



Bank Polski

Śniadanie z ekspertami PKO Banku Polskiego

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

Warszawa, 4 lutego 2015

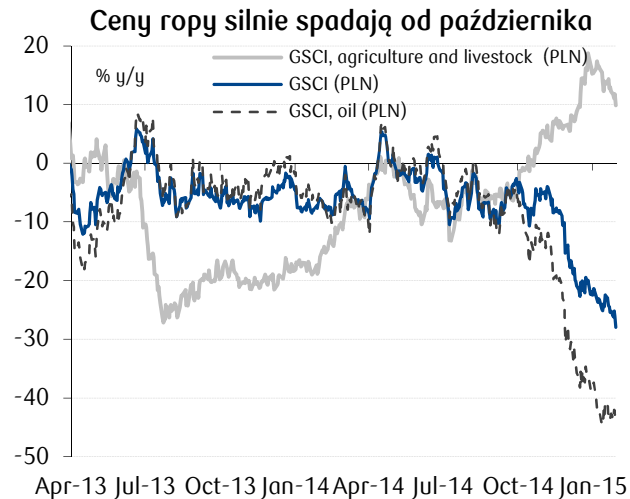
**Perspektywy dla gospodarki:
Deflacyjna ekspansja – czyli odwrotność „stagflacji”**

Kluczowe trendy makroekonomiczne

- Prognozujemy, że w 2015 r. wzrost PKB powinien osiągnąć 3,6%, przy słabszej pierwszej i mocniejszej drugiej połowie roku (wzrost, odpowiednio, o 3,0-3,5% i 4,0-4,5% r/r).
- Wzrost gospodarczy w 2015 r. będą wspierać niskie ceny ropy, inwestycje publiczne oraz niższe stopy procentowe, które łącznie mogą dodać +1,4pp do dynamiki PKB. W przeciwnym kierunku będą działać recesja w Rosji oraz aprecjacja CHF, które łącznie mogą odjąć -0,8pp od dynamiki PKB w tym roku (wykres). Efekt netto: +0,6pp.
- Inflacja prawdopodobnie obniży się jeszcze w 1q2015 (wskaźnik CPI może spaść w okolice -1,5% r/r w efekcie spadku cen paliw) i zacznie stopniowo rosnąć od 2q2015, wracając w okolice 0% r/r w 3q2015 by osiągnąć 1% r/r na koniec roku.
- Przedłużający się okres „deflacji” może skłonić RPP do dalszego poluzowania polityki pieniężnej, którego skalę powinno ograniczać silne tempo wzrostu PKB. Wydaje się, że w warunkach „deflacyjnej ekspansji” podzielona RPP nie powinna obniżyć stóp procentowych o więcej niż 25-50pb (stopa referencyjna do poziomu 1,50-1,75%). Do głębszych obniżek stóp mogłoby jednak dojść w sytuacji silnej aprecjacji PLN lub pogorszenia danych ze sfery realnej.
- Niższy od planu deficyt fiskalny za 2014 r., spadek kosztów obsługi długu (efekt niższych stóp) oraz wartość podpisanych/realizowanych inwestycji publicznych wspiera scenariusz istotnego impulsu fiskalnego ze strony inwestycji infrastrukturalnych, którego skalę w 2015 r. szacujemy na +0,5-1,0% PKB.
- Pomimo oczekiwanego przyspieszenia wzrostu PKB i silnego wzrostu popytu krajowego oczekujemy dalszej poprawy salda obrotów bieżących w 2015 r. (do -0,7% PKB vs. -1,4% PKB w 2014 r.), w głównej mierze dzięki spadkowi wartości importu paliw (efekt spadku cen ropy).

