

Gospodarka i rynki w 2015 roku

Departament Analiz Ekonomicznych
(mBank Research)

Styczeń 2015



W telegraficznym skrócie

Poniżej prezentujemy najważniejsze elementy naszego scenariusza dla gospodarki i rynków finansowych na najbliższe 12 miesięcy.

GOSPODARKA GLOBALNA

- Oczekujemy kontynuacji ożywienia gospodarczego w USA. Dzięki historycznie niskim stopom faza ta może być najdłuższa (choć zdecydowanie najmniej dynamiczna) w okresie powojennym. Najbliższe kwartały to jednak ocena skutków umocnienia dolara, zmiana struktury ożywienia (zaczątki transferu od firm do gospodarstw domowych) i możliwość osłabienia inwestycji (patrz sektor naftowy), a nawet wyników finansowych firm.
- Strefa euro nie jest zdolna w średnim okresie do generowania wzrostu gospodarczego w tempie porównywalnym do innych państw rozwiniętych. Niemniej jednak impuls, jakim jest osłabienie euro, w połączeniu z poprawiającym się optymizmem konsumentów i (dzięki działaniom ECB) końcem *credit crunch* może być dalszą podbudową do szczytkowego, cyklicznego przyspieszenia. Głównym motorem wzrostu w strefie euro jest i będzie konsumpcja, która rośnie obecnie w tempie przekraczającym 1% (ciągle mało w porównaniu do innych DM) i będzie wspierana niższymi cenami paliw. Istotne przyspieszenie wzrostu mógłby zapewnić dopiero impuls fiskalny/infrastrukturalny (to rozstrzygnięte zostanie w II połowie roku).
- Deflacja (strefa euro) lub niska inflacja utrzyma się w krajach rozwiniętych przez cały 2015. Zjawisko to będzie potęgowane przez kryzys EM (ten kryzys już trwa) i niskie ceny ropy (determinacja OPEC do unicestwienia produkującego drożej amerykańskiego sektora łupkowego). Dodatkowym ryzykiem deflacyjnym jest możliwość dewaluacji juana w odpowiedzi na dalszy spadek tempa wzrostu gospodarczego i konkurencyjności Chin.
- Niska inflacja, mocny dolar i obniżające się długookresowe tempo wzrostu gosp. w USA powinny znacząco ograniczyć skalę normalizacji stóp przez Fed (zacieśnienie podyktowane w dużej mierze czynnikami ideologicznymi może być symboliczne).
- Europejskie QE przede wszystkim stabilizuje system finansowy i (wymuszając realnie ujemne długookresowe stopy w euro) trajektorię długu do PKB. Nie wygeneruje ono ani dostatecznie silnego wzrostu gospodarczego, ani inflacji. Stąd nie będzie ono ostatnią rundą poluzowania ilościowego w Eurolandzie.
- Rentowności na rynkach bazowych (zwłaszcza w Europie) pozostaną przez cały 2015 rok historycznie niskie. W I połowie szczególnie silne będzie oddziaływanie spadającej inflacji i ryzyk dla ożywienia (Chiny, Rosja, sektor łupkowy). W II połowie 2015 bardziej prawdopodobny tzw. *bearish flattener* w USA powiązany z inicjalizacją normalizacji stóp procentowych zmieniającą mechanikę rynku stopy procentowej (odwrót części inwestorów od obligacji w kierunku niezerowo oprocentowanych depozytów). Wzrost rentowności w USA będzie ograniczony oczekiwaniami co do niższego tempa długookresowego wzrostu gospodarczego i docelowego poziomu stóp procentowych. Wpływ na rentowności w strefie euro będzie ograniczony.
- Ekspansja bilansu ECB i (choć nie bez przeszkód) kurs na normalizację w USA, powinny dalej wspierać spadki EURUSD. Cel minimum to parytet.

W telegraficznym skrócie

GOSPODARKA POLSKA

- W 2015 oczekujemy 3,5% tempa wzrostu polskiego PKB. Pierwsza połowa roku może być jeszcze stosunkowo mało dynamiczna (minima rocznej dynamiki PKB to IV kw. 2014 / I kw. 2015). Na sentymencie może ważyć umocnienie CHF. Materializować będą się dalsze spadki eksportu na Wschód w związku z recesją w Rosji. Trajektoria PKB będzie jednak rosnąca (w IV kw. 2015 wzrost powyżej 4%).
- Co najmniej utrzyma się obecne tempo wzrostu konsumpcji, do czego walnie przyłoży się mocny rynek pracy i wzrost dochodów (wzrost realnych płac, efekty dochodowe niższej inflacji i cen ropy).
- Nie widzimy powodu do wyhamowania dynamiki inwestycji. Płace relatywnie niskie na tle Europy (atrakcyjność Polski jako miejsca lokowania inwestycji rośnie), niskie stopy procentowe, popyt wewnętrzny silny, perspektywy wzrostu PKB poprawiają się = środowisko sprzyja kontynuacji inwestycji.
- Cykl wyborczy powinien pozwolić na przyspieszenie realizacji inwestycji infrastrukturalnych – przyspieszenie w budowie dróg jest teoretycznie planowane dopiero na 2016 rok, rosnąca trajektoria liczby kilometrów dróg w budowie sugeruje, że możliwości przesuwania środków w tym zakresie są znaczne.
- Przyspieszeniu wzrostu sprzyjać będzie ekspansywna polityka fiskalna (wykonanie budżetu 2014 to bufor, możliwa wpłata z zysku NBP, istotne oszczędności, do 0,5% PKB, pojawiły się w kosztach obsługi długu dzięki spadkowi rentowności obligacji).
- Deflacja utrzyma się przez większą część 2015. Dołek na poziomie ok. -1,5% dopiero przed nami. Splot czynników zewnętrznych (ropa, ceny żywności, kurs walutowy) z niską presją inflacyjną w kategoriach bazowych sprawi, że inflacja wzrośnie tylko nieznacznie do końca 2015.
- Poszukiwanie sprzeczności pomiędzy przyspieszającym wzrostem a niską, bieżącą inflacją nie ma sensu. Deflacja jest fenomenem o charakterze globalnym i to ustawia sentyment inwestorów i (z całym kontekstem europejskim i kosztami finansowania długu MF) wywiera presję na RPP. Oczekujemy obniżek w skali 50 plus (powinno być 100pb ale to może Radzie zająć więcej czasu).
- Minima rentowności SPW przed nami. Polskie obligacje wspierać będzie atrakcyjna realna rentowność i globalny trend wydłużania *duration* (przynajmniej w I połowie 2015, kiedy będziemy obserwować nowe minima globalnej i polskiej inflacji). Obowiązywać też nadal będzie paradygmat, jakoby polskie obligacje oferowały możliwość osiągnięcia dodatkowego zwrotu wobec obligacji ze strefy euro przy ograniczonym ryzyku (dla kraju satelity strefy euro punktem docelowym powinny być poziomy rentowności czeskie albo szwedzkie).
- Co do tendencji złoty powinien się umacniać. Wpływać na to będą najpierw wysokie realne stopy w Polsce, europejskie QE i możliwość instalacji *carry trades*, później - cykliczne przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Nie zapominajmy, że EURPLN to kurs implicite sterowany.
- Najważniejsze (zidentyfikowane) czynnika ryzyka dla rynków to: Ukraina (nowy „Majdan” albo otwarta wojna z Rosją), wzrost poparcia dla partii populistycznych w krajach strefy euro.

Gospodarka globalna

Ustabilizowanie systemu finansowego, ale tylko szczątkowe przyspieszenie w strefie euro. Kontynuacja ożywienia, ale i niższy wzrost długookresowy w USA. Deflacja, którą pogłębić może spowolnienie w Chinach.

Zapomnieliśmy, że jesteśmy w środku kryzysu EM. Generuje to deflację i napływ kapitału na rynki DM i quasi DM (patrz polski rynek długu).



— Indeks MSCI rynków wschodzących



— Indeks walut rynków wschodzących



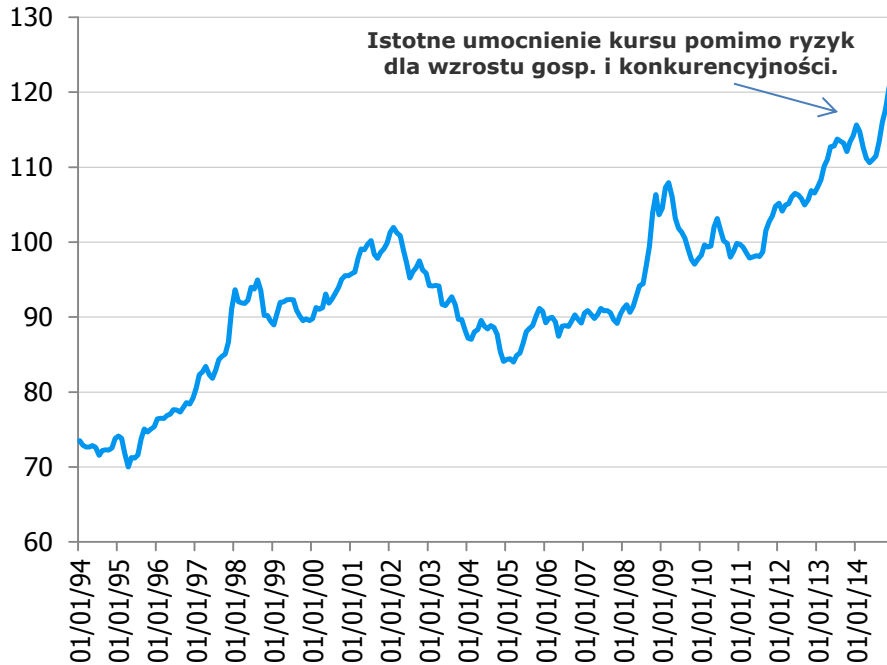
— Indeks cen surowców CCI



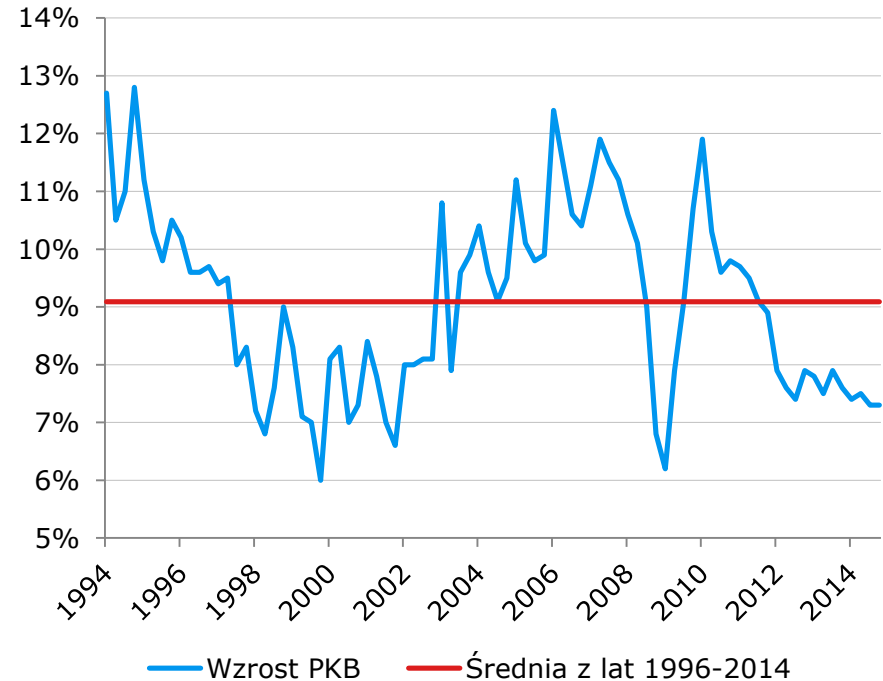
— Indeks obligacji iBoxx rynków wschodzących

Chiny. Ryzyko dalszej stymulacji przez stopy procentowe i dewaluację juana. Jeśli dewaluacja, to wylanie się kolejnej fali globalnej deflacji

Efektywny (ważony handlem) kurs juana.



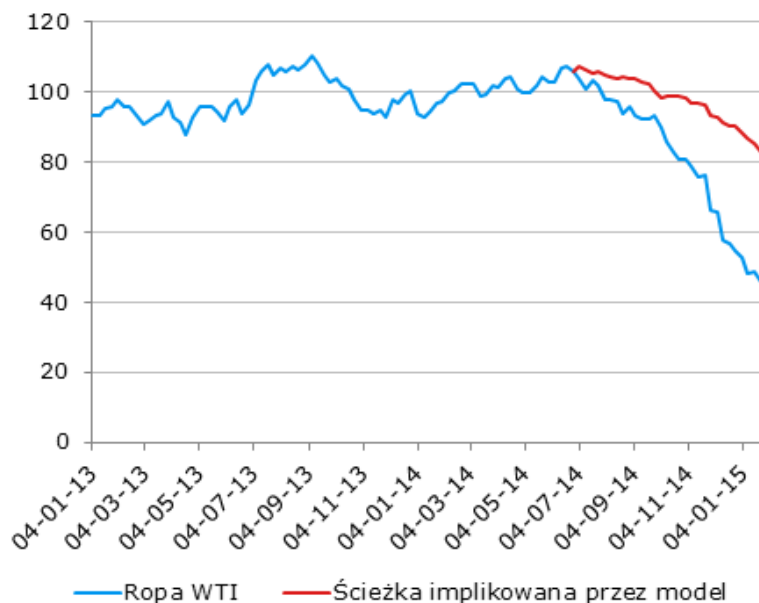
Wzrost gospodarczy historycznie



- Gospodarka zwolniła i równoważy się w zakresie struktury.
- Ręczne sterowanie stopami procentowymi ma zapewnić, że proces ten przebiegnie faktycznie w powolny i uporządkowany sposób.
- Chiny to największy przegrany (poprzez swój miękki *peg* do dolara) umocnienia amerykańskiej waluty (ale też osłabienia japońskiego jena). Pogarszająca się konkurencyjność (liczona na podstawie ważonego udziałami w handlu kursu) sugeruje wzrost ryzyka dewaluacji juana. To z kolei, poprzez skokowo tańszy eksport oznaczałoby wylanie się z Chin deflacji do krajów rozwiniętych.

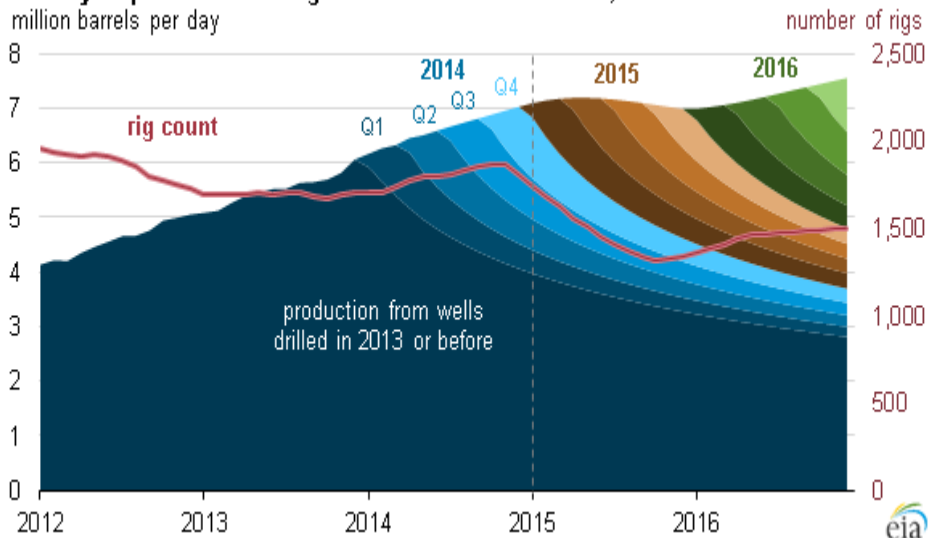
Ceny ropy naftowej niskie na najbliższe kwartały (a więc i niska inflacja w DM). Odbicie pod koniec 2015 do 60-65 USD za baryłkę.

Model cen ropy oparty na czynnikach (wartości odchyłone w dół sugerują rosnące znaczenie czynników podażowych dla spadku cen ropy).



EIA (2015): zmniejszenie liczby odwiertów, (na razie) niewielki wpływ na ograniczenie podaży.

