnie jak w poprzednim roku). To, razem z aukcjami prefinansującymi (w tym aukcjami zamiany) powinno pozwolić Ministerstwu Finansów na sfinansowanie ponad ¼ potrzeb pożyczkowych brutto na przyszły rok (ok. 180 mld zł) do końca 2015 r.

Potrzeby pożyczkowe brutto

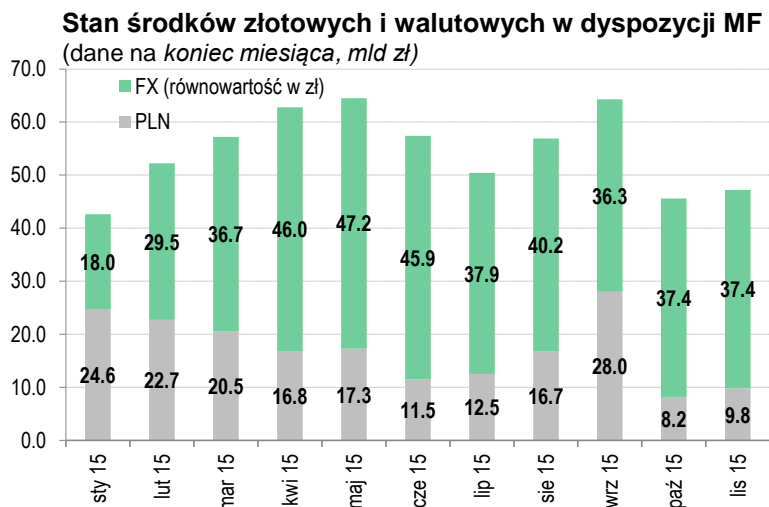


Wykupy SPW w 2016, włączając prefinansowanie potrzeb na 2016 r. (dane na koniec listopada)

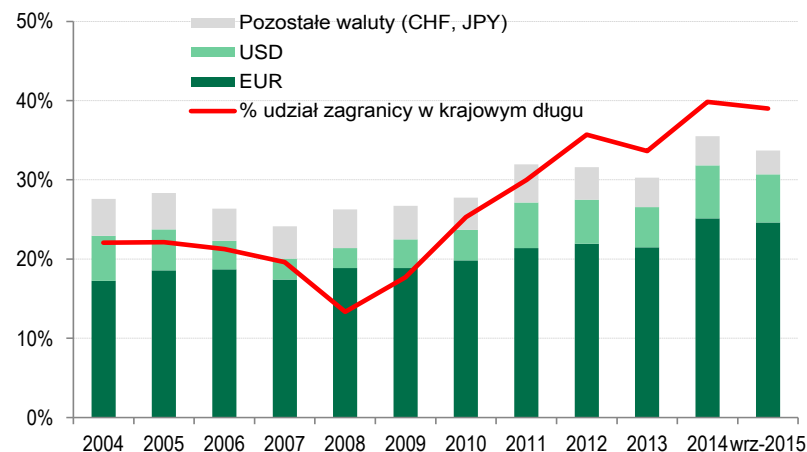


Mniej emisji zagranicznych w 2016?

- Wg nowego ministra finansów, Pawła Szalamachy, Polska powinna zredukować udział długu w walutach obcych (szczególnie w euro oraz dolarze) w całości zadłużenia. Jednocześnie, nie wykluczył on rozszerzenia listy walut, w których mogą być emitowane obligacje. Poprzedni rząd miał cel utrzymania udziału zagranicznego długu na poziomie 30%, ale podchodził do niego dość elastycznie (powyżej tego wskaźnika w latach 2014-2015). Obecna władza może być wg nas bardziej zdeterminowana, by cel ten osiągnąć. Ministerstwo Finansów ma wystarczającą ilość dolarów do pokrycia przyszłorocznych zobowiązań walutowych innych niż denominowanych w euro (dzięki transakcjom swap zawartym we wrześniu/październiku). Dodatkowo, wartość środków walutowych zgromadzonych na rachunku MF przekracza 30 mld zł (jak widać na wykresie poniżej). To pokazuje, że resort ma pokryte przyszłoroczne walutowe potrzeby pożyczkowe (wynoszące 3,9 mld €), nie wspominając o przedterminowym odkupie 0,73 mld € obligacji eurowych przeprowadzonym w listopadzie br.
- Sądzimy, że w 2016 dług z walucie krajowej będzie dominował w emisjach, a sprzedaż na rynkach zagranicznych zależeć będzie od sytuacji rynkowej. Wydaje się też, że rynki strefy euro i japoński powinny być atrakcyjne, jeśli chodzi o plany emisji w 2016, z powodu niskich stóp procentowych i płynności rynku.

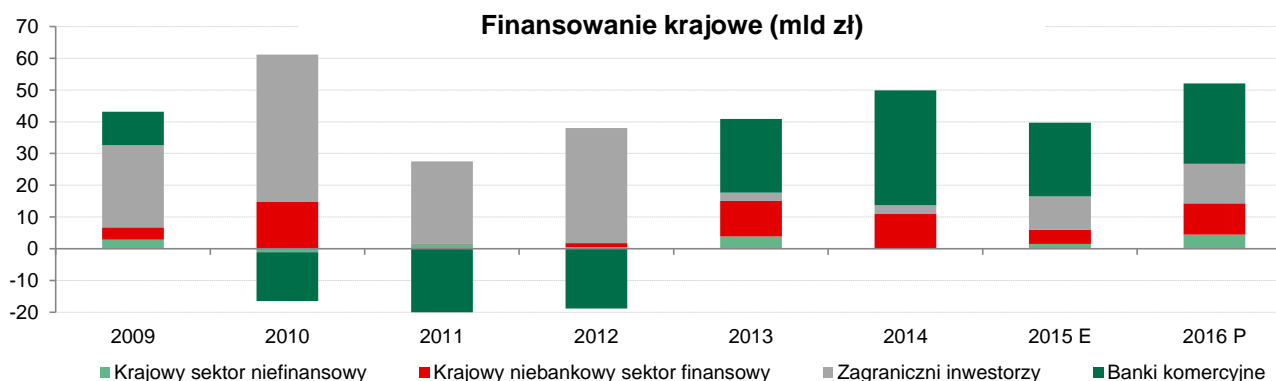


Struktura długu emitowanego w walutach obcych (udział w zadłużeniu ogółem) i zaangażowanie zagranicy w krajowym długu



Popyt nierezydentów i banków kluczowy

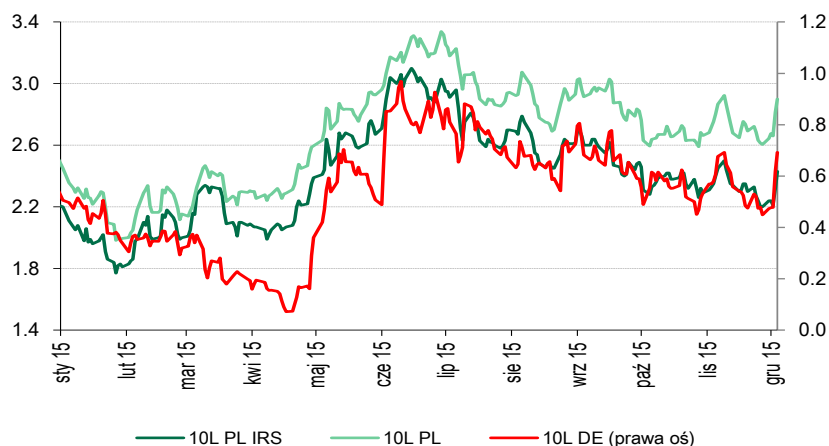
- W 2015, tak jak w poprzednich latach, krajowe banki komercyjne miały główny udział w finansowaniu potrzeb pożyczkowych netto. Od stycznia do października ich stan posiadania polskiego długu wzrósł o ponad 11 mld zł, co znaczy że kupiły ponad 50% wyemitowanych w tym okresie obligacji. Nierezydenci byli drugą największą grupą kupujących ze wzrostem stanu posiadania o ok. 10 mld zł (44% długu wyemitowanego w pierwszych 10-ciu miesiącach br.) i wzrostem udziału w finansowaniu potrzeb. Nominalna wartość obligacji kupiona w tym roku przez nierezydentów ma szansę być największa od 2012. Choć nowy minister finansów sugerował, że chciałby ograniczyć udział nierezydentów w całości zadłużenia (obecnie na 40%), to w naszej ocenie będzie trudne do osiągnięcia.
- Sądzymy, iż dwie powyższe grupy będą nadal miały kluczową rolę w finansowaniu krajowych potrzeb w 2016. Znaczenie polskich banków może być mniejsze z powodu podatku bankowego. Pomimo wcześniejszych spekulacji sugerujących, że dług SPW nie będzie wliczany do podstawy podatkowej, nie wygląda aby miały się one zmaterializować. Nie można jednak wykluczyć, że tak jak na Węgrzech, wprowadzone zostaną działania zmierzające do zniechęcenia banków do udziału w operacjach otwartego rynku (i skierowania ich aktywności na rynek długu). Uważamy, że w pierwszych od 2012 przetargach bonów skarbowych jakie będą miały miejsce w 2016 uczestniczyć będą w szczególności krajowe banki, podobnie jak w przeszłości.
- Wyższe rentowności obligacji w 2016 (piszemy o tym na kolejnym slajdzie) mogą zwrócić uwagę zagranicznych inwestorów instytucjonalnych. Sądzymy, że banki centralne, szczególnie azjatyckie, będą nadal nabywać polski dług. Popyt zagranicy na krajowe obligacje wzmacniać może też luźna polityka pieniężna w strefie euro.