Kluczowe trendy makroekonomiczne

Deflacyjna ekspansja – czyli odwrotność „stagflacji”

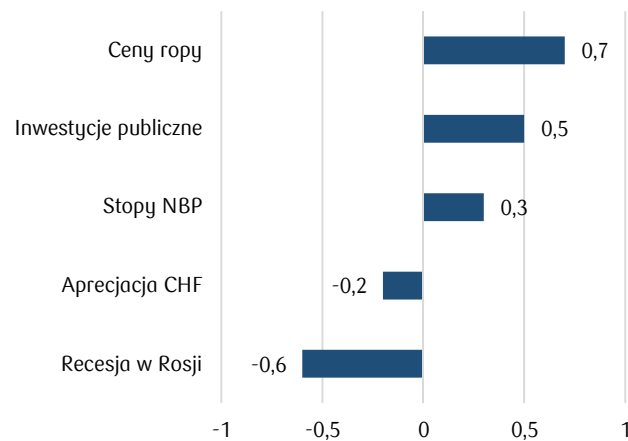


Wzrost gospodarczy 10 głównych partnerów handlowych Polski

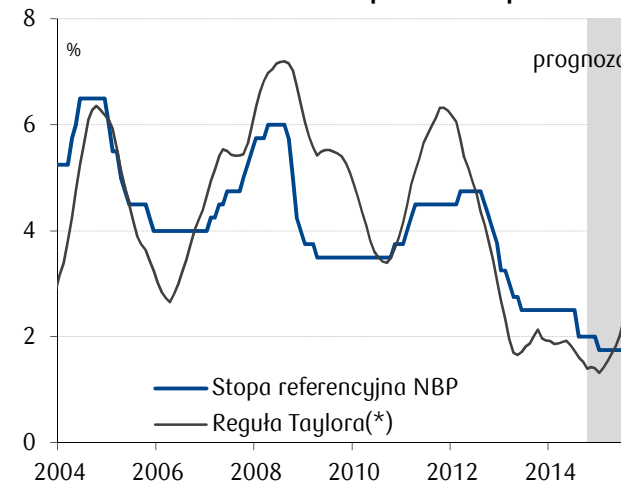
Wzrost PKB: 10 głównych partnerów handlowych Polski

	2014e	2015f	zmiana	udział w wartości dodanej
1 Niemcy	1,5	1,5	0,0	5,0
2 Wlk. Brytania	3	2,6	-0,4	2,0
3 Rosja	0,5	-5,0	-5,5	1,8
4 Francja	0,4	0,9	0,5	1,7
5 USA	2,3	3	0,7	1,7
6 Włochy	-0,2	0,5	0,7	1,5
7 Chiny	7,4	7,1	-0,3	1,1
8 Czechy	2,5	2,7	0,2	0,8
9 Hiszpania	1,2	1,7	0,5	0,8
10 Holandia	0,9	1,4	0,5	0,7

Czynniki „specjalne” wpływające na wzrost PKB w 2015 r. (% PKB)



Koniec dostosowania stóp NBP w 1q2015



$$* i_t = r^a + CORE_t + \alpha_1(CORE_t - TGT_t) + \alpha_2(PKB_t - PKB_{TREND}_t)$$

Sfera realna

Silny popyt krajowy motorem wzrostu w 2015 r.

Czynniki „specjalne” wpływające na wzrost PKB w 2015 r. (% PKB)

Czynnik	Wpływ na tempo wzrostu PKB w 2015 r. (pp)		
	Scenariusze:		
	pesymistyczny	bazowy	optymistyczny
Recesja w Rosji	-1,0	-0,6	-0,2
Infrastruktura	0,2	0,5	0,7
Ceny ropy	0,2	0,7	1,1
Stopy NBP	0,2	0,3	0,5
Aprecjacja CHF	-0,4	-0,2	-0,1
Łącznie	-0,8	0,7	2,0

Oszczędności z tytułu spadku cen ropy

Konsumpcja paliw:	tys. m3	Średnia cena (zł/l)	Łączne		
			wydatki (mld zł)	Zmiana (mld zł)	Zmiana (%PKB)
2013	22561	4,95	112		
2014e	22508	4,74	107	-5	-0,3
2015f	22508	3,85	86,6	-20	-1,1

