



Bank Polski

Śniadanie z ekspertami PKO Banku Polskiego

Perspektywy gospodarki oraz rynków finansowych
według ekonomistów i strategów PKO Banku Polskiego

Warszawa, 28 października 2014 r.

Perspektywy dla gospodarki: Importowana deflacja i importowane spowolnienie

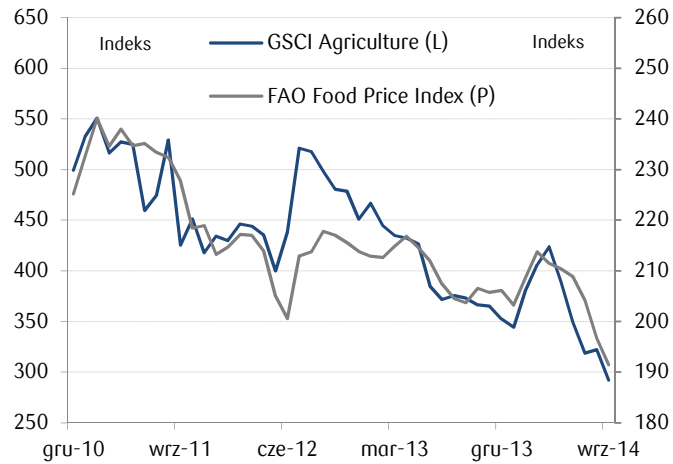
Kluczowe trendy makroekonomiczne

- Dynamika PKB obniżyła się w 3q do 2,6-2,9% w efekcie eskalacji osłabienia popytu zewnętrznego oraz negatywnych efektów kalendarzowych. Szacujemy, że wzrost PKB w 2014 r. wyniesie 3,2%, a w 2015 r. przyspieszy do 3,6%.
- Pomimo słabszych perspektyw dla otoczenia zewnętrznego, oczekujemy, że popyt krajowy pozostanie silny za sprawą: (1) wzrostu konsumpcji prywatnej – dzięki niskiej inflacji, poprawie na rynku pracy oraz obniżce stopy lombardowej, (2) nowej fali inwestycji publicznych wraz z napływem środków z UE, (3) cyklicznej poprawy dochodów sektora publicznego, która może wspierać konsumpcję.
- Spadające ceny paliw prawdopodobnie przesądzą o pozostaniu inflacji CPI poniżej zera do końca 2014 r. Od stycznia 2015 r. inflacja powinna zacząć rosnąć, osiągając 1,0% r/r w czerwcu i 1,5-2,0% r/r w drugiej połowie 2015 r.
- Przewidujemy, że RPP zakończy dostosowanie polityki pieniężnej jeszcze jedną obniżką stóp w listopadzie o 25 pb (do 1,75% dla stopy referencyjnej). Niski poziom stóp oraz poprawa danych ze sfery realnej powinny powstrzymać Radę przed dalszymi obniżkami. Głównym ryzykiem dla tego scenariusza jest utrwalenie się/eskalacja silnych spadków cen surowców.
- Po zacieśnieniu polityki fiskalnej w latach 2011-2013, w okresie 2014-2015 oczekujemy zwrotu w kierunku stymulacji gospodarki – skalę impulsu fiskalnego (zmiany strukturalnego salda pierwotnego) szacujemy na +0,5-1,0% PKB w horyzoncie 4-6 kwartałów.
- Do końca tego roku widoczne będzie wyhamowanie trendu wzrostowego deficytu obrotów bieżących ze względu na: (1) spadek nominalnego wolumenu importu paliw (wobec spadku cen ropy) oraz (2) niskie stopy procentowe ograniczające deficyt na rachunku dochodów.