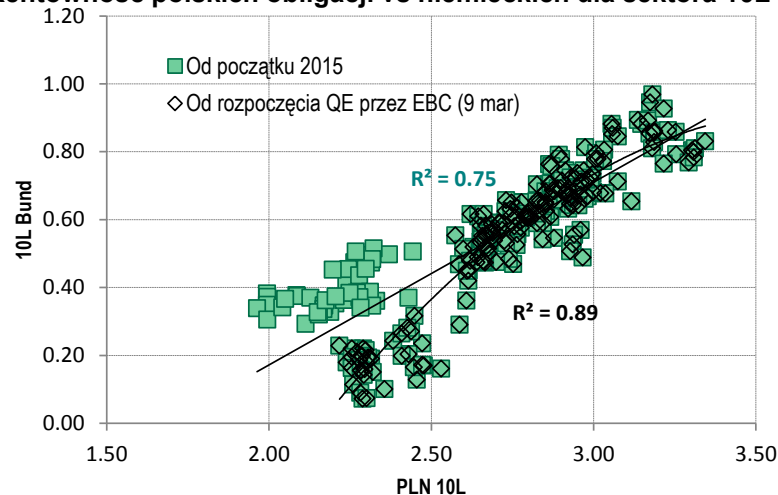
Polska krzywa rentowności bardziej stroma w 2016

- Oczekujemy nieznacznego umocnienia na krótkim końcu dzięki niskiej inflacji i możliwemu dalszemu poluzowaniu polityki pieniężnej. Wycenianie obniżek stóp w 2016 może się nasilić na początku nowego roku i rynek może nawet „przestrzelić” skalę cięć przez RPP po nominacji jej nowych członków. Spread między WIBOR-em, a 2-letnią rentownością sugeruje, że jest jeszcze przestrzeń do umocnienia krótkoterminowych obligacji, szczególnie że wychodzenie z deflacji będzie procesem wolniejszym, niż oczekiwano do tej pory.
- Odnośnie długu długoterminowego, rentowności powinny pozostać bardziej wrażliwe na czynniki globalne, w szczególności sygnały z banków centralnych. W naszej ocenie, rosnące rentowności w USA powinny wywierać presję na 10-letniego Bunda. Wg naszych szacunków, wpływ zmiany rentowności 10-letniej obligacji Niemiec na jej polskiego odpowiednika wzrósł istotnie na przestrzeni roku (współczynnik regresji wzrósł do 0,49 z 0,42). W efekcie, oczekiwany przez nas wzrost niemieckich 10-letnich rentowności może osłabić długoterminowy dług krajowy.
- Sądzimy, że polska krzywa stanie się w 2016 bardziej stroma. Scenariusz ten wspierany jest też przez dość wysokie tempo wzrostu PKB, oczekiwane odbicie inflacji w trakcie przyszłego roku, poluzowanie polityki fiskalnej i dodatkowe średnioterminowe ryzyka strukturalne przedstawione na poprzednich slajdach. Prognozujemy, że rentowność 2-latki wyniesie nieco poniżej 1,50%, a 10-latki będzie blisko 3,50% na koniec 2016 r.

Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)

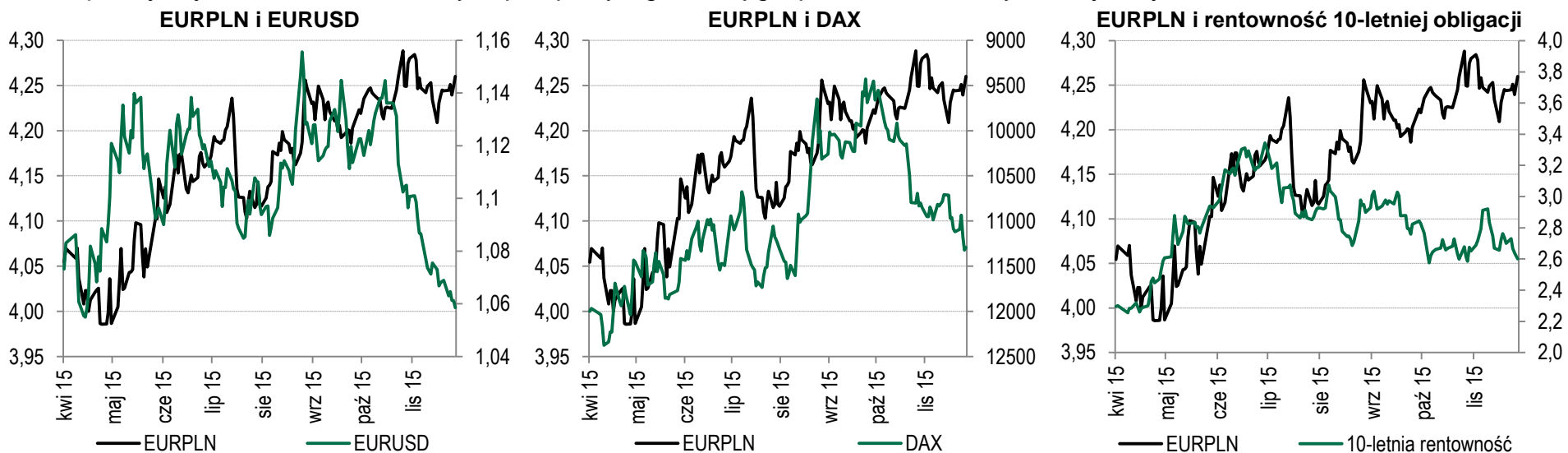


Rentowność polskich obligacji vs niemieckich dla sektora 10L (%)



Polityka pieniężna umocniła złotego na początku 2015...

- Od stycznia do kwietnia złoty zyskiwał do euro dzięki poluzowaniu polityki pieniężnej przez EBC i zakończeniu cyklu obniżek stóp przez RPP. W kwietniu EURPLN testował 4,0, ale nie przebił tego poziomu na trwałe z powodu nasilenia się obaw o wyjście Grecji ze strefy euro. W kolejnych miesiącach, obawy o gospodarki wschodzące (wspierane słabymi danymi z Chin), niepewność związana z polską polityką czy zbliżająca się podwyżka stóp Fed osłabiały złotego pchając EURPLN na koniec 2015 wyraźnie powyżej naszej prognozy z początku roku.
- Przez większą część roku EURPLN i EURUSD podążały w tym samym kierunku. Najpierw złoty zyskiwał a euro słabło pod wpływem poluzowania polityki pieniężnej przez EBC. Później, globalna awersja do ryzyka wywierała presję na krajową walutę, ale tym samym sprawiała, że podwyżka stóp Fed stawała się mniej prawdopodobna, co było korzystne dla euro w relacji do dolara. Polskie obligacje radziły sobie słabo w wyniku zbliżającej się normalizacji polityki pieniężnej w USA i obaw o Grexit, ale zdołały nieco odrealizować dzięki nadziejom na dalsze działania EBC.
- Jak widać na poniższych wykresach, w pewnym momencie złoty przestał korzystać z nadziei na luźniejszą politykę pieniężną w strefie euro i z dobrych perspektyw globalnej gospodarki, a inne czynniki zyskały na znaczeniu.