Źródło: POPIHN

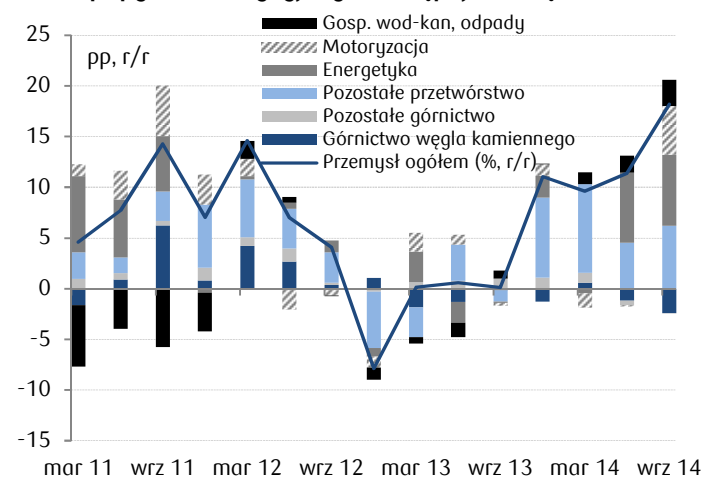
Zużycie ropy:	baryłki /dzień	Średnia cena (zł/b)	Łączne		
			wydatki (mld zł)	Zmiana (mld zł)	Zmiana (%PKB)
2013	511,04	346,4	64,6		
2014e	511,04	310,8	58,0	-6,6	-0,4
2015f	511,04	173,2	32,3	-25,7	-1,4

Źródło: EIA.gov

Zużycie ropy:	mln t	Średnia cena (zł/t)	Łączne		
			wydatki (mld zł)	Zmiana (mld zł)	Zmiana (%PKB)
2013	24	2474,3	59,4		
2014e	24	2220,3	53,3	-6,1	-0,4
2015f	24	1237,5	29,7	-23,6	-1,3

Źródło: BP Statistical Review of World Energy June 2014

Wzrost popytu inwestycyjnego następuje w większości branż*



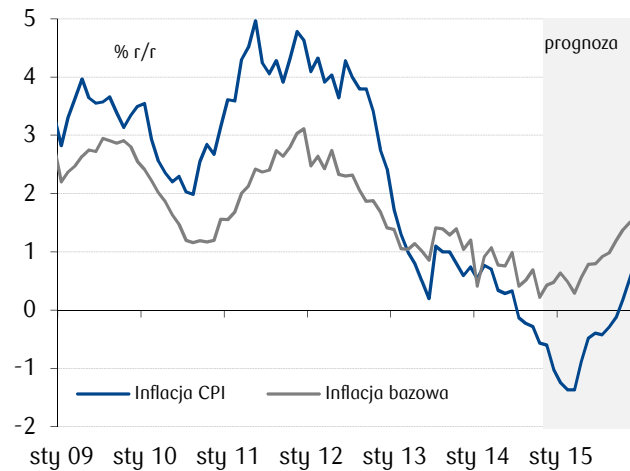
* Dane dla firm zatrud. powyżej 49 osób.

- **Realny wzrost PKB w 2014 r. wyniósł 3,3% (vs. 1,7% w 2013 r.), przy dynamice PKB utrzymującej się powyżej 3% we wszystkich kwartałach, mimo pogorszenia sytuacji w otoczeniu zewnętrznym.**
- **Wzrost PKB w 2015 r. będą wspierać niskie ceny ropy, inwestycje publiczne oraz niższe stopy procentowe, które łącznie mogą dodać +1,4pp do wzrostu PKB. W przeciwnym kierunku będą działać recesja w Rosji oraz aprecjacja CHF, które łącznie mogą odjąć -0,8pp od dynamiki PKB w tym roku.**

