

Gospodarka i rynki. Najbliższe 6 miesięcy.

Departament Analiz Ekonomicznych

(mBank Research)

Wrzesień 2014



Podsumowanie

- Prezentujemy scenariusze dla gospodarki i rynków finansowych na najbliższe 6 miesięcy, ograniczając się jedynie do szkicu prognoz na cały 2015. Ten nietypowy horyzont i forma prezentacji to nie tylko odzwierciedlenie naszych przekonań co do zakresu obecnych trendów w gospodarce i na rynkach, ale i niepewności co do ewentualnej ich zmiany w 2015 roku (pokrótce: rok 2015 ma być lepszy niż rok bieżący, jednak na wiarygodne sygnały musimy jeszcze poczekać). Próbę bardziej precyzyjnego opisu scenariuszy na pełny nowy rok podejmiemy tradycyjnie w styczniu.

GOSPODARKA GLOBALNA

- W horyzoncie najbliższych sześciu miesięcy oczekujemy dalszej dywergencji koniunktury w USA i Europie. Gospodarka amerykańska prawdopodobnie osiągnęła już tzw. prędkość ucieczki. Oznacza to, że Fed dalej będzie utrzymywał, że pozostaje na ścieżce normalizacji polityki pieniężnej. Co do najważniejszego zakładu, czyli kwestii przyspieszenia inflacji w USA, nie doczekamy się jego rychłego rozstrzygnięcia. Mocny dolar, deprecjacja walut EM, słabszy wzrost w Chinach i niższe ceny surowców, a więc czynniki deflacyjne, powinny natomiast szachować oczekiwania co do wzrostu poziomu długookresowej stopy w USA (ograniczona przestrzeń do wzrostu rentowności długich obligacji amerykańskich).
- Gospodarki strefy euro pozostaną przez najbliższe miesiące w stagnacji, co jest wynikiem zarówno potężnej deprecjacji walut EM, skurczenia popytu na europejski eksport oraz niepewności geopolitycznej (dalszy spadek planów inwestycyjnych niemieckich przedsiębiorstw). Równoważenie wzrostu w gospodarce chińskiej na poziomie poniżej 7,5% r/r będzie miało większy negatywny wpływ na strefę euro niż na USA. Generalnie, otoczenie w Europie pozostanie mocno deflacyjne: tzw. dewaluacja wewnętrzna to główny sposób na przywrócenie konkurencyjności peryferiom strefy euro. Niski nominalny wzrost PKB w połączeniu z nierealnością (poza Niemcami) uzyskania sald pierwotnych budżetu koniecznych do utrzymania w ryzach długu do PKB i problemami z powiększeniem bilansu EBC o obiecany 1 bln euro za pomocą poluzowania kredytowego (credit easing), skutkować będzie odpaleniem bezpośrednich zakupów obligacji państwowych (sovereign QE).
- Dywergencja polityk EBC i Fed oraz desynchronizacja cyklu koniunkturalnego przełoży się na dalsze umocnienie dolara wobec euro. EBC będzie źródłem krańcowego popytu na obligacje europejskie, co prowadzić będzie zarówno do dalszej kompresji spreadów peryferii względem twardego jądra strefy euro, jak i utrzymania bieżących, niskich poziomów rentowności Bundów.

GOSPODARKA POLSKA

- Europejski cykl koniunkturalny, europejskie otoczenie dezinflacyjne oraz polityka pieniężna EBC stają się coraz ważniejsze dla polskiej gospodarki. Na Polskę bardziej niż w poprzednich latach należy patrzeć właśnie w kontekście Europy.
- Podobnie jak w strefie euro, dno pogorszenia koniunktury ciągle jeszcze nie zostało osiągnięte. Kontynuacja osłabienia widoczna jest w większości wskaźników makro o większej częstotliwości, przy czym załamanie eksportu do ESW wyjaśnia istotną część słabości produkcji przemysłowej. Ze względu na embargo, ale i osłabienie walut EM (w tym rubla) oraz pogorszenie koniunktury w Rosji, nie ma przesłanek szybkiego przyspieszenia produkcji przemysłowej w Polsce. Oczekujemy również dalszego obniżania prognoz przez ośrodki analityczne.
- Największa pozytywna niespodzianka z początku roku, czyli inwestycje prywatne wyhamują w najbliższych miesiącach, za co będzie w dużej mierze odpowiedzialna słabość budownictwa, przeciągająca się dziura infrastrukturalna oraz pogorszenie nastrojów przedsiębiorstw. Nie ma co oczekiwać dalszego przyspieszenia konsumpcji prywatnej ze względu na zahamowanie poprawy na rynku pracy, ale i pro-cykliczną odbudowę stopy oszczędności (patrz wysokie stopy realne). To jednak konsumpcja oraz inwestycje infrastrukturalne (w 2015 r.) będą głównym czynnikiem zapobiegającym wykołajeniu polskiego cyklu koniunkturalnego.
- Przez kolejne miesiące utrzyma się ujemna roczna inflacja. Spadki cen surowców skutecznie zneutralizują proinflacyjny wzrost kursu USDPLN. Dodatkowo, spadek cen żywności wydaje się mieć charakter trwałego przesunięcia (dochodzą coraz to kolejne, egzogeniczne spadki cen, jak uwolnienie rynku mleka w UE w 2015 roku). Nie ma sygnałów wzrostu cen w częściach bazowych koszyka. Rozkład ryzyka kierunku niższej inflacji i niższego wzrostu kształtuje się asymetrycznie i przełoży się na rozpoczęcie cyklu obniżek stóp przez RPP (skala 100pb, tym razem RPP nie ustali ad hoc zakresu cyklu, a skoncentruje się na sygnałach z gospodarki).
- Kurs na normalizację polityki Fed (i umocnienie USD) to fatalna informacja dla rynków wschodzących; niekoniecznie jednak dla Polski. Polska zanotowała największą poprawę wskaźników stabilności ze wszystkich tzw. fragile five. Dodatkowo, osłabienie USDPLN nie jest w ostatnich latach dobrym predyktorem zmiany trendu na polskich obligacjach. Za osuwaniem się rentowności polskich papierów w perspektywie najbliższych miesięcy przemawiają: większa korelacja cyklu koniunkturalnego i inflacji ze strefą euro niż USA (środowisko wybitnie niskiej inflacji), konwergencja naturalnej stopy procentowej do stóp euro, europejskie QE, głębszy niż oczekuje rynek cykl obniżek stóp.
- W najbliższym czasie (perspektywa zapewne miesięcy) złoty może przeżywać 3 etapy życia, charakteryzujące się następującymi cechami: 1) Obniżki stóp w Polsce, osłabienie wzrostu gospodarczego (a złoty to waluta cykliczna), okres przejściowy przyzwyczajania się inwestorów do perspektywy niezerowych stóp w USA; poluzowanie ilościowe w EBC jeszcze w fazie beta testów (Okolice 4,20 i wyżej). 2) Dodatkowa podaż pieniądza wylewa się ze strefy euro, gospodarka polska wkracza w fazę działania dodatkowych czynników napędzających wzrost: infrastruktura, poluzowanie fiskalne (kierunek 4,10). 3) Gospodarka polska przyspiesza, RPP kończy obniżki stóp (4,10 i niżej).

SZKIC SCENARIUSZY NA 2015 ROK

- W 2015 strefa euro prawdopodobnie wywinie się recesji. Będzie to przede wszystkim zasługa stymulacji monetarnej (skup ABSów, QE), polityki osłabiania euro (wzorem Bank of Japan) oraz stymulacji fiskalnej (przeforsowanie stanowiska Francji, akceptacja stymulacji fiskalnej we Włoszech w zamian za jakieś działania strukturalne).
- Lepsza koniunktura w strefie euro, zrównoważona kompozycja wzrostu (rozlanie się impulsu wzrostowego jeszcze na przełomie 2013/2014 na popyt wewnętrzny w Polsce) powinny być istotnymi czynnikami zapobiegającymi wykołajeniu ożywienia w Polsce. Pozytywnego impulsu fiskalnego powinny dostarczyć: nowe inwestycje publiczne (nasz monitoring przetargów wskazuje na podwojenie inwestycji drogowych); zmiana zasad waloryzacji rent i emerytur, której wpływ może sięgnąć 0,2% PKB; luźniejsza polityka fiskalna na poziomie samorządów. Projekt budżetu na 2015 rok pozostawia dużą przestrzeń do stymulacji – wzrost deficytu o 0,6pp. (po uwzględnieniu zmian w związku z reformą OFE o prawie 0,9pp.) i wydatków o 8% w stosunku do przewidywanego wykonania w 2014 roku. Szacujemy, że tempo wzrostu PKB w 2015 wzrośnie do 3,5% r/r z 3,0% prognozowanych przez nas na ten rok.
- W 2015 należałoby zatem spodziewać się powrotu tendencji aprecjacyjnej złotego oraz prawdopodobnie ograniczonego (ze względu na korektę długookresowych projekcji inflacyjnych i potencjału gospodarczego) strumienia krzywej dochodowości.

Gospodarka globalna

**Dywergencja cyklu koniunkturalnego i polityki pieniężnej między
USA i strefą euro**

3 najważniejsze kwestie w gospodarce USA. Z odpowiedziami :)

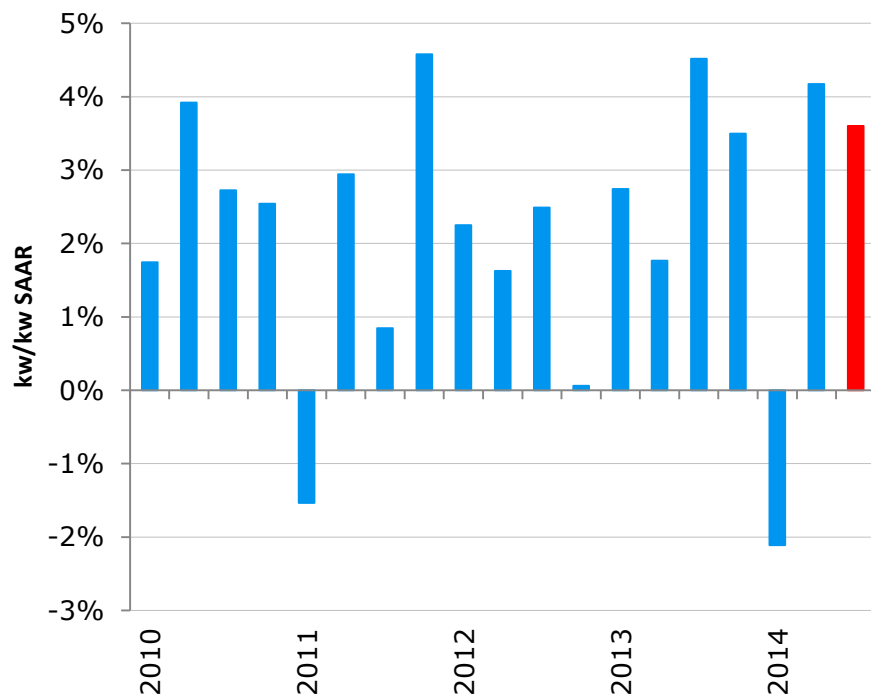
Czy ożywienie jest kontynuowane? **TAK**

Czy ożywienie przekłada się na poprawę na rynek pracy i wzrost wynagrodzeń? **TAK i prawie TAK**

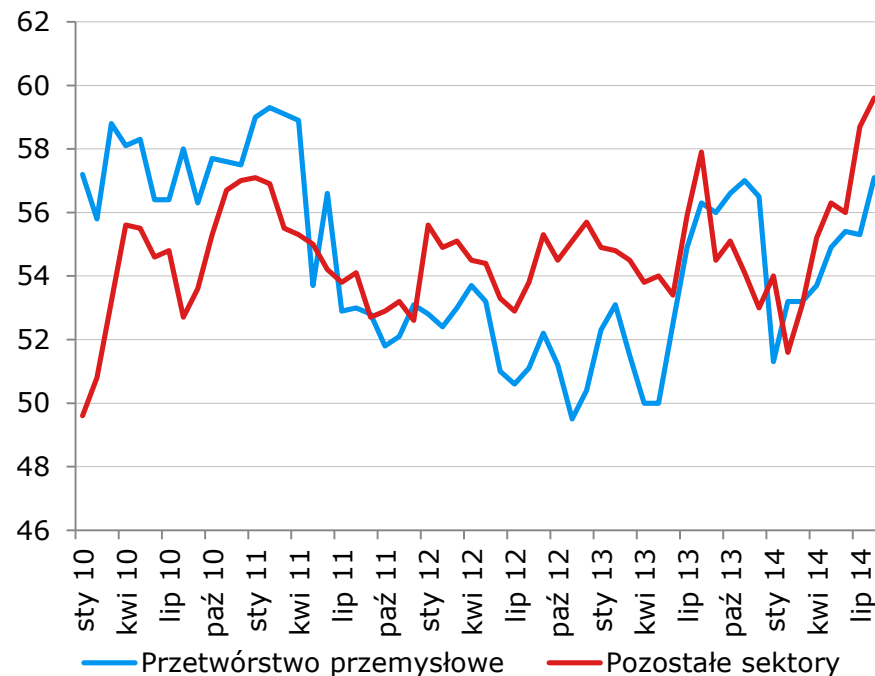
Czy ożywienie i poprawa sytuacji na rynku pracy (względnie wyższe płace) podtrzymają ostatnie wzrosty inflacji? **Nie wiadomo, ale zbliża się normalizacja polityki pieniężnej.**

Ożywienie w USA jest kontynuowane. W bardzo przyzwoitym tempie.

PKB już dawno minął dołki z początku roku (III kw. – prognoza Fed)



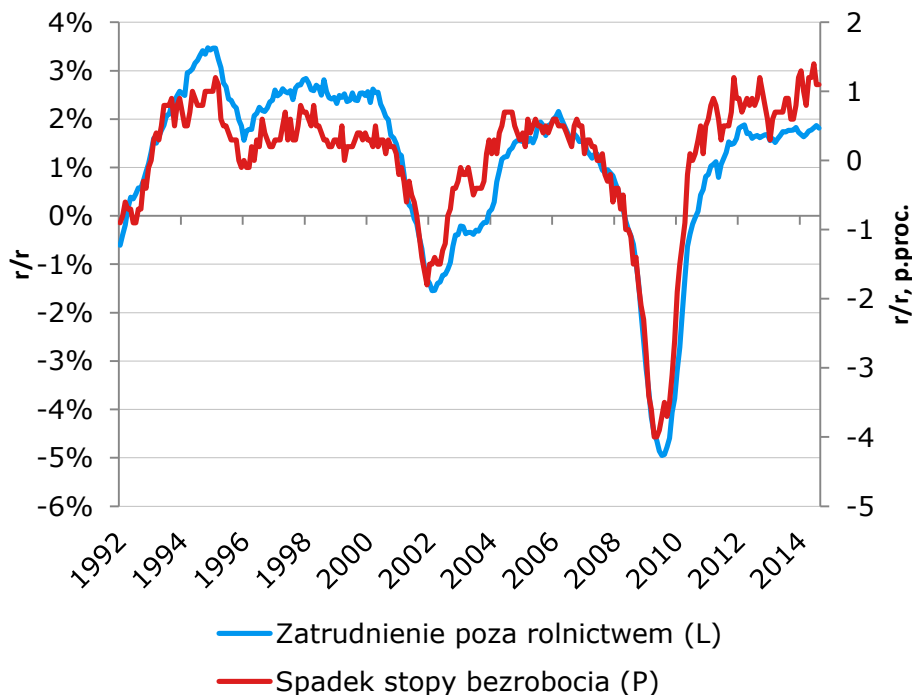
Koniunktura ISM wyznacza nowe lokalne maksima i (niemal) monotonicznie rośnie.



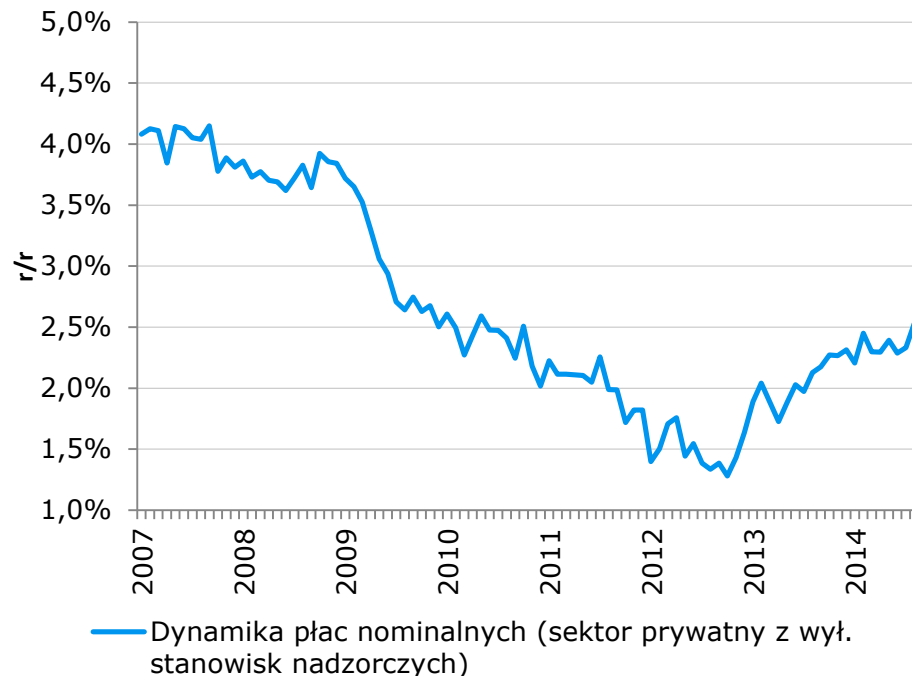
□ Wykresy mówią same za siebie. Gospodarka prawdopodobnie osiągnęła **prędkość ucieczki**.

Beneficjentem ożywienia stał się rynek pracy. Płace rosną w dalszym ciągu umiarkowanie, ale rosną.

Przyrosty zatrudnienia i spadki stopy bezrobocia jak w epizodach solidnego ożywienia



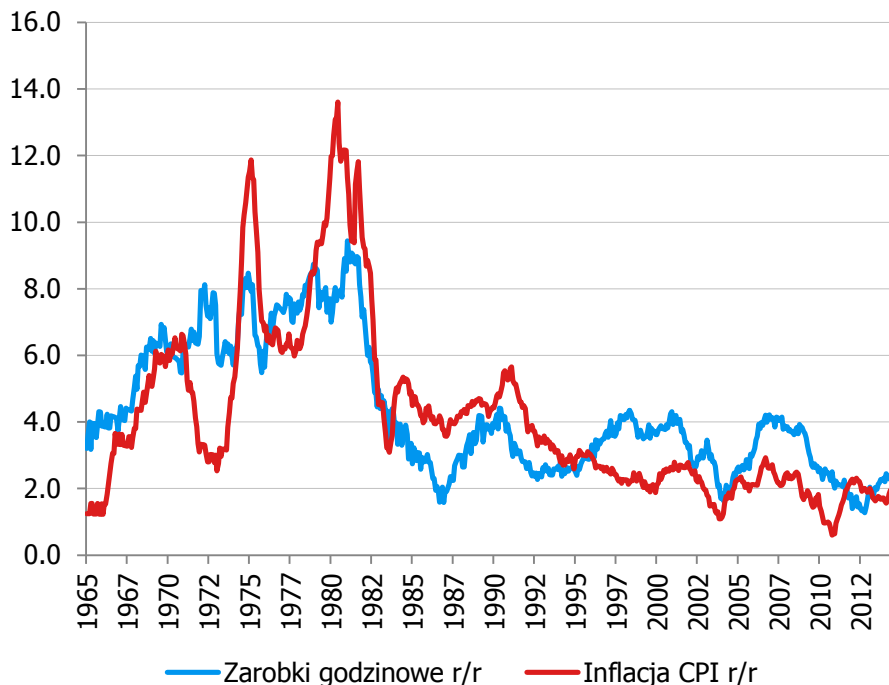
Płace jednak rosną powoli, na co przekładać się może wiele czynników



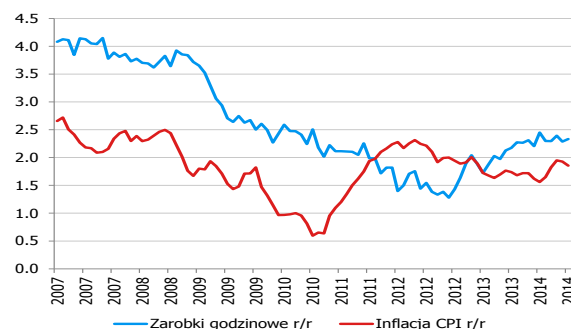
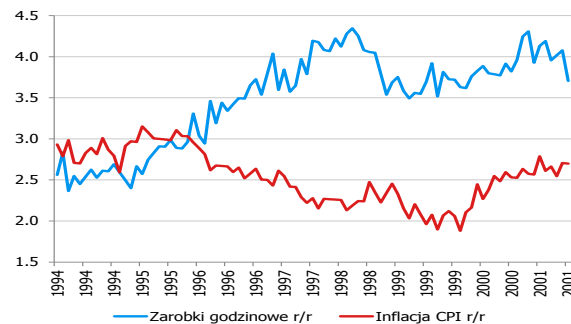
- Być może niska dynamika płac wynika z wcześniejszych sztywności płac nominalnych (*pent-up wage deflation*) i niemożności ich odpowiedniego dostosowania przez przedsiębiorstwa w okresie ostatnich lat. W takiej sytuacji płace mogą wystrzelić w górę w każdej chwili.
- Być może niskie płace wynikają ze zjawisk strukturalnych i mogą rosnąć wolniej niż produktywność przez dłuższy czas. Być może nadmiar pracowników zmiecionych w rynku pracy za chwilę na niego powróci. To też zatrzyma wzrosty płac.
- Paradoksalnie nie ma jednak znaczenia, która hipoteza będzie realizowała się w danych makro – to i tak nie przesądza, czy pojawi się inflacja...