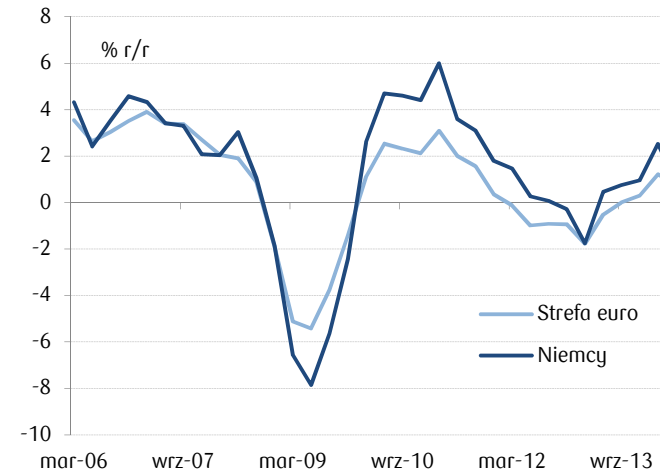
Kluczowe trendy makroekonomiczne

Importowana deflacja, importowane spowolnienie

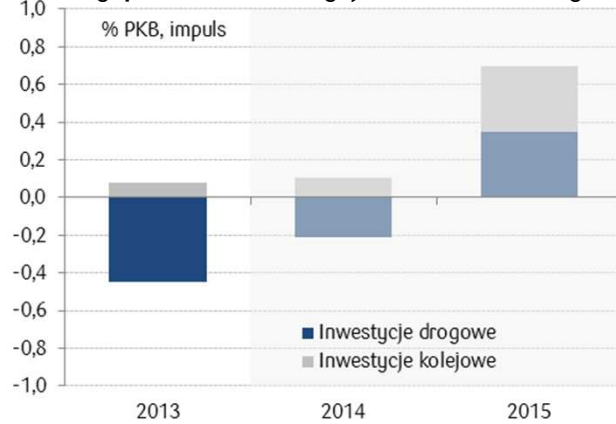
Indeksy cen żywności na świecie



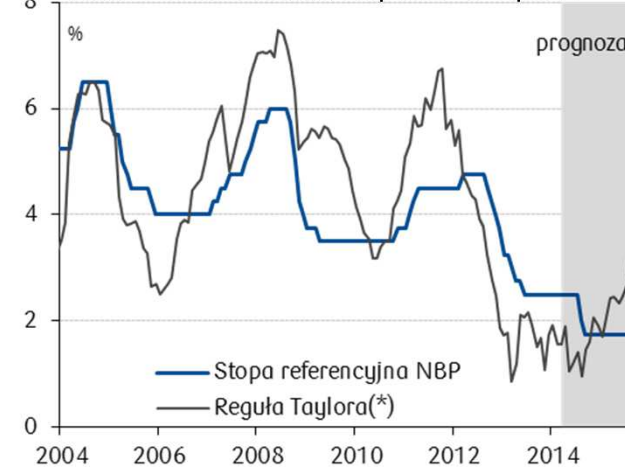
Wzrost gospodarczy w strefie euro i Niemczech