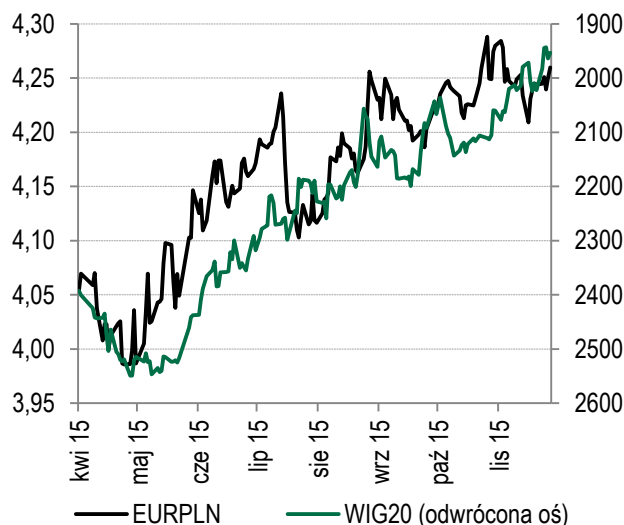


Źródła: BZ WBK, Reuters.

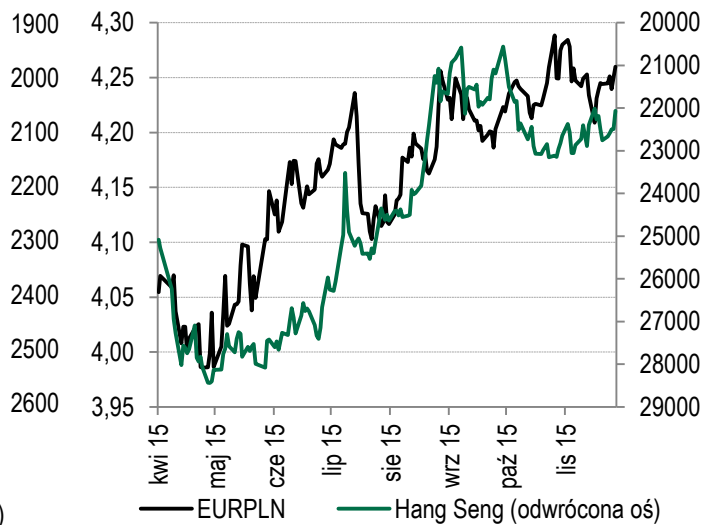
... ale potem Chiny i polska polityka zyskały na znaczeniu

- Przez cały rok korelacja EURPLN z rynkiem giełdowym była dość duża. Złoty nie podążał jednak za rynkami rozwiniętymi, a rozwijającymi się i widzimy dwa czynniki, które mogły tym kanałem wywierać presję na krajową walutę.
- Po pierwsze, wysoka korelacja z indeksem chińskim sugeruje, że obawy o rynki wschodzące są nadal aktualne. Widać to również w notowaniach głównych walut państw rozwijających się, spośród których niemal wszystkie straciły w tym roku do dolara oraz funta.
- Po drugie, dodatkowy negatywny wpływ na polskie aktywa wywierało podwyższone ryzyko polityczne. Główny polski indeks giełdowy znalazł się pod presją spadających cen akcji banków i spółek energetycznych, mających w nim duży udział. Pierwsza z tych branż zostanie zapewne dotknięta specjalnym podatkiem, a dodatkowo utrzymuje się niepewność odnośnie sposobu zamknięcia kwestii kredytów walutowych. Druga traciła pod wpływem kryzysu w górnictwie i sposobu pomocy spółkom z tego sektora. Mogło to wywierać negatywną presję na złotego w 2015, szczególnie w jego drugiej połowie.

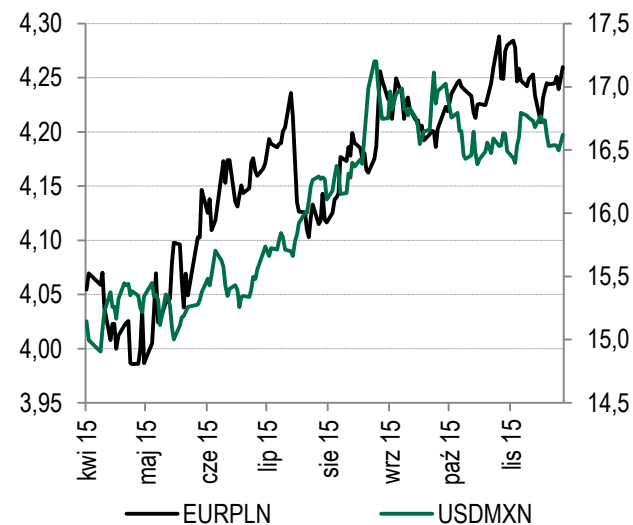
EURPLN i WIG20



EURPLN i Hang Seng

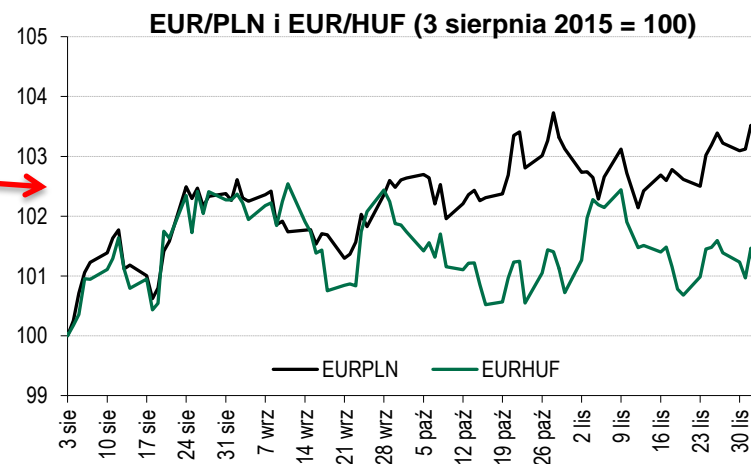
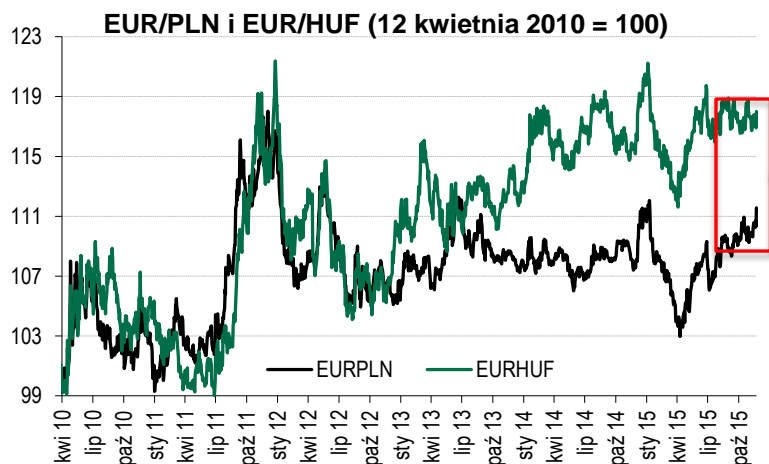