Czy ożywienie i umocnienie na rynku pracy (rosnące płace) podtrzymają wzrosty inflacji? Tego nie wiemy, ale...

W średnim okresie płace są (zwykle) dobrym predyktorem inflacji.



Są jednak odstępstwa, kiedy płace rosną a inflacja nie, są okresy kiedy inflacja przyspiesza bez płac.



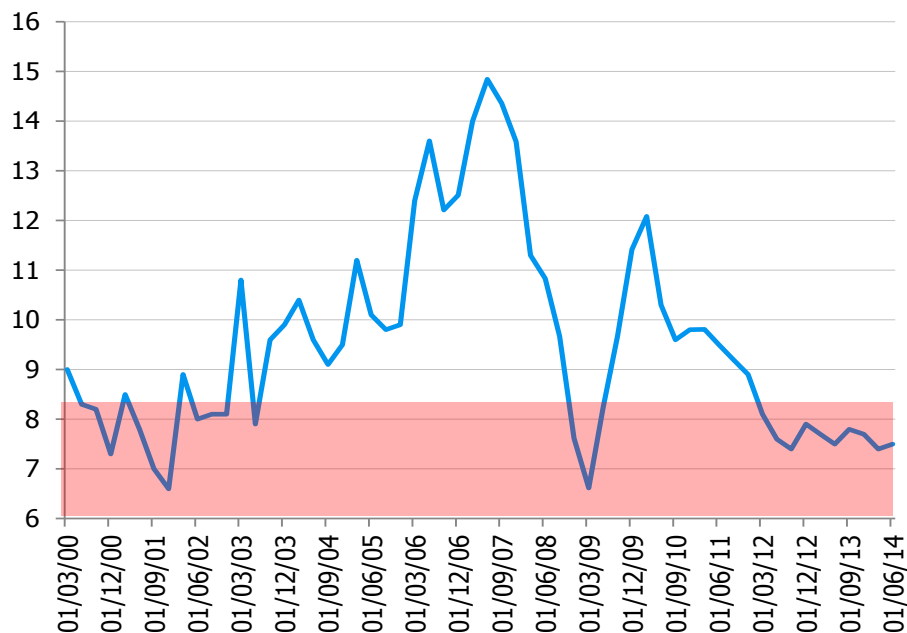
- Fed otwarcie przyznaje, że nie zna łącznika pomiędzy płacami (czy szerzej – stopniem niewykorzystania czynników wytwórczych w gospodarce) a inflacją.
- Opierając się na słowach Yellen (Jackson Hole) można stwierdzić, że w takim scenariuszu dobry bankier centralny będzie po prostu patrzył, co się dzieje ze zmienną wynikową (inflacją), szczególnie jeśli dobry bankier centralny jest związany dwudzielnym celem prowadzonej polityki pieniężnej (zbyt wczesne zacieśnienie może oznaczać spektakularną porażkę na obu frontach, zbyt późne - tylko na jednym).

Dwa pytania o **Chiny**.

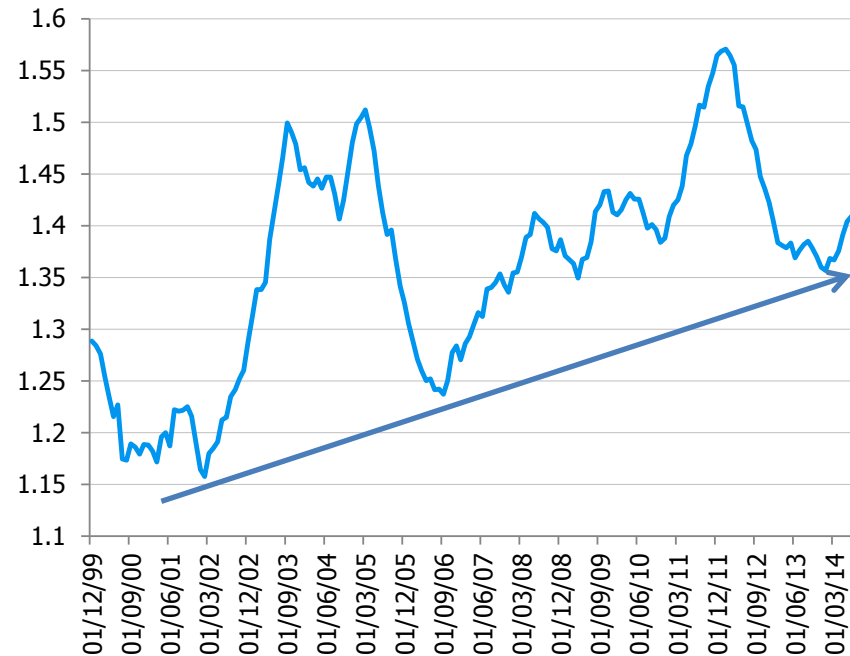
- Czy w Chinach pęknie bańka na rynku nieruchomości? **NIE.**
- Czy Chiny napędzą globalny wzrost bardziej niż dotychczas? **NIE, najbliższy okres poświęcony będzie w Państwie Środka na równoważenie modelu wzrostu.**

Chiny: większe zrównoważenie. Mniejsze parcie na wzrost PKB, uporządkowanie rynku wewnętrznego i finansowego.

Powrót dynamiki PKB do czasów sprzed turbo-globalizacji



Stosunek eksportu strefy euro do Chin do eksportu USA do Chin (w USD, 12mma). Stały wzrost znaczenia Europy.



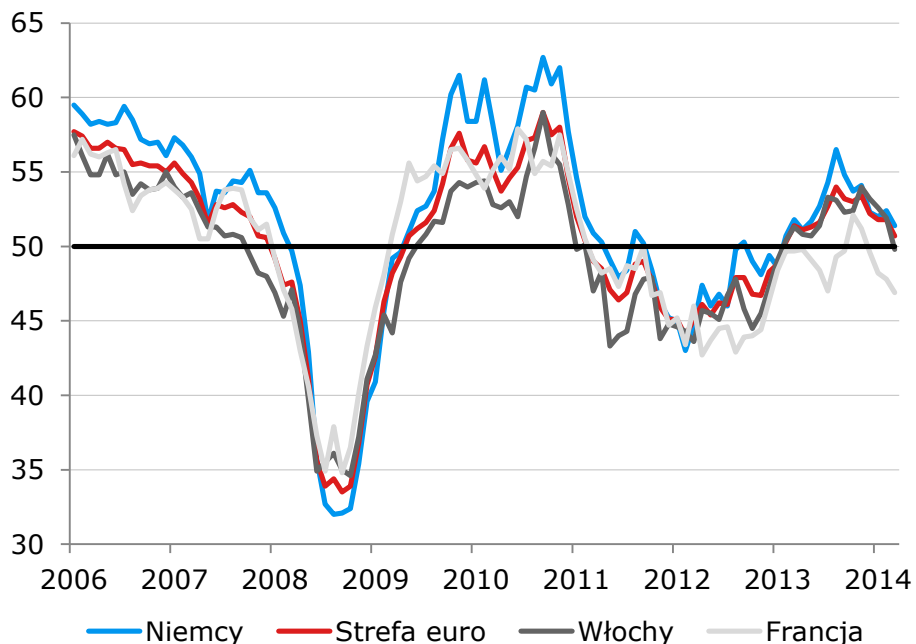
- Zmiana modelu wzrostu. W obliczu licznych nierównowag finansowych w gospodarce (duże ich nagromadzenie w sektorze finansowym) paradygmat utrzymania wzrostu za wszelką cenę zamieniony na paradygmat utrzymania wzrostu na bieżącym poziomie, ale przy większym stopniu zrównoważenia.
- Możliwa dalsza stymulacja monetarna (jak ostatnie 500 mld yuanów = obniżka stopy rezerw o 50pb, jako zastrzyk płynności do największych banków), jednak w ograniczonym zakresie, połączona z restrykcjami w finansowaniu nieruchomości, ograniczoną stymulacją fiskalną i działaniami miękkimi, takimi jak np. bardziej elastyczna polityka kursowa, czy poprawa jakości sądownictwa.
- **Efekt:** Obniżenie tempa wzrostu w okolicie 6-7%, dalsze spowolnienie z bieżących poziomów aktywności; zmniejszenie poziomu aktywności inwestycyjnej kosztem konsumpcji; lekkie delewarowanie. Mniejsza absorpcja, mniej zewnętrznego popytu dla EM, USA i strefy euro (bardziej dotkliwe dla strefy euro niż USA).

3 najważniejsze kwestie w gospodarce strefy euro, które zdeterminują luźną politykę pieniężną EBC.

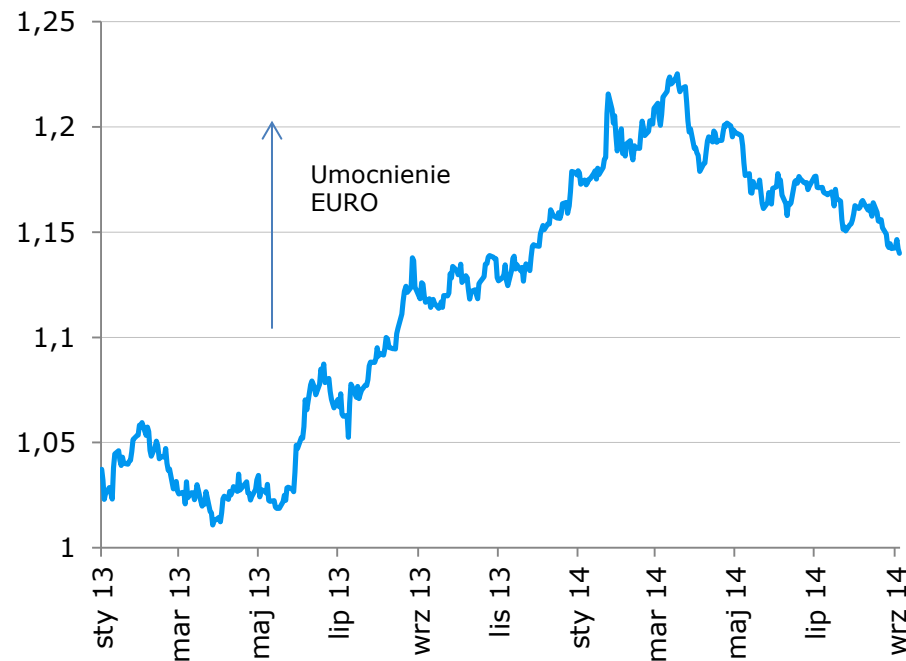
- Czy strefa euro wpadnie w recesję? **Raczej nie, ale najbliższe kwartały to oscylowanie wokół zera.**
- Czy inflacja wzrośnie do normalnych poziomów? **NIE.**
- Czy dbałość o stabilność strefy euro przeważy nad dywagacjami prawnymi oraz fiksacją Niemiec na punkcie inflacji i płac? **TAK!**

Mnogość źródeł obecnej słabości strefy euro. Uniknięcie recesji będzie wynikiem niekonwencjonalnej polityki EBC i poluzowania fiskalnego.

PMI w przemyśle strefy euro



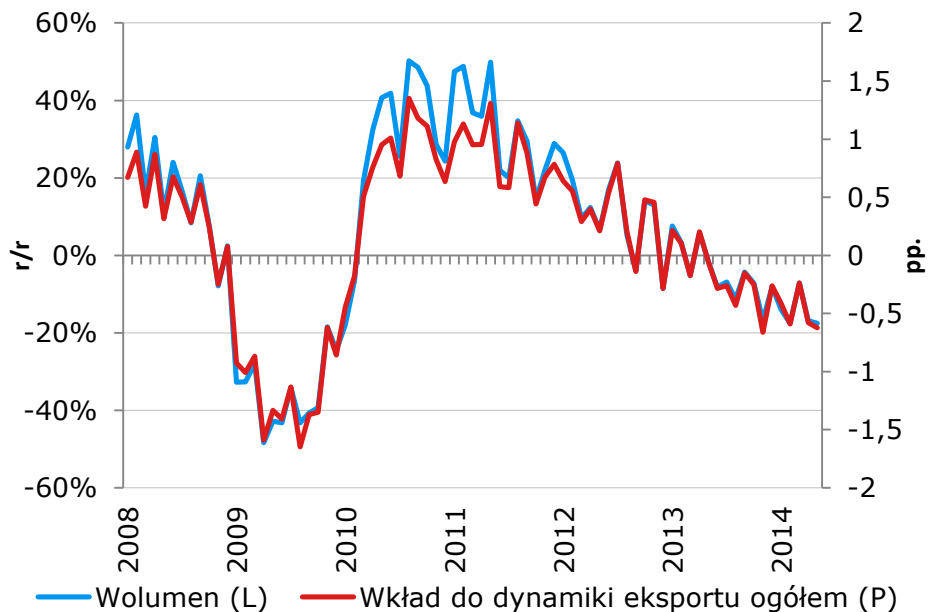
Aprecjacja EUR w stosunku do walut państw EM (7 największych, indeks ważony PKB)



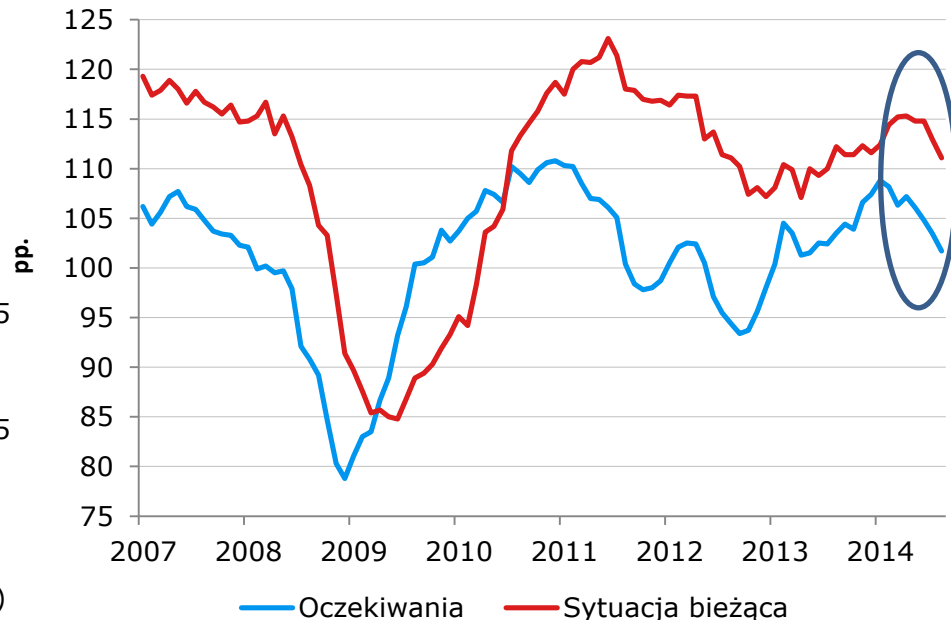
- Egzogeniczne problemy eksportowe (Rosja i kraje EM, Chiny), mocne EUR oraz wygenerowana niepewność geopolityczna (znów Rosja) złapały gospodarkę strefy euro na wy kroku (przy wzroście oscylującym wokół zera nawet mały szok może zepchnąć gospodarkę w terytorium ujemnych stóp wzrostu). Bieżące zachowanie gospodarki strefy euro nie uwzględnia efektów sankcji i działań odwetowych Rosji.
- Wejście w recesję mało prawdopodobne z uwagi na: i) dalsze rozluźnienie polityki pieniężnej, ii) poprawę warunków finansowania i krajów, i przedsiębiorstw, iii) stymulację fiskalną, którą na Komisji Europejskiej wymuszają Francja i (w dalszej kolejności) Włochy. **Spodziewamy się że stymulujące policy mix przyspieszy wzrost w strefie euro dopiero w 2015 roku. Na razie jednak brak symptomów poprawy koniunktury.**

W takich warunkach nawet niemiecka maszyna nie jest w stanie się rozpędzać.

Eksport Niemiec do Rosji



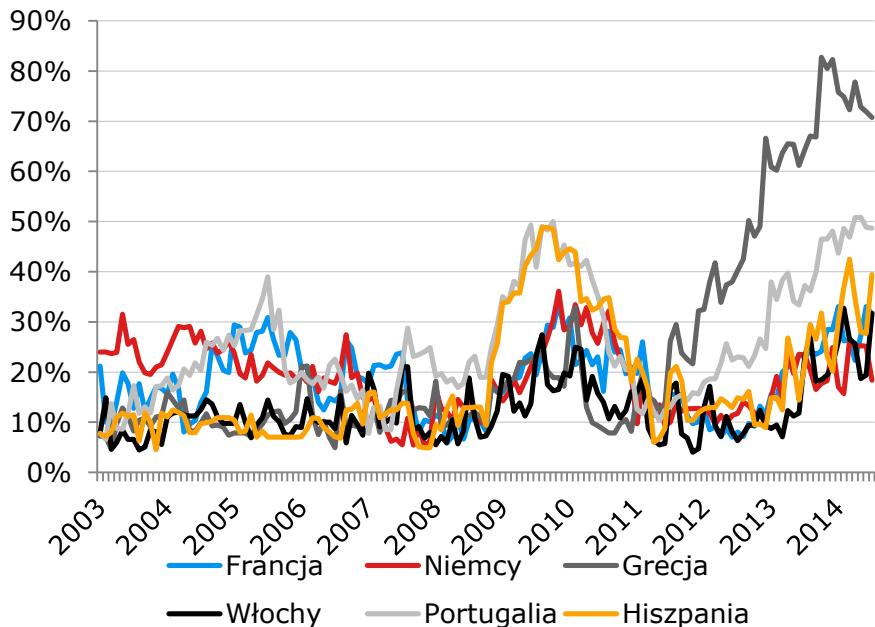
Indeks Ifo (zwłaszcza oczekiwania) jako miara niepewności przedsiębiorców



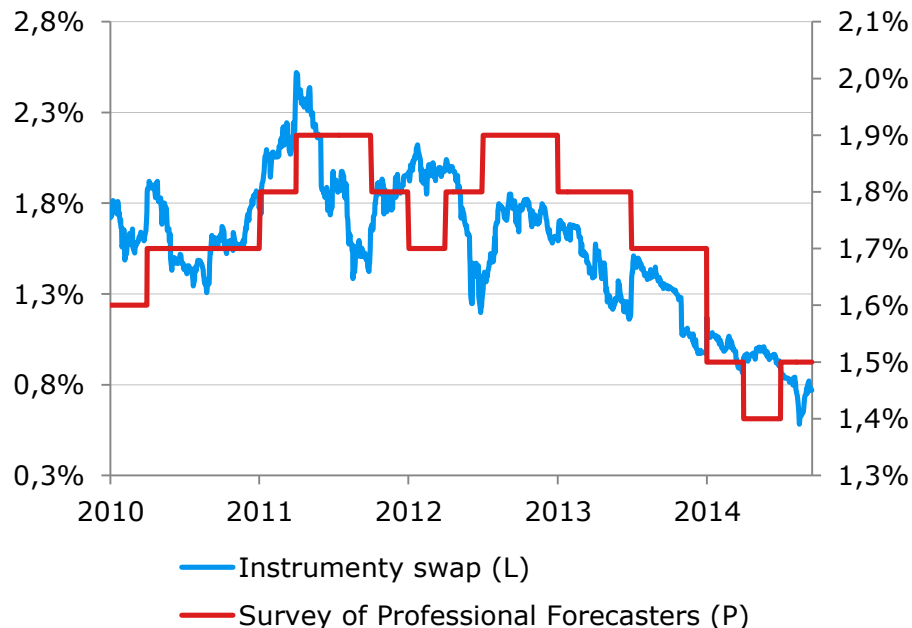
- Niemcy solidnie spowolniły po, napompowanym budownictwem, I kwartale. Poprzez silne połączenia eksportowe, wyhamowanie Rosji i nałożone sankcje w dużej mierze dotyczą gospodarki niemieckiej.
- Problemy cykliczne) ogranicza i tak już rachityczne wzrosty konsumpcji. zaczynają nakładać się na początki kłopotów strukturalnych (droga energia, początki przenoszenia produkcji do USA), niepewność ogranicza inwestycje, niska dynamika płac (i niepewność
- Prawdą jest jednak, że polityka pieniężna jest dla Niemiec superluźna i bardzo stymulująca. Odejście od ortodoksji fiskalnej pozwoliłoby na szybsze przezwyciężenie problemów cyklicznych, jednak decyzje tej wagi się nie zanoszą (polityka zrównoważonego budżetu).