Przyspieszenie inwestycji infrastrukturalnych

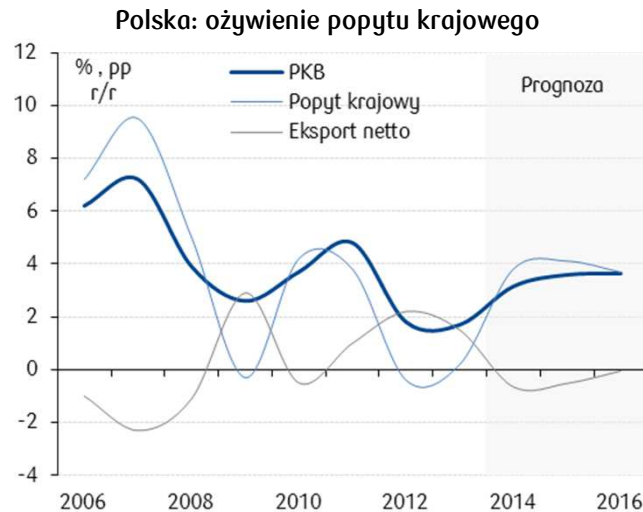


Koniec dostosowania stóp NBP w 4q2014

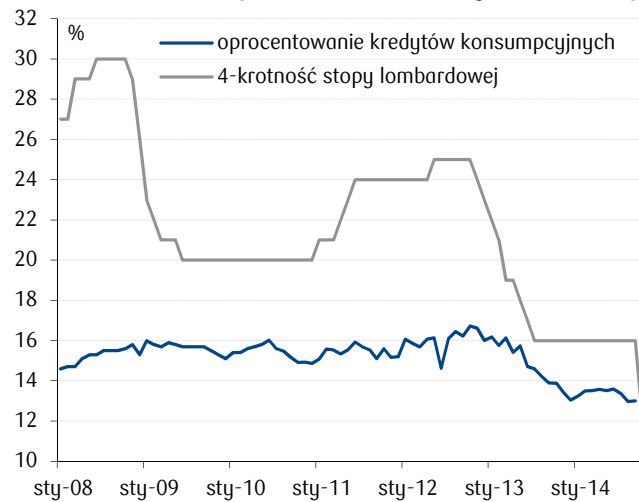


Sfera realna

Silny popyt krajowy, „importowane” spowolnienie



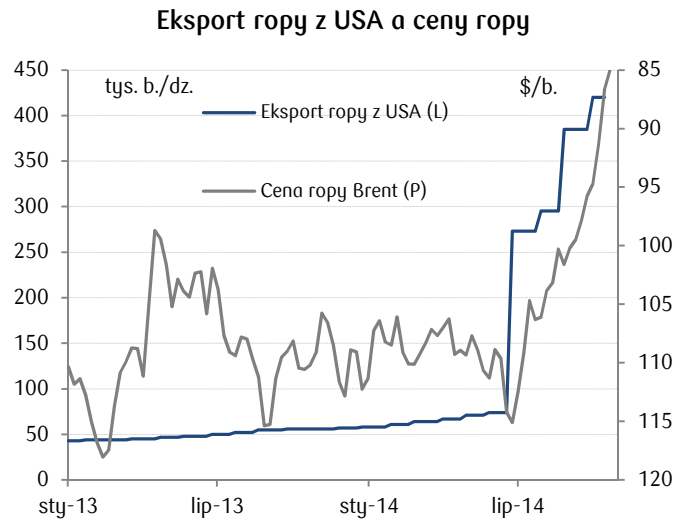
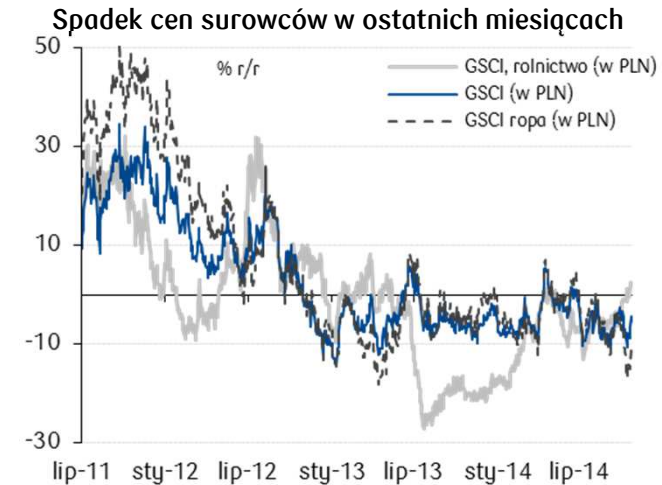
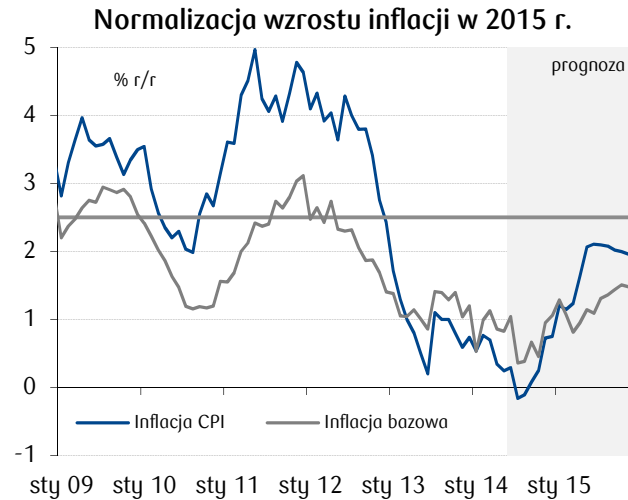
Stopa lombardowa vs. oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych



- Miesięczne wskaźniki aktywności gospodarczej za okres lipiec-wrzesień br. sugerują, że dynamika PKB w 3q2014 obniżyła się do 2,6-2,9% r/r (vs 3,3% r/r w 2q) – w głównej mierze jako efekt pogorszenia sytuacji w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki.
- W średnim okresie wciąż oczekujemy poprawy dynamiki PKB w oparciu o silny popyt krajowy w efekcie:
 - (1) kombinacji ultraniskiej inflacji i asymetrycznej obniżki stóp procentowych, stymulujących konsumpcję;
 - (2) rozpoczęcia nowej fali inwestycji infrastrukturalnych;
 - (3) cyklicznej poprawy dochodów sektora publicznego, mogącej napędzać spożycie publiczne.