EURPLN i USDMXN



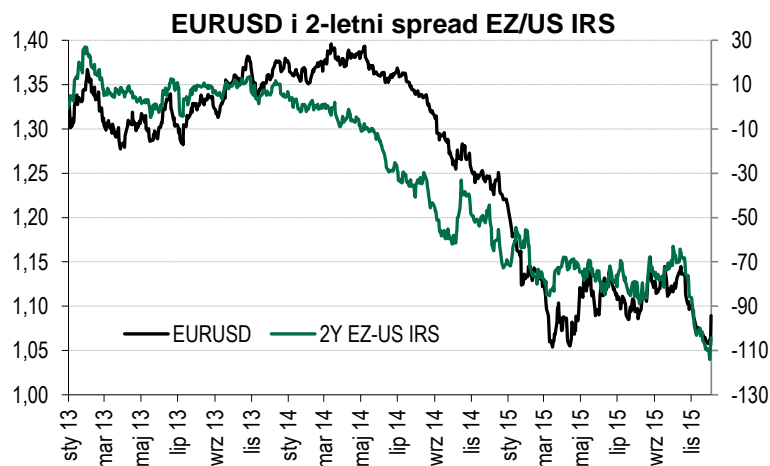
Niewielki potencjał do umocnienia złotego w 2016

- Sądzymy, że przypadek Węgier może być dobrą wskazówką dla perspektyw EURPLN. Po zdobyciu przez Fidesz w 2010 parlamentarnej większości, w kolejnych trzech latach forint podążał w ślad za złotym i innymi walutami CEE. Węgierska waluta została w tyle dopiero kiedy tamtejszy rząd zaczął rozwiązywać kwestię kredytów walutowych, a bank centralny obniżał stopy procentowe.
- Okres po którym złoty zacznie sobie radzić słabiej może być istotnie krótszy, bowiem rząd wydaje się być zdeterminowany by przynajmniej w części szybko wprowadzić w życie swoje przedwyborcze obietnice. Poza ryzykiem fiskalnym, istotna jest również kwestia przewalutowania hipotecznych kredytów walutowych, bowiem nadal czekamy na szczegóły jak może ona zostać rozwiązana. Dodatkowo, obniżka stóp NBP w I kw. 2016 też nie będzie wspierająca dla złotego. Tempo wzrostu PKB pozostanie jedynie stabilne i brak przyspieszenia może sprawić, że krajowej walucie ciężko będzie trwale się umocnić (przy założeniu, że złoty jest walutą cykliczną).
- Sądzymy, że czynniki globalne mogą być korzystne dla krajowej waluty. Podwyżka stóp Fed może zostać przez rynek odebrana jako wotum zaufania do amerykańskiej i globalnej gospodarki (jeśli obawy o Chiny nie nasilą się), co może być pozytywne dla ryzykownych aktywów. Wsparciem dla złotego może też być luźniejsza polityka pieniężna EBC.
- Widzimy niewielki potencjał do spadku EURPLN w 2016, a wahania w przyszłym roku mogą być większe niż w 2015.



Czas na odwrócenie trendu EURUSD? *

- Rok 2015 był drugim z rzędu rokiem aprecjacji dolara do euro. Obok powrotu kwestii Grecji, wspólna waluta była pod presją luźnej polityki pieniężnej w strefie euro i rosnących szans na podwyżkę stóp Fed. W efekcie, EURUSD spadł do ok. 1,045, najniższej od 2003.
- Sądzymy, że trend ten może ulec odwróceniu w trakcie 2016. Wydaje się, że rynek wycenił już pierwszą podwyżkę stóp Fed, a kolejne powinny być raczej stopniowe, aby nie wywołać nadmiernego umocnienia dolara, co mogłoby osłabić wzrost gospodarki USA. Dodatkowo, jeżeli światowy wzrost gospodarczy będzie w przyszłym roku solidny, wtedy popyt na bezpieczne aktywa, takie jak dolar, powinien spaść.
- Warto sobie przypomnieć, że rozpoczęte w czerwcu 2004 zacieśnienie polityki pieniężnej przez FOMC spowodowało wzrost głównej stopy procentowej z 1% do 5,25% tuż przed kryzysem finansowym. Podwyżki w strefie euro zaczęły się pod koniec 2005 i stopy wzrosły z 2% do 4,25% tuż przed kryzysem. Ta dywergencja nie przeszkodziła jednak kursowi EURUSD we wzroście w tym czasie z 1,20 do 1,60 (z korektą do 1,16 w 2005). Obecne oczekiwania odnośnie polityki pieniężnej w USA i strefie euro są podobne i historia wskazuje, że mocniejsze zacieśnienie polityki pieniężnej w USA nie musi oznaczać aprecjacji dolara tak długo jak gospodarka ma się dobrze, a ceny akcji rosną.
- Oczekujemy wzrostu EURUSD do 1,18 na koniec 2016, dzięki czemu USDPLN może spaść do prawie 3,50.

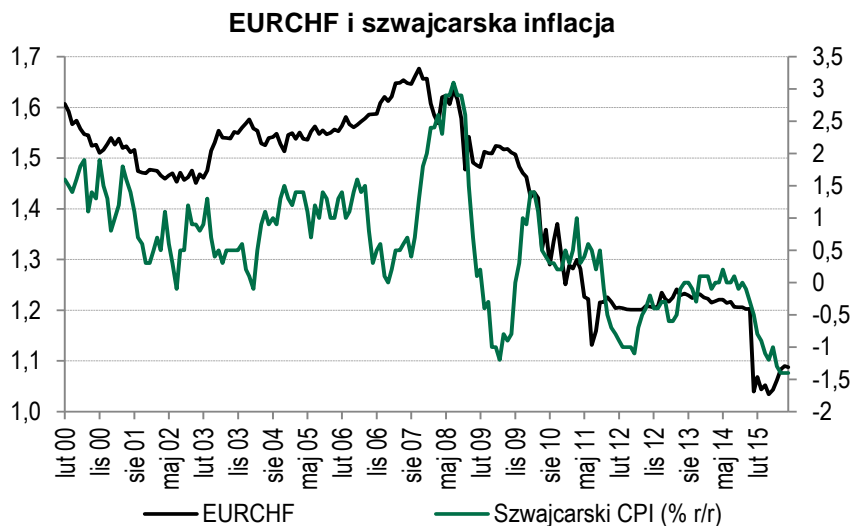


Źródło: BZ WBK, Reuters

* Opracowane częściowo na podstawie raportu FX Compass przygotowanego przez Santander Global FX Strategy i opublikowanego 25 listopada 2015

EURGBP stabilny, EURCHF w górę *

- Luźna polityka pieniężna w strefie euro i możliwe podwyżki stóp przez Bank Anglii w I kw. 2016 powinny wspierać funta do euro przez większość 2016. Sądzymy, że EURGBP mógłby pozostać blisko 0,70, a ryzykiem w górę dla tej prognozy są wolny wzrost inflacji i retoryka BoE ograniczająca aprecjację funta. W 2016 odbyć się może referendum nt. członkostwa Wielkiej Brytanii w UE i perspektywa głosowania może ciążyć funtowi, jeśli zwolennicy wyjścia będą zyskiwać poparcie. Wynikiem oczekiwań dla EURGBP i EURPLN jest prognoza GBPPLN zakładająca pozostanie tego kursu w przedziale 6,0-6,10 przez większą część 2016 r. i spadek do 5,80 dopiero na koniec roku.
- Przedstawiciele szwajcarskiego banku centralnego i ministerstwa finansów uważają, że frank jest przewartościowany i dalsze działania zmierzające do jego osłabienia mogą być konieczne biorąc pod uwagę presję jaką na euro wywierać będzie EBC. Szwajcarska inflacja nie powróci do celu przed 2017, a tempo wzrostu PKB będzie raczej powolne, co daje SNB miejsce na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej. Oczekujemy wzrostu EURCHF do 1,23 na koniec 2016. Wsparze to złotego do franka i spodziewamy się spadku CHFPLN do 3,40 w grudniu 2016.