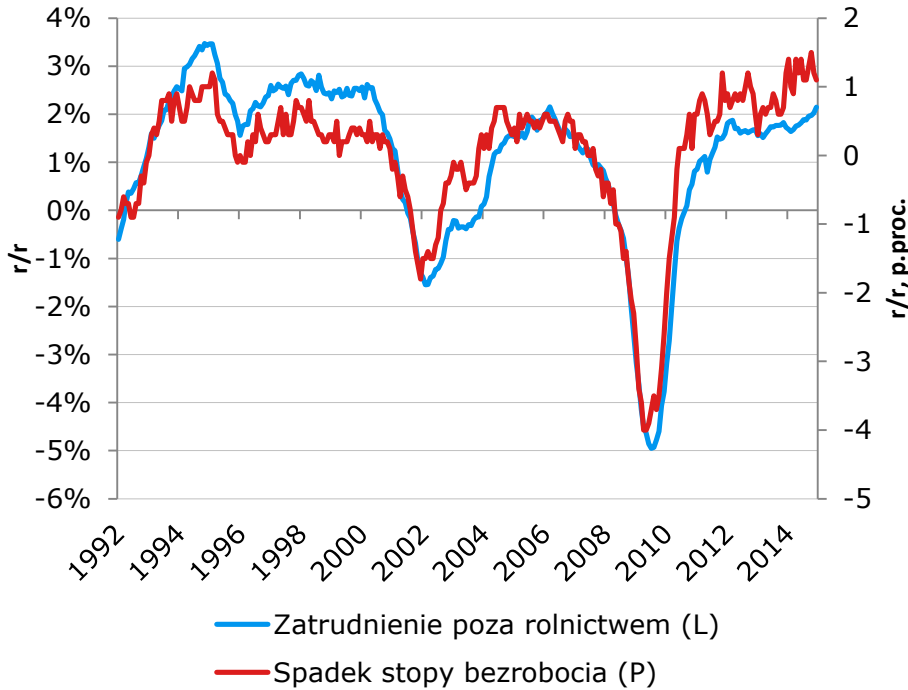
Monthly oil production and rig count in the Lower 48 states, 2012-16



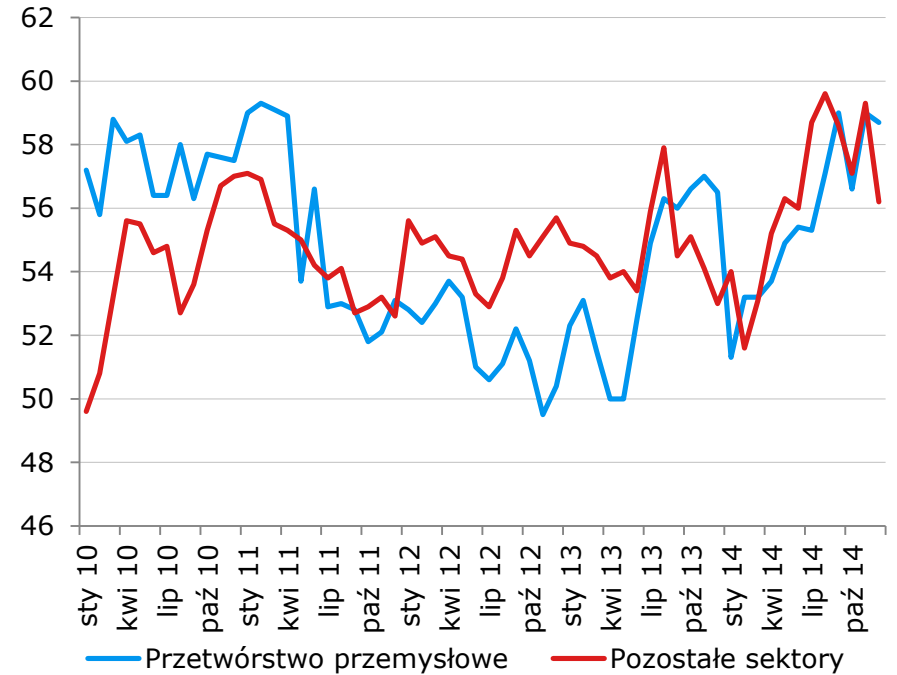
- Spadki cen ropy to w dużej mierze kwestia nadpodaży generowanej przez sektor łupkowy z USA. Wysoka elastyczność inwestycji w łupki sprawia, że przy ponownych wzrostach cen ropy naftowej inwestycje mogą się pojawiać, prowadząc do ponownego wzrostu podaży. Jedynym sposobem na wzrost cen (w perspektywie kilku-kilkunastu kwartałów) jest utrzymanie wysokiej produkcji przez kraje z niskimi kosztami wydobycia i utrwalenie obrazu niskich cen ropy, co powinno zniechęcić fundusze inwestycyjne do dalszych inwestycji w sektor łupków w USA.
- Determinacja OPEC (a właściwie Arabii Saudyjskiej) do niezmnieszenia produkcji i wyeliminowania podaży generowanej przez sektor łupkowy z USA jest duża. Stąd należy się liczyć z wydłużeniem na jeszcze 2-3 kwartały bardzo niskich cen ropy.
- Scenariusz nieco wyższych cen ropy pod koniec 2015 prawdopodobny, ponieważ redukcja podaży z USA może nastąpić dość szybko (krótki czas eksploatacji aktualnych odwiertów) zmniejszy się też podaż ze strony takich krajów, jak Nigeria, Rosja i Wenezuela, które ze względu na niedobór dewiz zaniedbują inwestycje w sektor naftowy.

Gospodarka amerykańska. Kontynuacja cyklicznego ożywienia.

Rynek pracy generuje nowe rekordy



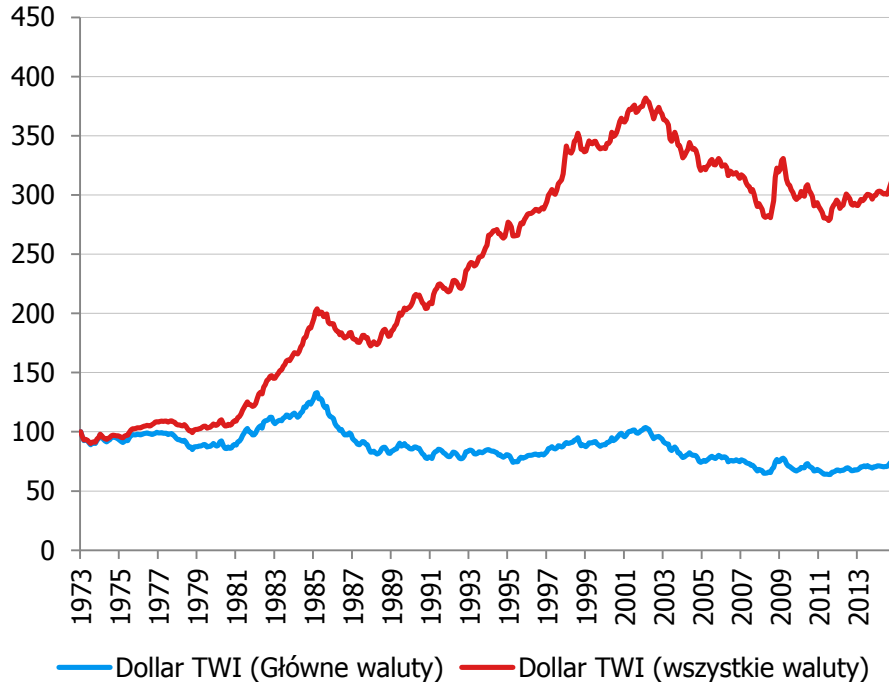
Koniunktura niezmiennie dobra lub coraz lepsza



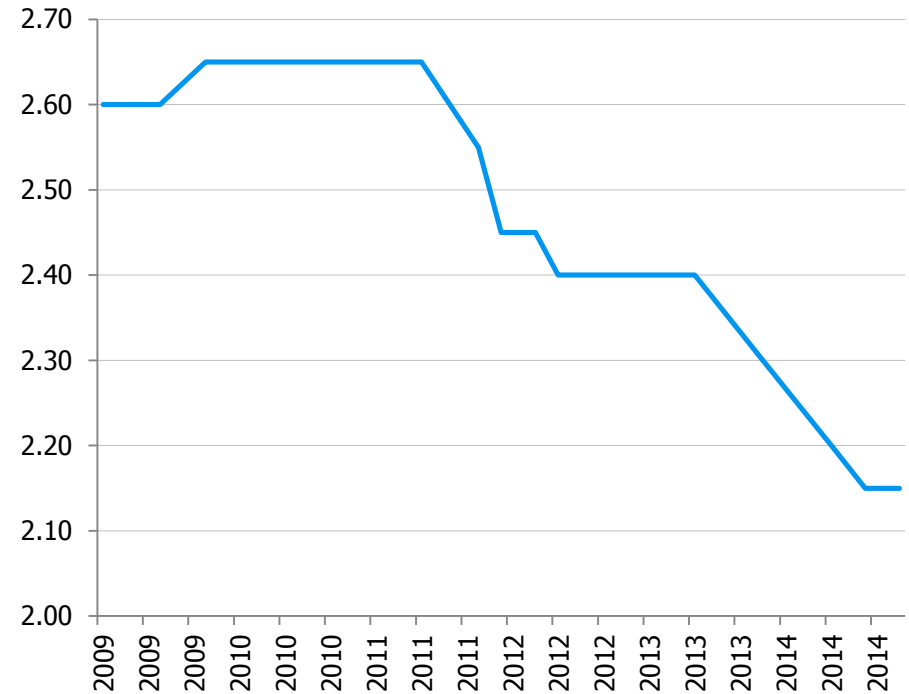
- Rynek pracy jest mocny, optymizm konsumentów rośnie dzięki poprawie sytuacji na rynku pracy i niższym cenom paliw (efekt dochodowy).
- Firmy zakończyły (lub są bardzo blisko zakończenia) etap odkupów własnych akcji i prawdopodobnie przygotowują się do nowego cyklu inwestycyjnego z uwagi na dobre perspektywy wzrostu oraz duże zasoby gotówki.
- Koniunktura w przemyśle i poza nim pozostaje wysoka. Poprawia się sytuacja na rynkach kredytowych. Pozytywne efekty generują zarówno niższe stopy procentowe jak i ogólny spadek ryzyka kredytowego.
- Przy niskich stopach procentowych i ostrożności Fed (a to zakładamy) szykuje się najdłuższa (ale i najmniej dynamiczna), powojenna wzrostowa faza cyklu gospodarczego. Zmieni się struktura ożywienia. Powinniśmy zobaczyć transfer od firm do gosp. domowych (na pierwszy ogień poszedł sektor łupkowy). To może ograniczyć też dynamikę wyników firm.

Czynniki ryzyka są jednak niezaprzeczalne: mocny dolar, spadek inwestycji w sektor łupekowy. Długookresowa tempo wzrostu prawdopodobnie niższe niż przed kryzysem.

W kategoriach TWI ostatnie umocnienie jest na razie niewielkie (8-10% w zależności od składu koszyka).



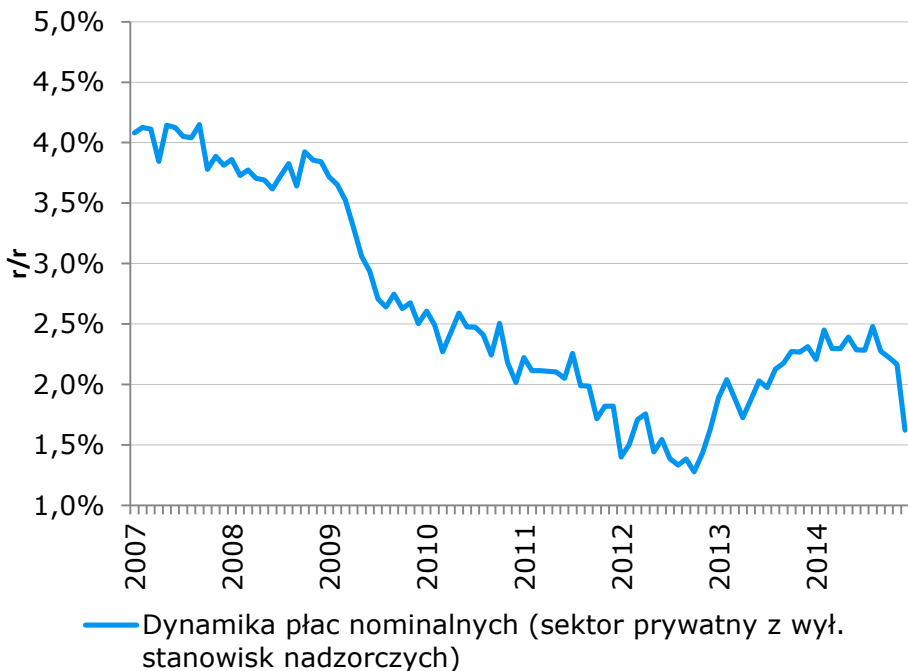
Spadek długoterminowego tempa wzrostu PKB w projekcjach FOMC postępuje.



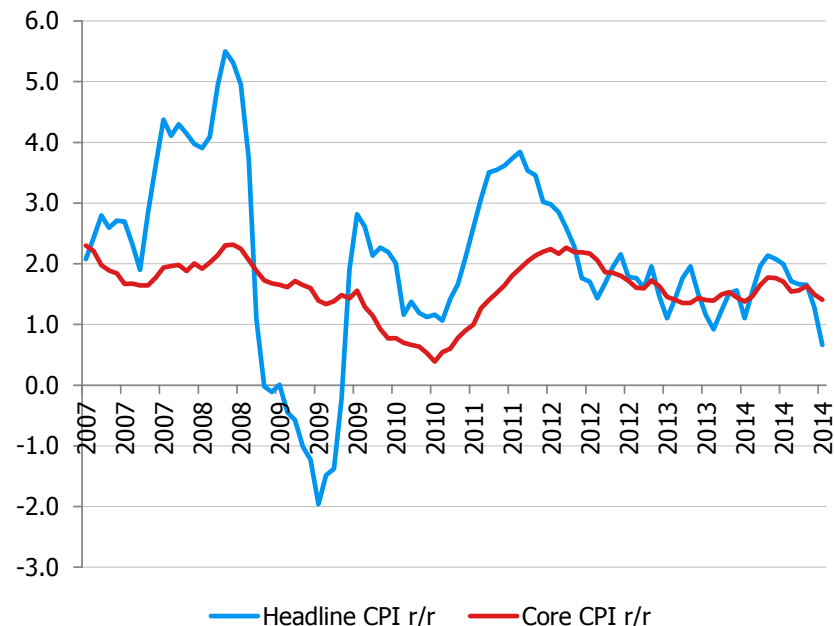
- Mimo, iż gospodarka amerykańska jest relatywnie zamknięta (teoretycznie kurs walutowy nie generuje automatycznego ograniczenia eksportu poprzez spadek konkurencyjności cenowej, z kolei mocny dolar generuje szereg efektów pozytywnych pośrednich w postaci braku presji na wzrost surowców i pozytywny efekt *terms of trade*), w modelach Fed i IMF ostatnie umocnienie dolara może odjąć od 0,6 do 1,0pp wzrostu gospodarczego. Możliwe rewizje prognoz wzrostu będą miały wpływ na sentyment rynków finansowych.
- Zagrożenie spadkiem inwestycji w sektorze naftowym jest jak najbardziej realne. Sektor ten nie stanowi znaczącej części gospodarki ale był niejako rdzeniem ożywienia po kryzysie finansowym. Wsparciem dla inwestycji ogółem powinny być inwestycje nie-energetyczne i rynek domów.

Fed dokona normalizacji polityki pieniężnej w II połowie 2015 roku. Może być ona jednak jedynie symboliczna.

Dynamika płac ciągle bardzo niska



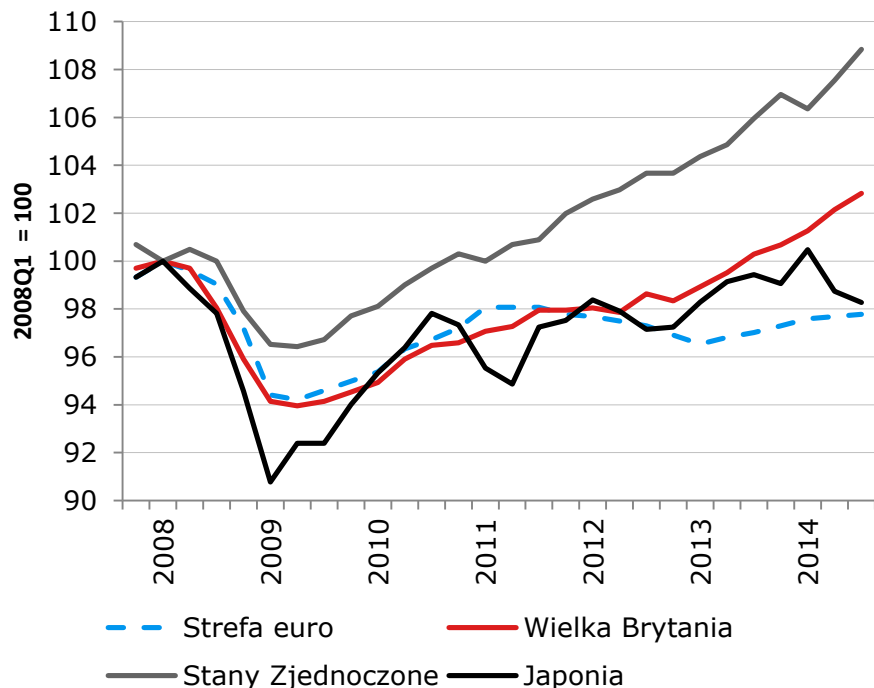
Miary inflacji spadają i jeszcze spadną, w dłuższym terminie wyzwoli to efekty dochodowe. W krótkim oddali oczekiwania na podwyżki.



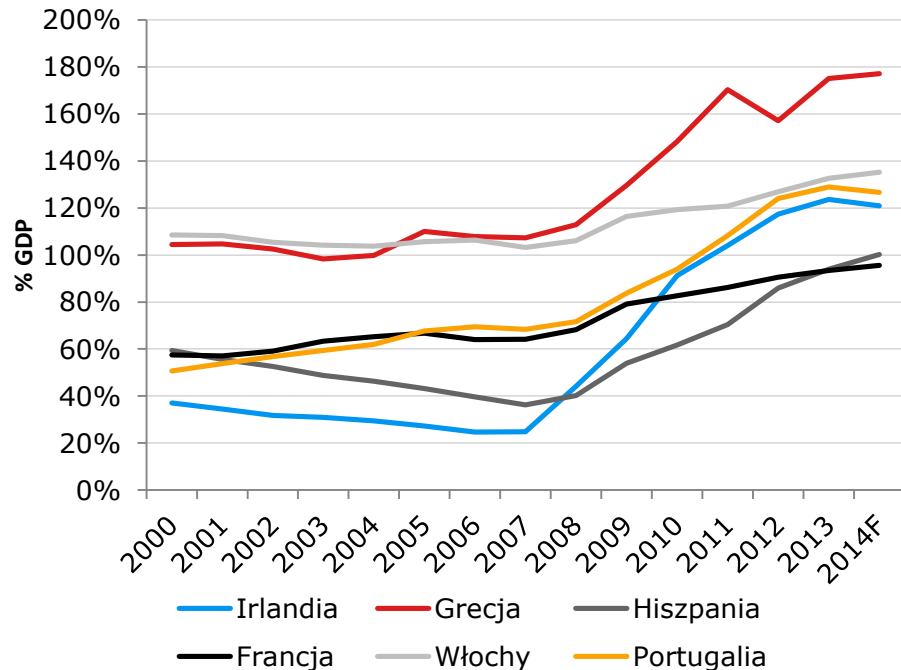
- Zacieśnienie rynku pracy, solidny wzrost i środowisko korzystne dla konsumpcji to przesłanki za zacieśnieniem polityki pieniężnej. Niska inflacja generowana przez czynniki podażowe (niskie ceny zbóż i żywności, ropa, nadpodaż używanych samochodów, niskie ceny bawełny wpływające na spadki cen odzieży) z dużym prawdopodobieństwem przełożenia w krótkim terminie także na inflację bazową to jedynie krótkookresowy szum, który Fed raczej potraktuje jako pozytywny szok podażowy niż przeszkodę w normalizacji stóp.
- Fed rozpocznie podwyżki stóp choćby na zasadzie ideologicznej w II połowie roku. Skalę podwyżek ograniczy mocniejszy dolar i niższe szacunki długookresowego tempa wzrostu.

Strukturalna słabość strefy euro będzie się utrzymywać.