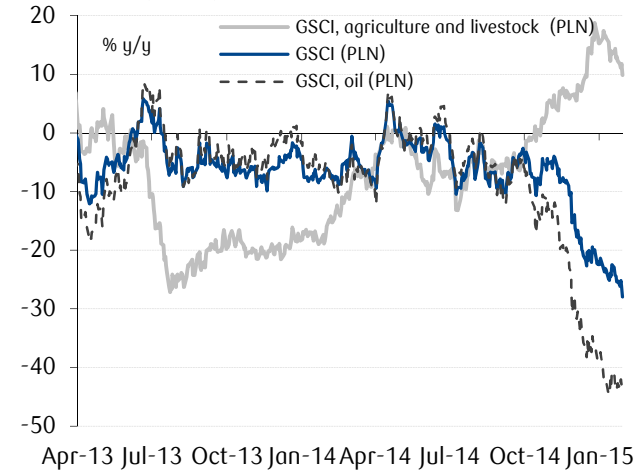
Procesy inflacyjne

Inflacja pod presją czynników podażowych

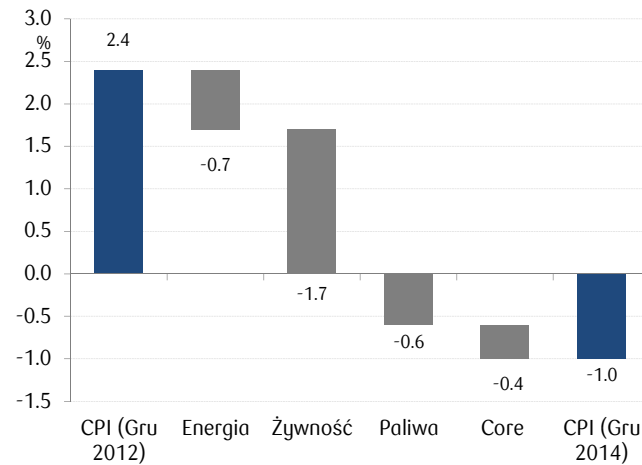
Normalizacja wzrostu inflacji w 2015 r.



Ceny ropy silnie spadają od października



Dekompozycja spadki inflacji CPI w ostatnich dwóch latach

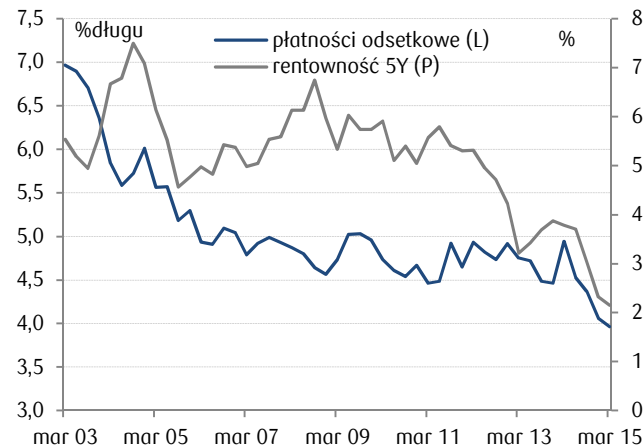


- Inflacja CPI spadła na koniec 4q2014 do $-1,0\%$ r/r (vs. $-0,3\%$ r/r we wrześniu) przy lekkim obniżeniu inflacji bazowej ($0,5\%$ r/r vs. $0,7\%$ r/r). Po $-0,3\text{pp}$ od inflacji CPI odjęty ceny żywności i napojów bezalkoholowych, których dynamika obniżyła się do $-3,2\%$ r/r (z $-1,9\%$ r/r we wrześniu), oraz ceny paliw (spadek o $10,2\%$ r/r), które stały się głównym czynnikiem dezinflacyjnym i które będą powodować pogłębienie „deflacji” w 1q2015.
- Inflacja dalszym spadku w 1q2015 zacznie stopniowo rosnąć od 2q2015. Skala pogłębienia „deflacji” w najbliższych miesiącach, jak i tempo jej odbicia w kolejnych kwartałach będzie w głównej mierze uzależniona od trendów na rynkach surowców – w szczególności ropy, ale także surowców rolnych.