* Opracowane na podstawie raportu FX Compass przygotowanego przez Santander Global FX Strategy i opublikowanego 25 listopada 2015

Źródło: BZ WBK, Bloomberg

Prognozy makroekonomiczne

		2013	2014	2015E	2016E	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
PKB	mld PLN	1,656.3	1,719.1	1,775.6	1,837.6	414.6	432.2	438.6	490.2	427.5	447.4	452.4	510.5
PKB	% r/r	1.3	3.3	3.5	3.5	3.7	3.3	3.5	3.4	3.2	3.5	3.5	3.8
Popyt krajowy	% r/r	-0.7	4.9	3.2	4.1	2.9	3.1	3.2	3.5	4.6	3.8	4.1	3.9
Spożycie indywidualne	% r/r	0.2	2.6	3.1	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.2	3.4	3.3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1.1	9.8	6.0	5.7	11.5	6.1	4.6	4.5	4.0	6.0	6.0	6.0
Stopa bezrobocia ^a	%	13.4	11.4	9.8	9.1	11.5	10.2	9.7	9.8	10.1	9.2	8.9	9.1
Rachunek bieżący	mld EUR	-5,031	-8,303	-3,794	-5,749	900	1,110	-3,101	-2,703	-327	651	-3,076	-2,996
Rachunek bieżący	% PKB	-1.3	-2.0	-0.9	-1.3	-1.3	-0.4	-0.5	-0.9	-1.2	-1.3	-1.3	-1.3
CPI	% r/r	0.9	0.0	-0.9	0.3	-1.5	-0.9	-0.7	-0.4	0.0	0.2	0.2	0.9
CPI*	% r/r	0.7	-1.0	-0.1	1.0	-1.5	-0.8	-0.8	-0.1	0.1	0.2	0.5	1.0
Inflacja bazowa	% r/r	1.2	0.6	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.9

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, BZ WBK

^a koniec okresu

Prognozy rynkowe

		2013	2014	2015E	2016E	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
Stopa referencyjna*	%	2.50	2.00	1.50	1.00	1.50	1.50	1.50	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00
WIBOR 3M	%	3.02	2.52	1.75	1.30	1.87	1.67	1.72	1.73	1.42	1.25	1.25	1.26
Rentowność obligacji 2L	%	2.98	2.46	1.69	1.43	1.61	1.75	1.80	1.60	1.39	1.37	1.43	1.55
Rentowność obligacji 5L	%	3.46	2.96	2.20	2.49	1.90	2.35	2.43	2.12	2.26	2.45	2.57	2.67
Rentowność obligacji 10L	%	4.04	3.49	2.67	3.12	2.24	2.79	2.93	2.70	2.83	3.03	3.20	3.42
IRS 2L	%	3.10	2.51	1.71	1.42	1.65	1.85	1.78	1.55	1.37	1.40	1.42	1.50
IRS 5L	%	3.51	2.92	2.01	2.23	1.80	2.23	2.17	1.83	2.00	2.20	2.32	2.42
IRS 10L	%	3.86	3.34	2.40	2.82	2.06	2.57	2.62	2.36	2.53	2.73	2.90	3.12
EUR/PLN	PLN	4.20	4.18	4.18	4.23	4.20	4.09	4.19	4.27	4.25	4.24	4.25	4.21
USD/PLN	PLN	3.16	3.15	3.78	3.74	3.72	3.70	3.77	3.91	3.83	3.77	3.74	3.63
CHF/PLN	PLN	3.41	3.45	3.92	3.67	3.93	3.93	3.90	3.91	3.84	3.74	3.63	3.48
GBP/PLN	PLN	4.94	5.19	5.78	6.02	5.64	5.67	5.84	5.97	6.02	6.05	6.07	5.93

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, BZ WBK

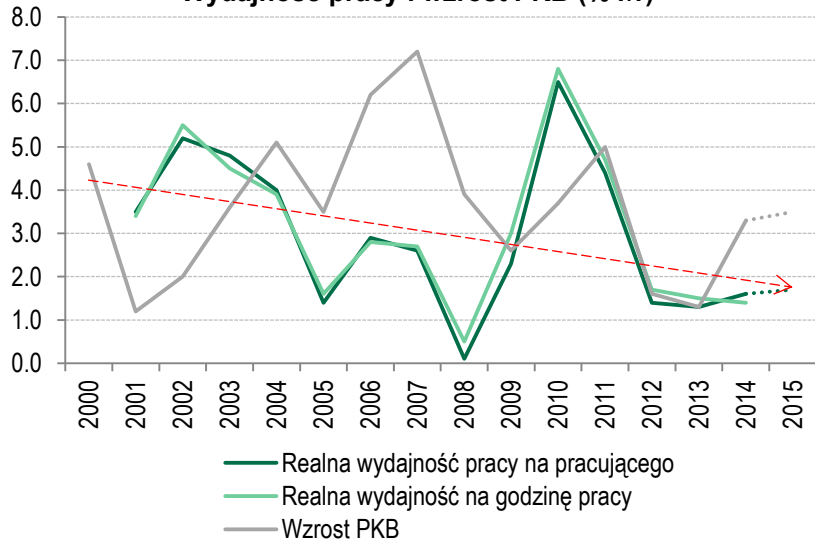
^a koniec okresu

ANEKS

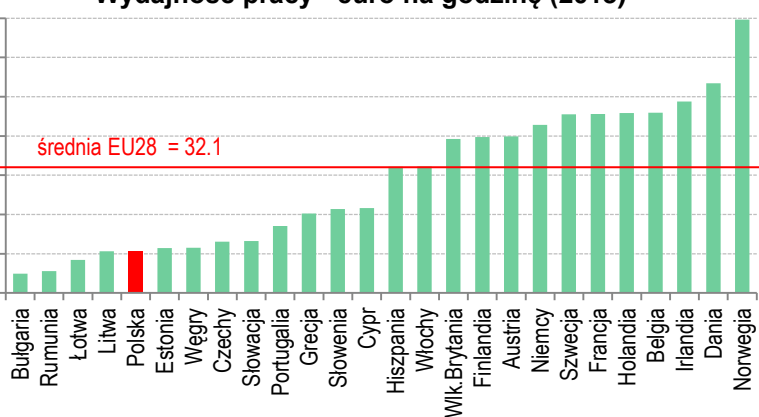
Rynek pracy – wąskie gardło dla wzrostu gospodarczego?

Wzrost zatrudnienia potrzebny do utrzymania wzrostu PKB

Wydajność pracy i wzrost PKB (% r/r)

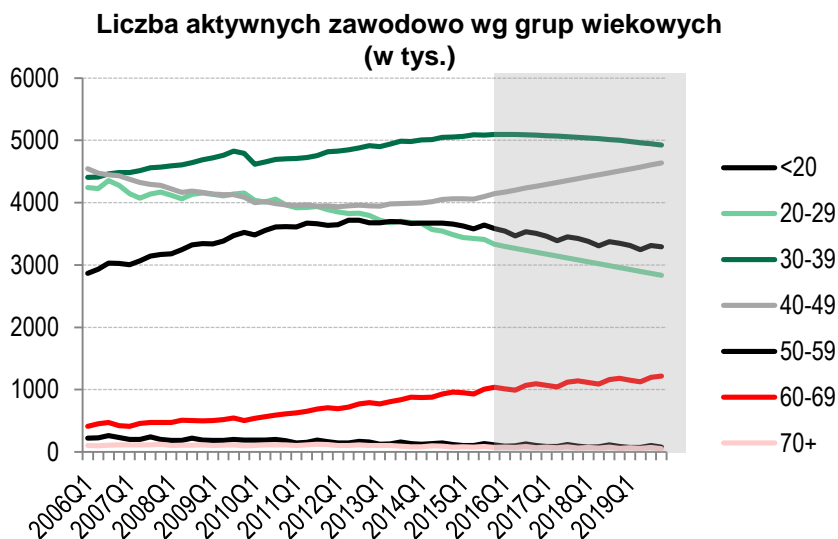


Wydajność pracy - euro na godzinę (2013)