Otoczenie w strefie euro jest dobitnie deflacyjne. Przywracanie konkurencyjności peryferii poprzez tzw. dewaluację wewnętrzną oraz ortodoksja płacowa w Niemczech sprzyjają temu trendowi.

% koszyka konsumpcyjnego podlegający deflacji r/r w wybranych krajach strefy euro



Inflacja oczekiwana w strefie euro za dwa lata



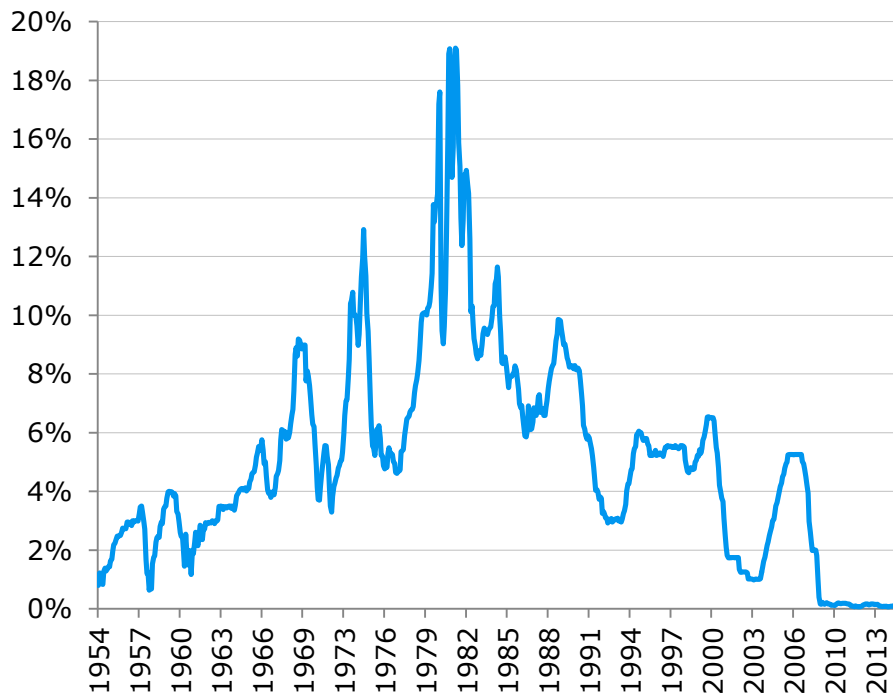
- Luka popytowa wciąż otwarta, ale przecież w zamyśle polityka wewnętrznej dewaluacji tak miała działać: represje płacowe, konsolidacje fiskalne, wyższa stopa bezrobocia, rozwarcie luki popytowej, spadek cen => przywrócenie konkurencyjności na tej drodze ekwiwalentne jest do osłabienia waluty. Wyższa konkurencyjność miała jednak wydzwignąć eksport i ruszyć gospodarki. Gdy eksport jest egzogenicznie duszony, pozostają tylko efekty negatywne (i zagrożenie recesją).
- Zerowe stopy procentowe nie przełożyły się nawet na wzrost cen usług w Niemczech. Co więcej, spadają oczekiwania inflacyjne.

Polityka głównych banków centralnych

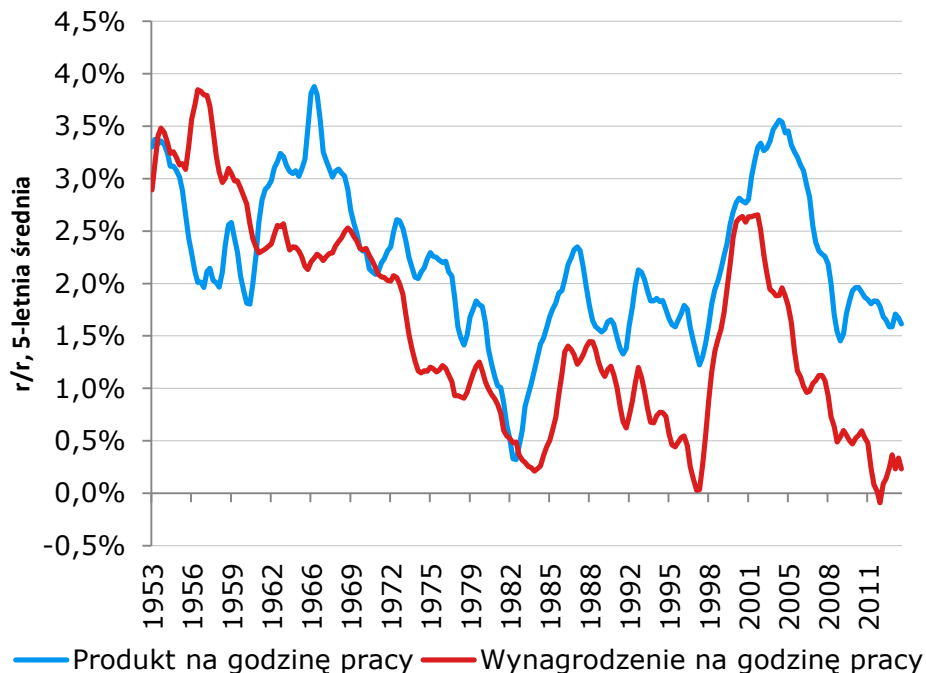
Pełna desynchronizacja polityk Fed i EBC. Fed wszedł na drogę normalizacji stóp, EBC naprawdę zrobi *whatever it takes*.

Fed dokona normalizacji stóp w 2015 roku. Kluczowa jest stopa w długim okresie - naszym zdaniem niższa niż historycznie.

Gdzie Rzym, gdzie Krym. Obecna stopa Fed Funds w perspektywie.



Płace nie nadążają za produktywnością. Zmiana strukturalna i niższa stopa docelowa?



- Jak by nie patrzeć, to niewykorzystanie czynników produkcji jednak zmniejszyło się w ostatnich kwartałach a inflacja wzrosła. Bieżące rozpędzenie gospodarki sugeruje, że te tendencje powinny być kontynuowane a więc Fed będzie przymierzał się do zacieśnienia polityki pieniężnej.
- Faktem jest zatem, że normalizacja polityki pieniężnej nadchodzi (Mankiw Rule sugeruje, że Fed powinien podnieść stopy powyżej zera już we wrześniu). Główny zakład odchodzi od kwestii kiedy (1-2 miesiące przesunięcia w jedną, czy drugą stronę, nie grają roli) na rzecz **do jakiego poziomu**.
- **Tym samym, rozluźnienie relacji pomiędzy płacami i inflacją, mimo że w dużej mierze neutralne dla momentu zacieśnienia polityki pieniężnej, może wpływać na oczekiwania odnośnie stopy docelowej, niższej niż historycznie.**

Działanie EBC jest warunkiem sine qua non utrzymania stabilności strefy euro. Bez tego wyjście ze spirali zadłużenia będzie niemożliwe.

Stan budżetu (deficyt z wyłączeniem odsetek jako % PKB) w wybranych krajach strefy euro a warunki utrzymania długu w ryzach

Kraj	Saldo pierwotne wymagane dla stabilizacji długu w "realistycznym" scenariuszu"	Saldo pierwotne w 2013	Saldo pierwotne średnio w latach 1995-2013	Saldo pierwotne prognozowane przez KE na 2015	...przy średnim wzroście NGDP...	... podczas gdy w 2013 wynosił on
Francja	0,2	-2,0	-0,9	-1,0	2,5%	1,4%
Grecja	14,1	-8,7	-1,0	4,1	1,6%	-5,8%
Hiszpania	4,0	-3,7	-0,8	-2,6	2,1%	-0,6%
Irlandia	4,2	-2,5	-0,9	0,6	3,4%	0,1%
Niemcy	-0,7	2,2	0,5	-1,7	3,5%	2,7%
Portugalia	4,9	-0,6	-1,6	1,9	2,2%	0,3%
Włochy	4,2	2,2	2,7	2,9	2,0%	-0,4%

Tylko Niemcy zmniejszają dług do PKB

- Wymagane do stabilizacji długu publicznego, korekty deficytów budżetowych krajów strefy euro są zazwyczaj: większe niż historyczne rekordy (napędzane zwykle czynnikami egzogenicznymi), liczone przy optymistycznym scenariuszu dla wzrostu i inflacji.
- **Ergo: wszystko wygląda nadto optymistycznie i mało realnie. Łatwiej obniżyć koszty obsługi długu, np. korzystając z pomocy EBC. Praktycznie to jedyna droga, aby uniknąć tendencji odśrodkowych w strefie euro (kto będzie chciał pozostać w ugrupowaniu, które nie oferuje wzrostu tylko stagnację?).**

A jakie to będzie działanie? EBC to jedyny duży bank centralny bez QE. Oczekujemy użycia tego instrumentu.

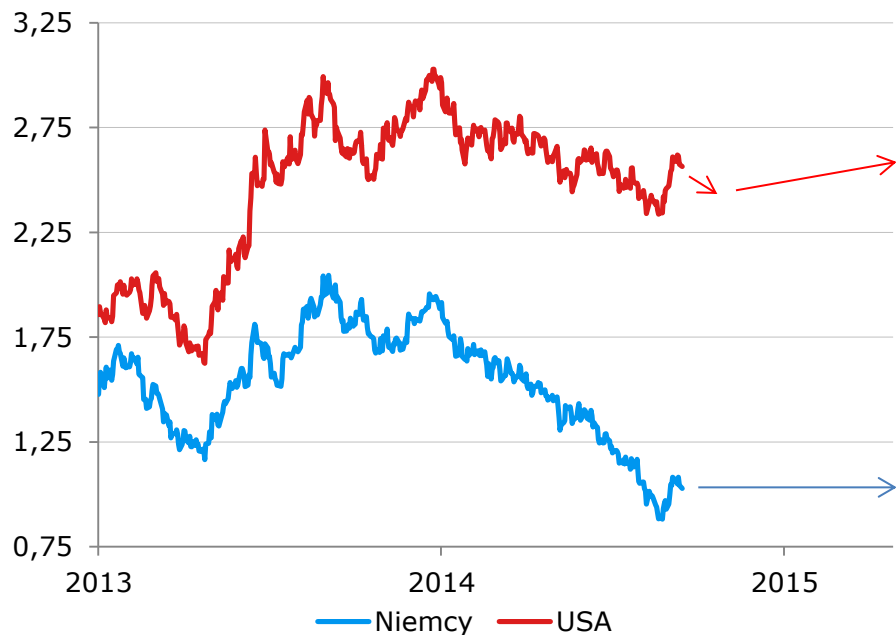
Co do tej pory zrobił EBC, a czego nie?

- Ścięcie stóp procentowych do zera. ✓
- Obniżka stopy depozytowej do poziomów ujemnych. ✓
- Długie operacje płynnościowe o dużej skali. ✓
- Funding for lending (TLTRO). ✓
- Zakupy ABS i obligacji zabezpieczonych. ✓
- QE (zakupy obligacji rządowych). ✗
- Motywacja?** 1) Determinacja do osłabienia EUR (śladami BoJ). 2) Determinacja do podtrzymania przynajmniej stałej wielkości bilansu EBC (patrz slajd 48). 3) Spadające oczekiwania inflacyjne i spadki cen pojawiające się już w usługach krajów rdzenia. 4) Utrzymanie integralności strefy euro. Bez QE i przy rosnących stopach w USA byłoby to bardzo trudne.

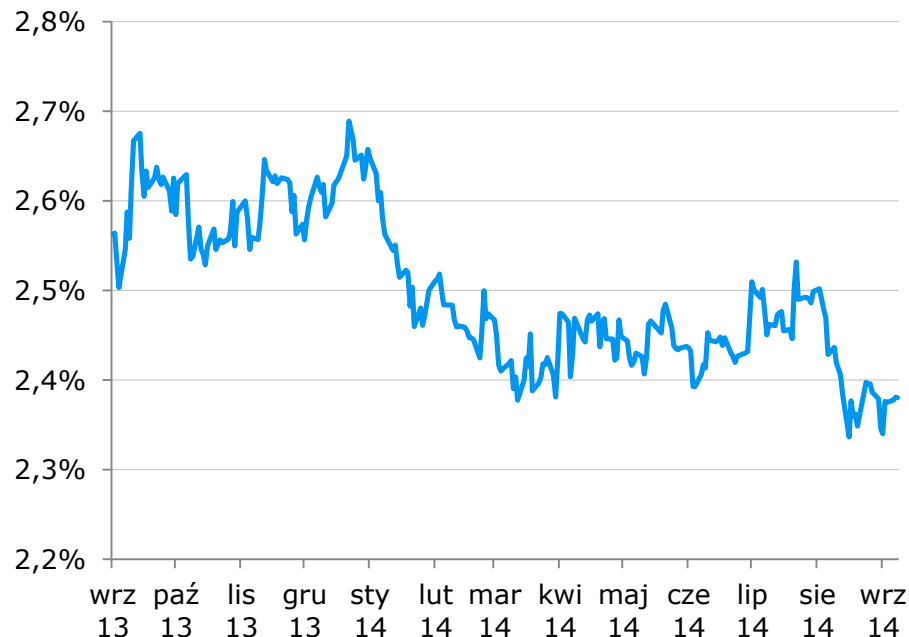
Globalne rynki finansowe

Desynchronizacja cyklu i polityk monetarnych. Dalsze wzrosty spreadu pomiędzy obligacjami amerykańskimi i niemieckimi. Zawężenie spreadów na peryferiach. Najważniejszy jest zakład o to, czy w USA pojawi się inflacja.

Rentowności 10-letnich obligacji na rynkach bazowych

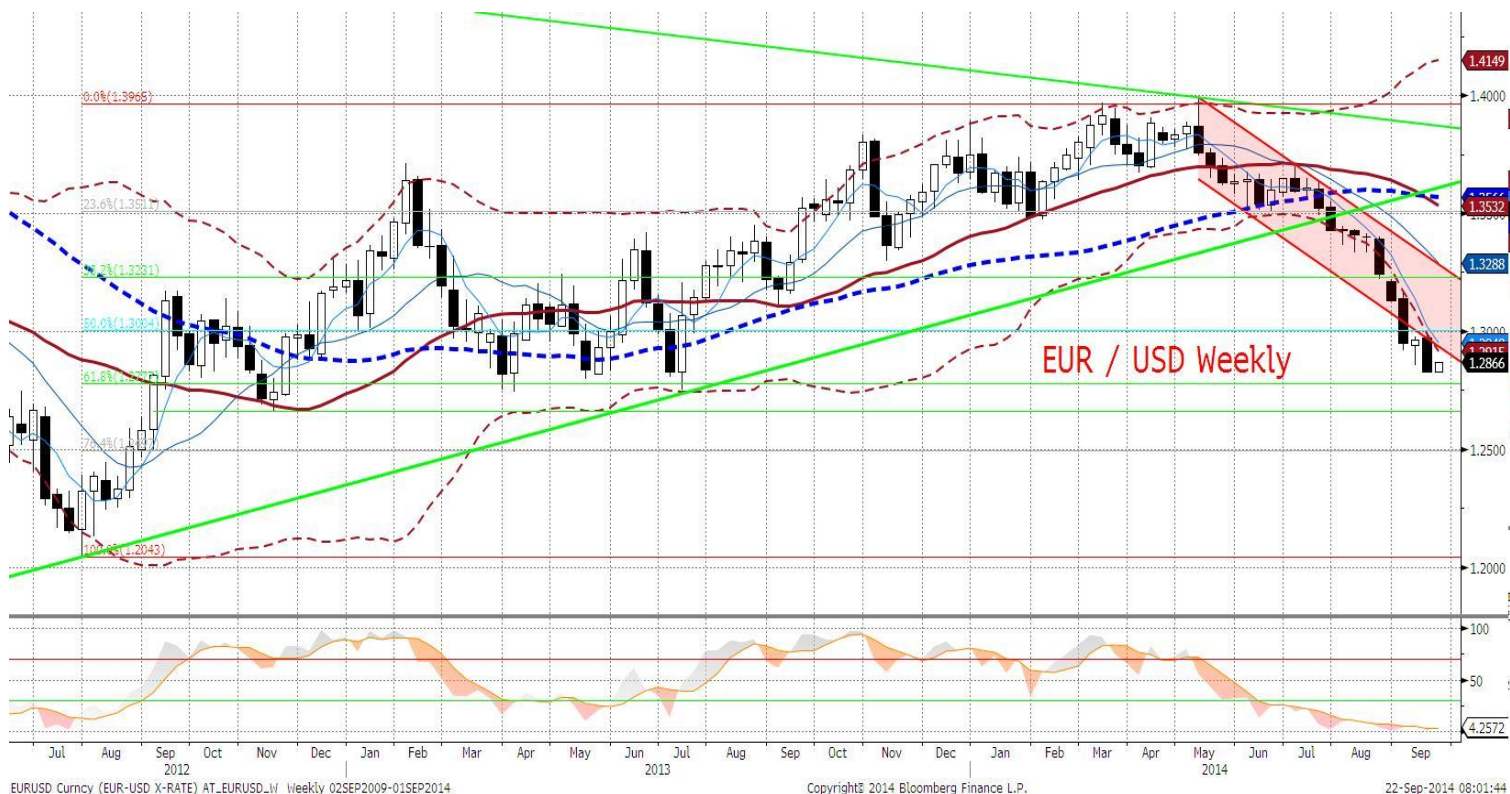


5-letnie oczekiwania inflacyjne liczone metodologią Fed*



- Fed wraca na miejsce kierowcy na rynkach finansowych. Normalizacja stóp (i mocniejszy dolar) będzie miała fatalny skutek dla rynków EM. Wynikiem może być też korekta na ryzykownych aktywach, w tym surowcach (świat przy niezerowych stopach będzie funkcjonował inaczej).
- W stronę niższych oczekiwań inflacyjnych oddziaływać będą słabsze Chiny, niższe ceny ropy. To z kolei powinno ograniczyć oczekiwania co do poziomu docelowego stóp w USA i zakres przeceny długich obligacji amerykańskich.
- Obligacje europejskie w ograniczonym stopniu zareagują na utrzymanie kursu na normalizację Fed. Przed nami jednak QE w Europie (oraz druga runda TLTRO i zakupów ABS). Różna akomodacyjność polityk pieniężnych. EBC będzie źródłem krańcowego popytu na obligacje europejskie. Papiery peryferyjne powinny cieszyć się autonomicznym popytem z uwagi na poszukiwanie dochodu przez inwestorów

Scenariusz dla spadku EURUSD realizuje się bardzo szybko i to jeszcze nie koniec.