Od czasu kryzysu strefa euro radzi sobie najgorzej w G4



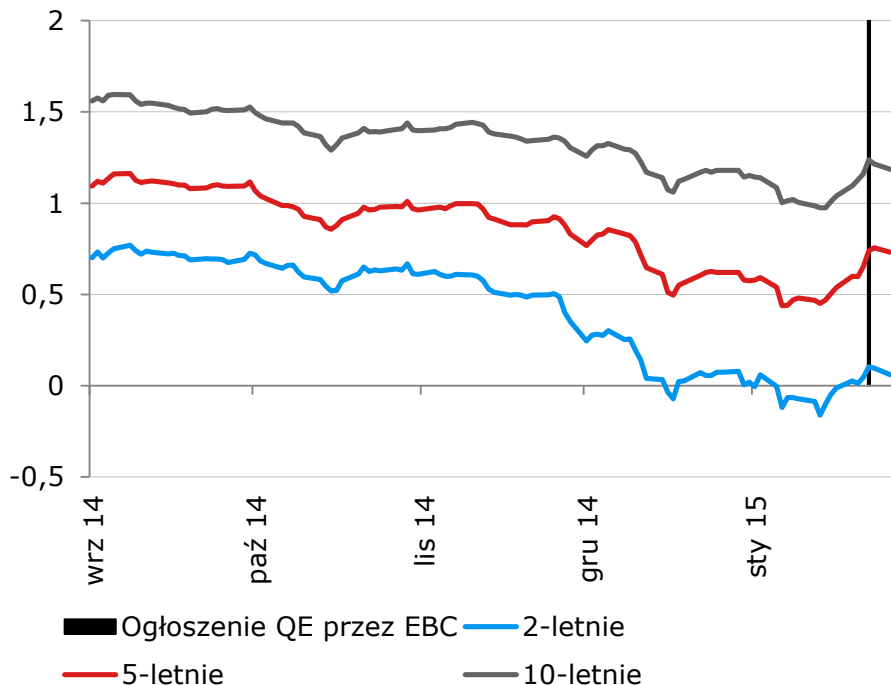
Zadłużenie sektora publicznego ciągle rośnie



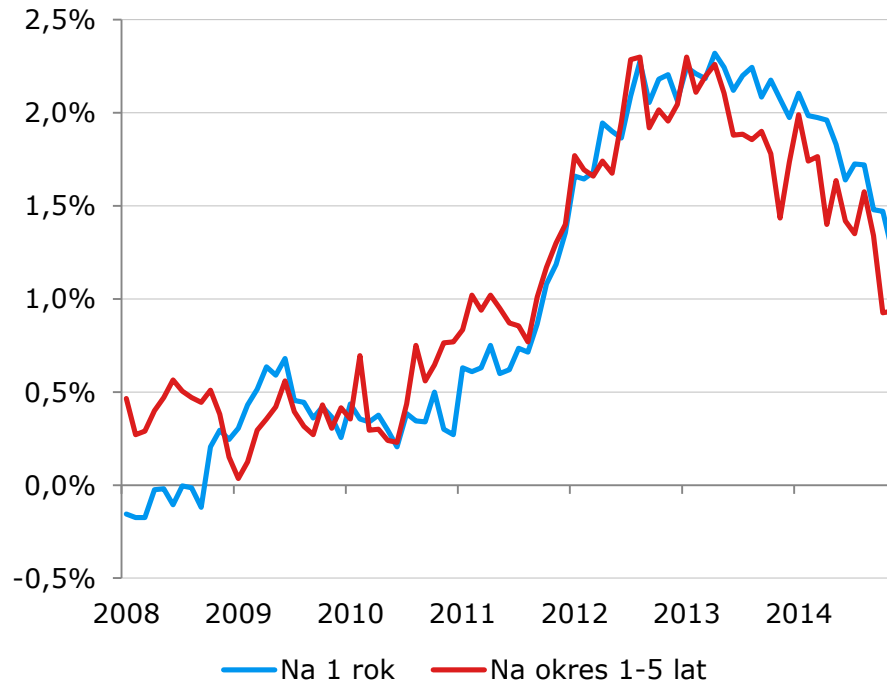
- Strefa euro nie jest zdolna w średnim okresie do generowania wzrostu gospodarczego w tempie porównywalnym do innych państw rozwiniętych. Ścieżka planowej, długoterminowej konsolidacji fiskalnej na razie tylko pogłębia efekty problemów strukturalnych.
- Tempo wzrostu nie przekraczające 1% (również w ujęciu nominalnym) stanowi najważniejsze zagrożenie dla stabilności fiskalnej państw peryferyjnych, które są zmuszane do jeszcze bardziej bolesnych konsolidacji. Stwarza to również presję na ECB, aby obniżać koszty obsługi zadłużenia.
- To tworzy bodźce dla banków, aby (przy strukturalnie ograniczonym popycie na kredyt) inwestowały w obligacje rządowe. Konsekwencją jest samonapędzająca się zależność niskich stóp procentowych i niskiego wzrostu. To jest kontekst w którym rozpatrywać będziemy wszelkie zmiany cykliczne.

QE to za mało, aby napędzić wzrost, czy wygenerować impuls inflacyjny, ale wystarczająco dużo, aby przywrócić stabilność systemowi finansowemu i ustabilizować trajektorię długu do PKB.

QE nie pobudziło oczekiwań inflacyjnych = rynek nie widzi wpływu programu na wzrost i inflację.



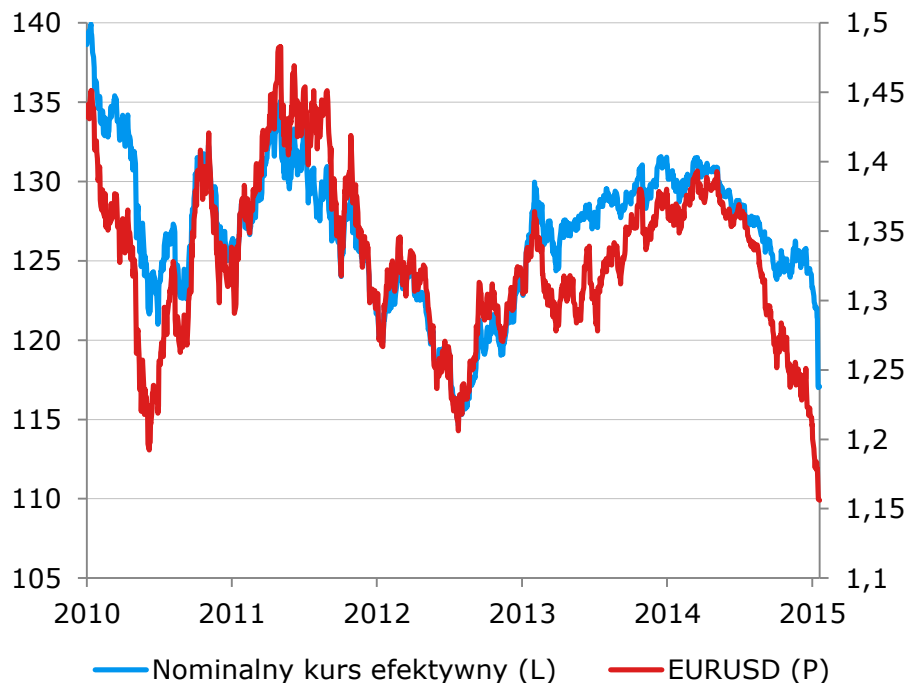
Oprocentowanie kredytów o wartości < 1 mln EUR, różnica FRA/GER – ITA/SPA



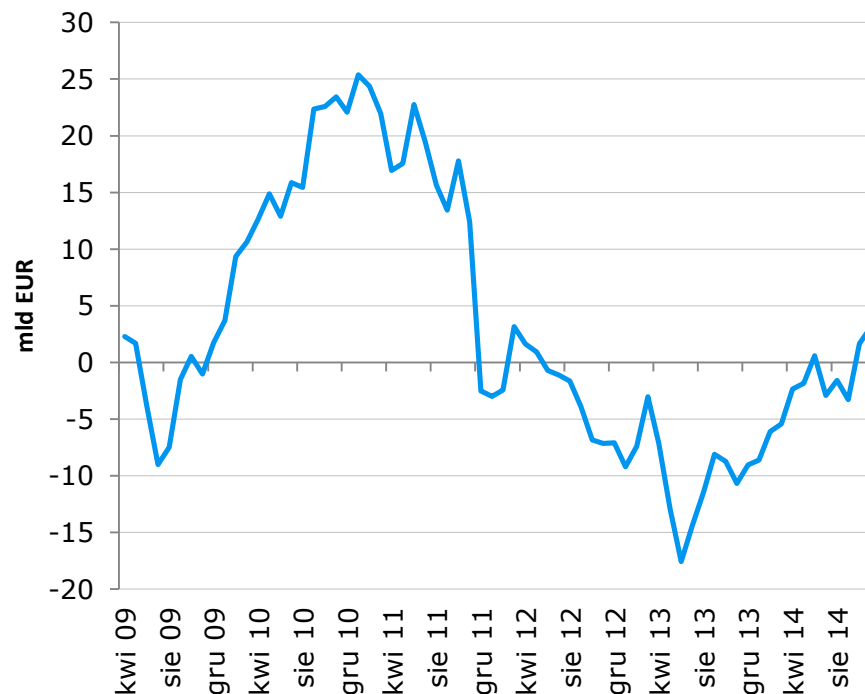
- Pod pewnymi względami EBC osiągnął przez ostatnie lata sukces. Warunki kredytowania przedsiębiorstw na peryferiach szybko się poprawiają, a po AQR banki raportują łagodzenie polityki kredytowej i wzrost zainteresowania ekspansją kredytu. Kanał kredytowy transmisji polityki pieniężnej zaczyna działać.
- ECB sięgając po QE chce zwiększyć bilans przynajmniej do 3 bln euro. Oczekiwany efekt: dalsze osłabienie kursu euro (był za mocny dla peryferii), poprawa płynności, rozszerzenie działania kanału kredytowego, zmniejszenie kosztów obsługi zadłużenia rządów i nadanie impulsu wzrostowego gospodarce europejskiej (tu jesteśmy bardzo ostrożni). Bez szerokiego poluzowania fiskalnego nie ma szans na powrót do wyższego tempa wzrostu gosp. z uwagi na słabą demografię i strukturalnie niski popyt.
- Oczekujemy, że QE wcale nie skończy się w 2016 i będą jego kolejne wznowienia (cel to uzyskanie negatywnych realnych rentowności długoterminowych obligacji na peryferiach). Nie wygeneruje ono również impulsu inflacyjnego. Jest jednak szansa na lokalne wzmocnienie pozytywnych czynników cyklicznych.

Przynajmniej szcążkowe, cykliczne odbicie w strefie euro w 2015.

Potężne osłabienie euro od maja 2014 r.



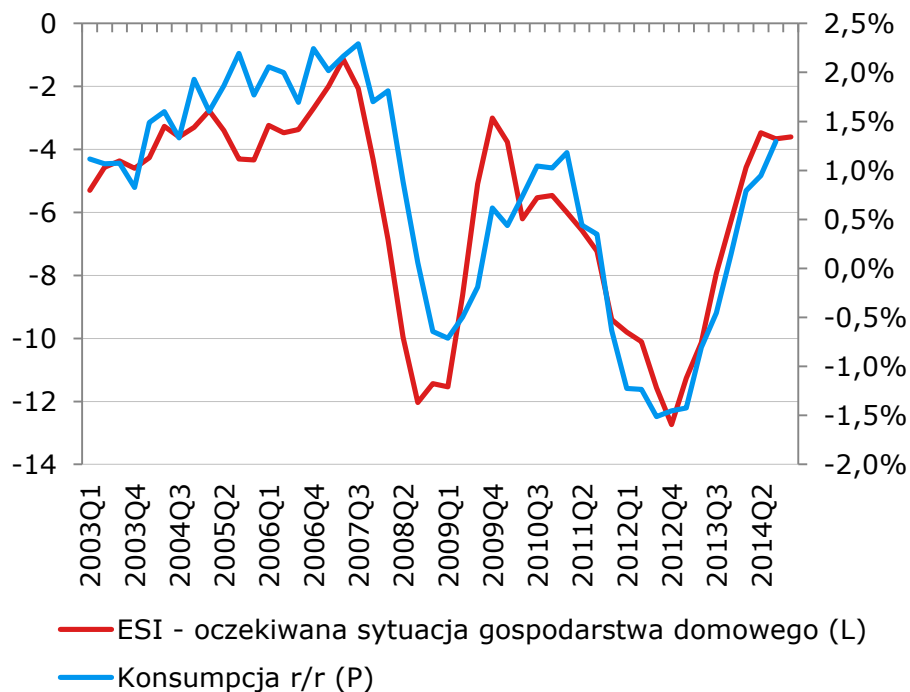
Credit crunch zakończył się



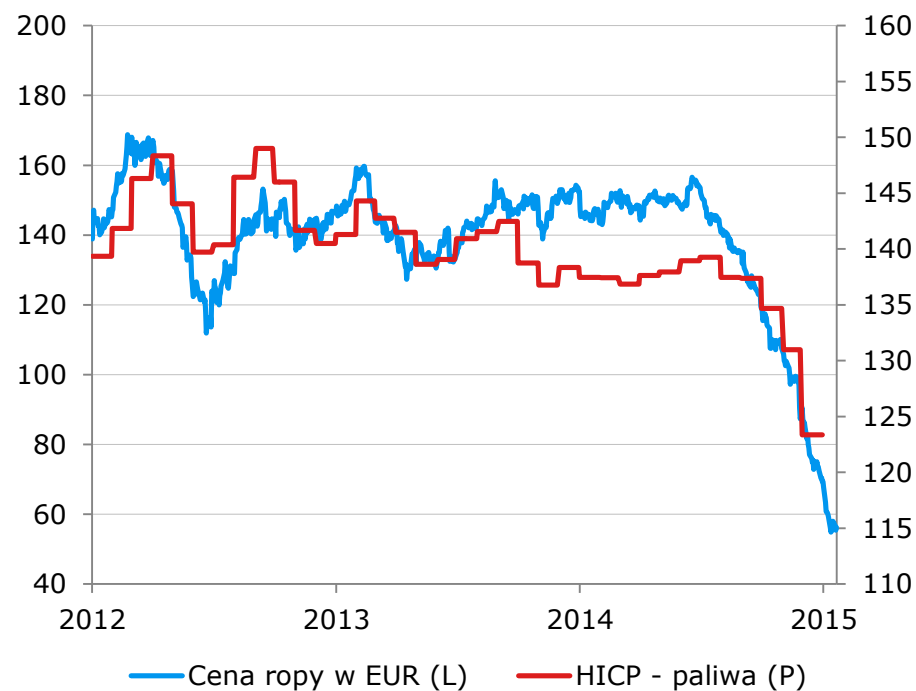
- Od maja 2014 roku euro w stosunku do dolara osłabiło się o 17%, a do koszyka walut o ok. 8%. Stanowi to wsparcie dla wzrostu gospodarczego rzędu 0,2-0,3% PKB.
- Od 2014 roku nie można już mówić o załamaniu kredytu w strefie euro – wartość kredytów udzielonych sektorowi niefinansowemu wzrosła po raz pierwszy od 2011 roku. W przypadku przedsiębiorstw głównym motywem zainteresowania kredytami są potrzeby inwestycyjne.

Nadal wzrost dużo niższy niż w pozostałych DM.

Konsumpcja nie jest obecnie problemem...



... a niskie ceny ropy tylko jej pomogą.

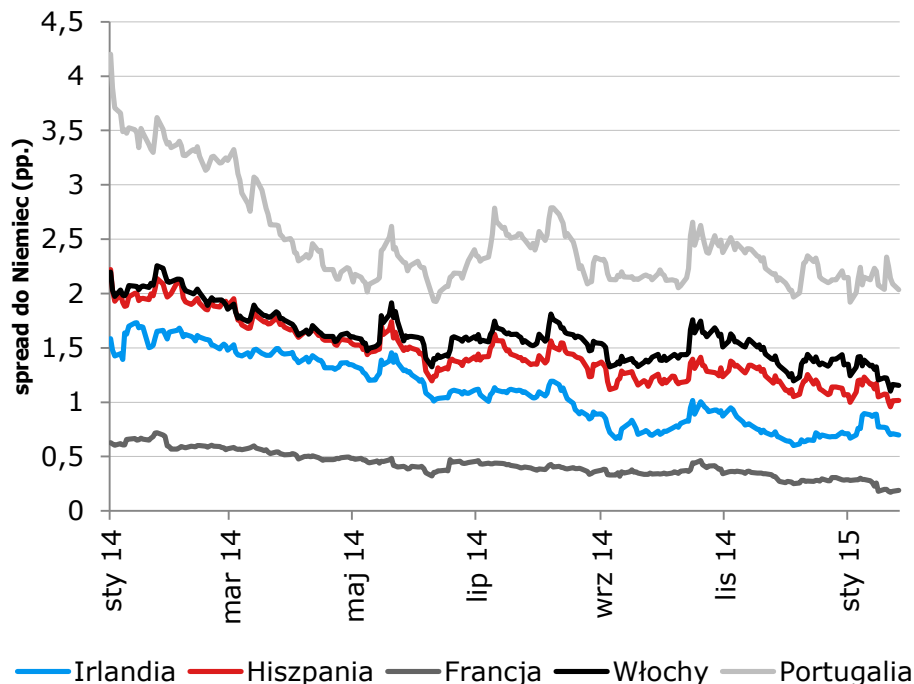


- Głównym motorem wzrostu w strefie euro jest konsumpcja, która rośnie obecnie w tempie przekraczającym 1% (ciągle mało w porównaniu do innych DM). Dobre nastroje konsumentów sugerują, że mocne wzrosty konsumpcji będą kontynuowane również w 2015 roku.
- Wsparcia konsumentom udzielą również niskie ceny ropy, których pełnego efektu nie zobaczyliśmy jeszcze w cenach detalicznych (podobnie, jak w Polsce). Efekt? Wyższy realny dochód rozporządzalny.