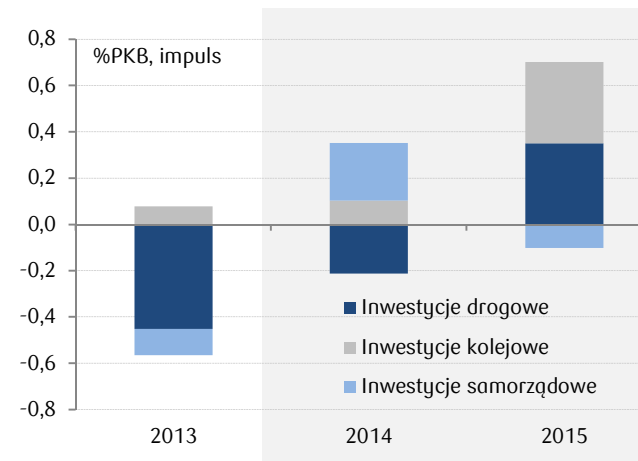
Polityka pieniężna i fiskalna

Stymulacja fiskalna poprzez inwestycje infrastrukturalne

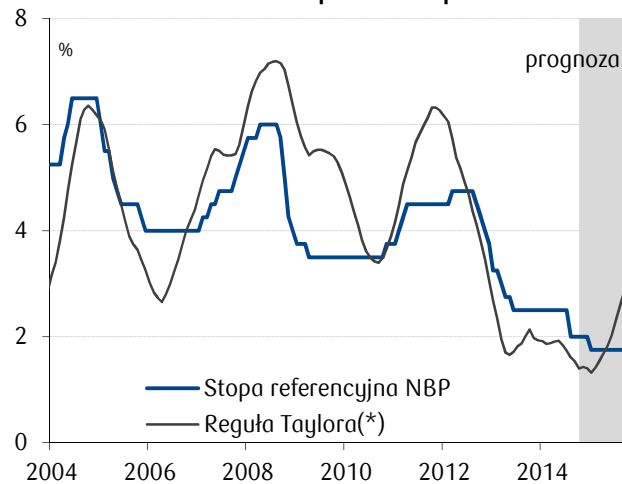
Płatności odsetkowe vs. rentowność 5-letniej obligacji



Impuls inwestycji infrastrukturalnych



Dalsze dostosowanie stóp NBP w I połowie 2015 r.



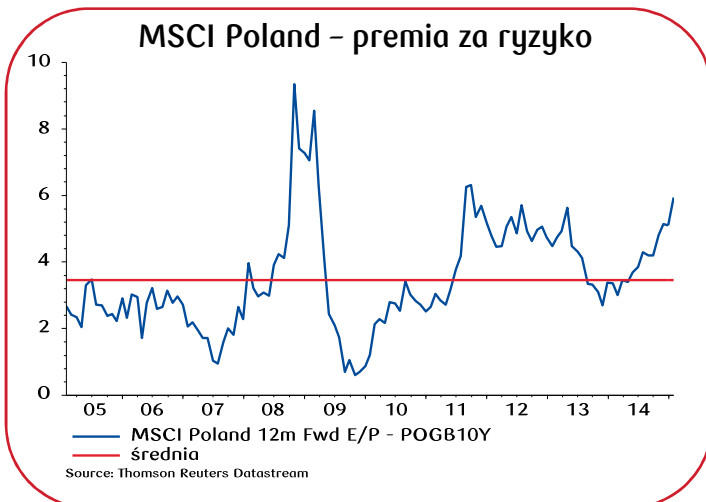
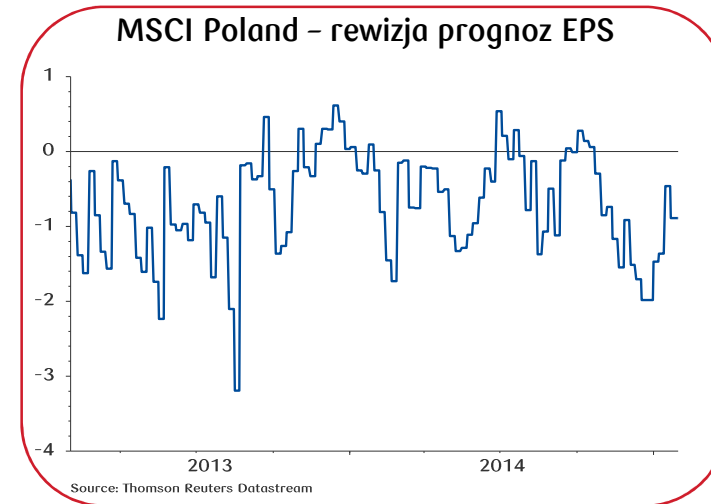
$$* i_t = r^{\wedge} + CORE_t + \alpha_1(CORE_t - TGT_t) + \alpha_2(PKB_t - PKB_{TREND_t})$$