Procesy inflacyjne

Inflacja pod presją czynników podażowych

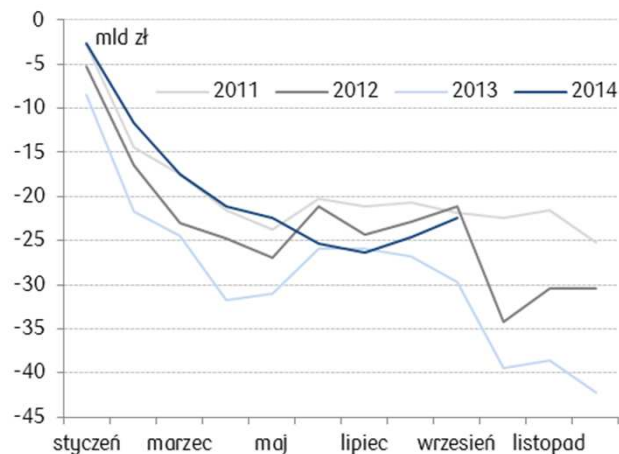


- Inflacja CPI spadła w 3q2014 do $-0,3\%$ r/r (vs. $0,3\%$ r/r w czerwcu) przy lekkim spadku inflacji bazowej ($0,7\%$ r/r vs. $1,0\%$ r/r). Za kontynuację trendu spadkowego odpowiadają przede wszystkim ceny żywności (odjęty od inflacji CPI $-0,3\text{pp}$), a w dalszym rządzie wygaśnięcie efektu ubiegłorocznego podwyższenia „opłaty śmieciowej” oraz spadek cen paliw.
- Przewidujemy, że po osiągnięciu minimum we wrześniu lub październiku br. inflacja CPI zacznie stopniowo rosnąć i w grudniu br. znajdzie się około 0% r/r. Wzrost inflacji przyspieszy w pierwszej połowie przyszłego roku, gdy przestaną go hamować obniżki cen żywności i paliw oraz zaczną działać efekty niskiej bazy.