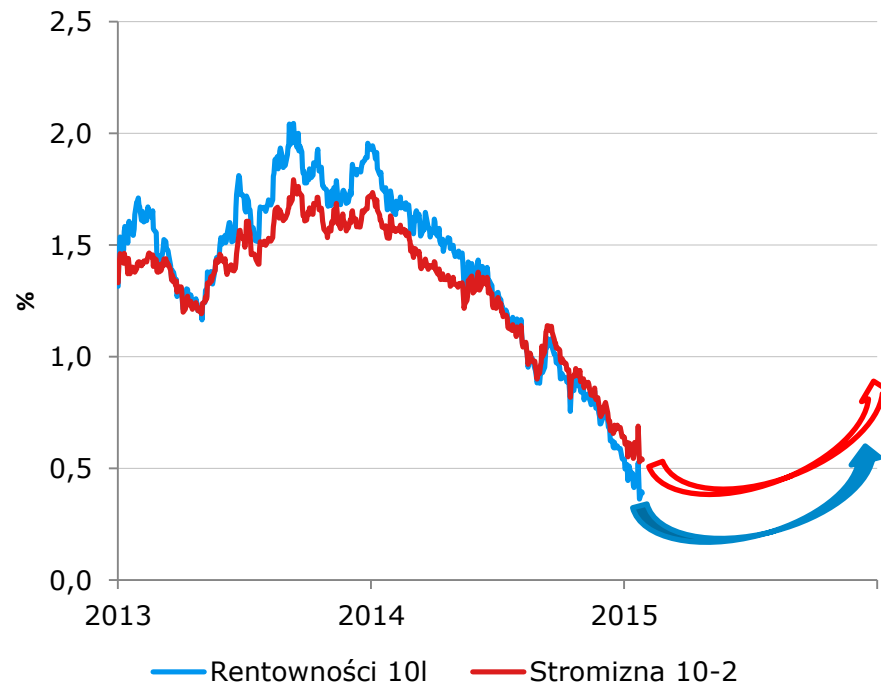
Globalne rynki finansowe

Obligacje. Ciągłe niskie rentowności na rynkach bazowych #1

Spready peryferia vs rdzeń skazane na dalsze zawężenie. Cel: poziomy sprzed kryzysu i realnie negatywne długie stopy mające zapewnić spadek długu



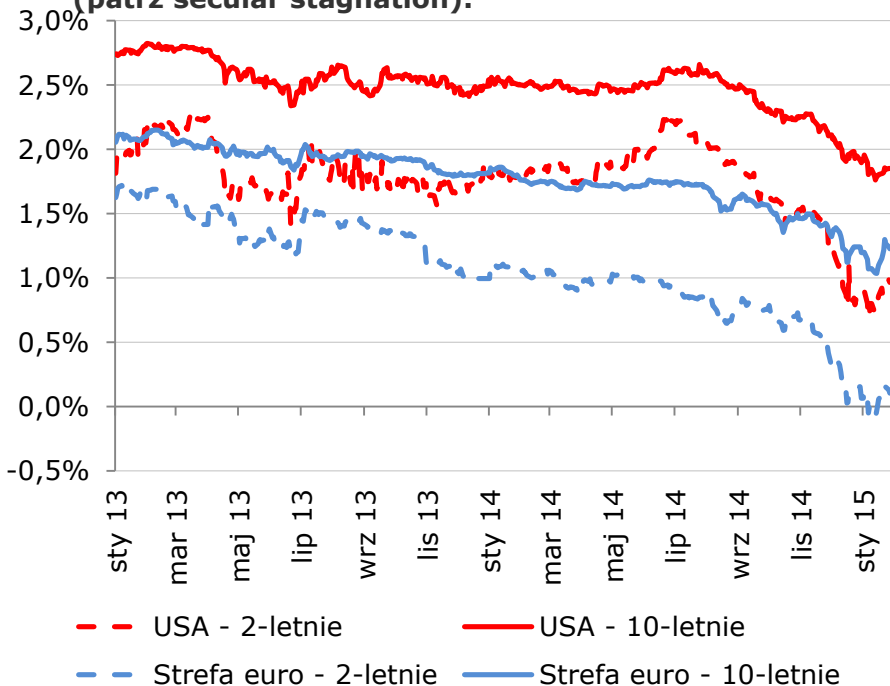
Rentowności bundów pozostaną niskie. Krzywa zaś relatywnie płaska (efekt strukturalnie słabego wzrostu i popytu na bezpieczne aktywa).



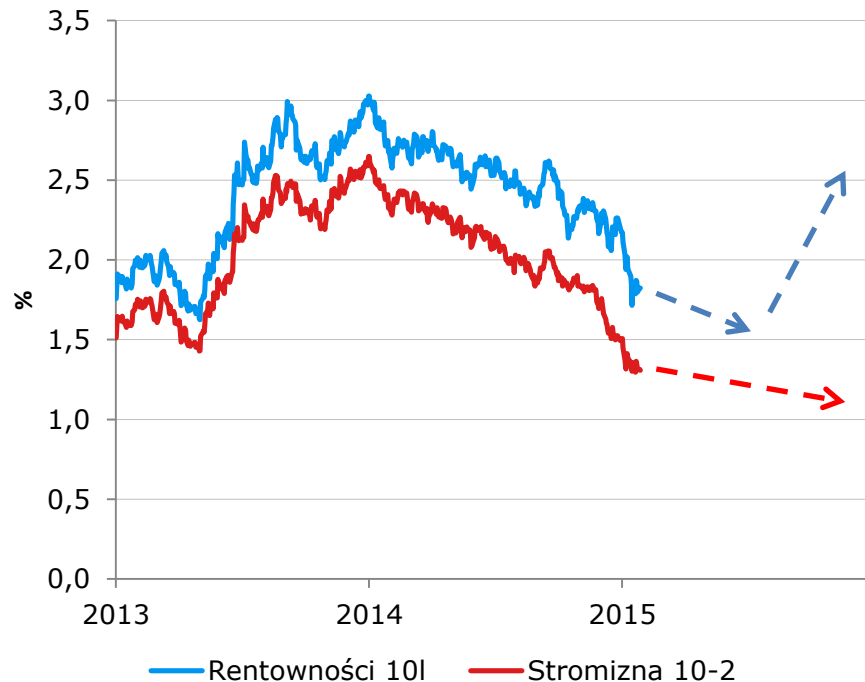
- Głównym tematem dla Europy będzie implementacja QE. Wiarygodność programu nie będzie zakwestionowana. Cel, jakim jest stabilizacja długu do PKB, osiągnięty będzie dzięki wygenerowaniu negatywnych długookresowych stóp procentowych. Efekty proinflacyjne QE będą jednak bardzo wątpliwe (tym bardziej, że przez cały 2015 rok strefa euro zmagająca się będzie z deflacją), stąd utrwalenie otoczenia niskich stóp procentowych i oczekiwania na kolejne rundy QE. Oznacza to dalszy spadek rentowności obligacji peryferii i dalsze zawężenie spreadów między peryferiami a rdzeniem (praktycznie do poziomów sprzed kryzysu euro).
- Rentowności bundów pozostaną na poziomach zbliżonych do obecnych (niskie emisje netto, ze względu na brak deficytu budżetowego w Niemczech, kryzys w EM ciągle generuje popyt na bezpieczne papiery). Umownie w drugiej połowie roku bundy mogą odzwierciedlać większą rolę czynników globalnych (patrz ruch krzywej dochodowości po normalizacji polityki Fed).

Obligacje. Ciągłe niskie rentowności na rynkach bazowych #2

Rynkowe oczekiwania inflacyjne. Niska inflacja = niskie stopy nominalne i ujemne długookresowe stopy realne (patrz secular stagnation).



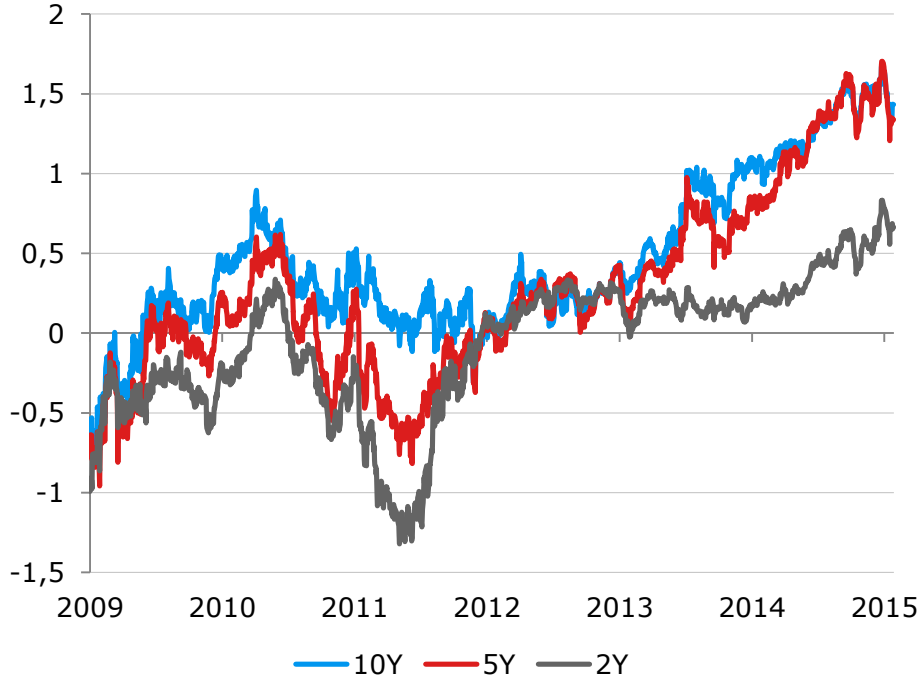
U-kształtna ścieżka rentowności w USA. Bearish flattener na krzywej.



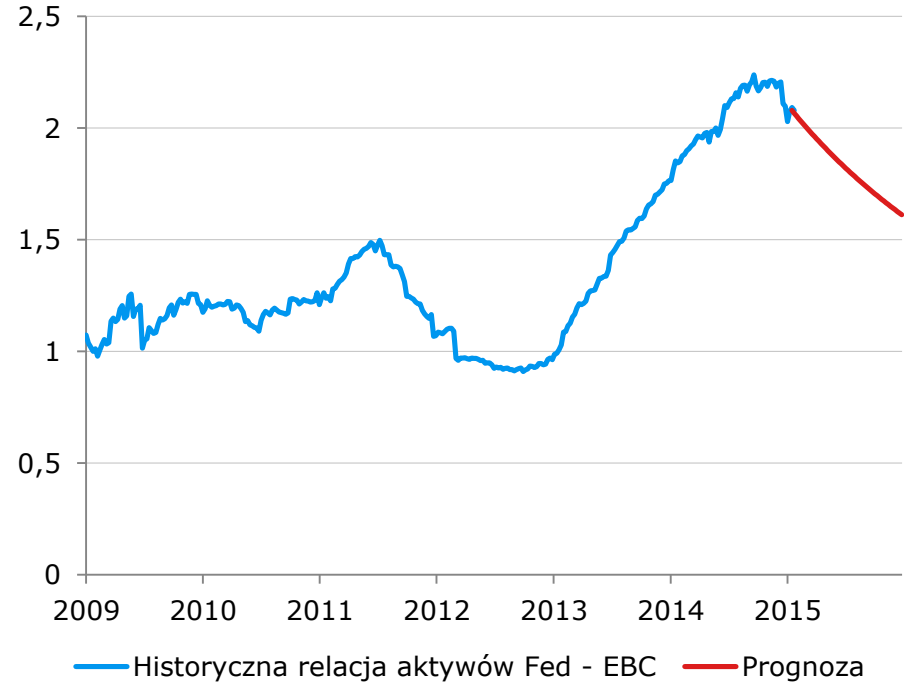
- Niska inflacja (dołek przed nami), brak wzrostu płac, mocny dolar i ryzyka płynące z taniej ropy (sektor łupkowy) będą szachowały wzrost stóp rynkowych w USA. W pierwszej połowie 2015 możliwe dalsze spadki rentowności.
- Krzywe dochodowości zaczepione w zerze są bardzo strome i mają to do siebie, że granie na wzrost rentowności jest bardzo kosztowne. Stąd wzrost rentowności w USA nastąpi praktycznie dopiero w momencie podwyżek stóp przez Fed. Nawet symboliczne podwyżki będą niemiłym zaskoczeniem zmieniając mechanikę rynku (przy niezerowych stopach skłonność do zwiększenia *duration* gwałtownie spada wśród inwestorów).
- W II połowie 2015 umiarkowany *bearish flattener* w USA, długi koniec rusza się w górę ale jest pod presją wylewania się popytu ze strefy euro (QE) i niepewnością dot. wysokości docelowej stopy procentowej (zapewne niższa niż przed kryzysem).

EURUSD. Parytet to scenariusz minimum.

Dysparytety 2,5,10 na obligacjach. Wartość dla inwestorów jest w dolarze, nie w euro.



Różnice w bilansach Fed i EBC.

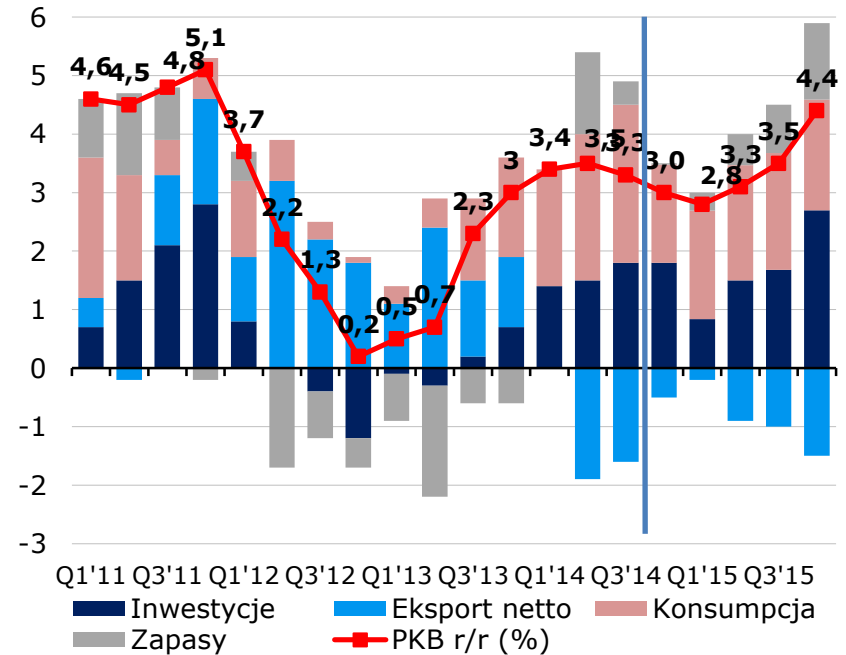
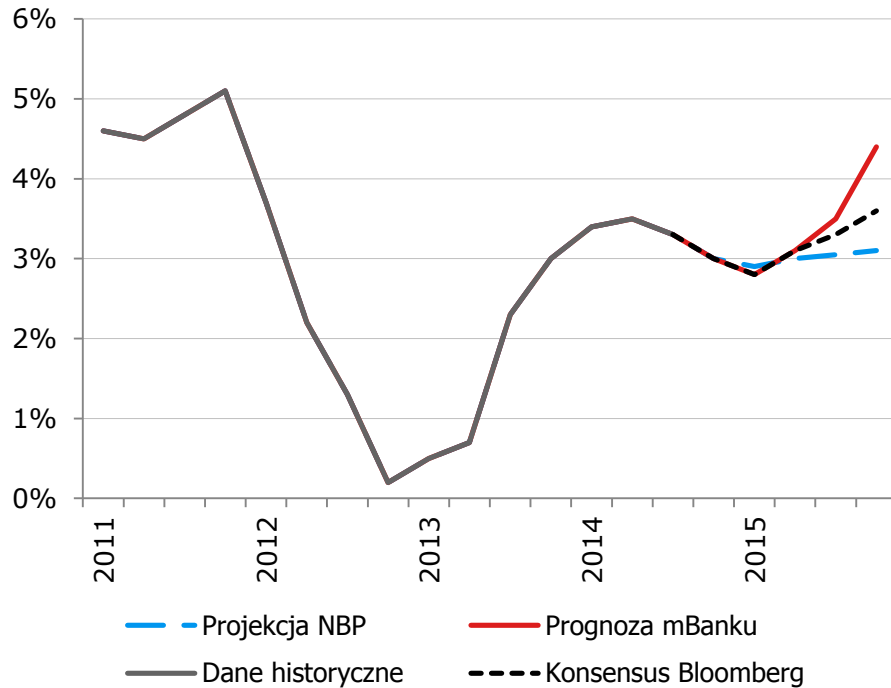


- QE i przyzwolenie na ujemne stopy procentowe (ECB będzie kupował nawet papiery o ujemnym YTM) w strefie euro. Brak natychmiastowej wiary w skuteczność programu poluzowania przekłada się na brak gry na cykliczną aprecjację EUR. Premia za niepewność (wybory na peryferiach) na wiele miesięcy wbudowana w kurs walutowy.
- Przygotowanie do normalizacji polityki pieniężnej w USA, zakończony program poluzowania ilościowego, możliwość wykorzystania narzędzi bilansowych w sytuacji nadmiernego wypłaszczenia krzywych w stosunku do intencji Fed.
- Skutkiem poszerzający się dysparytet stóp procentowych i różnica w masie pieniądza w obiegu i spadki EURUSD w kierunku parytetu.

Polska

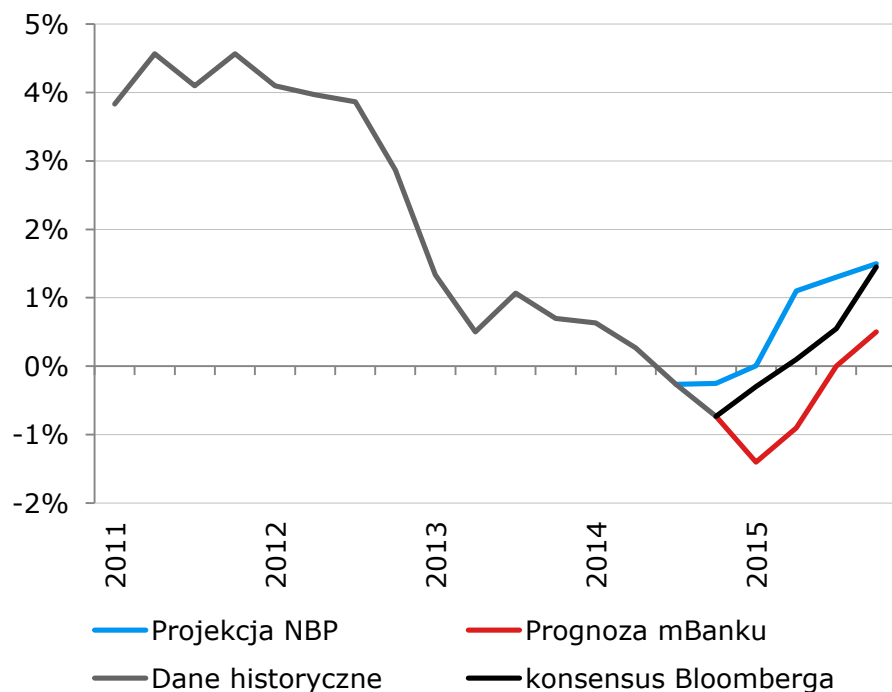
Umiarkowane przyspieszenie wzrostu. Dłuższa deflacja warunkowana (głównie) czynnikami globalnymi. RPP dalej tnie stopy, a inwestorzy muszą się przyzwyczaić do niskich rentowności obligacji (w ujęciu realnym to ciągle gratka).

Prognoza PKB. My vs. Konsensus.



- 2015 będzie rokiem stymulacji (z ciężarem przesuniętym na drugą połowę roku). Wewnętrznej: monetarnej i fiskalnej przed wyborami oraz dzięki przesunięciu wydatkowania środków wprzód z nowej perspektywy budżetowej UE. Zewnętrznej: ultra-ekspansywna polityka pieniężna ECB, (jakiś) szanse na poluzowanie fiskalnych cugli w całej Europie, niskie ceny ropy naftowej.
- Rok rozpoczynamy jednak z czynnikami ryzyka. Efekty deprecjacji kursu CHF/PLN dla konsumpcji prywatnej. Efekty deprecjacji rubla oraz wysokich stóp procentowych w Rosji jako bezpośrednie i pośrednie ryzyko dla eksportu.
- Trajektoria PKB będzie jednak rosnąca. W drugiej połowie roku negatywny wpływ czynników ryzyka powinien być więcej niż równoważony przez efekty dochodowe niskiej inflacji, niskich cen ropy naftowej, efekty stymulacji monetarnej w kraju i za granicą oraz bezpośrednią stymulację fiskalną.