□ Czynniki sprzyjające spadkom EURUSD to przede wszystkim:

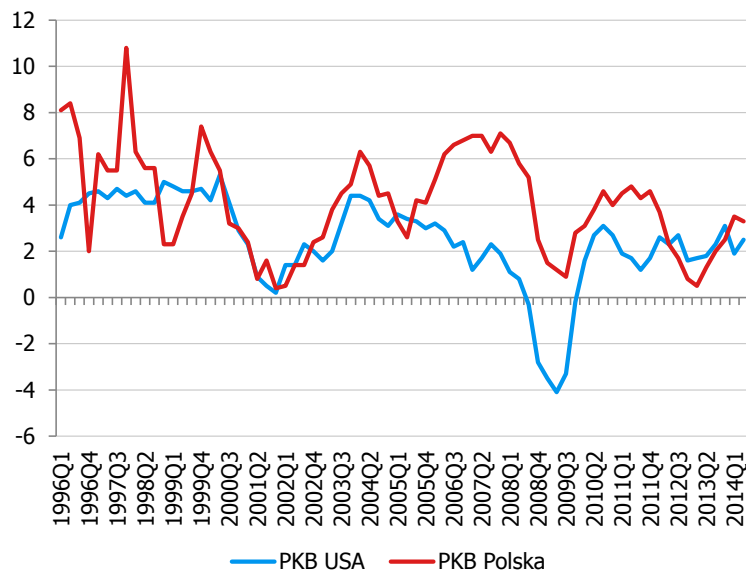
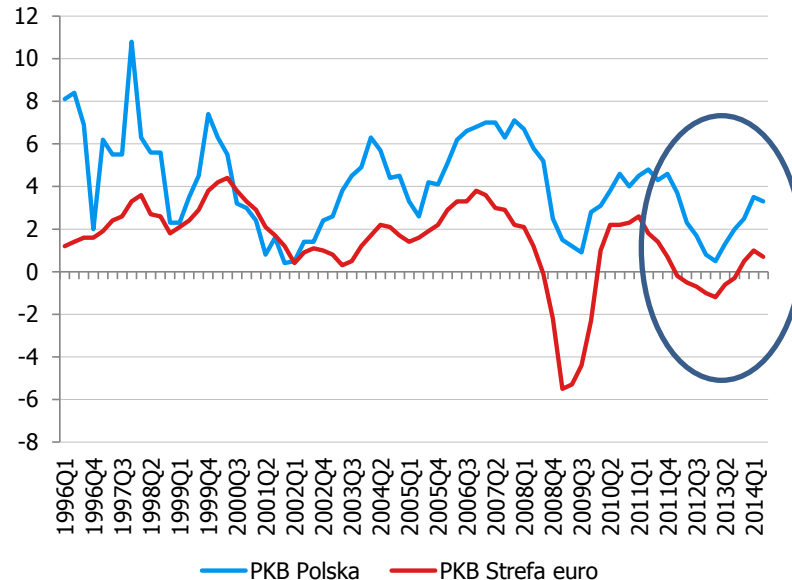
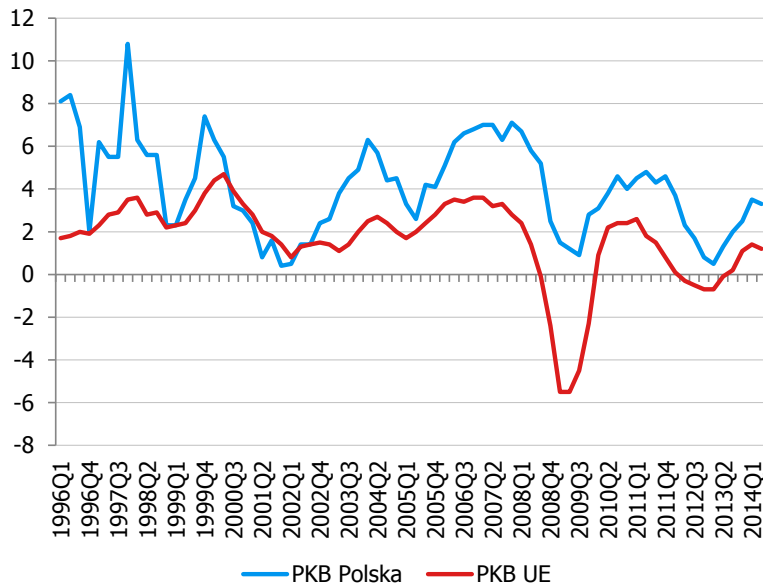
- 1) wyższa zmienność,
- 2) wyższe stopy w USA,
- 3) przejście EUR do grona walut finansujących (umocnienie w momentach awersji do ryzyka),
- 4) determinacja EBC podobna do tej prezentowanej przez BoJ.

Gospodarka polska

Trwa wytracanie momentum i rewizje prognoz. Ożywienie uratuje (ale dopiero w 2015) stymulacja fiskalna i monetarna (w Polsce i strefie euro).

Brak inflacji. RPP wejdzie w nowy cykl obniżek stóp (około 100pb).

Zamiast wstępu #1. Europejski cykl PKB coraz ważniejszy dla gospodarki polskiej.



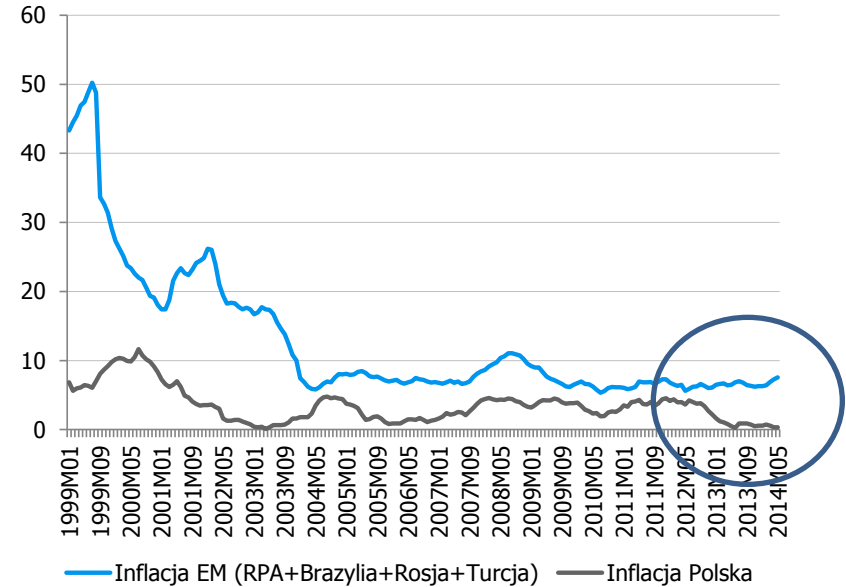
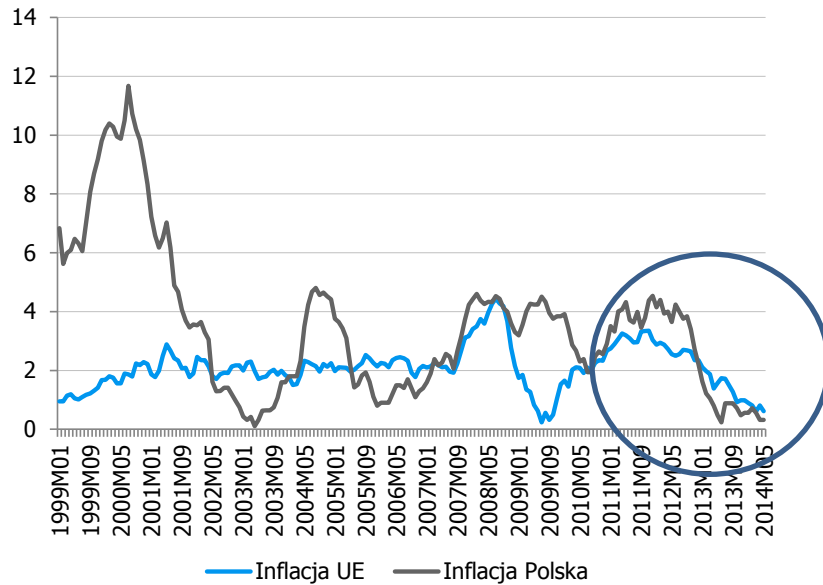
Współczynniki korelacji PKB r/r

USA – POLSKA **0.43 (0.45*)**
 UE (Strefa euro) – POLSKA **0.57 (0.92*)**

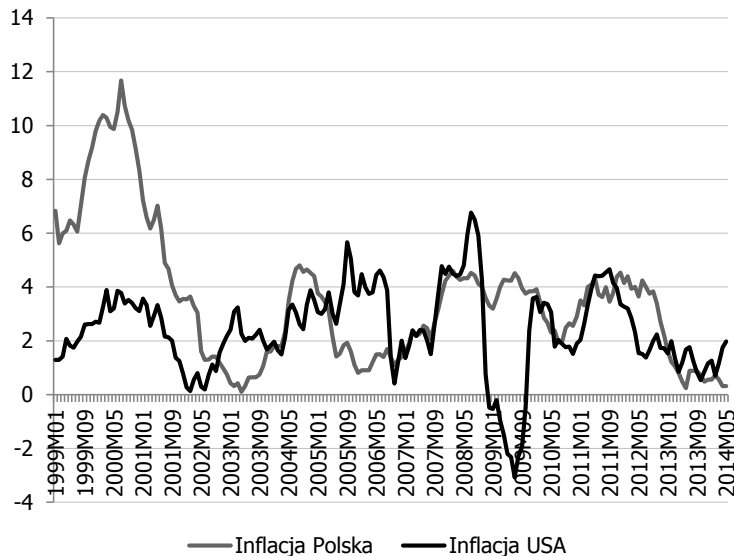
Znaczenie cyklu UE (strefy euro) dla Polski znacząco wzrosło w ostatnim okresie.

* Jako odchylenia od trendu HP (czyli komponent stricte cykliczny).

Zamiast wstępu #2. Polska inflacja przestaje być bytem autonomicznym. Od 2009 CPI trendy inflacyjne zgodne z tymi w strefie euro.



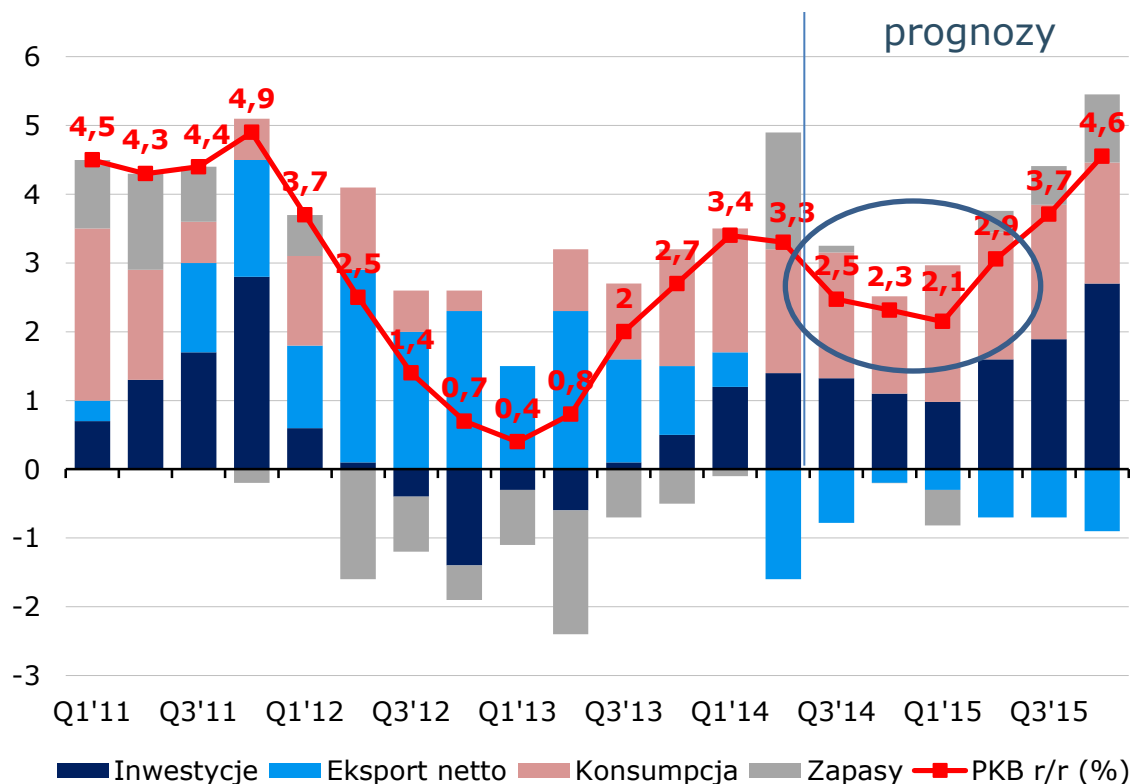
Inflacyjnie (i pod względem cyklu koniunkturalnego) Polska coraz bardziej podobna do strefy euro. Wspólne powinny być zatem wnioski dla polityki monetarnej i dalej dla rynku obligacji.



3 podstawowe pytania dla gospodarki polskiej.

- Czy obniżenie dynamiki PKB wykolei cykl gospodarczy? **NIE. Baza dochodowa dla konsumpcji będzie nadal rosła dość dynamicznie; czekamy na stymulację fiskalną.**
- Czy inflacja powróci do „normalnych” poziomów? **NIE. Jeszcze przed wyhamowaniem wzrostu luka popytowa była szeroko rozwarta, teraz domknie się jeszcze później.**
- Czy RPP wznowi cykl obniżek stóp procentowych a stopa „naturalna” uległa obniżeniu? **TAK, nowy cykl sprowadzi stopy w okolice 1,5%.**

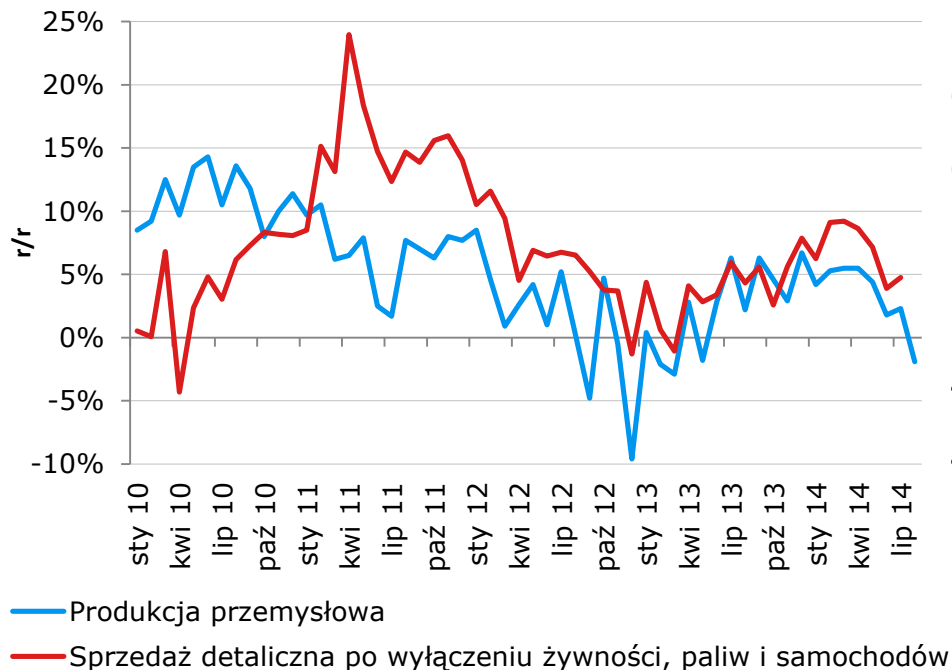
Wyplaszczenie dynamiki PKB... a potem ostro w górę



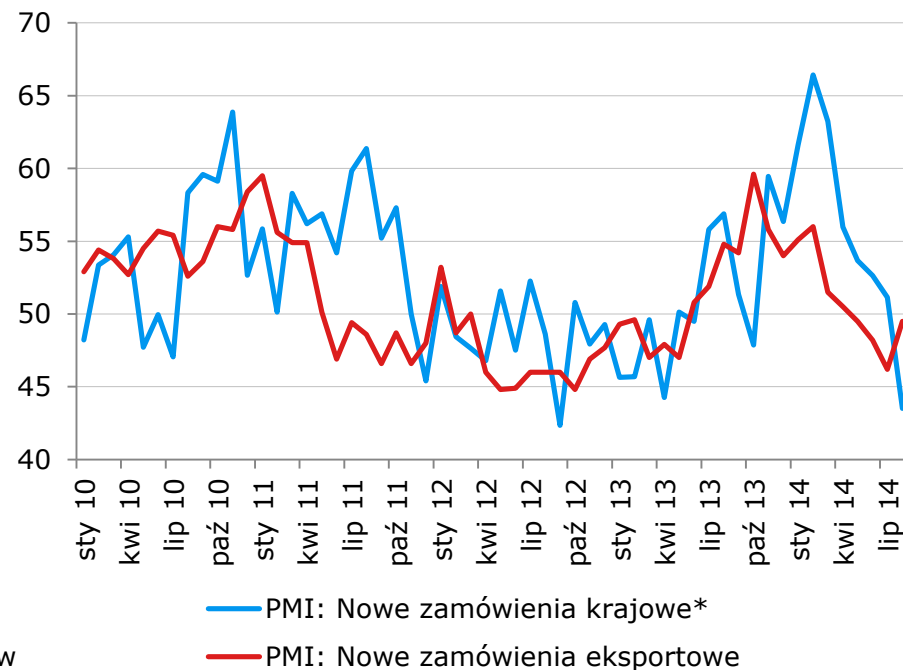
- Tempo wzrostu wyraźnie poniżej 3% to perspektywa najbliższych kwartałów. Taka też pozostanie endogeniczna siła cyklu, gdyby nie czynniki egzogeniczne (ujawnią się w 2015): stymulacja fiskalna w strefie euro i efekty poluzowania kredytowego, ekspansja fiskalna i przyspieszenie przetargów na infrastrukturę przed wyborami w Polsce.

Słabnie momentum. Kontynuacja osłabienia w większości wskaźników makro o większej częstotliwości = dno jeszcze nie zostało osiągnięte.

Dalsze pogorszenie danych miesięcznych w III kw.



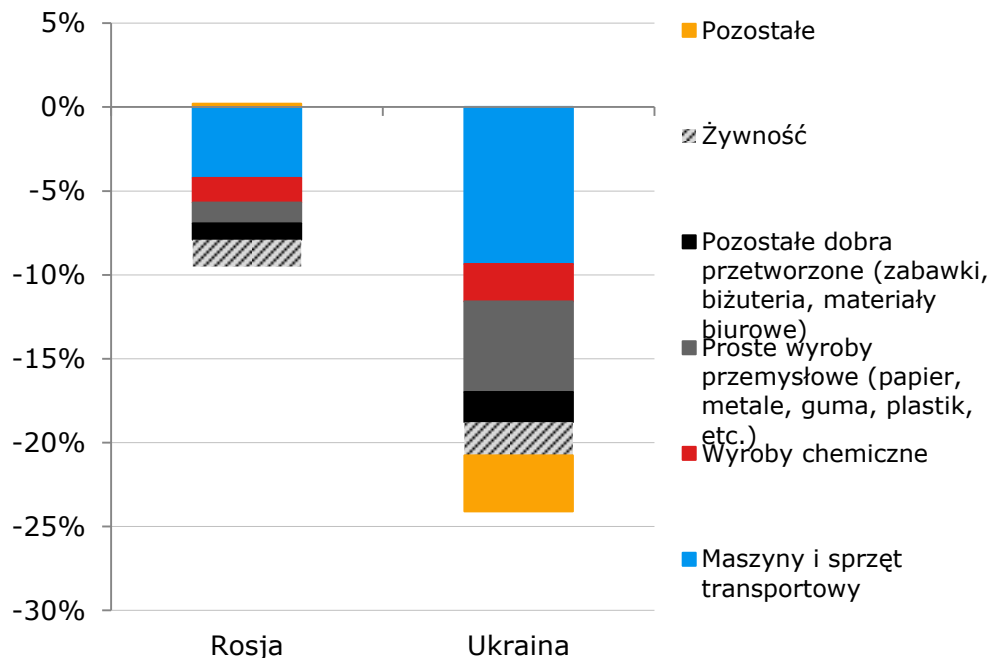
Fatalna ocena stanu zamówień wg indeksu PMI



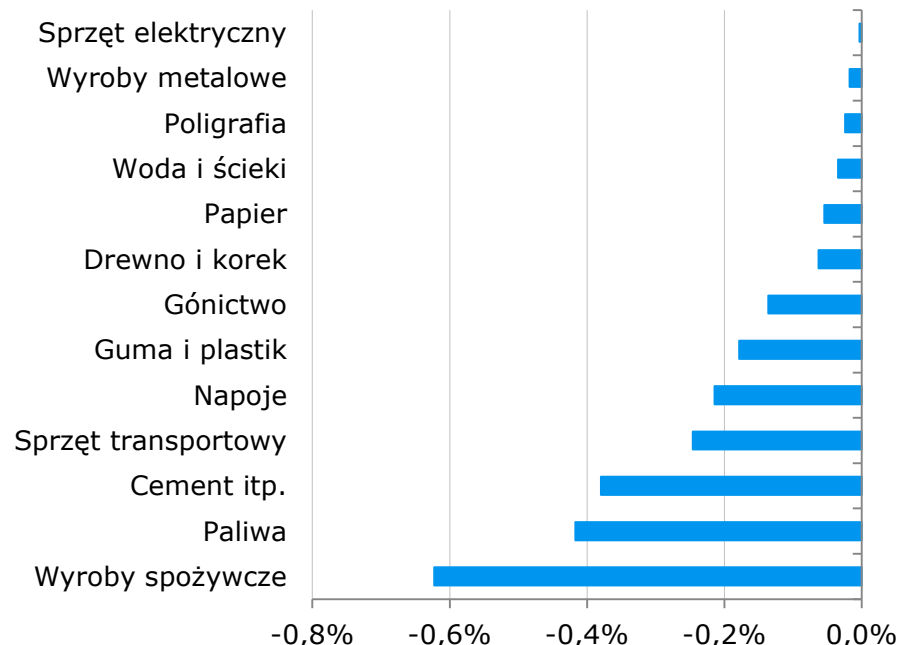
□ Wykresy mówią same za siebie. Rychłego odbicia nie widać w danych. Oczekujemy kolejnych rewizji prognoz PKB.