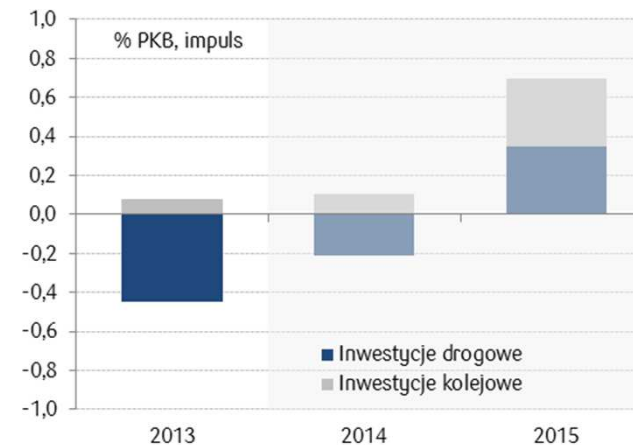
Polityka pieniężna i fiskalna

Stymulacja fiskalna poprzez inwestycje infrastrukturalne

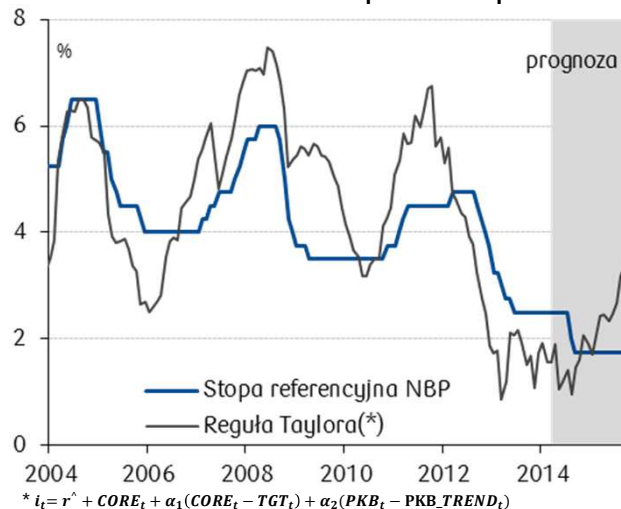
Realizacja deficytu budżetu państwa



Impuls inwestycji infrastrukturalnych



Koniec dostosowania stóp NBP w 4q2014

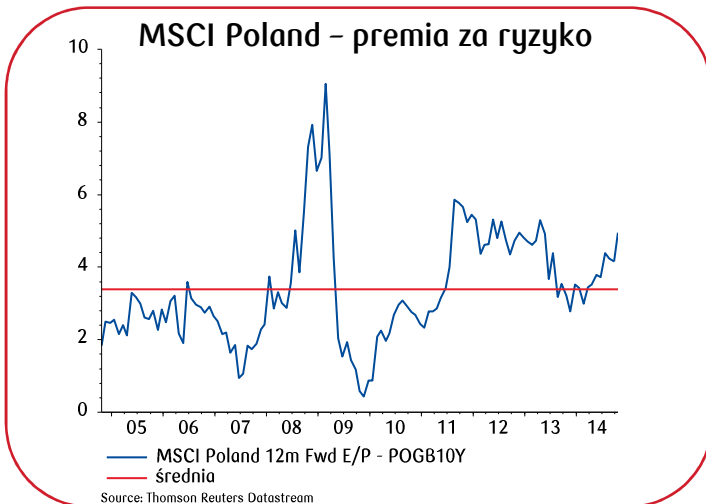


- Czynniki ekonomiczne i polityczne wywierają pozytywny wpływ na bieżącą sytuację sektora finansów publicznych. Deficyt budżetu państwa w 2014 r. może być niższy od planowanego nawet o 1,0% PKB (efekt wyższej od planów realizacji dochodów podatkowych oraz niższej niż planowano realizacji kosztów obsługi długu).
- Zapoczątkowane w 2014 r. poluzowanie fiskalne będzie kontynuowane przez cały 2015 r. Impuls fiskalny* szacujemy na +0,5-1,0% PKB w latach 2014 -2015. W większości będzie on związany z inwestycjami infrastrukturalnymi w drogi i koleje.
- Przewidujemy, że stopa referencyjna NBP na koniec tego roku znajdzie się na poziomie 1,75%, a na początku przyszłego roku RPP zakomunikuje przejście z trybu *wait-and-see* do nieformalnego nastawienia neutralnego.