- Wydajność pracy w Polsce (mierzona jako realny PKB na pracującego) rosła w ostatnich trzech latach w przeciętnym tempie nieco ponad 1,5% rocznie.
- Zdynamizowanie wzrostu wydajności pracy powinno być dla Polski priorytetowym celem średnioterminowym, bez którego trudno sobie wyobrazić domknięcie luki rozwojowej w stosunku do bogatych krajów europejskich. Jednak, naszym zdaniem, pole do jej znaczącego i trwałego podniesienia w krótkim horyzoncie jest dość ograniczone. Polska gospodarka przechodzi stopniowe przeobrażenie w stronę bardziej innowacyjnej i zaawansowanej technologicznie, ale jest to powolny proces i bez nagłego przeskoku technologicznego trudno liczyć na mocny i szybki wzrost produktywności. Warto zwrócić uwagę, że wzrost wydajności pracy nie przyspieszył znacząco w ostatnich dwóch latach mimo bardzo dynamicznego wzrostu inwestycji, głównie w maszyny i urządzenia. Naszym zdaniem, nawet jeśli wzrost wydajności nabierze tempa w najbliższym czasie, raczej nie przekroczy 3% r/r.
- To oznacza, że **utrzymanie wzrostu gospodarczego na poziomie zbliżonym do obecnego 3,5% r/r** (nie wspominając już o jego przyspieszeniu) **będzie wymagać kontynuacji wzrostu zatrudnienia w tempie co najmniej 0,5%-1,0% rocznie.**

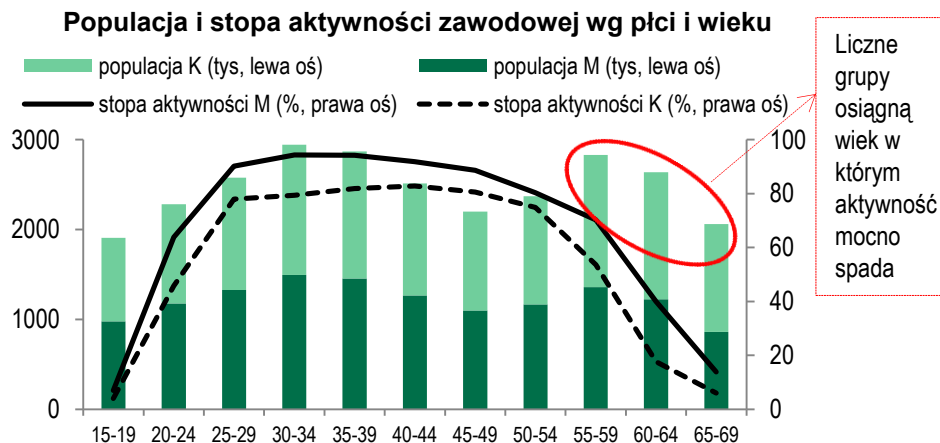
... a zasoby wolnej siły roboczej się kurczą



■ Tymczasem, zasoby wolnej siły roboczej szybko się wyczerpują. Stopa bezrobocia (wg Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności) najprawdopodobniej spadnie do rekordowo niskiego poziomu 6,8% jeszcze przed końcem br.

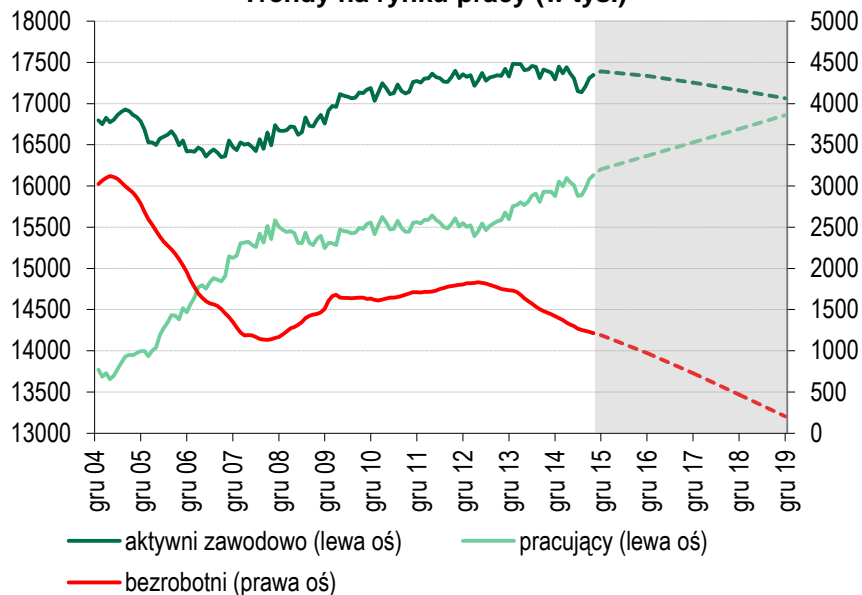
■ Dzieje się tak pomimo wzrostu stopy aktywności zawodowej (udział liczby aktywnych zawodowo w całej populacji) w ostatnich latach do rekordowego poziomu (wciąż jednak znacznie poniżej średniej w UE). Stopa aktywności w grupie wiekowej 15-64 lata wzrosła z 63,6% w IV kw. 2006 do 68,2% w IV kw. 2014, co skutkowało wzrostem liczby aktywnych zawodowo o ok. 440 tys. w ciągu ostatnich 8 lat.

■ Nawet jeśli założymy – dość optymistycznie – że wzrostowy trend w stopie aktywności się utrzyma (co nie jest pewne, szczególnie jeśli nastąpi obniżenie wieku emerytalnego), liczba aktywnych zawodowo będzie się w kolejnych latach zmniejszać, w efekcie starzenia społeczeństwa i szybkiego wzrostu liczby osób w wieku 60+. **Liczba aktywnych zawodowo może się wg naszych szacunków skurczyć w kolejnych 5 latach o 450-650 tys.** (zależnie od przyjętych założeń), podczas gdy liczebność całej populacji obniży się w analogicznym okresie o ok. 160 tys.



Zbliżamy się do pełnego zatrudnienia?

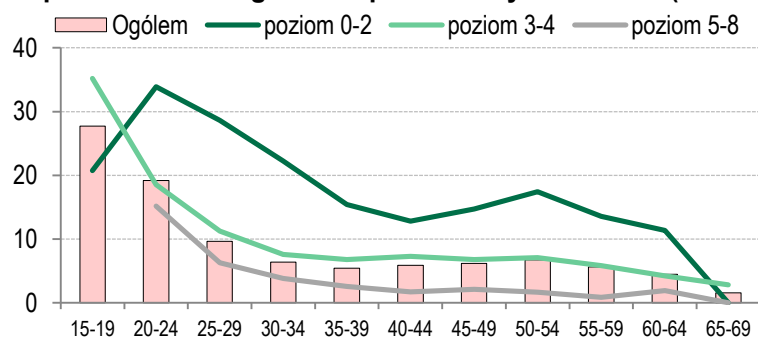
Trendy na rynku pracy (w tys.)



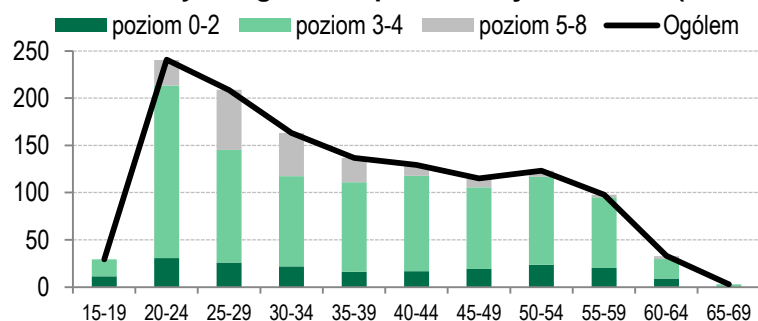
- Perspektywa wyraźnego spadku zasobów dostępnej siły roboczej każe zadać pytanie o trwałość polskiego modelu rozwoju, opartego na niskich kosztach wynagrodzeń i branżach o wysokich nakładach pracy. Naszym zdaniem niedobór siły roboczej może być istotną barierą dla wzrostu gospodarczego Polski w kolejnych latach, nawet szybciej niż wielu mogłoby się spodziewać.
- Jeśli nasze szacunki dot. liczby aktywnych zawodowo by się potwierdziły, wówczas **utrzymanie tempa wzrostu zatrudnienia na poziomie ok. 1% r/r oznaczałoby spadek bezrobocia do ZERA w ciągu 4-5 lat!**
- To oczywiście nie jest prognoza, a jedynie statyczna symulacja, której celem jest pokazanie ograniczeń dla polskiego modelu wzrostu gospodarczego. W rzeczywistości bezrobocie nigdy nie spadnie do zera, natomiast **na rynku pracy pojawią się silne napięcia, prowadzące do mocnego wzrostu płac lub/i spowolnienia wzrostu PKB**. Naszym zdaniem ten pierwszy scenariusz wydaje się bardzo prawdopodobny, szczególnie w warunkach prawdopodobnego rozluźnienia polityki pieniężnej i fiskalnej w przyszłym roku.
- Napięcia na rynku pracy może wzmacniać fakt, że znaczna część obecnego bezrobocia zdaje się mieć charakter strukturalny – patrz następne strony.