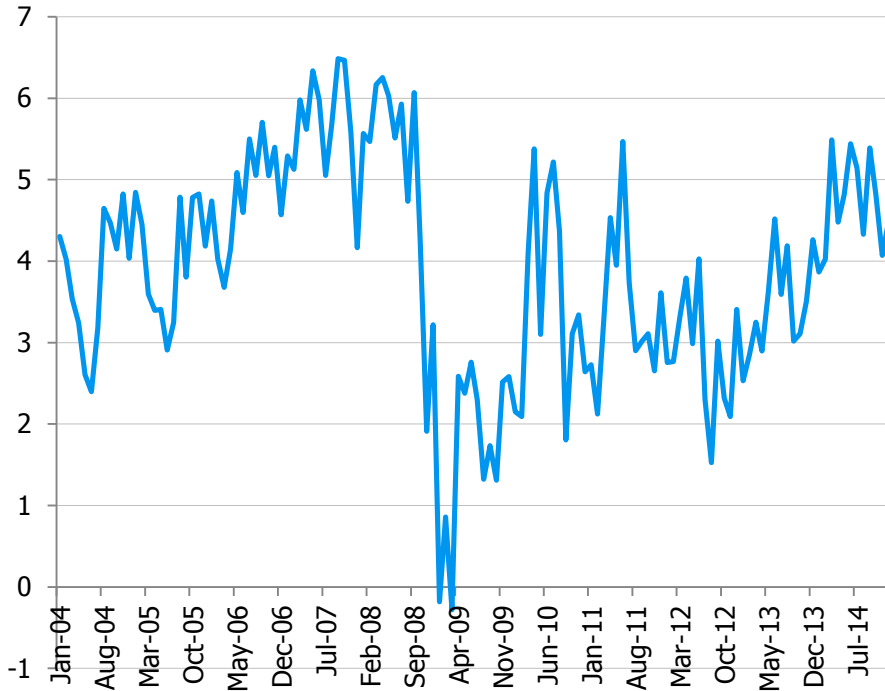
Deflacja (ujemna inflacja) głębsza i na dłużej.



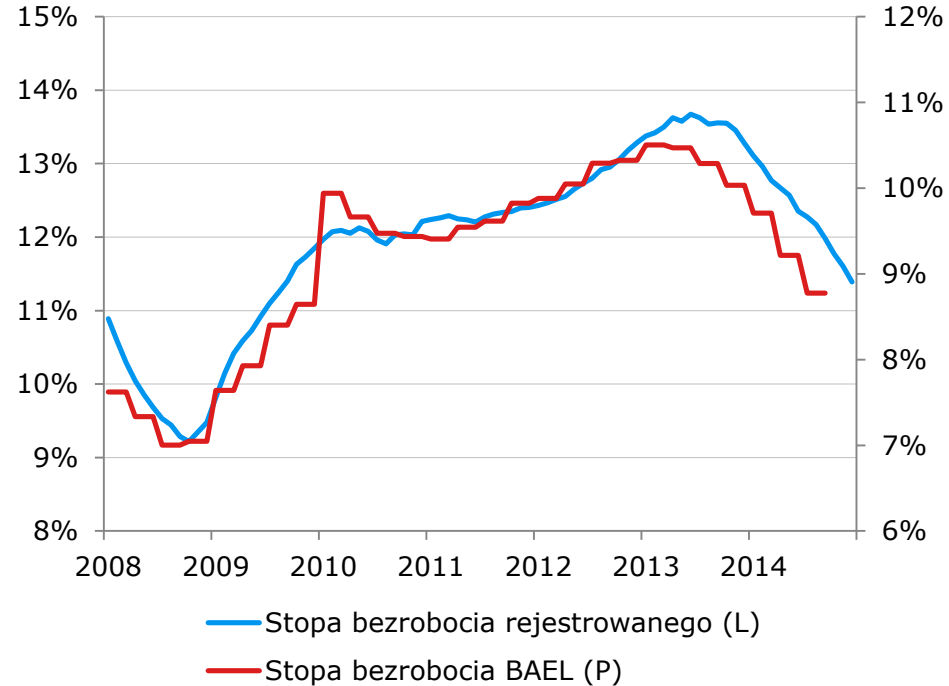
- Deflacja przez większą część 2015. Splot czynników zewnętrznych (ropa, ceny żywności, kurs walutowy) z niską presją inflacyjną w kategoriach bazowych sprawi, że inflacja wzrośnie tylko nieznacznie.
- Poszukiwanie sprzeczności pomiędzy przyspieszającym wzrostem a niską, bieżącą inflacją nie ma sensu. Deflacja jest fenomenem o charakterze globalnym i to ustawia sentyment inwestorów.

Rynek pracy pozostanie mocny. Wsparcie dla konsumpcji i inwestycji.

Tempo wzrostu PKB implikowane ze stopy bezrobocia.



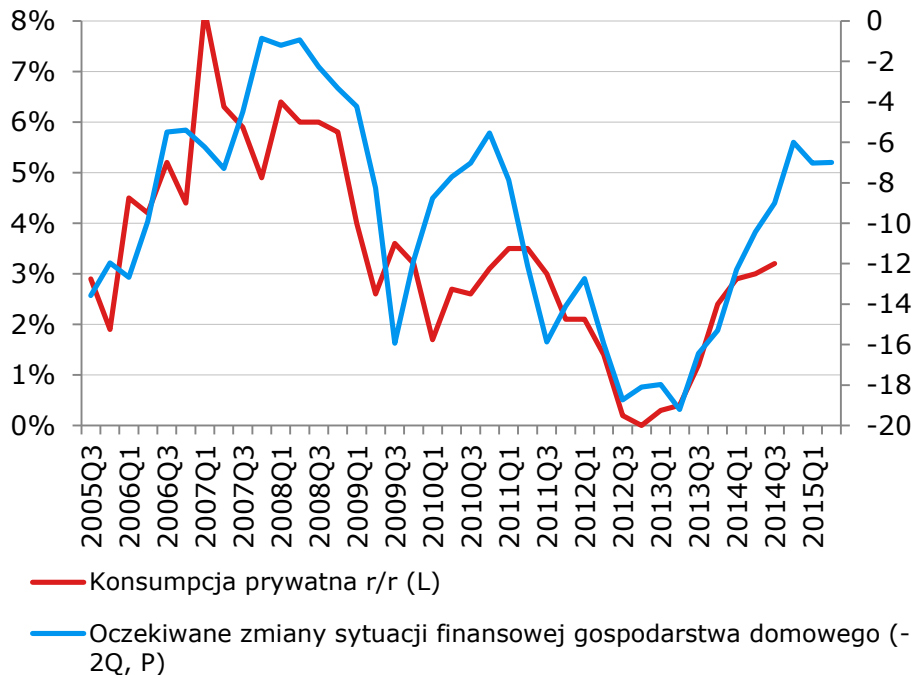
Mocny rynek pracy to nie sztuczka MPiPS. Dane BAEL potwierdzają silny spadkowy trend stopy bezrobocia.



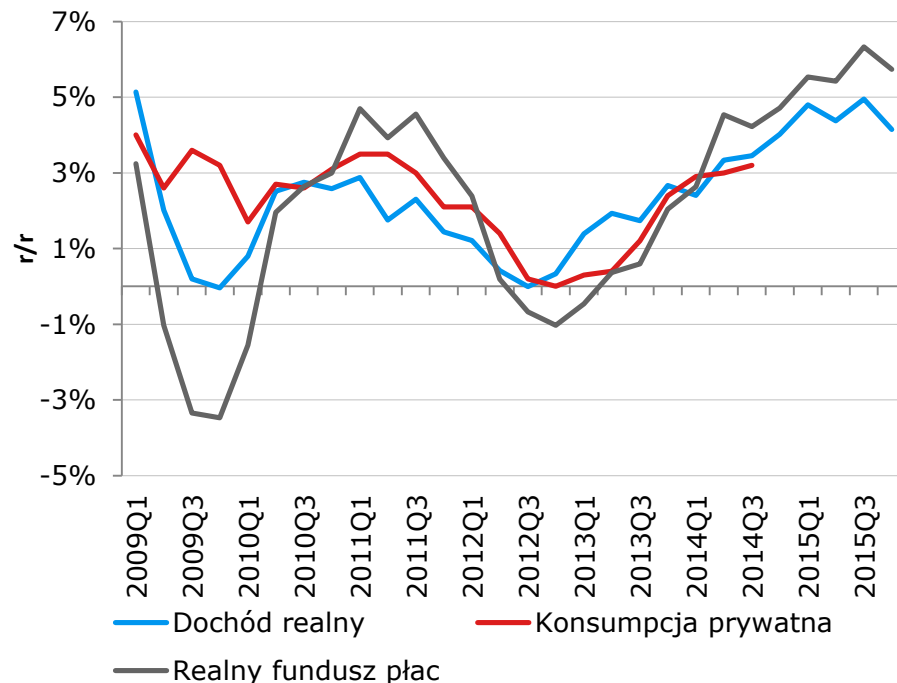
- Brak istotnych problemów strukturalnych. Eliminacja Rosji i *de facto* Turcji (przemiana w Państwo wyznaniowe, duże ryzyko polityczne, ISIS u południowych granic) przy niskich płacach nominalnych w porównaniu ze strefą euro sprawiają, że Polska pozostaje intratnym miejscem na lokowanie kapitału i wykorzystanie wciąż taniej siły roboczej (jeśli nie, to co tu robi Amazon?).
- Stopa bezrobocia spada jak gdyby gospodarka rosła w 5% tempie (a nie 3%). Zacieśnieniu rynku pracy sprzyja ograniczenie podaży pracy. Oczekujemy kontynuacji wzrostu zatrudnienia i płac. Nie widać jednak presji na płace nominalne – w ujęciu realnym jest już bardzo dobrze, co powinno ograniczać działanie tego kanału transmisji impulsów inflacyjnych nawet wśród najbardziej nagranych głów w RPP.

Oczekujemy przynajmniej stabilizacji tempa wzrostu konsumpcji.

Optymizm konsumentów na lokalnych maksimach



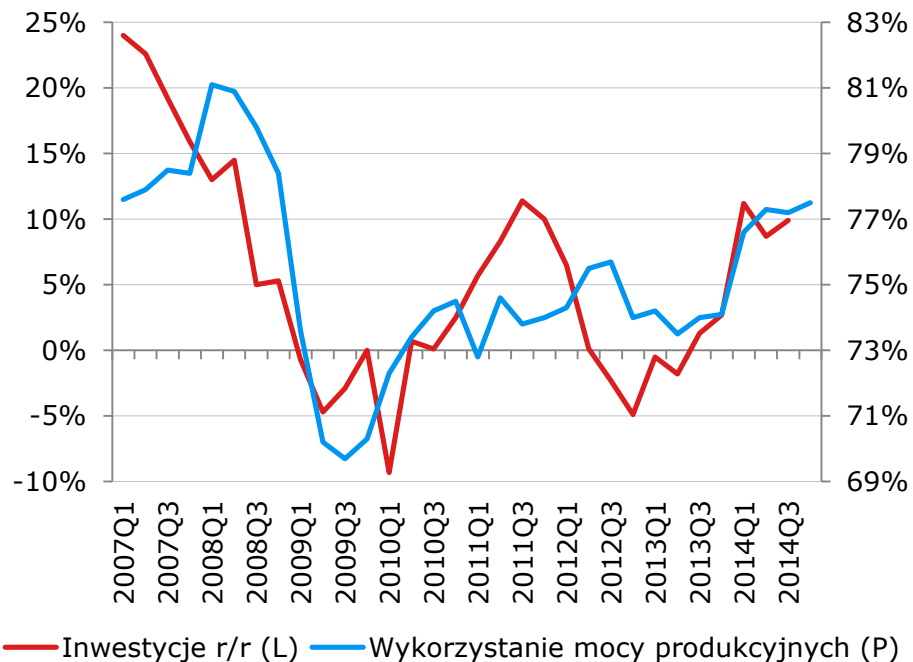
Realny fundusz płac we wzrostowym trendzie.



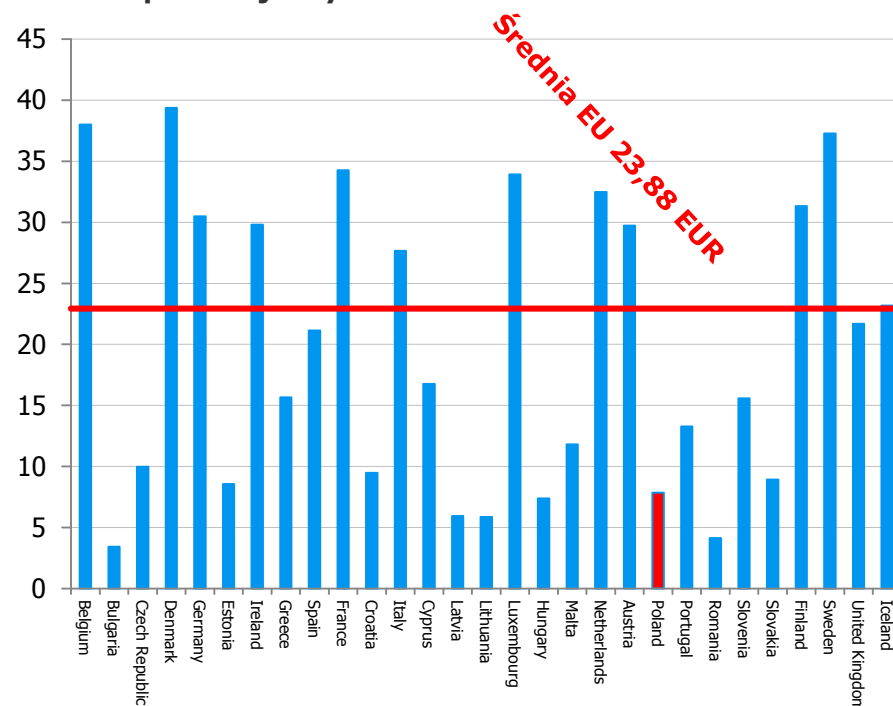
- Ostatnie kwartały to rekordowe wsparcie ze strony realnego funduszu płac uwidocznione w spożyciu usług, nie towarów. Mocny rynek pracy wspiera kontynuację dotychczasowej tendencji.
- Niższe ceny ropy naftowej (efekty dochodowe) to pozytywny wpływ na dynamikę PKB rzędu 0,4-0,6% (statycznie). Wyższe poziomy CHFPLN (jeśli się utrzymają) to czynnik hamujący rzędu 0,1% dla PKB (obliczenia nie biorą pod uwagę negatywnego wpływu na sentyment – w całym roku efekt ten powinien mieć marginalne znaczenie).

Brak przesłanek do wyhamowania (prywatnej) aktywności inwestycyjnej.

Wykorzystanie mocy wytwórczych nie daje podstaw do oczekiwania wyhamowania akt. inwestycyjnej.



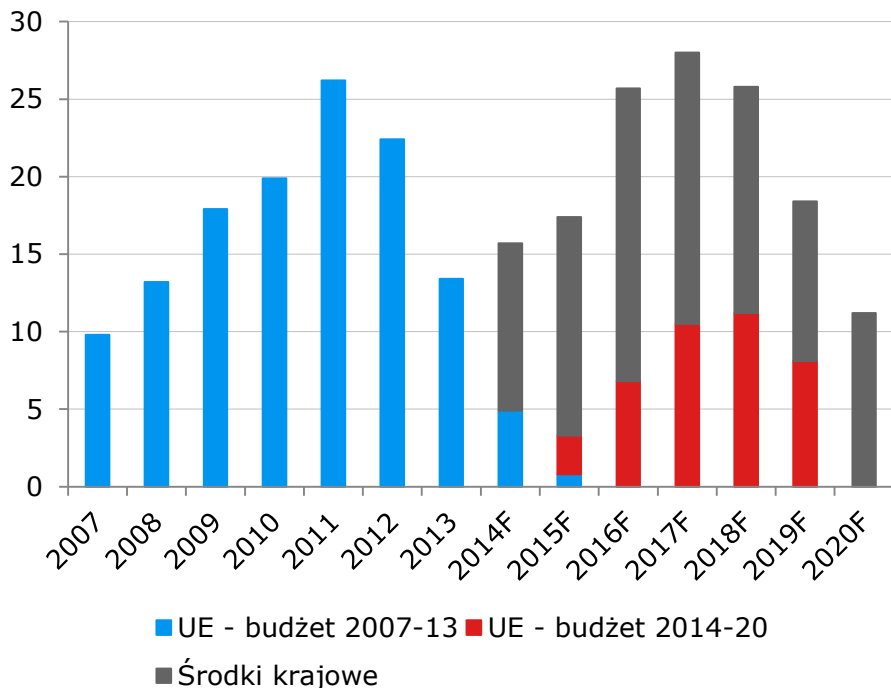
Płace w Polsce są niskie (EUR). Atrakcyjność lokacyjna Polski pozostaje wysoka. 2012 rok.



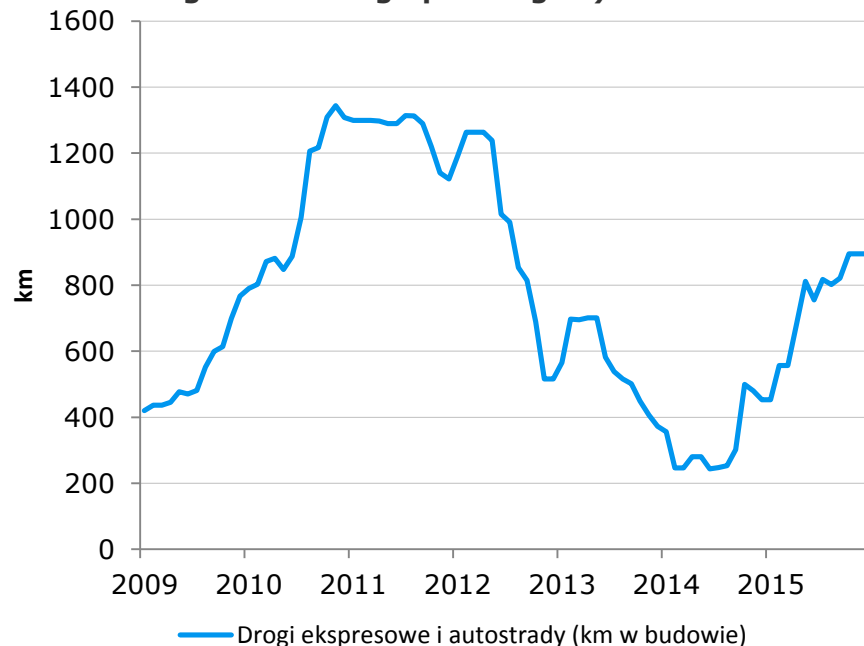
- 2014 rok był jednym z najlepszych dla inwestycji w ostatnich latach.
- Wszystko to odbyło się w otoczeniu domniemanego pogorszenia sentymentu firm (wskaźniki koniunktury, wojna na Wschodzie, problemy z prowadzeniem biznesu w Rosji i na Ukrainie).
- Nie widzimy powodu do wyhamowania dynamiki inwestycji. Rynek pracy pozostaje mocny, płace relatywnie niskie na tle Europy (atrakcyjność Polski jako miejsca lokowania inwestycji), stopy procentowe niskie (krótkie, a przede wszystkim długie), popyt wewnętrzny silny, perspektywy wzrostu PKB poprawiają się = środowisko sprzyja kontynuacji inwestycji.