Przyczyny osłabienia wzrostu: Słabszy eksport, struktura towarów wysyłanych do Rosji dobrze pasuje do struktury spowolnienia produkcji przemysłowej.

Polski eksport do Rosji i na Ukrainę, średnia za 2014H1



Łączny (od I 2014) wkład „najgorszych” sekcji do zmiany produkcji przemysłowej

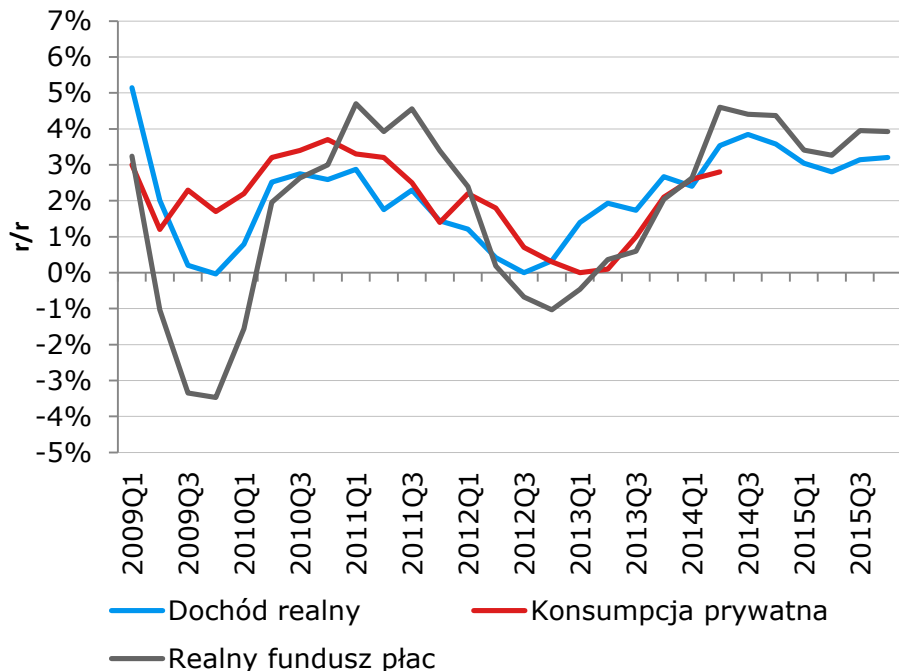


□ Embarga na import polskiej (i unijnej) żywności stanowią wierzchołek góry lodowej. W rzeczywistości, za większą część spadków eksportu na wschód odpowiadają dobra przetworzone, od chemikaliów po sprzęt transportowy. Sugeruje to: (1) realny spadek popytu tamże (recesja); (2) gwałtowny spadek konkurencyjności cenowej polskich dóbr w wyniku deprecjacji rubla i hrywny (odpowiednio, o ok. 20 i 60%); (3) czynnik polityczny (preferowanie dóbr innych niż europejskie). Załamanie eksportu do EŚW wyjaśnia istotną część słabości produkcji przemysłowej.

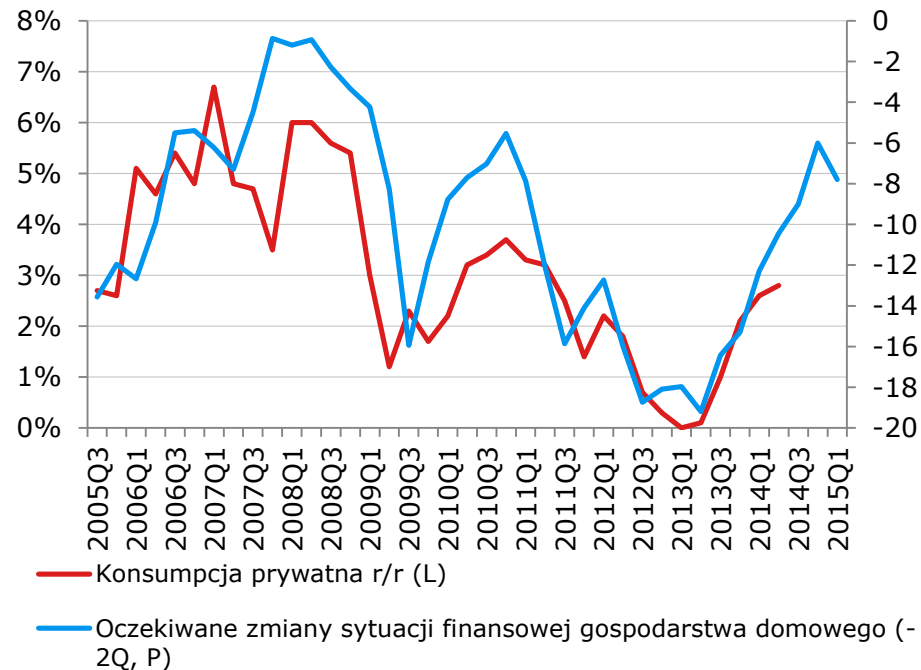
□ W tym roku: dotknęło ono m.in. przemysłu spożywczego, maszynowego, chemicznego.

Koniec wzrostów dynamiki konsumpcji

Konsumpcja a dochód realny – koniec przyspieszania



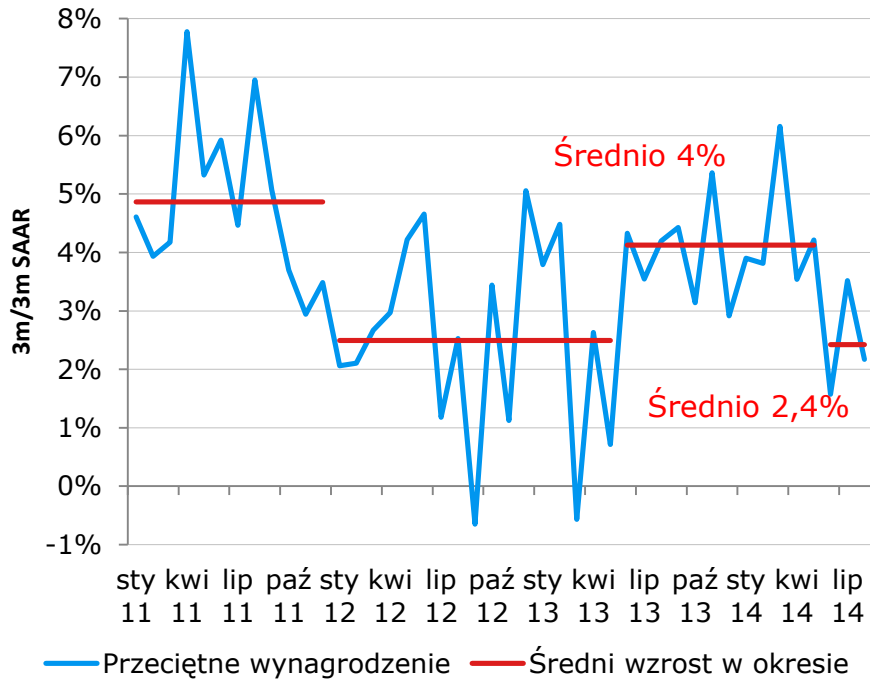
Konsumpcja a nastroje konsumentów – reality check



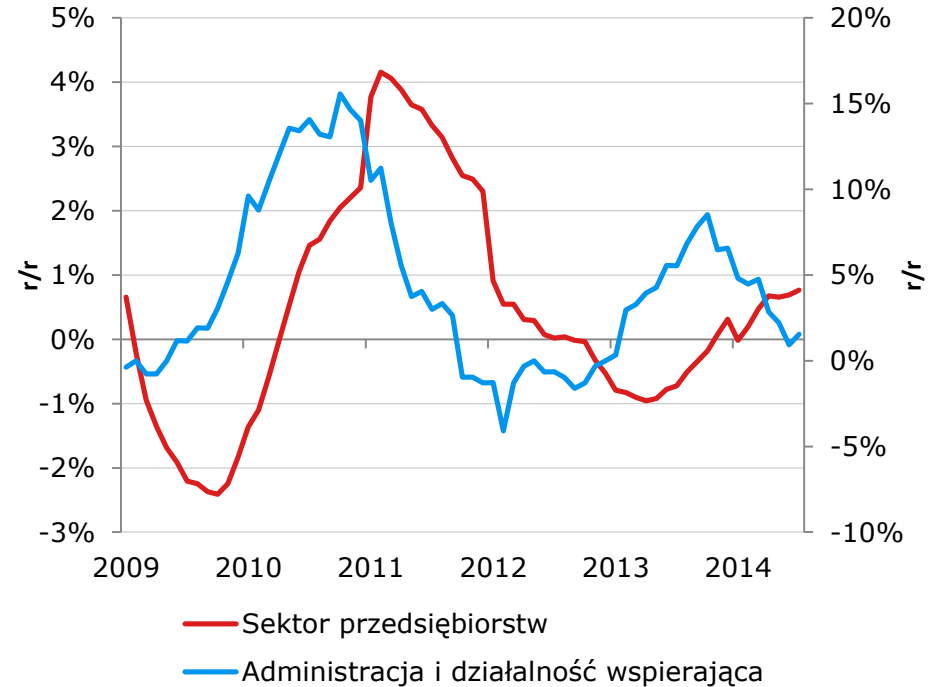
- Na przełomie 2013/2014 nastąpiło rozlanie impulsu wzrostowego (ożywienie w strefie euro) przez rynek pracy na konsumpcję, co znacznie zwiększa odporność polskiego cyklu na szoki zewnętrzne.
- Elementy o ujemnym wkładzie do inflacji (żywność, energia) wspierają realny dochód rozporządzalny; bardziej w niższych warstwach dochodowych. Cały realny fundusz płac pozostanie przez pewien czas co najwyżej stabilny.

Konsumpcja - nowe ryzyka na horyzoncie #1

Płace na niższym poziomie



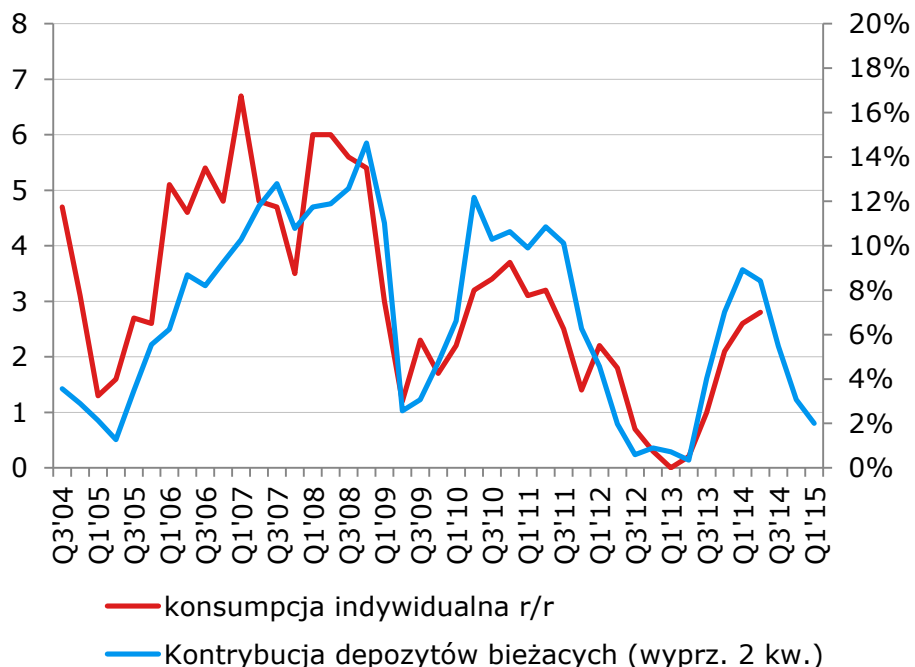
Kontrakcja w sekcji wyprzedzającej cykl działalność wspierająca (czyli wszelkiego rodzaju usługi dodatkowe) sugeruje koniec wzrostów zatrudnienia.



- Przyspieszenie konsumpcji jest jednak mało prawdopodobne: 1) poprawa na rynku pracy wyhamowała, 2) dynamika płac przestała przyspieszać.

Konsumpcja - nowe ryzyka na horyzoncie #2

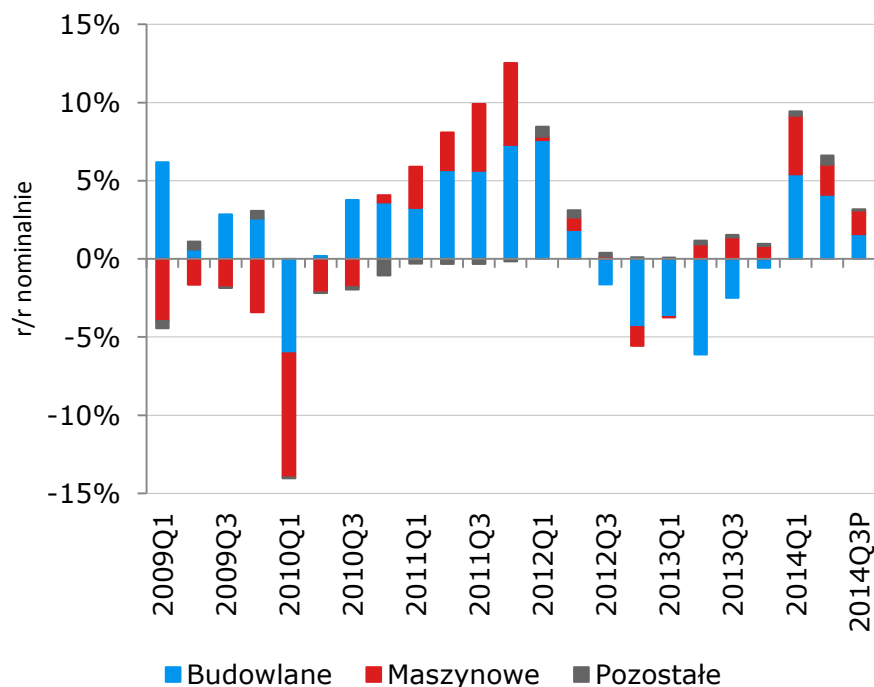
Rotacja aktywów gosp. domowych to zły omen dla konsumpcji.



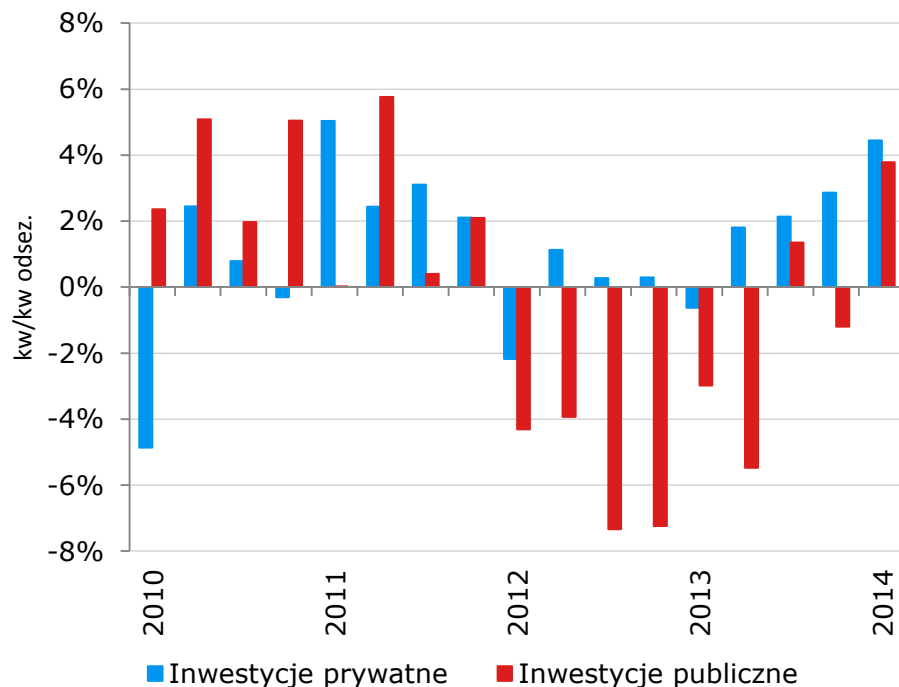
- Jeśli struktura wzrostu zatrudnienia faworyzuje klasę średnią, jest to struktura mniej pro-konsumpcyjna (więcej oszczędności). Potwierdza to przesunięcie depozytów z bieżących do terminowych (skutkujące choćby obniżeniem dynamiki M1). Istotny wpływ na skłonność do oszczędzania mogą mieć ciągle wysokie realne stopy procentowe.
- Pro-cykliczny wzrost stopy oszczędności to już ryzyko dla kontynuacji wzrostów konsumpcji na obecnym tempie, zwłaszcza w połączeniu z pewnym punktem przegięcia na rynku pracy oraz przegięciem na indeksie optymizmu konsumentów.
- Korekta konsumpcji to ostatnia rzecz, jaka byłaby pożądana w obecnej, newralgicznej fazie cyklu.

Inwestycje pod nawisem niepewności. Czekamy na infrastrukturę.

III kwartał nie będzie już tak korzystny dla inwestycji



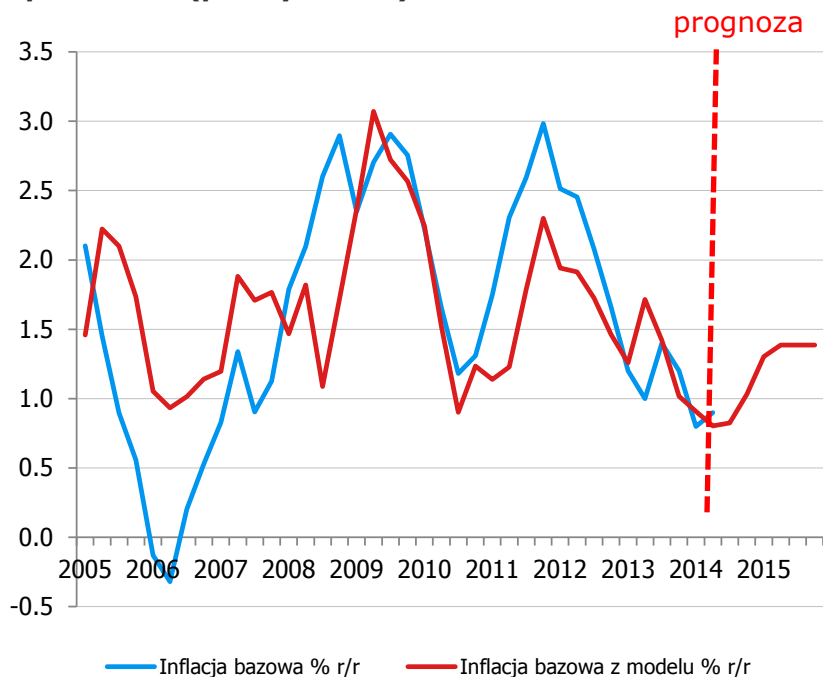
Przestrzeń do wzrostu inwestycji publicznych jest jednak ogromna (za nami 2 lata chude)



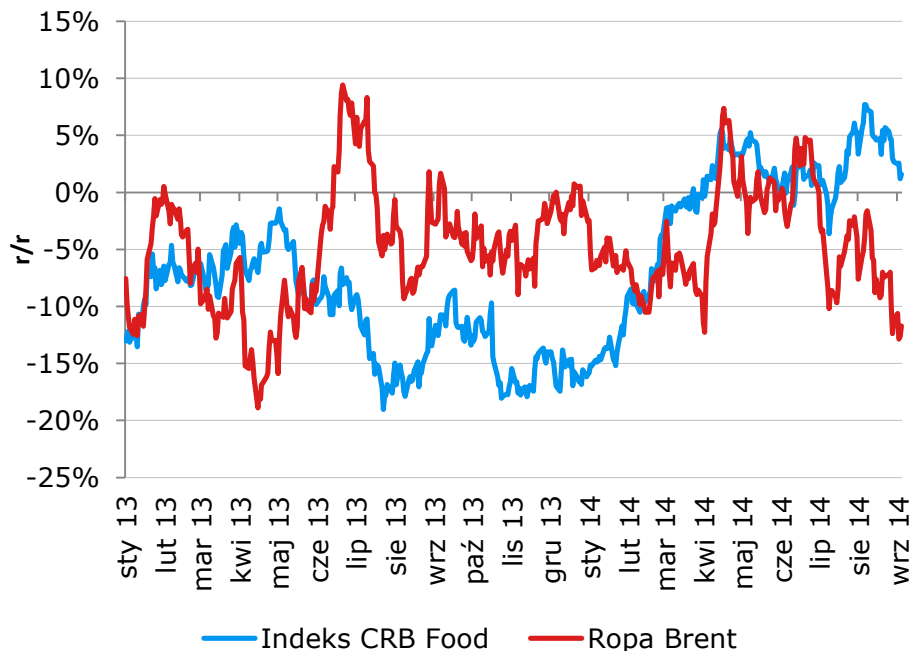
- Inwestycje to największa pozytywna niespodzianka początku tego roku (zresztą zgodna z naszymi prognozami). Ich wzrost w I połowie 2014, uzasadniony z powodów fundamentalnych (i poprzednim bezinwestycyjnym cyklem), dodatkowo wsparły efekty bazy, wczesna wiosna i możliwość odliczenia podatku VAT przy zakupie samochodów. Nasze wstępne szacunki wskazują na to, że wysokie tempo wzrostu inwestycji nie zostanie utrzymane w III kwartale.
- Perspektywy inwestycji prywatnych na kolejne miesiące zależą w dużej mierze od oceny niepewności i przyszłego popytu. W bieżącej sytuacji gospodarczej i geopolitycznej widzimy dużą przestrzeń do pogorszenia nastrojów w tym zakresie.
- Ratunek powinny przynieść inwestycje publiczne – tu cykl dopiero się rozpoczyna, zrazu napędzany przez samorządy, a od 2015 roku również przez budżet centralny i środki UE.