Strukturalne niedopasowanie kompetencji? (1)

Stopa bezrobocia wg wieku i poziomu wykształcenia (II kw.15)



Liczba bezrobotnych wg wieku i poziomu wykształcenia (II kw.15)



- Napięcia na rynku pracy mogą być dodatkowo wzmacniane przez strukturalne niedopasowanie popytu i podaży pracy. Wg opublikowanego niedawno raportu PARP pt. Bilans Kapitału Ludzkiego aż 80% polskich firm poszukujących pracowników napotyka trudności rekrutacyjne, głównie wynikające z nieodpowiednich umiejętności i kompetencji kandydatów. Dzieje się tak pomimo liczby bezrobotnych wciąż powyżej 1,2 mln (wg BAEL).
- Dane BAEL jasno pokazują, że stopa bezrobocia jest najwyższa wśród ludzi z niższym poziomem wykształcenia i/lub wśród młodych i niedoświadczonych. Jednocześnie, **w grupie osób z wykształceniem wyższym i w wieku ponad 35 lat bezrobocie niemal nie istnieje.**
- Bilans Kapitału Ludzkiego potwierdza występowanie strukturalnego niedoboru wykwalifikowanych robotników i pracowników umysłowych przy jednoczesnym nadmiarze pracowników o niskich kwalifikacjach.

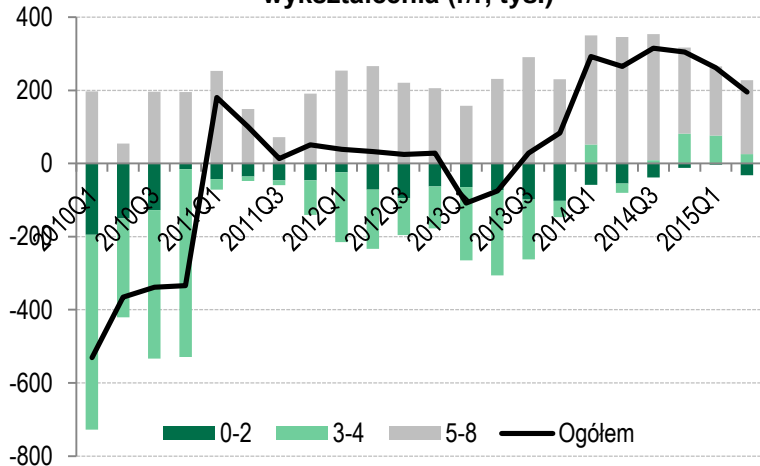
Stopa bezrobocia wg wieku i poziomu wykształcenia w II kw. 2015 (%)

	15-19	20-24	25-29	30-34	35-39	40-44	45-49	50-54	55-59	60-64	65-69	15-64	Liczba bezrobotnych 15-64
Wszystkie	27.7	19.2	9.6	6.4	5.4	5.9	6.2	6.7	5.6	4.5	1.6	7.5	1277.3
Poziom 0-2	20.7	33.9	28.6	22.2	15.4	12.8	14.7	17.4	13.5	11.4	0.0	18.3	194.7
Poziom 3-4	35.2	18.5	11.3	7.6	6.8	7.3	6.8	7.1	5.8	4.2	2.8	8.4	886.4
Poziom 5-8	-	15.2	6.3	3.8	2.5	1.7	2.1	1.7	0.8	1.9	0.0	3.6	196.1

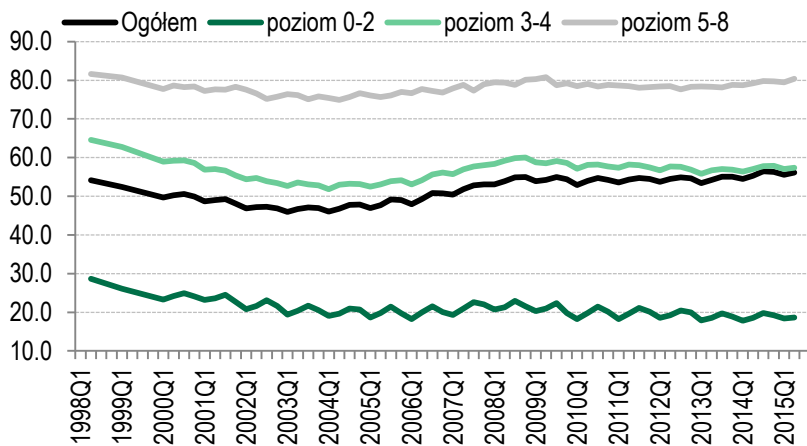
Uwaga: poziomy wykształcenia wg klasyfikacji ISCED: **poziom 0-2**: wykształcenie podstawowe, gimnazjalne i niższe; **poziom 3-4**: średnie i powyżej średniego (nie wyższe); **poziom 5-8**: wyższe.

Strukturalne niedopasowanie kompetencji? (2)

Wzrost liczby pracujących wg poziomu wykształcenia (r/r, tys.)



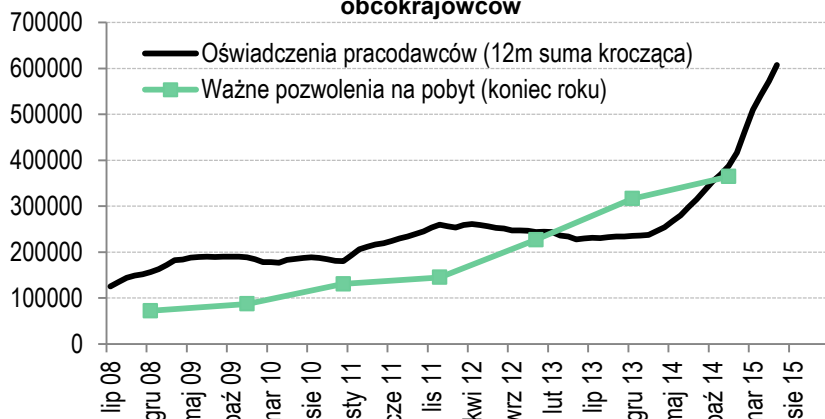
Stopa zatrudnienia wg poziomu wykształcenia (%)