Za to dopalacz z inwestycji infrastrukturalnych niemal pewny.

Środki na budownictwo drogowe ostro rosną od 2016 roku (źródło: Budimex).



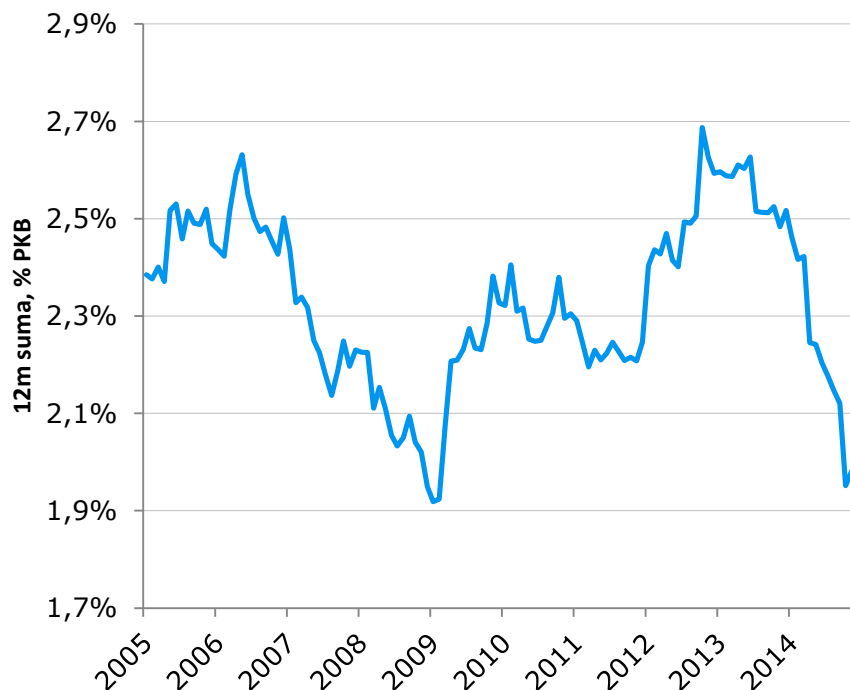
Drogi w budowie we wzrostowym trendzie (dane z własnego monitoringu przetargów).



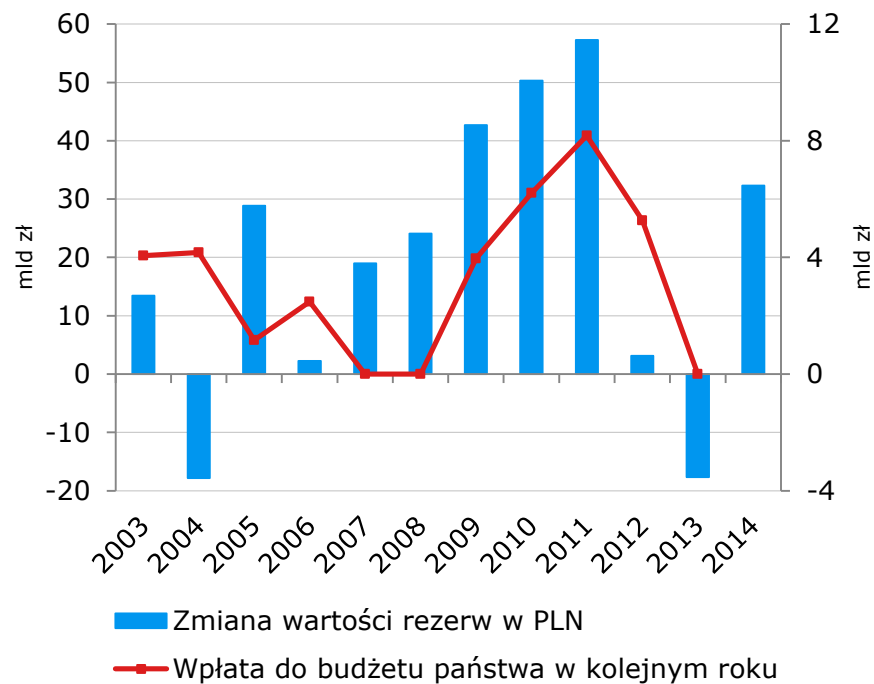
- Co prawda, znaczące przyspieszenie środków na budownictwo drogowe oczekiwane jest dopiero na 2016 rok, rosnąca trajektoria liczby kilometrów dróg w budowie sugeruje jednak, że możliwości przesuwania środków w tym zakresie są znaczne.
- Nie widzimy powodu dla którego rząd nie miałby zrealizować części wydatków związanych z cyklem wyborczym przy wykorzystaniu funduszy strukturalnych. Wydatek to wydatek, a inwestycje mają dużo bardziej korzystny profil długookresowej wypłaty (lub jak kto woli – mnożnik).

To samo dotyczy klasycznej polityki fiskalnej

Środowisko niskich stóp procentowych solidnie zbiją koszty obsługi długu



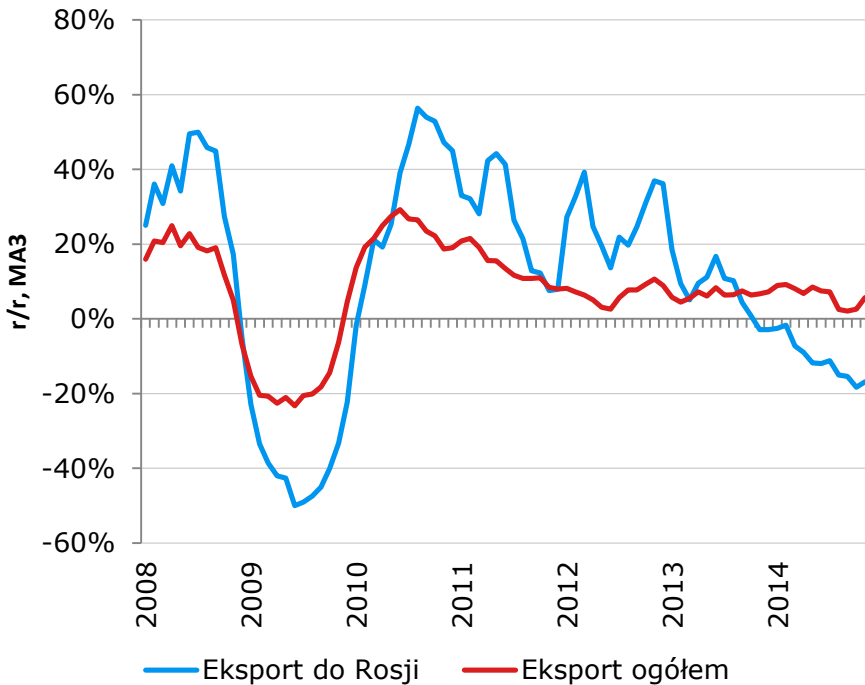
Potencjalnie duża rewaluacja rezerw to możliwość wypłaty z zysku NBP w wysokości 2-3 mld zł



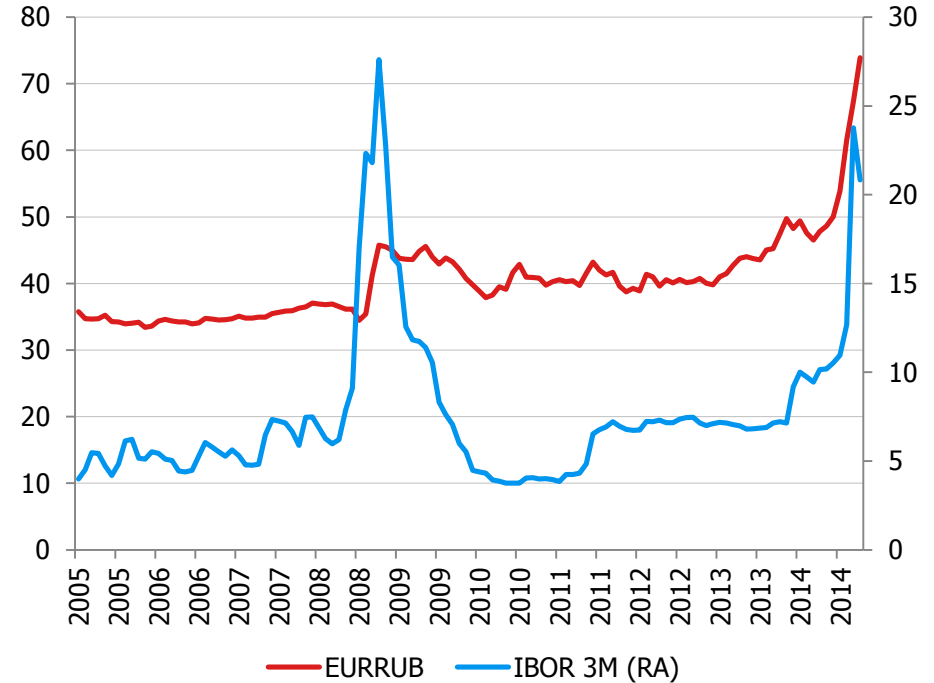
- 2015 jest rokiem wyborczym.
- Niskie wykonanie deficytu za 2014, oszczędności na kosztach obsługi długu oraz potencjalna wypłata z zysku NBP stwarzają przestrzeń do wzrostu wydatków publicznych przed wyborami.

Eksport – generator ryzyk.

Eksport do krajów EŚW już od dłuższego czasu w stanie agonialnym.



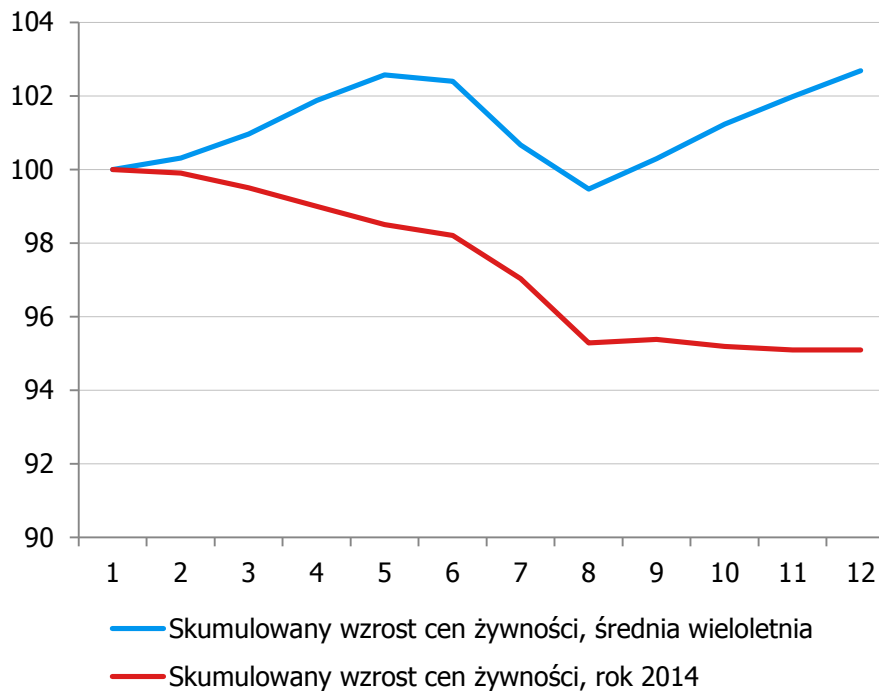
Czekamy na efekty deprecjacji rubla oraz podwyżek stóp procentowych.



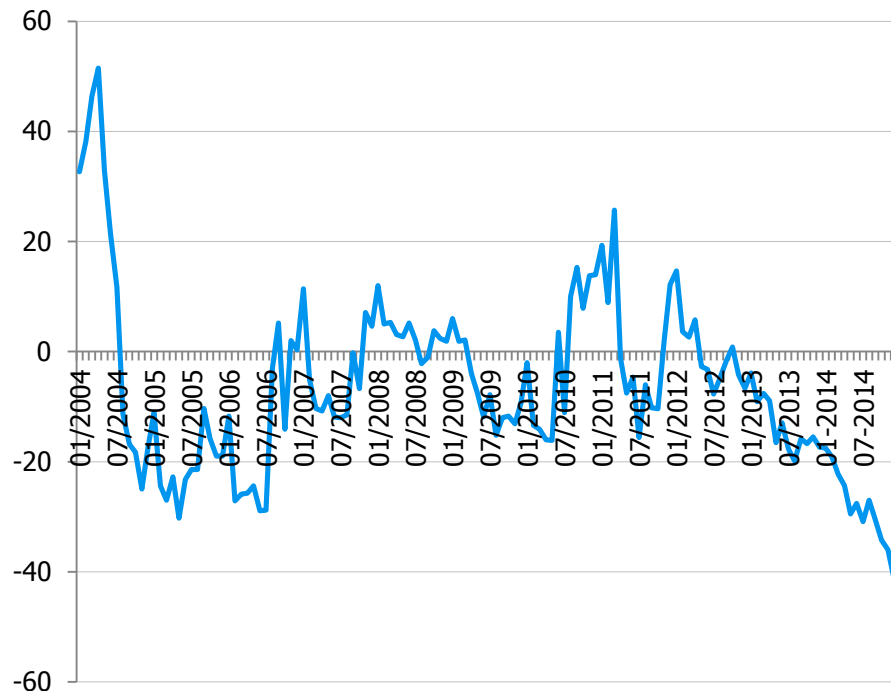
- Eksport na Wschód pozostanie hamulcem całego eksportu polski w 2015 roku. Negatywne tendencje mogą się pogłębić.
- Brak perspektyw na wznowienie eksportu owoców, czy wieprzowiny.
- Prognozy wzrostu gospodarki rosyjskiej zostały ścięte z ocierania się o recesję w 2015 roku do solidnej recesji (4-5%). Niskie ceny ropy zacieśniają politykę fiskalną, wysoka inflacja (>10%), słabiotki rubel oraz gwałtowne podwyżki stóp procentowych to recepta na pogłębienie załamania popytu.
- Ciągłe walki na Ukrainie, niepewność finansowa, polityczna i – nie oszukujmy się – niezerowe prawdopodobieństwo wybuchu wojny to czynniki, które częściowo zeszyły z celownika rynków finansowych, ale nie przestały być realnymi ryzykami. Negatywny wpływ na lokowanie inwestycji zagranicznych i wzrost jest pewny.

Długa deflacja. Potem inflacja poniżej dolnej granicy celu NBP.

Zmiany cen żywności były rekordowo niskie (najniższa realizacja w historii). Nie oznacza to, że będą znacząco wyższe w 2015 roku.



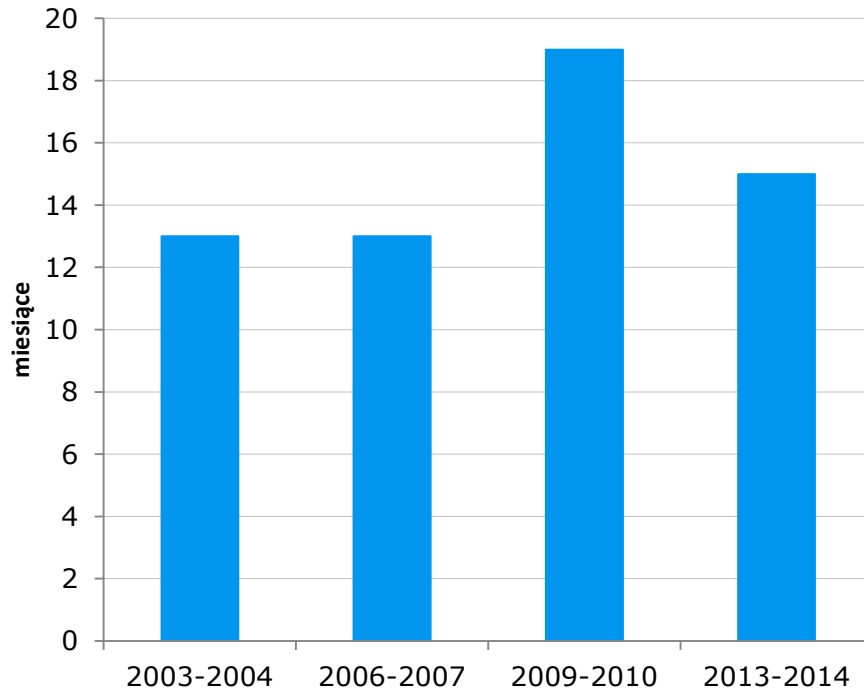
Deflacja jeszcze nigdy nie zagościła tak głęboko w świadomości ankietowanych (dane surowe do obliczania oczekiwań inflacyjnych NBP).