Inflacja grubo poniżej celu z rozkładem ryzyk w kierunku dalszego niezrealizowania celu inflacyjnego przez RPP.

Odbicie inflacji bazowej ciągle do bardzo niskich poziomów (prosty model).



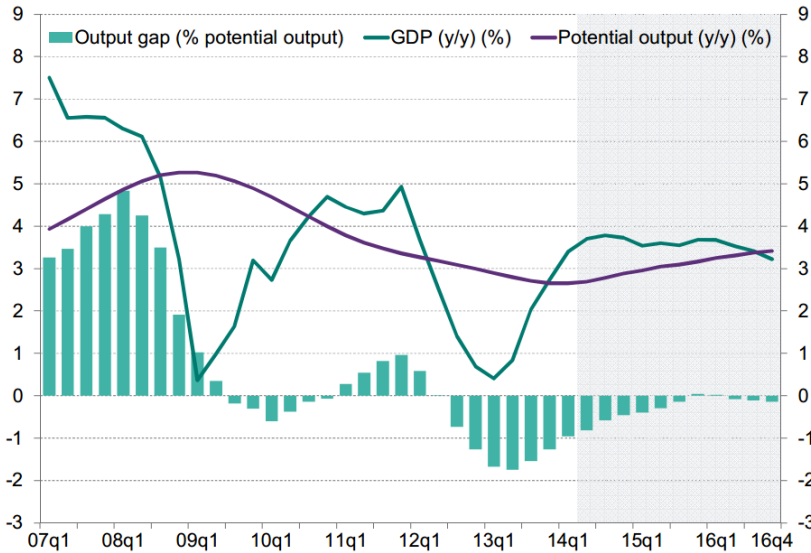
Ceny surowców w PLN nie zaszkodzą niskiej inflacji



- Ryzyka dalszego spadku inflacji w najbliższym okresie: 1) darmowy podręcznik dla 1-klasistów, 2) brak podwyżek akcyzy na tytoń w 2015, 3) brak sygnału zmiany dezinflacyjnego trendu w kategoriach bazowych inflacji, 4) zatrzymanie zacieśniania rynku pracy 5) brak zagrożenia ze strony wzrostu cen surowców i żywności (embarga rosyjskie mogły spowodować trwałe obniżenie poziomu cen niektórych kategorii żywności: mięs, warzyw, owoców – efekt będzie jak najbardziej istotny dla niższej inflacji przez 1 rok, później stanie się bazą jeśli nic się nie zmieni; zniesienie kwot mlecznych na rynku UE w 2015 to spadki cen nabiału).
- Prognozy inflacji bazowej oparte na opublikowanych już danych (mechanizm transmisji implikuje duże opóźnienia) wskazuje na jedynie umiarkowany wzrost inflacji bazowej i jeszcze do bardzo niskich poziomów (patrz wykres po lewej stronie).

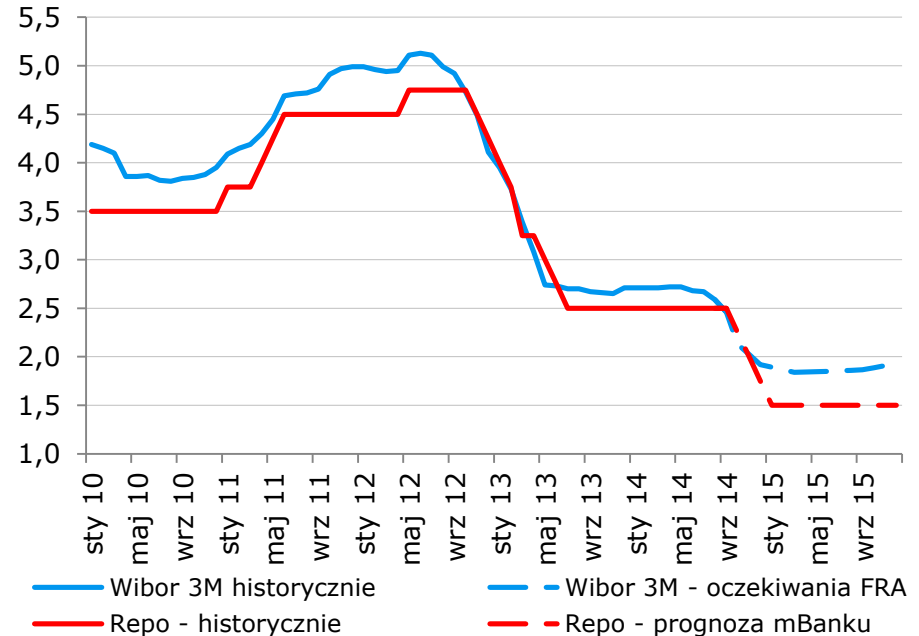
RPP: cykl, a nie korekcyjna obniżka stóp

Luka popytowa już i tak ledwo się domykała. Po rewizji scenariusza makro będzie większa.



Źródło: Raport o inflacji NBP

Zamiast dwóch cięć, bardziej prawdopodobny jest nowy cykl.



- Zdziałał czynnik negatywnych zaskoczeń względem prognoz NBP (wzrost już 0.6pp niżej niż w projekcji, niższa i bardziej uporczywa ścieżka dezinflacji).
- Sfalsyfikowana została teza o nieuchronnej skokowej deprecjacji złotego i tylko przejściowości dezinflacji.
- Asymetryczny rozkład ryzyk w stronę niższego wzrostu i niższej inflacji (import deflacji ze strefy euro i oraz gospodarek EM).
- **Spodziewamy się cyklu obniżek w wysokości 100pb. RPP na razie nie będzie nawet próbować wyznaczać celu na stopach; będzie ciąć dopóki nie pojawią się solidne przesłanki za odwróceniem zadyszki w gospodarce.** Początek cyklu w październiku z 25pb cięciem.

Polski rynek obligacji i walutowy

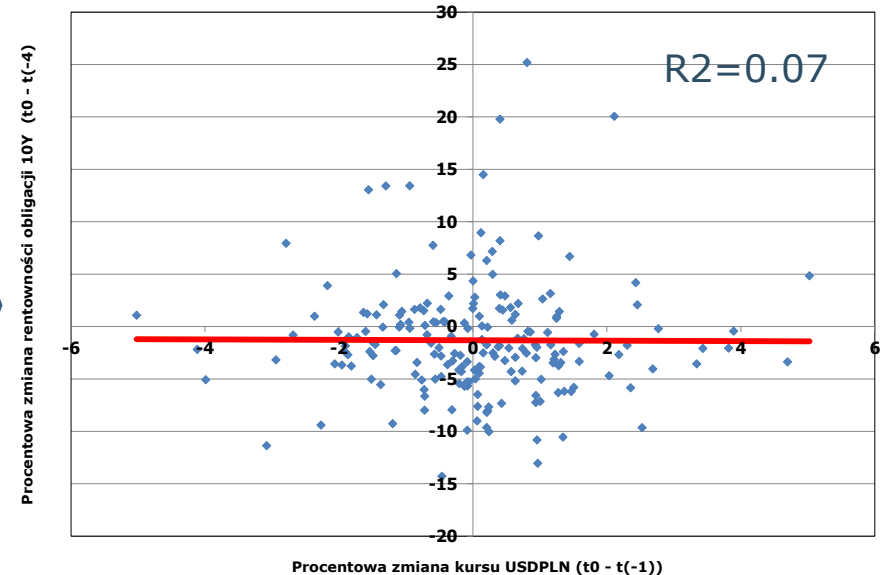
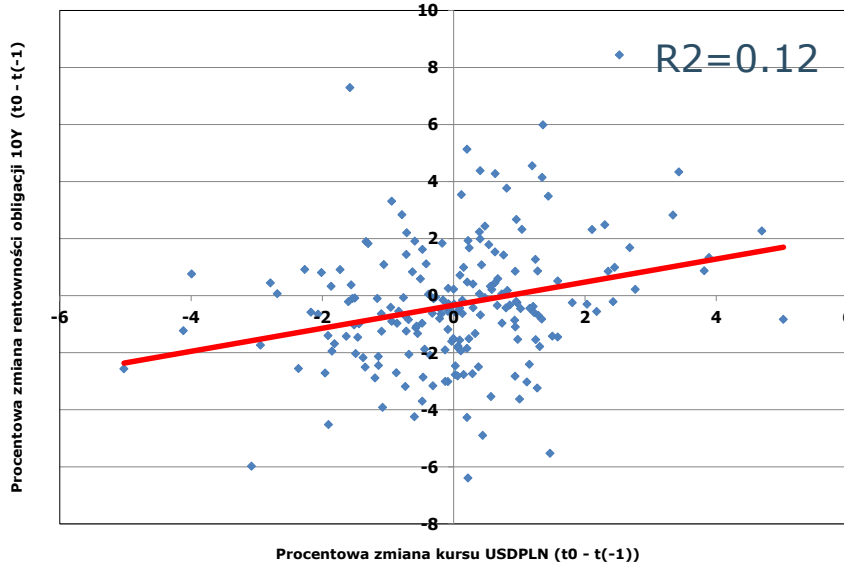
**Dominujący trend to kupowanie polskich obligacji
(przecena USDPLN historycznie dotkliwa tylko w bardzo krótkich okresach)**

**EURPLN ma szansę na umocnienie,
jednak w krótkim terminie pozostanie raczej stabilny**

Kurs na normalizację polityki Fed (i umocnienie USD) to fatalna informacja dla Ems z tzw strefy dolarowej. Niekoniecznie dla Polski.

Natychmiastową reakcją polskich obligacji na wzrost USDPLN jest osłabienie (próba od 2011 roku).

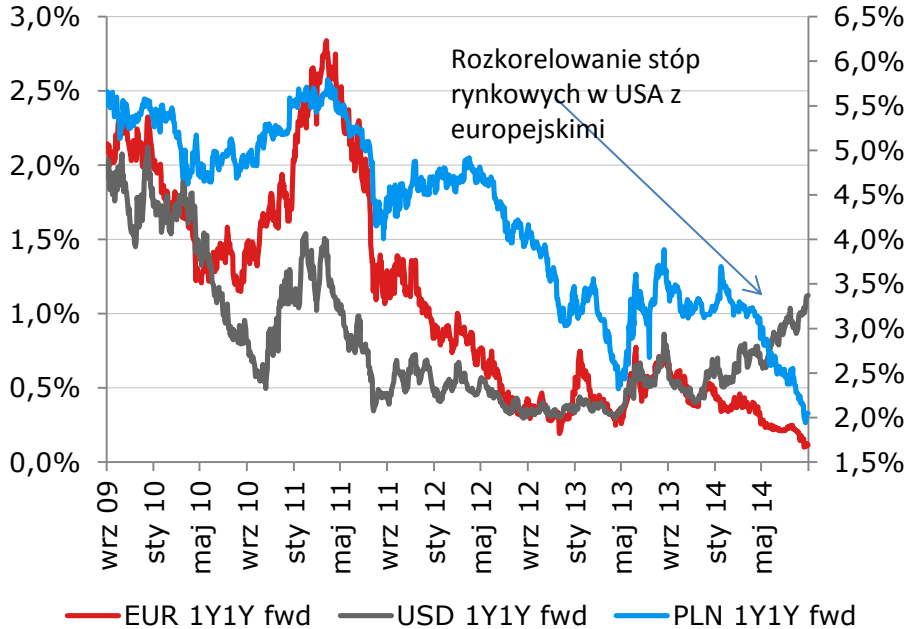
Negatywna reakcja znika w dłuższym okresie. Po miesiącu, po osłabieniu nie ma już śladu.



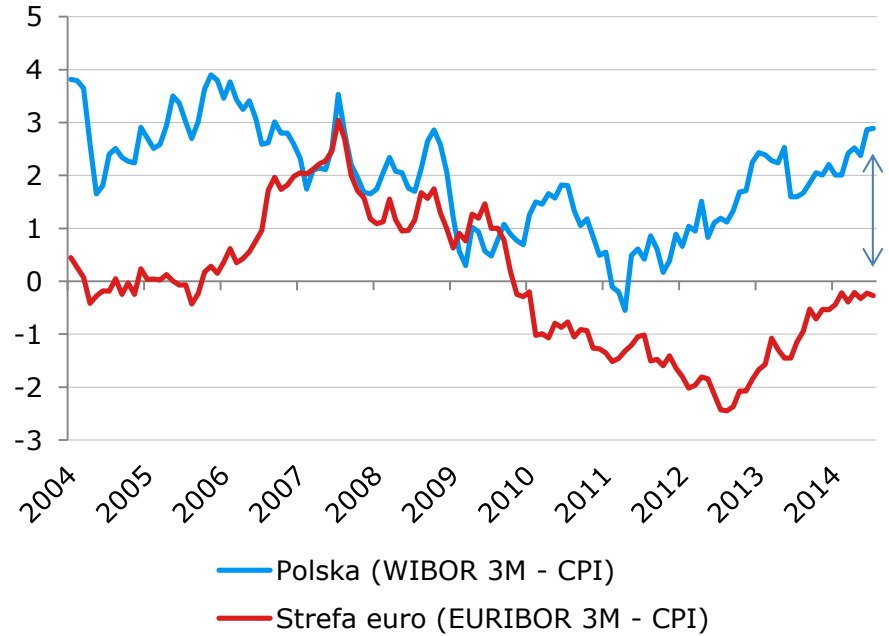
- Kurs na wyższe stopy w USA to fatalna informacja dla EMs. Polska odróżnia się pozytywnie od tzw. Fragile Five. Poczyła największe postępy w naprawie nierównowag przez ostatnie lata. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a245c70e-7e0c-11e3-95dd-00144feabdc0.html#axzz3E1MnivIT>
- Cały czas inwestorzy amerykańscy stanowią około 33% zagranicznych nabywców polskich obligacji skarbowych, co oczywiście może być przesłanką do wzrostowych korekt na rentownościach wraz z umocnieniem USD.
- Historycznie epizody te nie były zbyt częste i co ważne nie zmieniały trendu na POLGBs. Istotnie, rentowności polskich obligacji średnio rzecz ujmując rosną wraz z umacniającym się dolarem (efekt natychmiastowy, praktycznie nieistotny statystycznie). Po miesiącu efekt ten już jednak znika – inicjująca zmiana USDPLN nie ma wpływu na zmianę rentowności polskich 10y obligacji w terminie miesięcznym (całkowity brak istotności statystycznej). **Innymi słowy: natychmiastowa reakcja średnio bardzo rzadko jest prawdziwa, w dłuższym terminie to szum.**

Dla trendu na polskich obligacjach kluczowe pozostaną czynniki europejskie.

Wzrosło powiązanie polskich stóp procentowych ze strefą euro



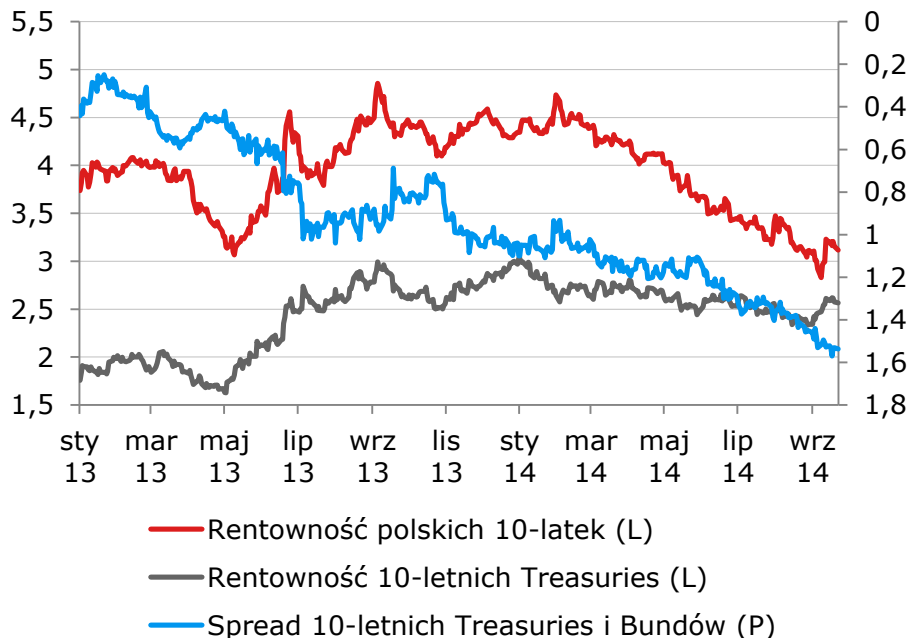
Europejska inflacja i „nieeuropejskie”, wysokie realne stopy procentowe w Polsce.



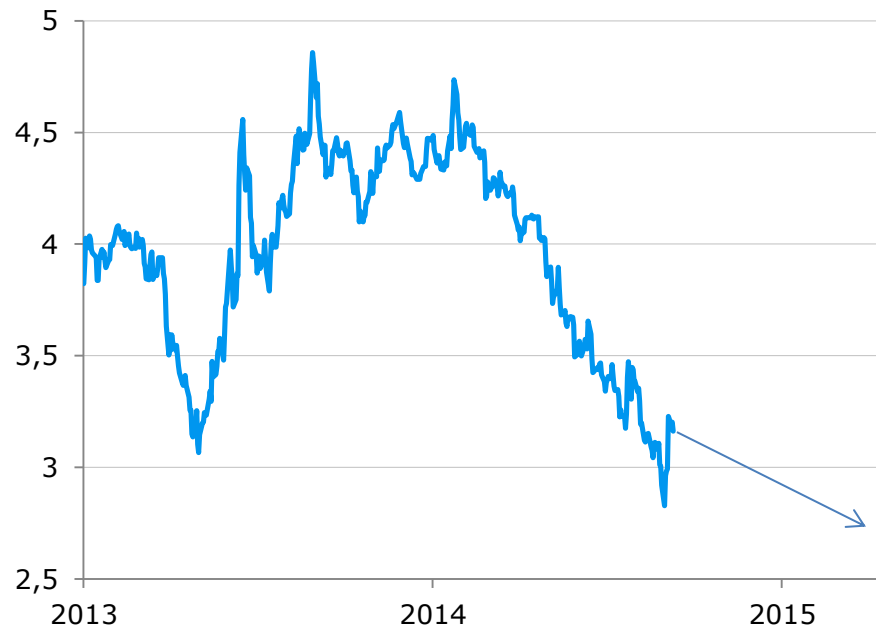
- Rośnie rola tzw. cross-over investors. Przyczyna: stabilność fiskalna upodabniająca Polskę do DMs, brak głębokich recesji, poprawa wskaźników C/A i sektora bankowego i wreszcie wysokie realne stopy. Rośnie powiązanie polskiego rynku obligacji ze strefą euro (a nie jak kiedyś z USA). Przyczyna: większa korelacja cyklu koniunkturalnego i inflacji (środowisko wybitnie niskiej inflacji) – patrz slajdy na początku sekcji gospodarka polska
- Za osuwaniem się rentowności w Polsce w perspektywie najbliższych miesięcy przemawiają: 1) Głębszy niż oczekuje rynek cykl obniżek stóp 2) Niższy wzrost gospodarczy w Polsce i strefie euro 3) Oczekiwania na i przeprowadzenie QE w strefie euro oraz jego rozlanie się po aktywach regionu, 4) ciągle spadająca premia za nieprzewidywalność otoczenia politycznego, 5) spadek oczekiwań inflacyjnych w Polsce, strukturalnie niższy wzrost gosp. w kolejnych latach (demografia, ryzyko tzw. middle income trap) i konwergencja naturalnej stopy procentowej z tą ze strefy euro 6) Ścieżka fiskalna zgodna z programem konwergencji i możliwa korekta ratingu w 2015.