- Czynniki ekonomiczne i polityczne wywierają pozytywny wpływ na bieżącą sytuację sektora finansów publicznych. Deficyt budżetu państwa w 2014 r. był niższy od planowanego o ok. 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 2q2015 znajdzie się na poziomie 1,50-1,75%, a RPP zakomunikuje przejście do nieformalnego nastawienia neutralnego.

Perspektywy dla rynków finansowych

Rynek akcji

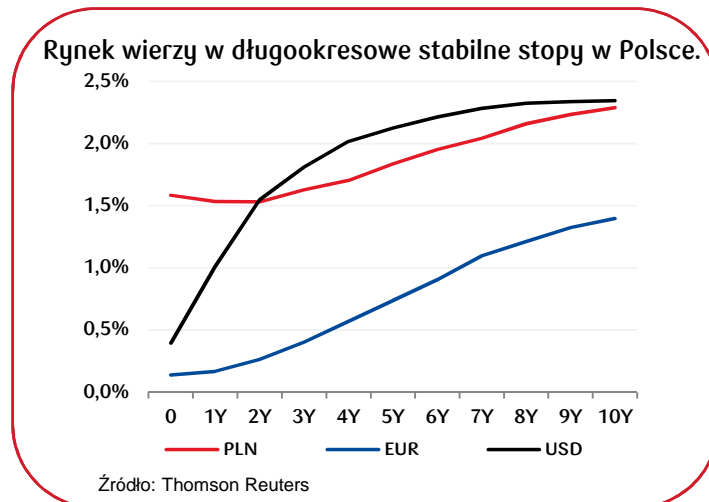
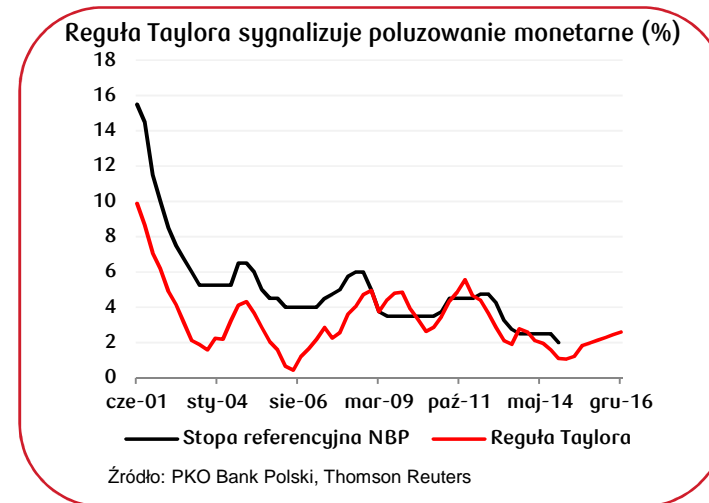
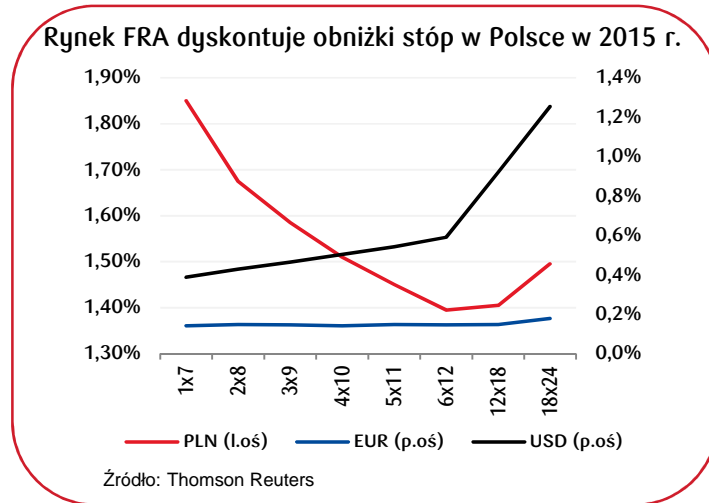
Prognozujemy WIG na poziomie 53-54 tys. pkt na koniec I kwartału.