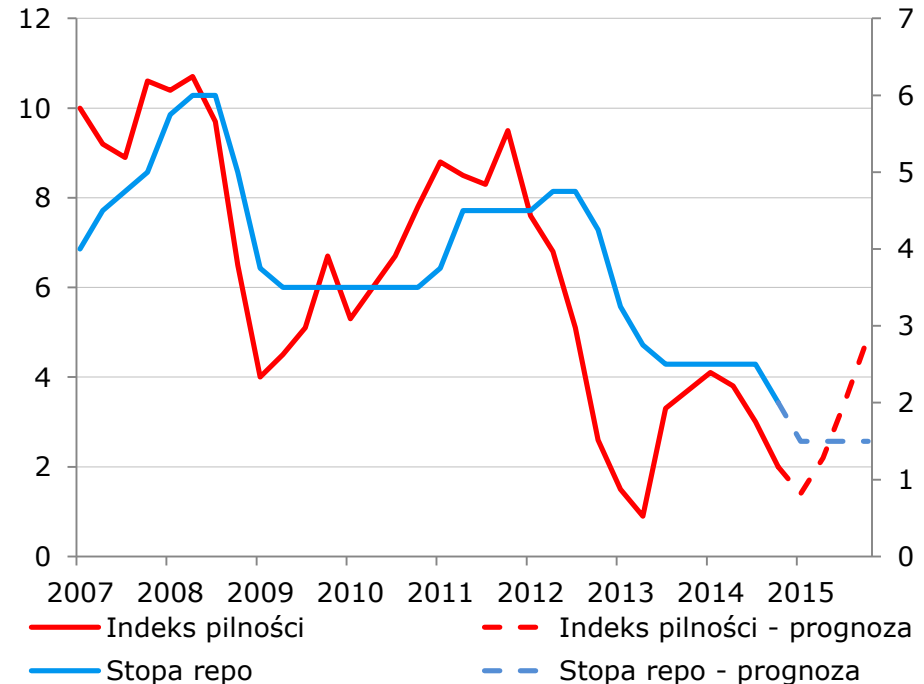
- Przesłanki do znaczącego odwrócenia cen żywności są miłkie i bazują albo na pogodzie, albo na historycznie dużych spadkach cen w całym roku, albo na efektach bazowych wygenerowanych przez embargo rosyjskie (naszym zdaniem co najwyżej będzie to asumpt do delikatnego podwyższenia trajektorii wzrostu m/m wobec 2014, ale to nie *game changer*). Dotychczasowe prognozy podaży surowców objętych międzynarodowym handlem (pszenica, soja) rewidowane są w górę.
- Umiarkowany wzrost cen ropy naftowej to mało istotne zagrożenie (ceny producentów są w stanie bez problemu absorbować takie szoki z uwagi na specyficzną mikrostrukturę rynku). Przełożenie tylko przez ceny paliw.
- Brak presji w kategoriach bazowych inflacji. Kurs walutowy ma mały potencjał deprecjacyjny. Wśród czynników ryzyka dewaluacja juana to dodatkowy impuls deflacyjny dla całej gospodarki.

Polityka pieniężna. Deflacja i europejskie QE na pierwszym planie. Obniżki o 50pb plus (jakkolwiek wymęczone i rozciągnięte w czasie by nie były). Potem długi okres stabilizacji lub dostrajania stóp do europejskich poziomów.

Gdy RPP kończy obniżki stóp, okres stabilizacji stóp proc. trwa przynajmniej rok.



Indeks pilności (CPI + wzrost PKB) wskazuje na kontynuację cięcia, a następnie stabilizację



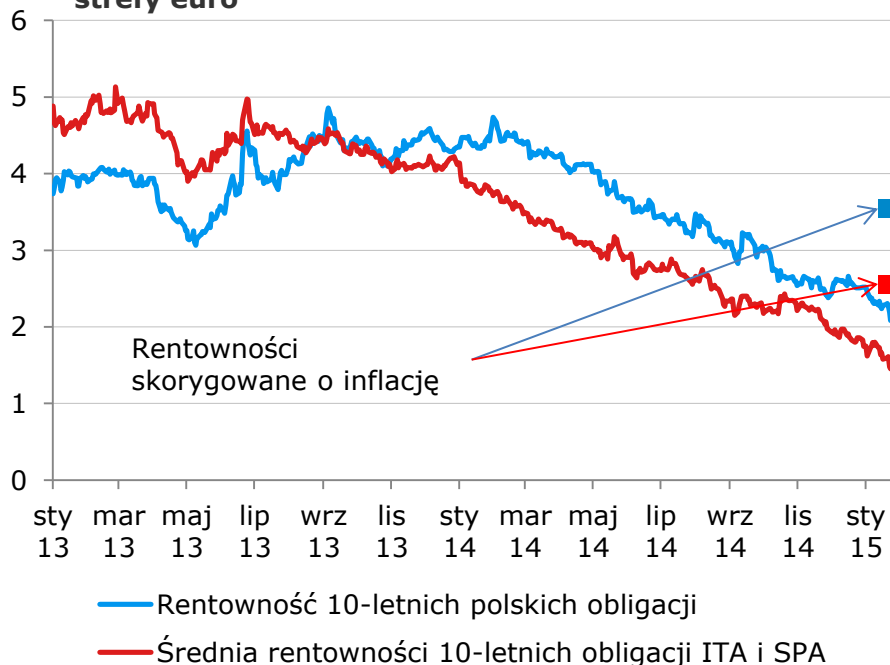
- Poprawa sytuacji gospodarczej znacząca, lecz luka popytowa pozostanie rozwarta. Duży popyt inwestycyjny (a więc nie inflacyjny) wśród elementów wydatkowych PKB wzmacnia to stwierdzenie.
- Deflacja (głębsza niż spodziewał się NBP), kontekst niskich stóp w Europie oraz asymetryczne ryzyko znacznego umocnienia złotego po europejskim QE (Polska z małą zmiennością FX to wymarzony obiekt na carry trades) to przesłanki za nieszkodliwością obniżek stóp.
- 2016 to nowa RPP. Bardziej gołębia i prorządowa, a więc podatna na argumenty o europeizacji polskich stóp.

Polski rynek obligacji i walutowy

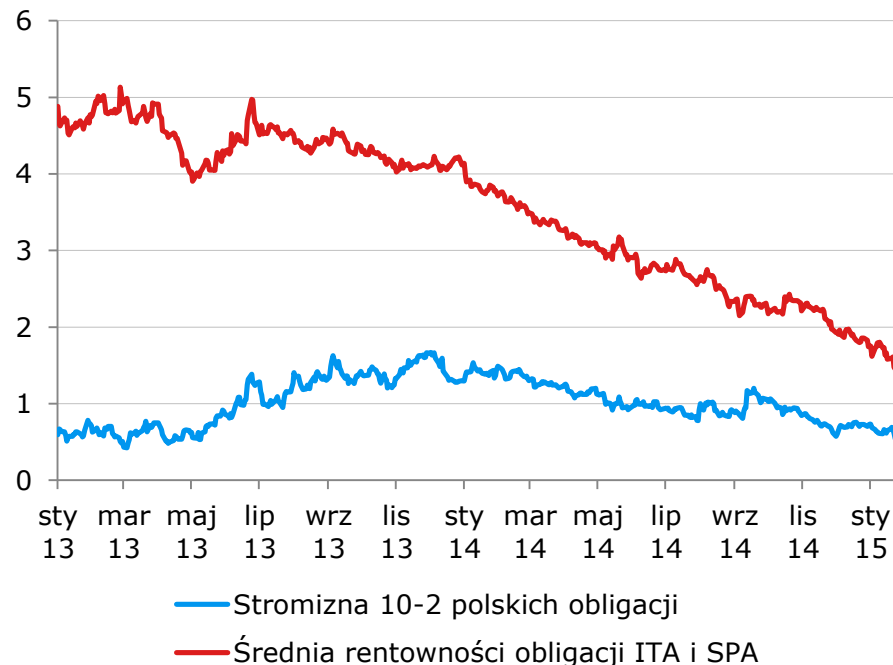
**Historycznie niskie rentowności napędzane czynnikami europejskimi.
Presja na umocnienie złotego (cykl i carry trades).**

Niskie rentowności polskich obligacji.

Polskie 10-letnie SPW vs. rentowności na peryferiach strefy euro



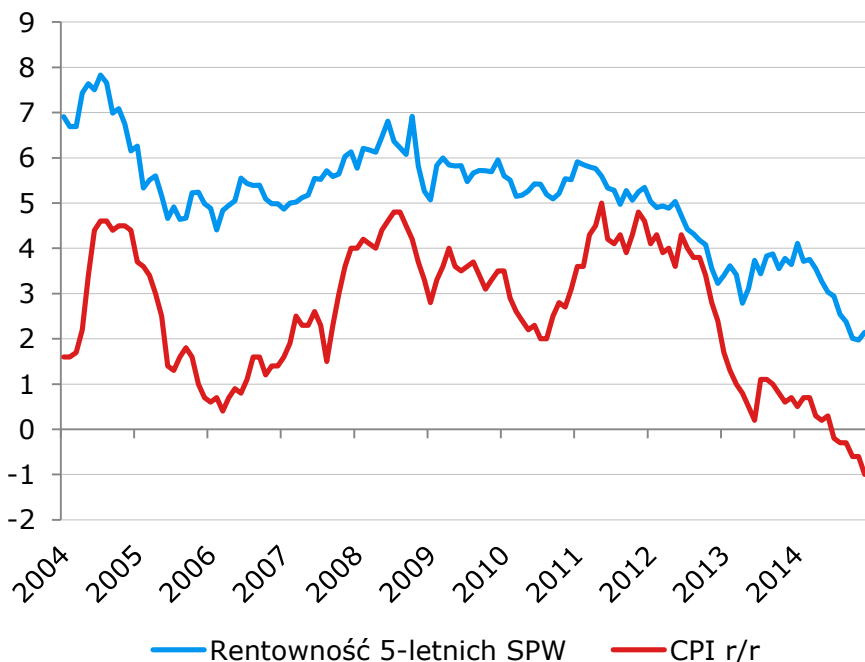
Od kilku miesięcy konwergencja stóp omija zdominowany przez działania RPP krótki koniec



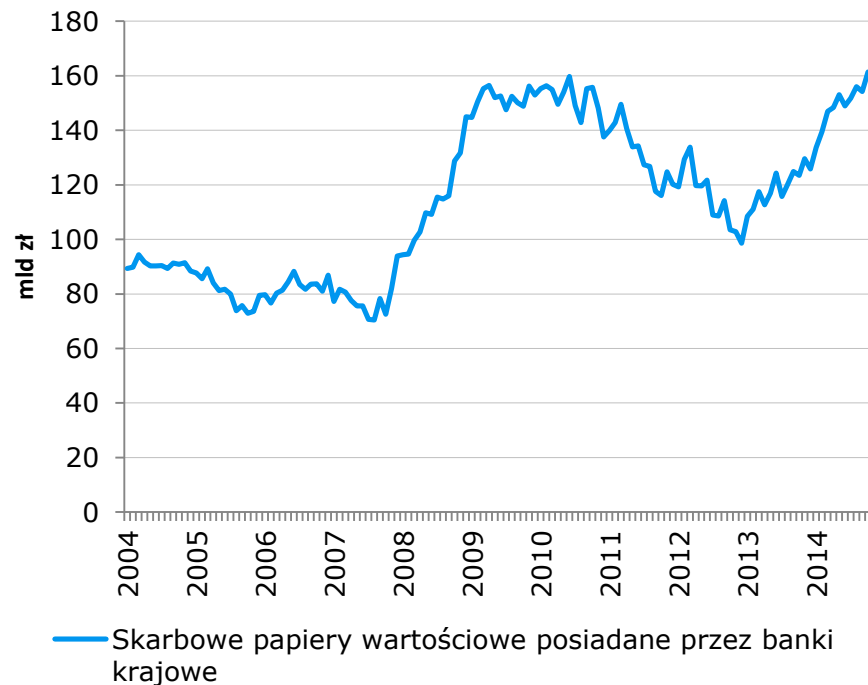
- Co do tendencji, polskie obligacje powinny zachowywać się tak jak obligacje ze strefy euro. Wspierać je będzie ciągle b. wysoka realna rentowność. Naszym zdaniem nadal będzie obowiązywać paradygmat, jakoby polskie obligacje oferowały możliwość osiągnięcia dodatkowej rentowności wobec euro przy ograniczonym ryzyku (dla kraju satelity strefy euro punktem docelowym powinny być poziomy rentowności czeskie albo szwedzkie).
- Kluczowe dla obligacji pozostaną trajektoria (polskiej i globalnej) inflacji (minima przed nami) i kontekst europejskich zerowych stóp i QE (globalny trend wydłużania *duration*).
- Ubytek wiarygodności kredytowej po ostatnich wydarzeniach na CHFPLN i planowanej ekspansji fiskalnej będzie nieznaczny, wpływ zachowania chaotycznej RPP na długi koniec powinien również być ograniczony.
- Naszym zdaniem ma sens analizowanie krzywej dochodowości do roku i osobno powyżej (stąd sugestie o zbyt małej stromiznie są kompletnie nietrafione). RPP ma zaledwie rok do końca kadencji. Nowa RPP (od początku 2016) z pewnością okaże się bardziej prorządowa i ewentualnie skoryguje (jeśli taka będzie potrzeba) poziom polskich stóp do europejskiego.

Presja na odwrócenie krzywej dochodowości.

Polskie 5-letnie SPW vs. inflacja. Minima rentowności przed nami.



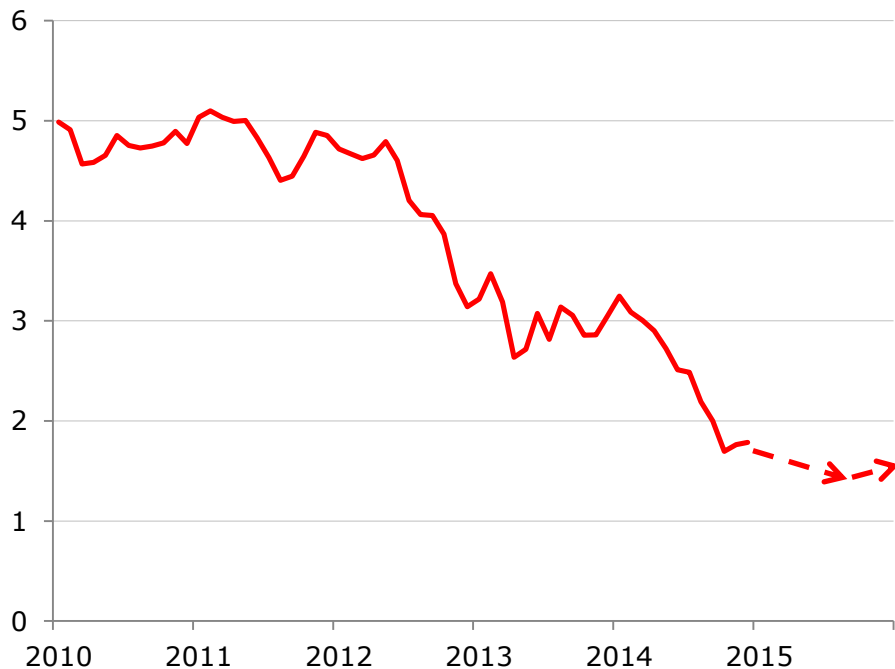
ALMy jako silne ręce.



- Konfrontacja Rady Polityki Pieniężnej, uparcie ferującej podejście wait-and-see, z globalnym trendem deflacyjnym wywierającym presję na rentowności (i dodatkowo wspieranym kolejnym poluzowaniem polityki pieniężnej przez banki centralne) może skutkować odwróceniem krzywej rentowności. Chwilową anomalią.
- Silnym wsparciem dla obligacji (dopóki tlić się będą nadzieje na obniżki stóp) będzie popyt ze strony bankowych ALMów idących w coraz dłuższą *duration* (to nowe silne ręce krajowe).

Skutek: Niskie stopy procentowe. Delikatny odwrót na rentownościach w górę dopiero w drugiej połowie roku.

Polskie obligacje 2-letnie + prognoza.

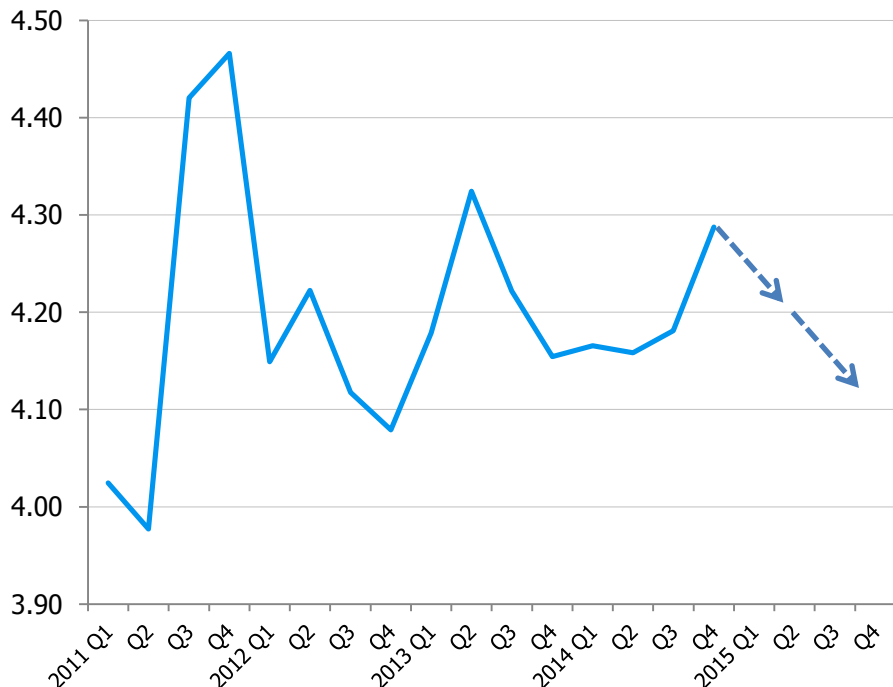


Polskie obligacje 10-letnie + prognoza.

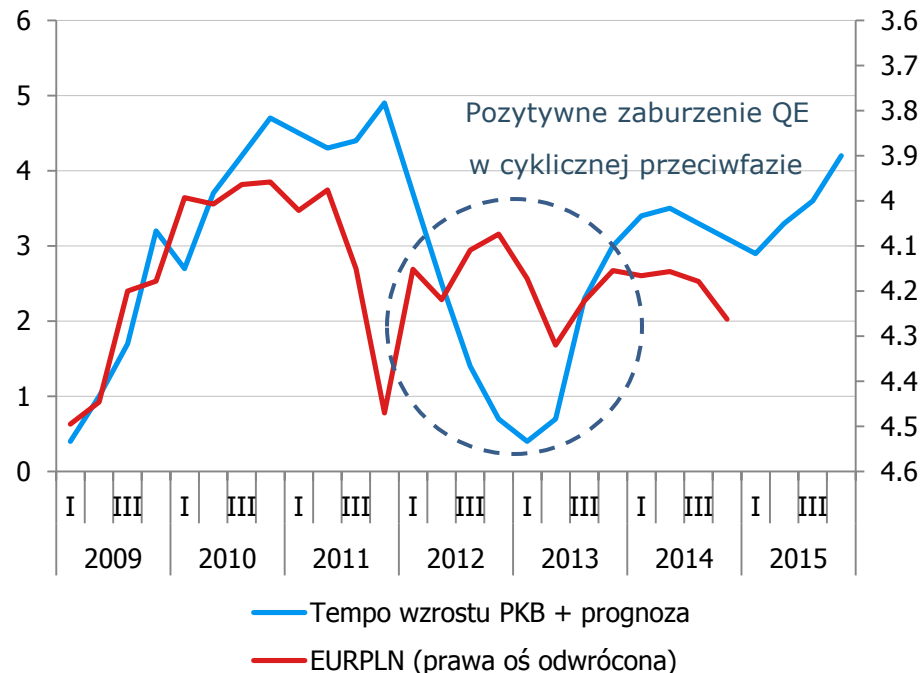


Presję aprecjacyjną ze złotego w pierwszej połowie roku mogą zdjąć tylko obniżki stóp procentowych. Dalej prym wieść będą czynniki cykliczne umożliwiające umocnienie złotego.