Rentowność polskich obligacji 10-letnich poniżej amerykańskich?

Nie wzrosty rentowności w USA, ale rozszerzenie spreadu między Bundem i Treasuries kluczowe dla trendu na POLGBs



W perspektywie 4-6 miesięcy oczekujemy dalszego osuwania się w dół rentowności polskich obligacji



- Pytanie tytułowe jest wadliwie sformułowane. Zdecyduje trajektoria realnych stóp i (częściowo z tym związany) kierunek na EURPLN (+niska zmienność FX).
- Prawdopodobieństwo niższych stóp w Polsce niż w USA oceniamy na 30%.
- **Stopy w USA nie są bezpośrednim benchmarkiem dla polskich stóp.** Zbieżność cykli między Polską i strefą euro okazuje się istotniejsza niż trend na stopach amerykańskich...
- ...Przynajmniej tak długo, jak EBC uda się utrzymać niskie rentowności w strefie euro.

EURPLN z szansą na umocnienie. Trzy cykle życia.

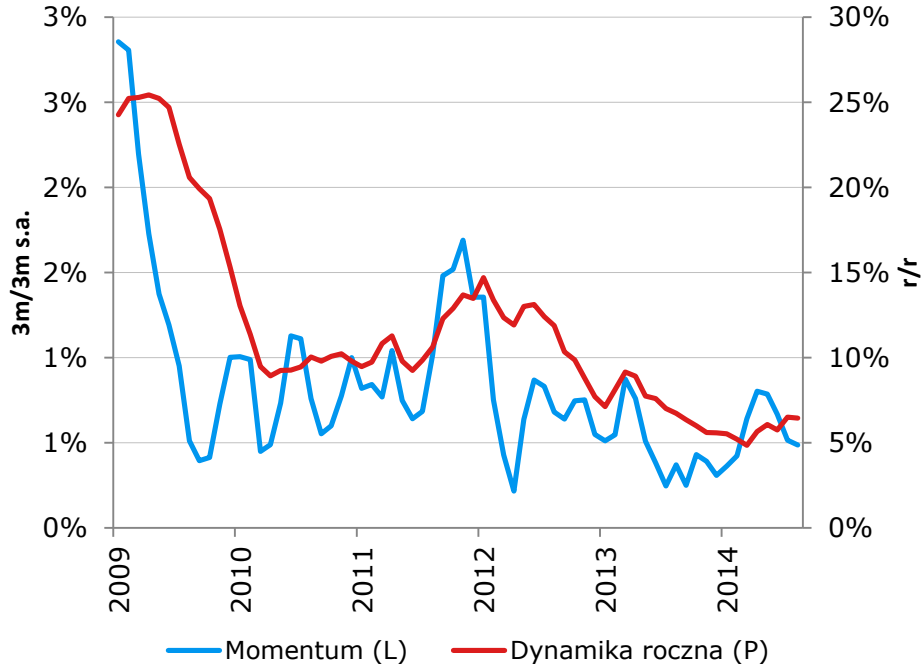


- Między młotem i kowadłem: z jednej strony normalizacja polityki pieniężnej Fed (jak strategię carry trades przetrwają przejście od stóp zerowych do normalnych?), z drugiej poluzowanie polityki pieniężnej EBC.
- W najbliższym czasie (perspektywa zapewne miesięcy) złoty może przeżywać 3 etapy życia:
 - 1) Obniżki stóp w Polsce, osłabienie wzrostu gosp (a złoty to waluta cykliczna), okres przejściowy przyzwyczajania się inwestorów do perspektywy niezerowych stóp w USA; poluzowanie ilościowe w EBC jeszcze w fazie beta testów (Okolice 4,20 i wyżej).
 - 2) Dodatkowa podaż pieniądza wylewa się ze strefy euro, gospodarka polska wkracza w fazę działania dodatkowych czynników napędzających wzrost: infrastruktura, poluzowanie fiskalne (Kierunek 4,10).
 - 3) Gospodarka polska przyspiesza, RPP kończy obniżki stóp (4,10 i niżej).

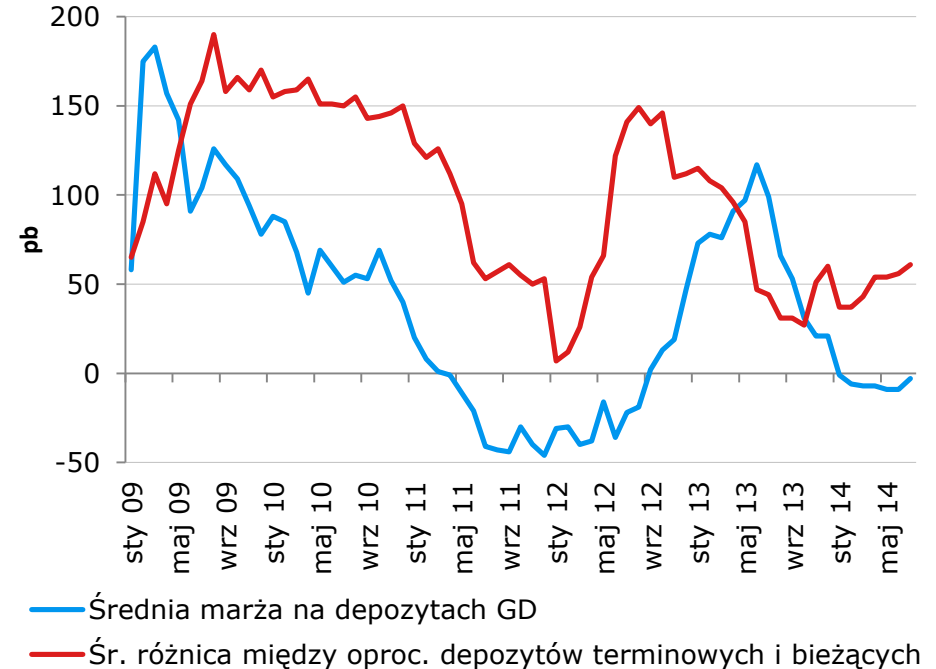
AGREGATY MONETARNE

Depozyty gospodarstw domowych w czasach niskich stóp procentowych

Dynamika depozytów gospodarstw domowych spójna z tempem wzrostu funduszu płac



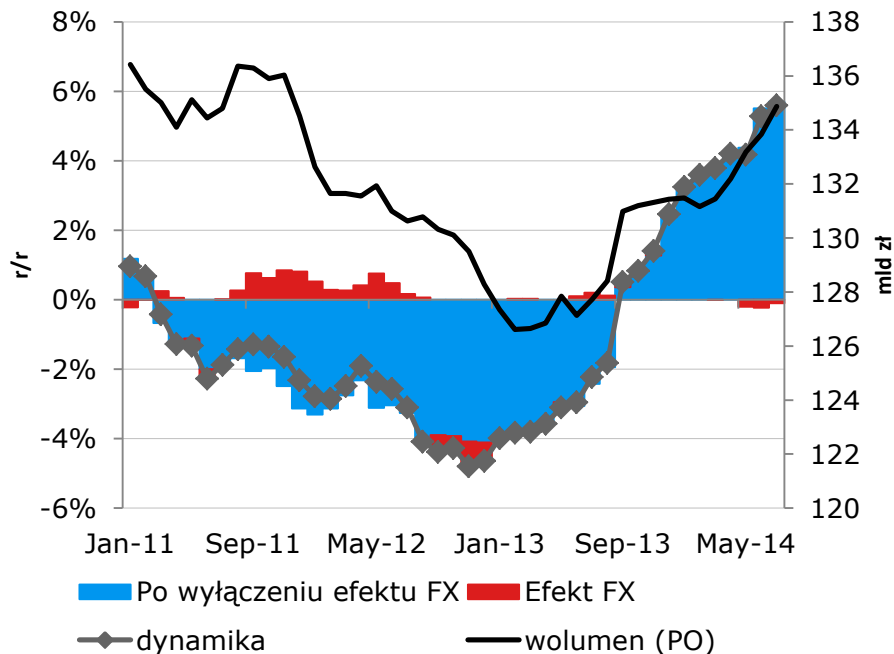
Wystromienie terminowej krzywej depozytowej będzie efektem znacznych obniżek stóp NBP



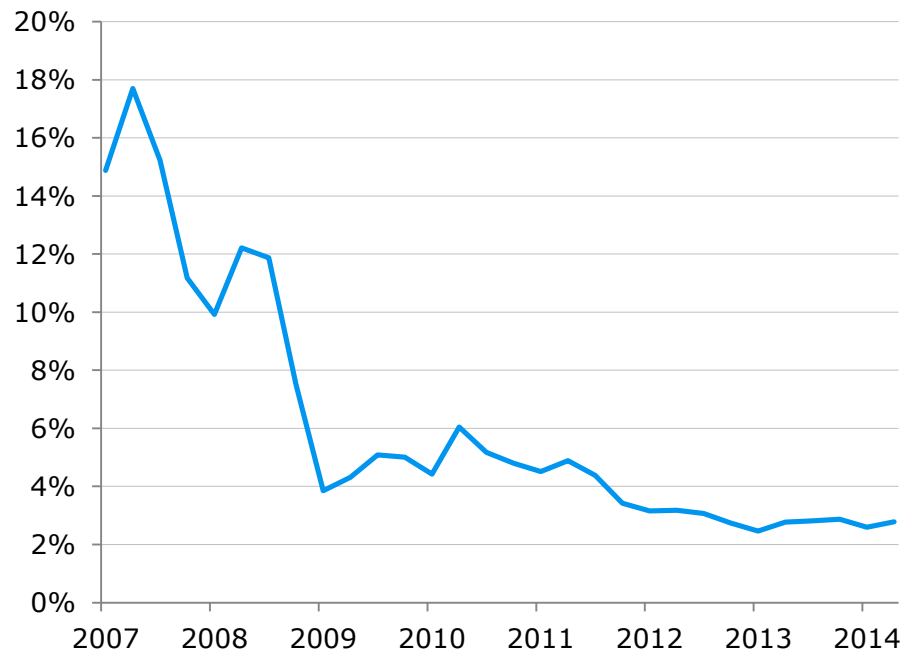
- Od początku ostatniego cyklu luzowania polityki pieniężnej czynnikiem decydującym o krańcowym popycie gospodarstw domowych na depozyty była atrakcyjność alternatywnych źródeł oszczędzania, głównie TFI.
- Wyższa skłonność do oszczędzania i dodatkowo, realne stopy procentowe powinny zapewnić przyzwoity przyrost depozytów pomimo znacznych obniżek stóp NBP.
- Dynamika depozytów gospodarstw domowych pozostanie w najbliższym czasie umiarkowana i nie powinna przekroczyć 7% r/r.

W oczekiwaniu na boom w kredytach na nieruchomości...

Dynamika kredytów konsumpcyjnych

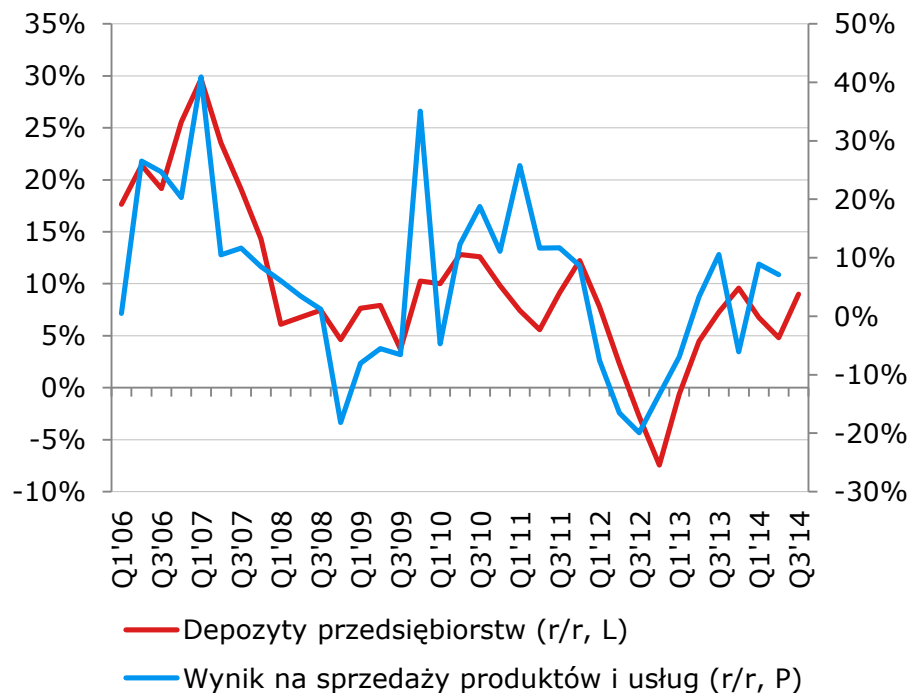


Wartość nowo udzielanych kredytów na nieruchomości jako % stanu



- W ostatnich dwóch latach głównym źródłem zmienności w kredytach dla gospodarstw domowych były kredyty konsumpcyjne i związana z wahaniami kursowymi zmiana wyceny kredytów hipotecznych denominowanych w walutach obcych. Wartość nowo udzielonych kredytów pozostaje na historycznie niskim poziomie.
- Perspektywy kredytów konsumpcyjnych wydają się w chwili obecnej bardzo dobre. W przypadku kredytów na nieruchomości przyspieszenie akcji kredytowej niezbędne dla wygenerowania większych niż obecne wzrostów wolumenów wydaje się w krótkim okresie trudne do osiągnięcia, zwłaszcza przy uwzględnieniu kontynuacji zaostrzenia polityki KNF.

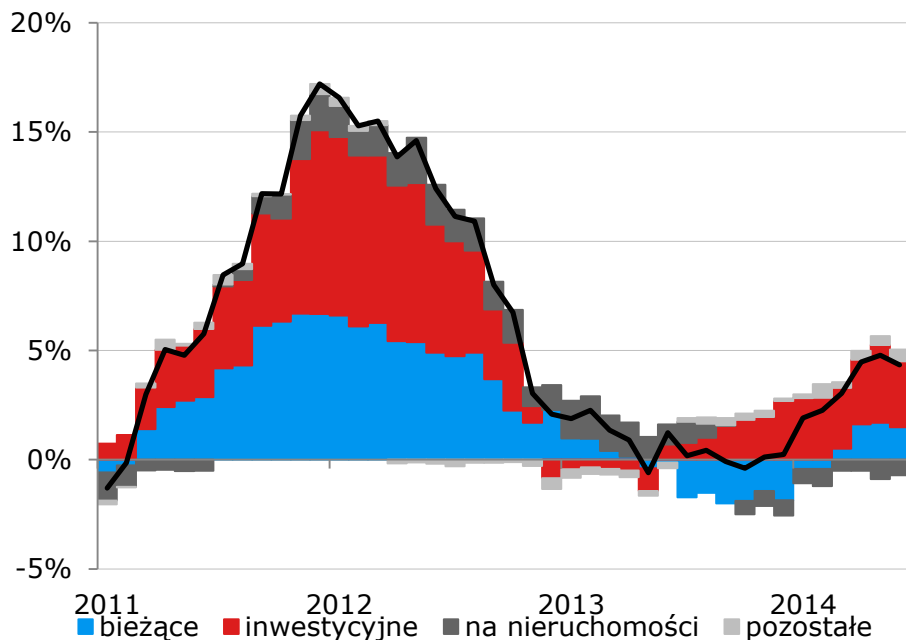
Depozyty przedsiębiorstw lustrem wyników finansowych



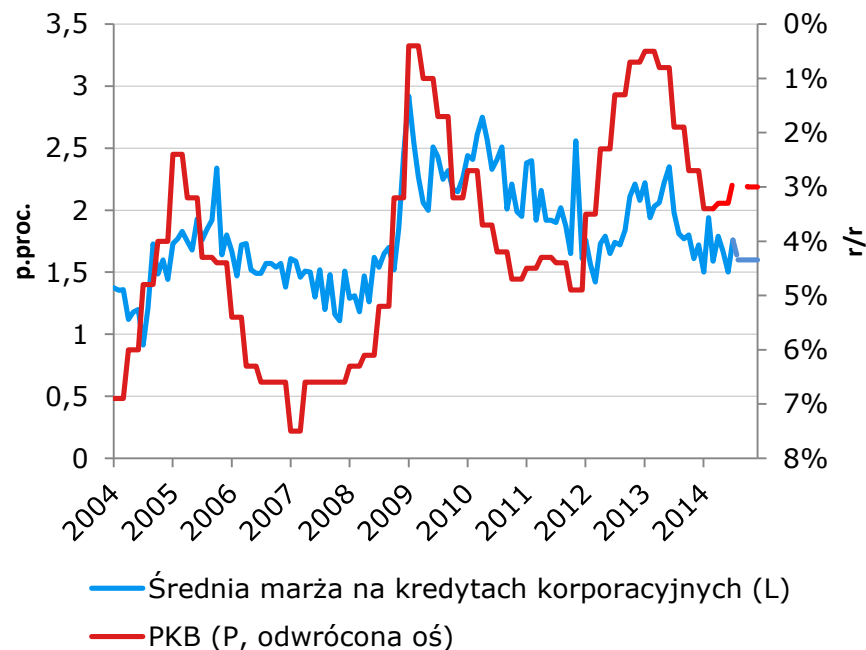
- Depozyty przedsiębiorstw są odzwierciedleniem sytuacji finansowej przedsiębiorstw, a ich dynamika podąża krok w krok za dynamiką zysków przedsiębiorstw niefinansowych.
- Jak dotąd, w 2014 r. depozyty przedsiębiorstw charakteryzowały się dużą zmiennością, a ich dynamice daleko było do monotonicznej.
- W ślad za stabilizacją wzrostu gospodarczego w okolicy 3% spodziewamy się utrzymania wzrostów depozytów korporacyjnych na poziomie ok. 8%.

Kredyty korporacyjne – zmierzamy w kierunku dwucyfrowych dynamik?

Dynamika i struktura kredytów dla przedsiębiorstw



Cykliczne zachowanie marż - spowolnienie wzrostu może wiązać się ze wzrostem ryzyka kredytowego

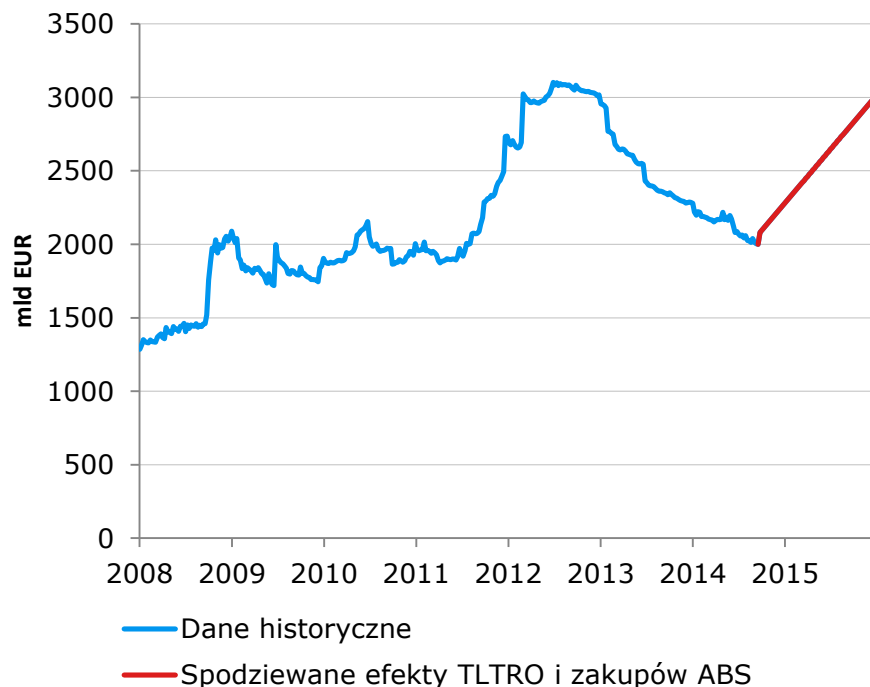


- Wzrost kredytów korporacyjnych pozostaje jednym z najjaśniejszych punktów polskiej gospodarki, a apetyt przedsiębiorców na kredyt dotyczy już nie tylko pożyczek na inwestycje, ale również pozostałych kategorii: na nieruchomości, bieżących.
- Nie można wykluczyć, że wytracanie momentum przez polską gospodarkę przełoży się na mniej dynamiczną akcję kredytową. **Tym niemniej, ze względu na dużą inercję cykli kredytowych i silny popyt wewnętrzny (nowy cykl infrastruktury) należy spodziewać się kontynuacji wzrostów.**

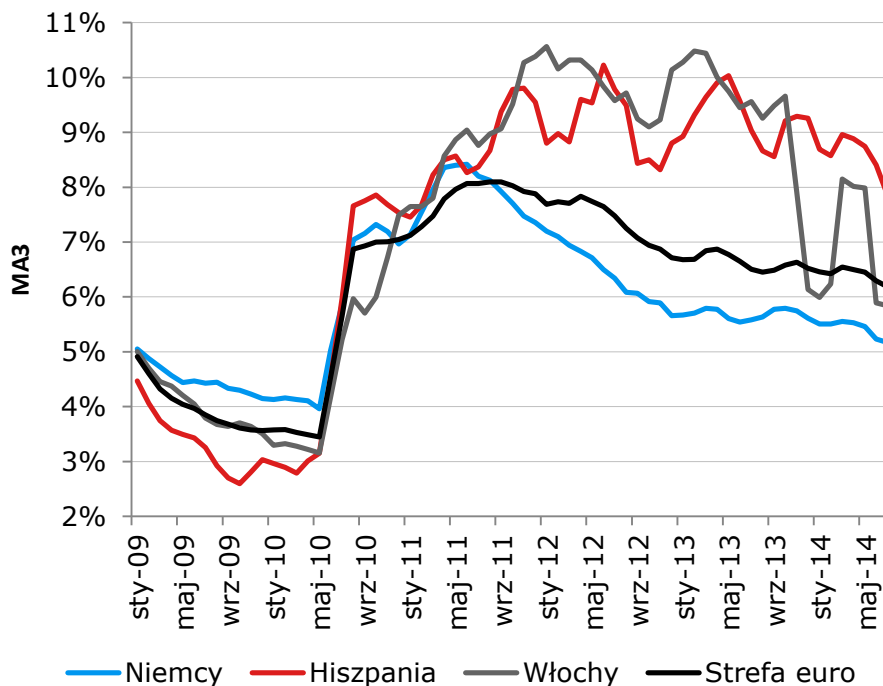
Zamiast podsumowania - dlaczego 2015 będzie lepszy?