Perspektywy dla rynków finansowych

Rynek akcji

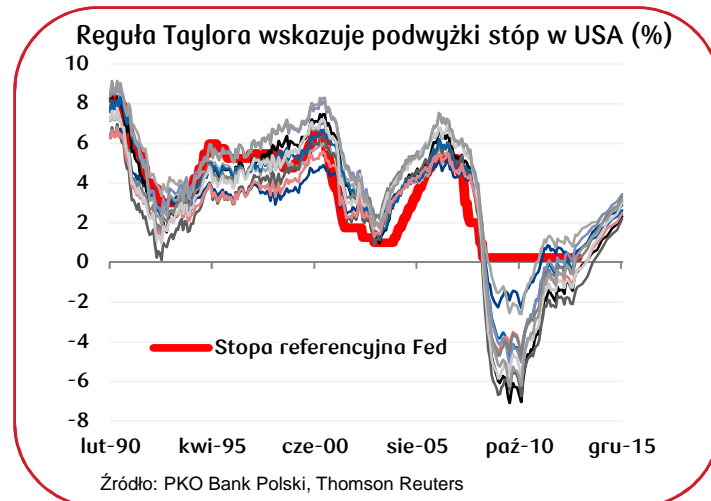
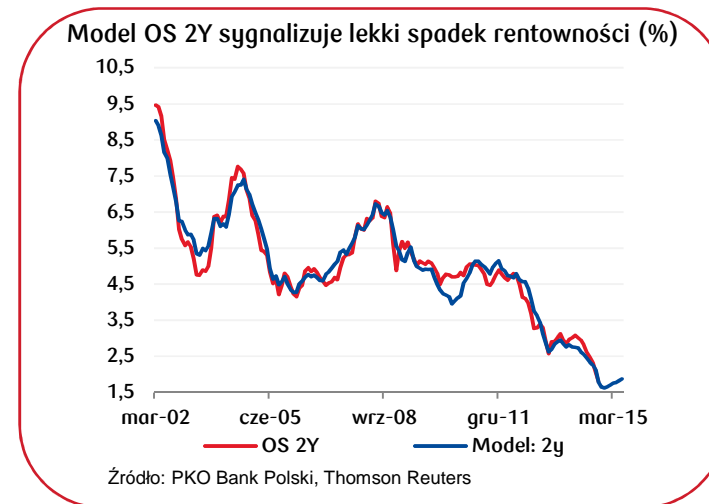
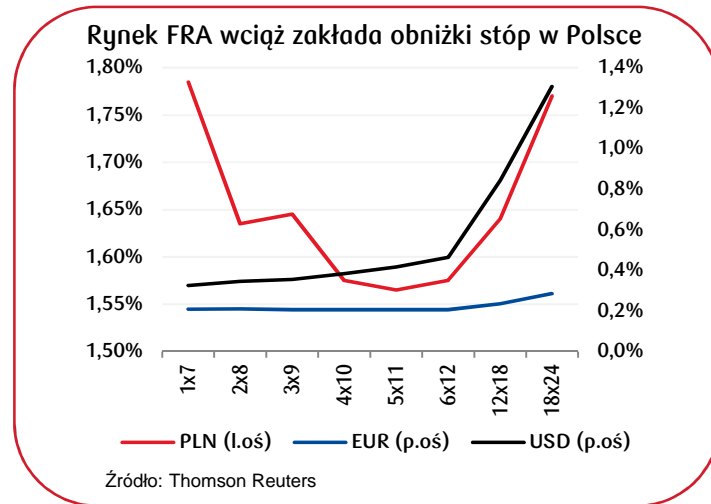
Prognozujemy WIG na poziomie 55 tys. na koniec roku.



- Solidne tempo wzrostu PKB w środowisku niskich stóp procentowe tworzą korzystne warunki dla polskich akcji.
- Polskie spółki, mimo wysokiego wskaźnika P/E nie są przewartościowane. Mnożniki rynkowe trzeba rozpatrywać w kontekście obecnych i przyszłych rynkowych stóp procentowych, a te pozostaną niskie przez dłuższy czas.
- Ożywienia gospodarcze przełoży się na poprawę zysków spółek w niewielkim stopniu. W 2014 wzrosną o ok. 9% (po uwzględnieniu zdarzeń jednorazowych) a w 2015 o ok. 4%.
- Normalizacja polityki Fed stanowi wyzwanie dla rynków wschodzących, ale nie wszystkie są wyeksponowane na to zjawisko w równym stopniu. Polska jest w tym kontekście względnie bezpieczna. Rynek pomoże kontynuacja QE przez BoJ oraz prawdopodobny skup aktywów przez EBC.

Rynek stopy procentowej

Rentowności polskich obligacji do końca roku utrzymają się w trendzie bocznym.

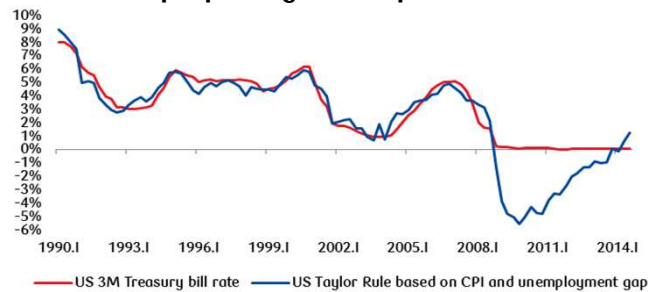


- Po silnym październikowym spadku, zakładamy, że rentowności polskich obligacji skarbowych utrzymać się będą w trendzie bocznym. Rynek wycenił już dalsze obniżki stóp procentowych NBP na prawie 75 pb, a także ryzyko wyhamowania tempa wzrostu gospodarczego w Polsce i w strefie euro.
- Nasze modele ekonometryczne sygnalizują, że na koniec IV kw. 2014 r. rentowności obligacji 2-letnich ukształtują się blisko 1,80%, 5-letnich w okolicach 2,10% i 10-letnich na poziomie 2,70%.
- Negatywny wpływ na dłuższy koniec krzywej w Polsce będą miały prognozowane przez nas lekkie wzrosty rentowności Treasuries. Za takim scenariuszem przemawia przybliżająca się perspektywa zaostrzenia polityki pieniężnej w USA w połowie 2015 r.