- Solidne tempo wzrostu PKB w środowisku niskich stóp procentowe tworzy 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.
- Ożywienie gospodarcze przełoży się na poprawę zysków o 7-8% w 2014 i 8-10% w 2015.
- Widzimy dużą szansę na cykliczną poprawę w gospodarce Eurolandu, co dobrze wróży tamtejszemu rynkowi akcji.
- Najważniejsze ryzyka związane są z niepewnością regulacyjną dotyczącą banków (CHF) i sytuacją geopolityczną (konflikt rosyjsko - ukraiński, wzrost znaczenia partii populistycznych w Europie).

Rynek stopy procentowej

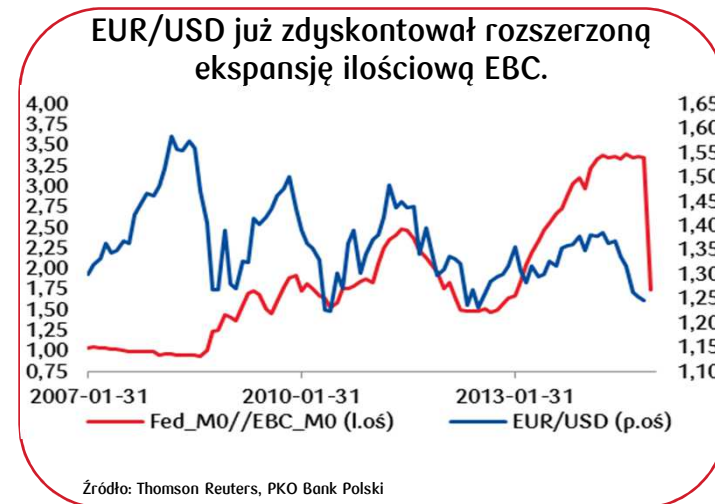
Rentowności obligacji skarbowych w trendzie spadkowym.



- Spodziewamy się, że na koniec I kw. 2015 r. rentowności obligacji 2-letnich ukształtują się blisko 1,45%, 5-letnich w okolicach 1,60% a 10-letnich na poziomie 1,85%.
- Wyceny polskich obligacji wzmacniać będą: pogłębiająca się w I kw. 2015 r. deflacja, umiarkowane dane w Polsce i w strefie euro dotyczące aktywności gospodarczej i ostatnia decyzja EBC o rozpoczęciu programu skupu aktywów na rynku finansowym.
- Za umocnieniem rynku stopy procentowej przemawia też korzystna sytuacja na rynku pierwotnym. Po styczniu Ministerstwo Finansów zrealizowało potrzeby pożyczkowe na poziomie 40%. Pełna realizacja planu nie powinna być problemem biorąc pod uwagę wysoki popyt, szczególnie ze strony sektora bankowego.

Rynek walutowy – EUR/USD i EUR/PLN

W I pół. prognozujemy osłabienie EUR vs. USD do 1,10 oraz PLN vs. EUR powyżej 4,30.



- EUR/USD zdyskontował europejskie QE – dalsze ruchy zależą od oczekiwań na podwyżki stóp w USA.
- Poprawiająca się sytuacja gospodarcza w USA sprzyja umiarkowanym podwyżkom stóp procentowych. Reguła Taylora i Mankiwa sugerują stopę równowagi na ok. 2%. Niska inflacja, silny dolar i obawy o stan gospodarki globalnej implikują co najwyżej delikatne zaostrożenie polityki monetarnej USA w 2015 roku.
- Trudna sytuacja gospodarcza wielu krajów rozwijających się (zwłaszcza surowcowych), perspektywa podwyżek stóp w USA oraz narastające oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Polsce będą w I półroczu działać na niekorzyść złotego. W II półroczu poprawa sytuacji na rynkach wschodzących oraz silne ożywienie w Polsce powinny umocnić złotego wobec euro do ok. 4,20.

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