Strefa euro – rok stymulacji?

Cel EBC – zwiększyć bilans co najmniej do poziomu z początku 2012



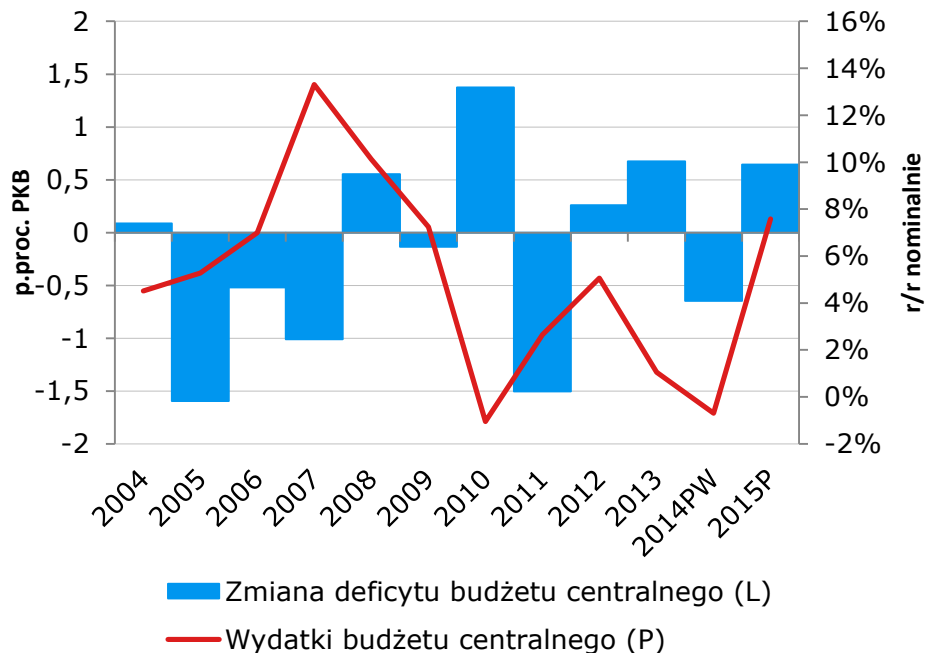
Konwergencja oprocentowania kredytów



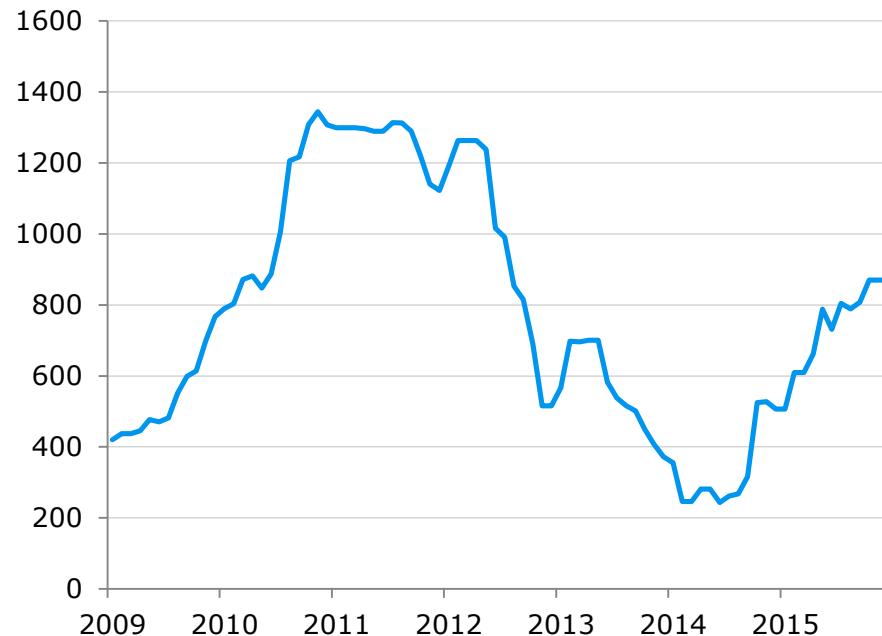
- Forsowane przez Francję poluzowanie fiskalne i kolejne niestandardowe działania EBC mogą paść na podatny grunt. Europa jest blisko momentu zatrzymania kontrakcji kredytu.
- Niski popyt na I rundę TLTRO (82mld/400 mld) stwarza presję na wykorzystanie dalszych instrumentów w celu zwiększenia bilansu EBC o 1 bln euro

Polityka fiskalna zrobi różnicę w 2015 roku. Podstawowy czynnik zapobiegający złamaniu regularności cyklu gospodarczego.

Budżet państwa na 2015 rok zapowiada się jako hojny



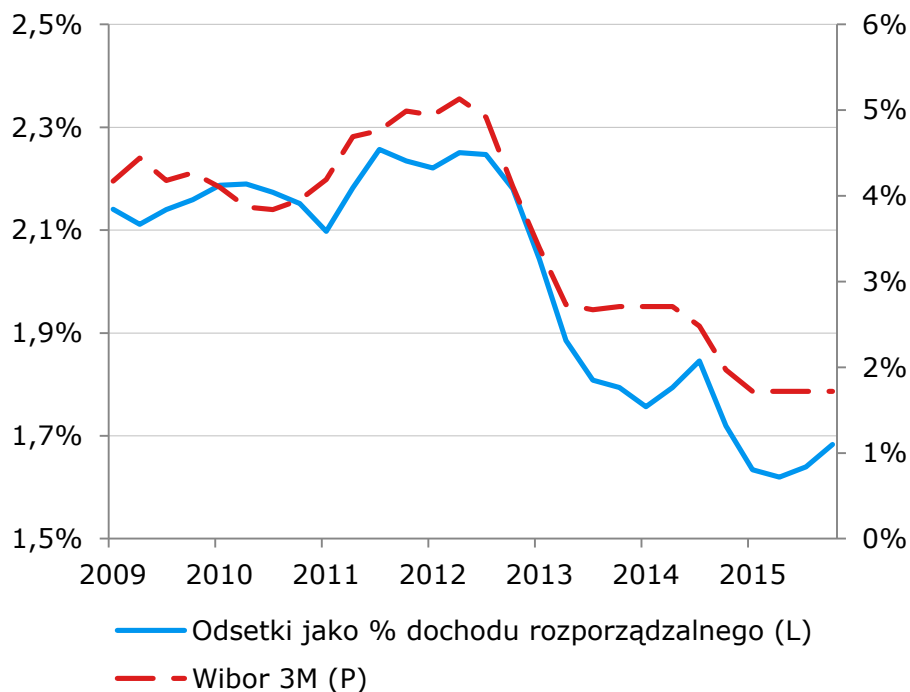
Drogi ekspresowe i autostrady w budowie – 2015 przyniesie przełom



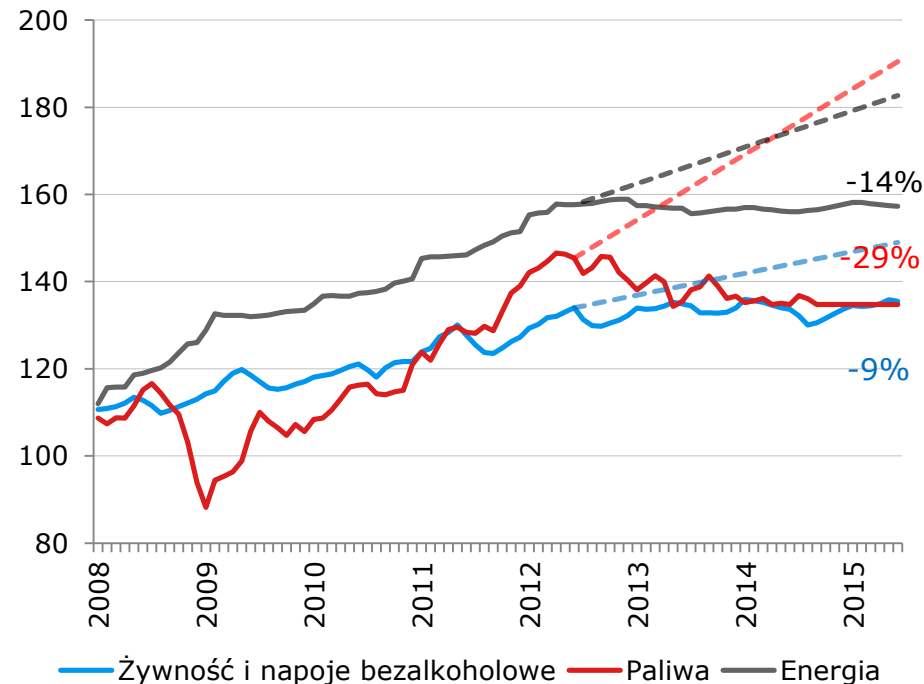
- Jak dotąd, w 2014 roku polityka fiskalna nie sprzyjała wzrostowi – dyscyplinie po stronie wydatków towarzyszyło szybkie zmniejszanie deficytu budżetowego. Inwestycje publiczne kształtowały się również na relatywnie niskim poziomie.
- 2014 i 2015 to lata wyborcze i należy oczekiwać większej akomodacji fiskalnej chociażby z powodów politycznych. Pozytywnego impulsu fiskalnego powinny dostarczyć: nowe inwestycje publiczne (nasz monitoring przetargów wskazuje na podwojenie inwestycji drogowych); zmiana zasad waloryzacji rent i emerytur, której wpływ może sięgnąć 0,2% PKB; luźniejsza polityka ze strony samorządów.
- Projekt budżetu na 2015 rok pozostawia dużą przestrzeń do stymulacji – wzrost deficytu o 0,6 pp. (po uwzględnieniu zmian w związku z reformą OFE o prawie 0,9pp.) i wydatków o 8% w stosunku do przewidywanego wykonania w 2014 roku.

Polska – korzystne *policy mix*

Nowy cykl obniżek – niższe koszty kredytu dla GD

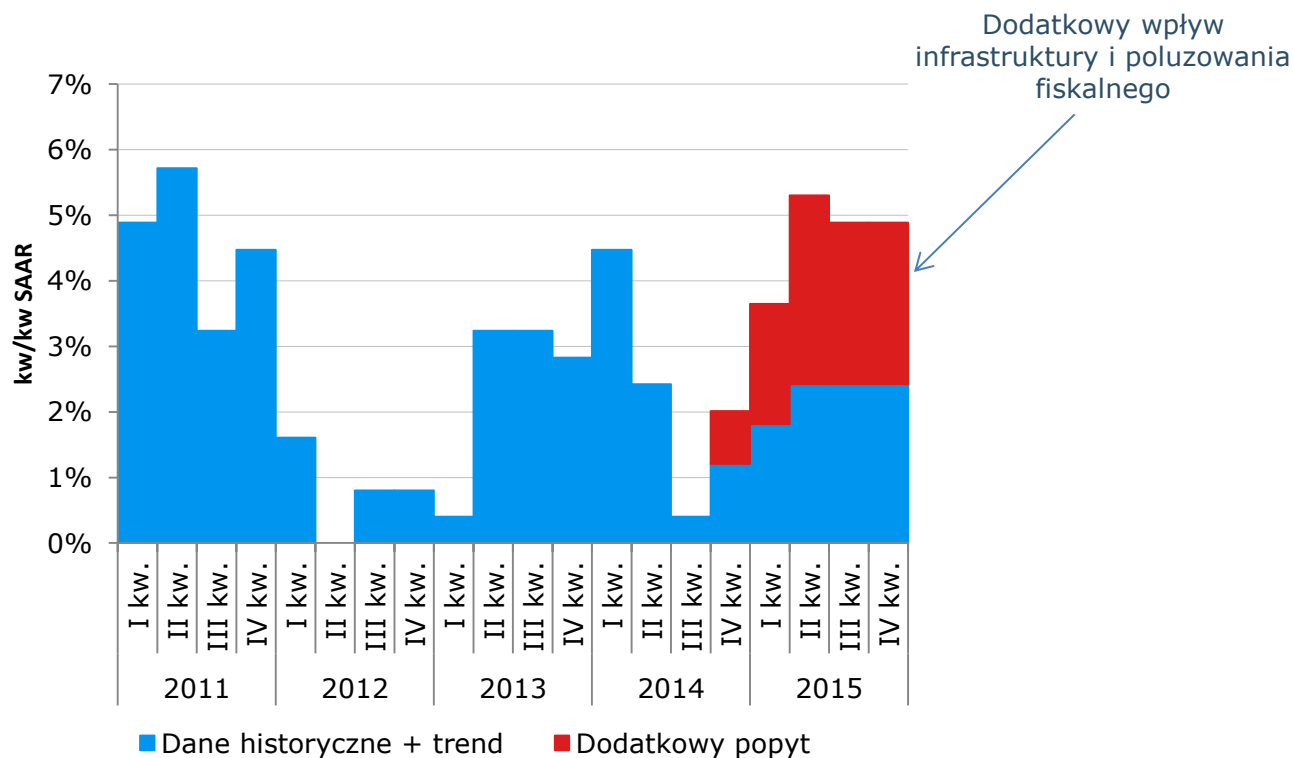


Wsparcie dla dochodu rozporządzalnego ze strony żywności i energii?



- Konsumpcję w 2015 roku będą w dalszym ciągu wspierać czynniki „egzogeniczne”, których rolę w zainicjowaniu ożywienia w 2013 roku akcentowaliśmy wielokrotnie.
- Po pierwsze, obniżki stóp procentowych NBP, poprzez kanał rynkowych stóp procentowych, będą zmniejszać koszty bieżącej obsługi zadłużenia gospodarstw domowych (bądź przyspieszać spłaty – poprawa bilansów gospodarstw jest również istotnym czynnikiem).
- Po drugie, elementy koszyka konsumenckiego, których ceny są zasadniczo niezależne od popytu (energia, żywność), pozostaną relatywnie tanie. W stosunku do trendów sprzed 2013 roku, ceny te są niższe o 9-29%.

Polska – od spowolnienia do przyspieszenia



- Reasumując, 2015 powinien być rokiem stymulacji i przyspieszenia polskiej gospodarki, które powinny być widoczne szczególnie w danych kw/kw.
- W efekcie, wzrost PKB znajdzie się powyżej trendu, który obecnie można szacować na ok. 2,5% r/r (bądź 0,6% kw/kw). Dodatkowy popyt wynikający z inwestycji infrastrukturalnych, luzowania monetarnego i ilościowego, oraz pozytywnych efektów zewnętrznych odżywiania europejskiej gospodarki, powinien nadać polskiej gospodarce wigoru.
- Oczekujemy, że na koniec 2015 roku wzrost gospodarczy przekroczy 4%.

PROGNOZY

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PKB	%	4.5	2.0	1.6	3.0	3.5	3.5	3.3	3.3
Popyt krajowy	%	3.8	-0.1	0.0	3.4	3.8	3.9	3.4	4.3
Inwestycje	%	8.5	-1.6	-0.2	7.0	8.7	7.0	6.0	6.0
Konsumpcja prywatna	%	2.6	1.3	0.8	2.5	2.0	2.5	2.5	2.5
Inflacja CPI (średnia)	%	4.3	3.7	0.9	0.2	1.2	2.0	2.5	2.5
Inflacja CPI (na koniec roku)	%	4.6	2.4	0.7	0.3	1.2	2.0	2.5	2.5
USD/PLN (koniec roku)	%	3.45	3.09	3.02	3.32	3.33	3.33	3.33	3.33
USD/PLN (średnia)	%	3.08	3.19	3.18	3.17	3.31	3.33	3.33	3.33
EUR/PLN (koniec roku)	%	4.47	4.08	4.15	4.15	4.00	4.00	4.00	4.00
EUR/PLN (średnia)	%	4.22	4.14	4.22	4.17	4.04	4.00	4.00	4.00
CHF/PLN (koniec roku)	%	3.67	3.38	3.39	3.43	3.28	3.25	3.20	3.20
CHF/PLN (średnia)	%	3.42	3.44	3.45	3.44	3.32	3.27	3.21	3.20
LIBOR CHF 3M (średnia)	%	0.11	0.06	0.02	0.02	0.02	0.02	0.38	1.31
LIBOR CHF 6M (średnia)	%	0.16	0.15	0.08	0.05	0.02	0.02	0.46	1.38
WIBOR 3M (średnia)	%	4.66	4.78	2.88	2.46	1.72	2.10	2.72	2.72
WIBOR 6M (średnia)	%	4.76	4.78	2.88	2.54	1.74	2.12	2.74	2.74
EURIBOR 3M (średnia)	%	1.42	0.46	0.24	0.23	0.20	0.20	0.63	1.63
EURIBOR 6M (średnia)	%	1.63	0.61	0.27	0.26	0.20	0.21	0.75	1.72
USD LIBOR 3M (średnia)	%	0.38	0.40	0.26	0.24	0.48	2.00	3.31	3.50
USD LIBOR 6M (średnia)	%	0.56	0.65	0.39	0.30	0.59	2.22	3.38	3.50
Stopa repo NBP (koniec roku)	%	4.50	4.25	2.50	1.75	1.50	2.25	2.50	2.50
Stopa bezrobocia (koniec roku)	%	12.5	13.4	13.4	12.2	12.0	11.5	11.5	11.5

Niniejsza publikacja została przygotowana w celu promocji i reklamy zgodnie z definicją zawartą w paragrafie 9, ustęp 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20. listopada 2009 w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych. Opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, jednakże nie możemy gwarantować ich pełnej wiarygodności i kompletności. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają nasze opinie w dniu wydania raportu i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Informacje, na które powołują się w niniejszym opracowaniu autorzy niekoniecznie pozostają w zgodzie z opiniami mBanku S.A. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego i mają charakter wyłącznie informacyjny. Nie są zatem poradą, rekomendacją, ofertą dotyczącą kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych i nie należy ich tak traktować. Prognozy wskazane w niniejszym dokumencie nie gwarantują osiągnięcia zysków przez inwestora działającego na ich podstawie. mBank S.A. (lub jego pracownicy) może posiadać na rachunku własnym lub może zawierać transakcje kupna/sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszej publikacji. Autorzy oświadczają, że inwestor nie powinien działać wyłącznie na podstawie niniejszego opracowania, bez zasięgnięcia niezależnej profesjonalnej porady inwestycyjnej. Jakakolwiek odpowiedzialność mBanku S.A., jego zarządu, pracowników, współpracowników, kooperantów, agentów z tytułu podjęcia przez jakąkolwiek osobę działań lub zaniechań w związku z niniejszym opracowaniem jest wyłączona. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.