Rynek walutowy – EUR/USD i EUR/PLN

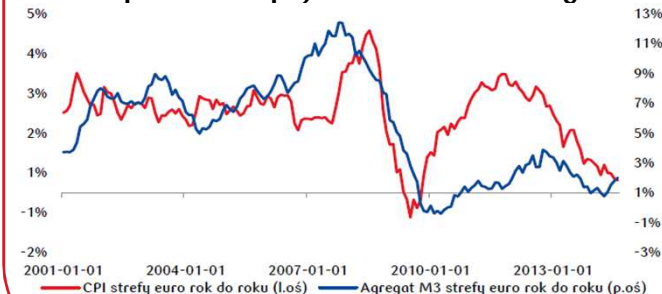
W IV kwartale prognozujemy osłabienie EUR vs. USD do 1,23 oraz PLN vs. EUR do 4,26

Wyjście teoretycznej stopy procentowej USA powyżej stopy rynkowej sprzyja kończeniu QE3 i oczekiwaniom na szybsze tempo podwyżek stóp w USA.



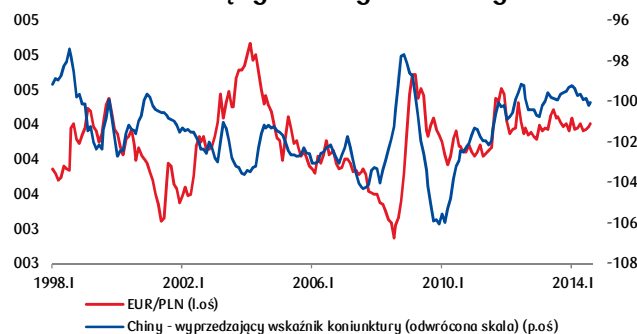
Źródło: Datastream, CBO, Fed, PKO Bank Polski

Mała podaż kredytów w strefie euro wywiera presję na spadek cen, co oddala perspektywę ewentualnych podwyżek stóp przez Europejski Bank Centralny.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Słabnąca koniunktura w Chinach wywiera presję na osłabianie walut rynków wschodzących w tym i złotego.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

- Domknięcie luki deflacyjno-recesyjnej oznacza, że Fed nie musi już mocno polegać na efekcie majątkowym generowanym przez napędzane ekspansją ilościową wzrosty cen aktywów i może zakończyć ekspansję ilościową a nawet zmierzyć się z szybszym zacieśnieniem polityki pieniężnej.
- Zakończenie QE3 przez Fed oraz narastające oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w USA przy rosnących nadziejach na dalsze luzowanie polityki monetarnej przez EBC będą do końca 2014 roku dalej osłabiać euro do dolara.
- Potencjalnie pozytywnym dla złotego czynnikiem będzie ilościowe luzowanie polityki monetarnej w strefie euro jednak ze względu na rozpoczęty proces dostosowania stóp NBP do sytuacji gospodarczej w Polsce oraz oczekiwania podwyżek stóp w USA może ono w perspektywie IV kwartału nie zainicjować przepływów kapitałowych do Polski jak to miało miejsce w przypadku LTRO1 i LTRO2.



Bank Polski

Kontakt:

Paweł Borys – Dyrektor Zarządzający

Pion Analiz i Strategii

Tel: +48 22 521 81 84

E-mail: pawel.borys@pkobp.pl

Radosław Bodys – Główny Ekonomista

Dyrektor Departamentu Analiz Ekonomicznych

Tel: +48 22 521 80 84

E-mail: radoslaw.bodys@pkobp.pl

Mariusz Adamiak, CFA – Główny Strateg Rynków

Dyrektor Biura Strategii Rynkowych

Tel: +48 22 580 32 39

E-mail: mariusz.adamiak@pkobp.pl

www.serwisrynkowy.pkobp.pl