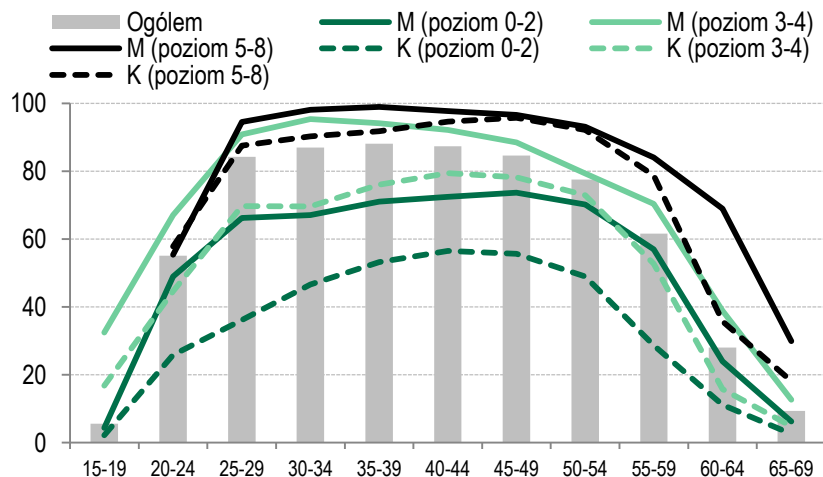
- Wg raportu PARP najbardziej poszukiwanymi kategoriami pracowników w ostatnich latach byli robotnicy, operatorzy i monterzy (40-47% popytu przedsiębiorstw).
- Jednocześnie, dane BAEL wskazują, że niemal cały przyrost liczby pracujących w ostatnich dwóch latach (200-300 tys. rocznie) nastąpił w grupie osób z wykształceniem wyższym. Co więcej, dane pokazują też, że stopa zatrudnienia dla osób z wykształceniem poniżej wyższego była w ostatnich latach w trendzie spadkowym, pomimo wzrostu stopy zatrudnienia ogółem do rekordowo wysokiego poziomu.
- Kolejnym interesującym, naszym zdaniem, zjawiskiem jest fakt, że pomimo zbliżania się stopy bezrobocia do najniższego poziomu w historii, średni czas poszukiwania pracy jest dość wysoki (wg GUS 12,2 miesiące w III kw. 2015, jeden z najwyższych poziomów w ostatnich 7 latach) – kolejny sygnał, że umiejętności tych, którzy pozostali w grupie bezrobotnych są w większości niedopasowane do zapotrzebowania pracodawców.
- Wszystko to naszym zdaniem sugeruje, że presja na rynku pracy może wzrosnąć stosunkowo szybko, stanowiąc istotną barierę dla wzrostu gospodarczego. Warto zauważyć, że wg BAEL w II kw. 2015 było już tylko 197 tys. bezrobotnych z wyższym wykształceniem, czyli mniej niż wynosił średni roczny przyrost liczby pracujących w tej grupie w ostatnich latach.

Istnieje jeszcze kilka potencjalnych buforów

Rejestracja oświadczeń pracodawców o zamiarze powierzenia pracy cudzoziemcowi oraz liczba ważnych pozwoleń na pobyt dla obcokrajowców



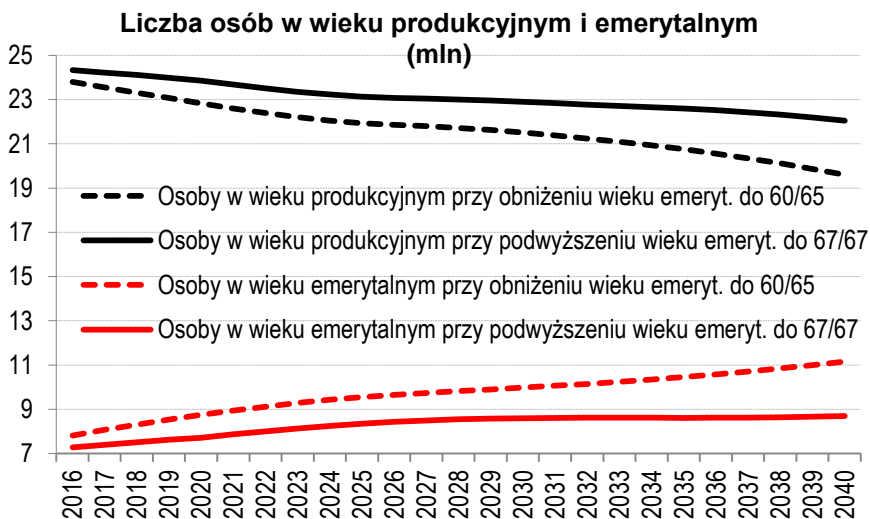
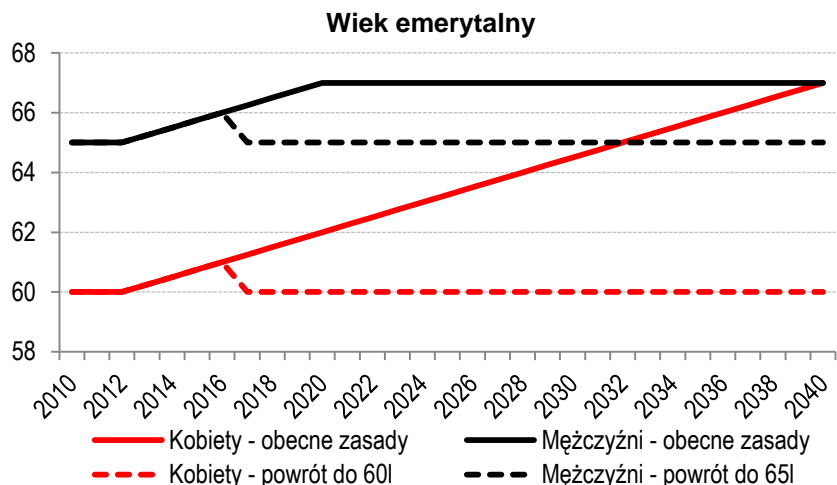
Stopa aktywności wg płci, wieku i wykształcenia (%)



Istnieje kilka czynników, które mogą potencjalnie złagodzić problemy wynikające z niedoboru siły roboczej w najbliższych latach:

- Napływ imigrantów – dane Ministerstwa Pracy wskazują, że liczba rekrutowanych obcokrajowców deklarowana przez polskie firmy wzrosła w połowie 2015 r. do ok. 600 tys. w ujęciu rocznym (Ukraińcy stanowili 98%). Jest to z pewnością ulga dla rynku pracy, jednak być może tylko krótkoterminowa. Bez systemowych rozwiązań ten trend może pręcej czy później wytracić impet, biorąc pod uwagę napływające do nas sygnały z polskich firm, wskazujące, że polskie konsulaty mają coraz większe problemy z wydawaniem na czas pozwoleń na pobyt dla Ukraińców.
- Znaczna liczba Polaków pracuje za granicą – ponad 2 mln wg GUS. Co zachęci ich do powrotu do Polski? Prawdopodobnie (znacznie) wyższe płace. Jednak trudno założyć, że trend ten odwróci się wkrótce.
- Duży odsetek pracujących w rolnictwie – ok. 1,8 mln osób, tj. 11,5% wszystkich pracujących (udział tego sektora w PKB to ok. 3%). Duży bufor, ale raczej trudny do wykorzystania w krótkim okresie z uwagi na niedopasowanie umiejętności / kompetencji.
- Bardzo niska stopa aktywności zawodowej – 67,8% w Polsce wobec 72,5% średniej w UE. Duże pole do poprawy, szczególnie w przypadku kobiet i ludzi w starszym wieku (55+). Niestety duża część nieaktywnych zawodowo to ludzie z gorszym wykształceniem, więc nawet jeśli uda się ich zaktywizować, pozostanie problem z niedopasowaniem kompetencji do potrzeb rynku pracy.

Obniżenie wieku emerytalnego = fatalny pomysł!



- Jednym z priorytetów nowego rządu jest obniżka wieku emerytalnego do 65 lat dla mężczyzn i 60 dla kobiet. Jeśli ten plan zostanie zrealizowany, będzie to bardzo zła informacja dla całej gospodarki, biorąc pod uwagę wyzwania rynku pracy, które opisaliśmy powyżej.
- Aktywność zawodowa w najstarszych grupach wiekowych (55+) jest w Polsce bardzo niska w porównaniu międzynarodowym, mimo że w ostatnich latach wyraźnie wzrosła. Cofnięcie reformy wprowadzonej przez poprzedni rząd, która stopniowo podwyższała wiek emerytalny do 67 lat dla kobiet i mężczyzn, będzie miało dwa negatywne efekty: (1) odwrócenie pozytywnego trendu aktywności gospodarczej, (2) obciążenie finansów publicznych, gdyż stosunek liczby osób w wieku produkcyjnym do liczby osób w wieku poprodukcyjnym będzie obniżał się w dużo większym tempie: w 2040 r. zamiast 2,50 wyniesie 1,75 (obecnie ok. 3,3).
- Jednym z możliwych sposobów złagodzenia negatywnych skutków tej propozycji jest wprowadzenie minimalnego stażu pracy (np. 40) – dane za 2014 r. pokazują, że wśród nowych emerytów aż 80% mężczyzn i 75% kobiet nie spełniało tego kryterium.

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 8.12.2015 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 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.