Aprecjacja byłaby zapewne szybsza w pierwszej połowie roku, gdyby nie (oczekiwane) obniżki stóp RPP.



Przy ponad 4% dynamice PKB na koniec roku trudno nie spodziewać się aprecjacji.



- Wysokie realne stopy procentowe w warunkach poluzowania monetarnego za granicą powinny powodować gwałtowną aprecjację polskiej waluty. Oczekiwania na obniżki stóp (a później ich realizacja) powinny presję aprecjacyjną zmniejszać. Okolice 4,20 to nasz scenariusz bazowy na pierwszą połowę roku.
- Realizacja obniżek stóp oraz fizyczny napływ środków z europejskiego QE powinny wyczyścić przedpole do myślenia o mocniejszym złotym w drugiej połowie roku. Niezaprzeczalnym wsparciem powinno być przyspieszenie wzrostu PKB. Ewentualny początek normalizacji stóp w USA nie powinien być negatywny dla waluty we wzrostowej fazie cyklu gospodarczego.

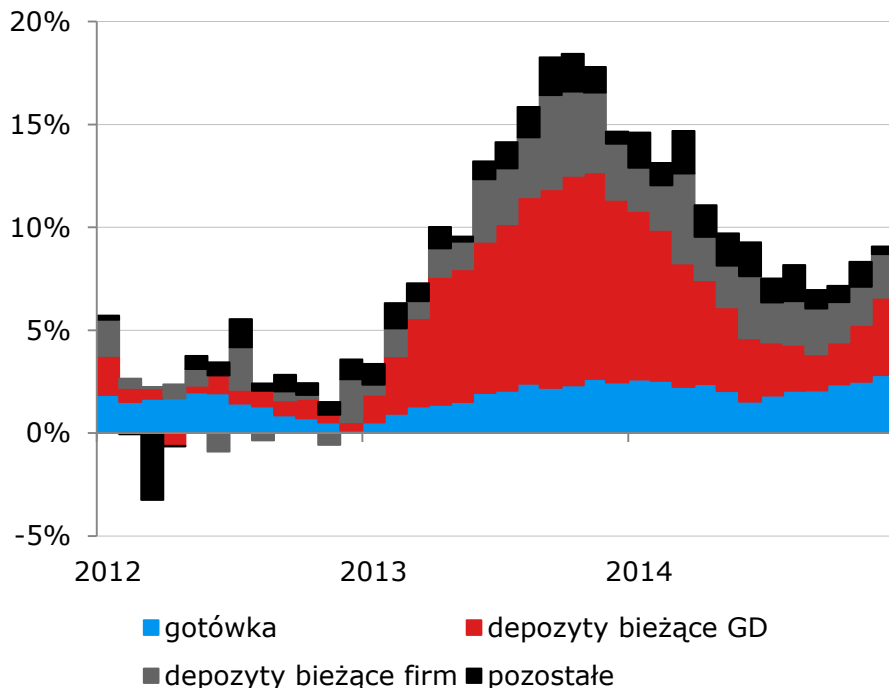
Najważniejsze zidentyfikowane czynniki ryzyka dla rynków finansowych

- Brak akceptacji społeczeństw dla polityki gospodarczej i zacieśnienia fiskalnego to największe ryzyko dla integralności strefy euro (ze względu na specyfikę europejskiego ładu instytucjonalnego). W najbliższym okresie uwagę rynków będzie przykuwać proces renegocjacji warunków planu naprawczego dla Grecji podejmowany przez nowy rząd (ostatecznie QE okaże się czynnikiem ważniejszym). Dlatego też wybory w Hiszpanii i rosnące notowania partii protestu w innych krajach mogą skutkować dynamicznymi przecenami aktywów państw peryferyjnych strefy euro (możliwe też, że polskich obligacji) wraz ze zbliżaniem się do momentów głosowań.
- Niekontrolowana eskalacja konfliktu na Ukrainie. Tu możliwych jest kilka scenariuszy. Bezpośrednia konfrontacja Rosji i Ukrainy mogłaby powodować wzrost awersji do ryzyka i byłaby zagrożeniem dla wszystkich aktywów CEE (również polskich obligacji). Niepokój i kolejny przewrót polityczny na Ukrainie mógłby mieć jeszcze bardziej negatywne skutki dla stabilności w regionie. Negatywne skutki portfelowe dla polskich obligacji i waluty miałyby również (już z dzisiejszej perspektywy b. prawdopodobne) bankructwo Ukrainy.

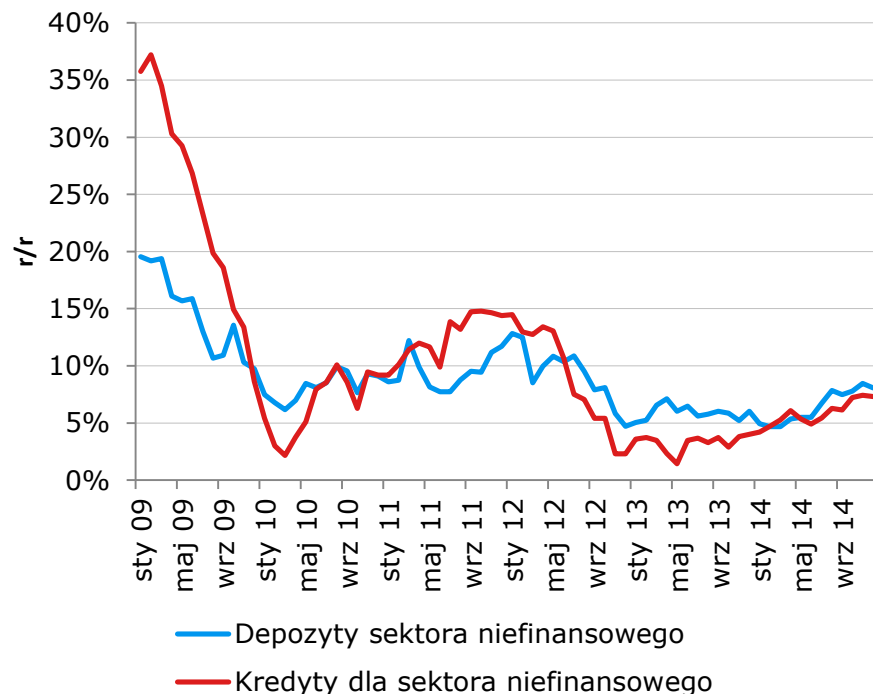
AGREGATY MONETARNE

Gospodarka widziana w lustrze agregatów monetarnych wygląda coraz lepiej

M1 zapowiada przyspieszenie aktywności gospodarczej



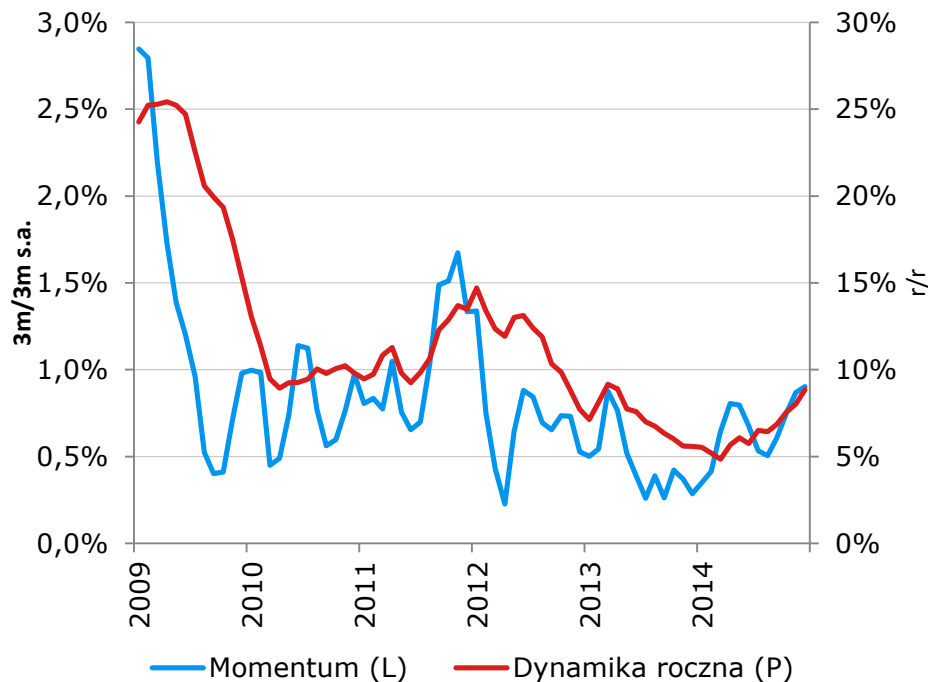
Coraz lepsze warunki finansowania akcji kredytowej



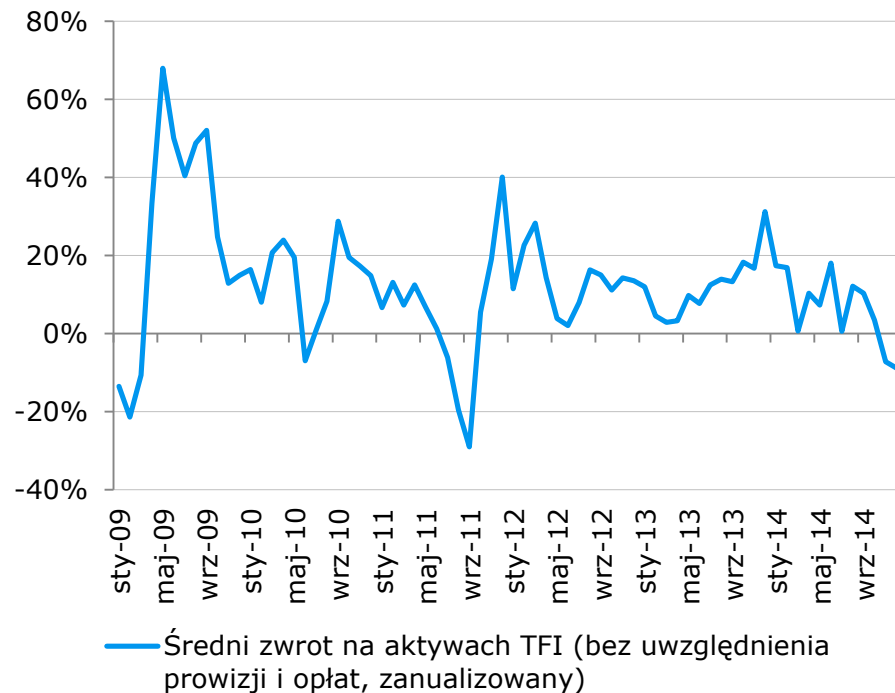
- Większa część 2014 roku upłynęła pod znakiem odwrótu od najbardziej płynnych elementów podaży pieniądza, prowadząc do silnego spowolnienia M1. Zbiegło się to z osłabieniem aktywności ekonomicznej w wielu obszarach. Odwrócenie trendu spadkowego obecnie zapowiada dalszą poprawę koniunktury, wspierając nasze prognozy przyspieszenia wzrostu w 2015 roku.
- Popyt na kredyt systematycznie rośnie, a kryteria udzielania kredytów są systematycznie luzowane, o czym świadczą wyniki ankiet NBP wśród banków. W efekcie, dynamika kredytu wykazuje trend wzrostowy, daleki jednak od ekscesów i aberracji.

Niskie stopy procentowe nie zahamowały napływu depozytów gospodarstw domowych

Depozyty gospodarstw domowych zaskoczyły (nie nas) solidnymi dynamikami...



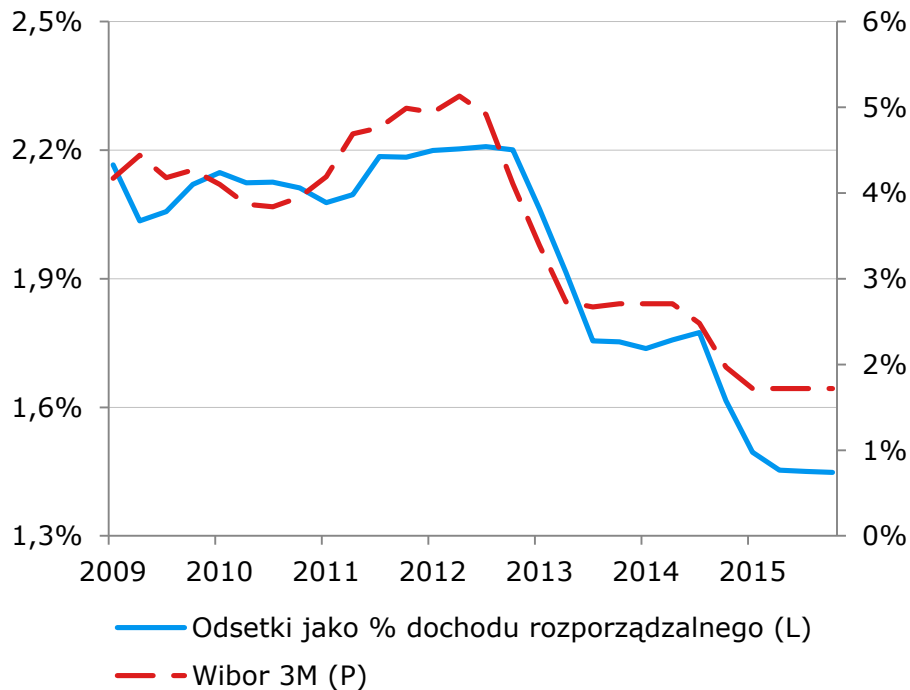
... alternatywne formy oszczędzania przestały być atrakcyjne.



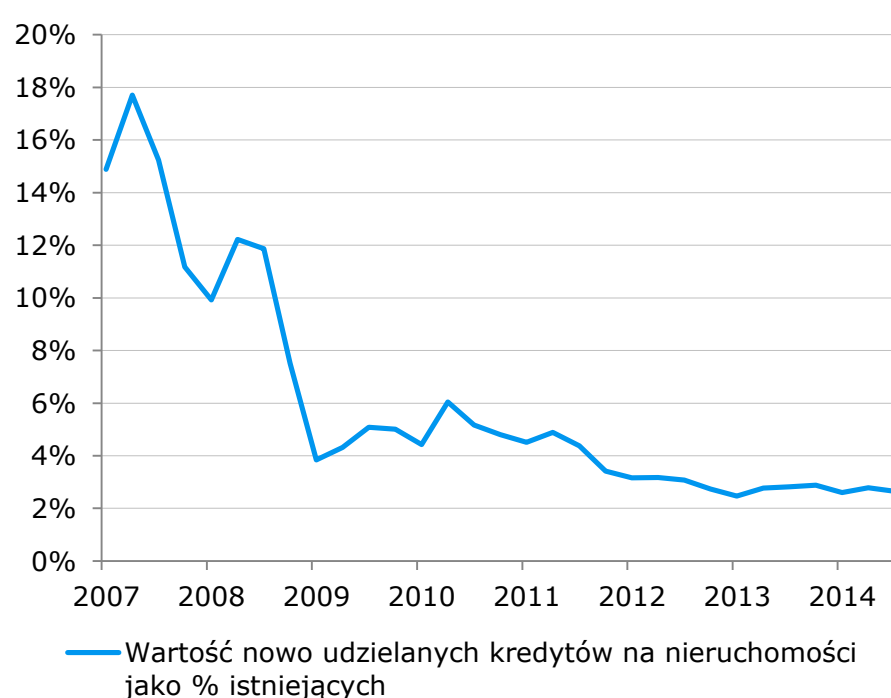
- Od początku ostatniego cyklu luzowania polityki pieniężnej czynnikiem decydującym o krańcowym popycie gospodarstw domowych na depozyty była atrakcyjność alternatywnych źródeł oszczędzania, głównie TFI.
- Niskie (często ujemne) stopy zwrotu pod koniec 2014 roku, w połączeniu z utrzymywaniem wysokiego (zwłaszcza w ujęciu realnym) oprocentowania depozytów, zadecydowało o niskiej atrakcyjności alternatyw. W efekcie, niskie stopy procentowe wydają się nie mieć żadnego wpływu na napływ / odpływ depozytów gospodarstw domowych. Jest to tendencja zgodna z naszymi przewidywaniami.
- Spodziewamy się, że sytuacja ta będzie się utrzymywać w 2015 roku, a dynamika depozytów sięgnie w całym roku 12-15%.

Kredyty dla gospodarstw domowych – powolny wzrost, coraz mniejszy ciężar

Spadające koszty obsługi zadłużenia



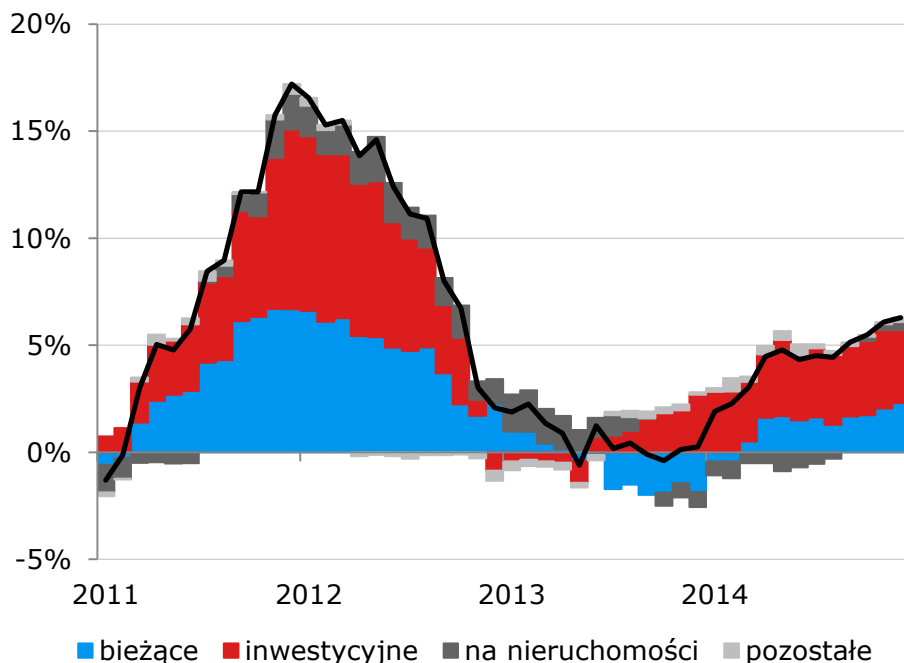
Wartość udzielanych kredytów na nieruchomości pozostanie niska



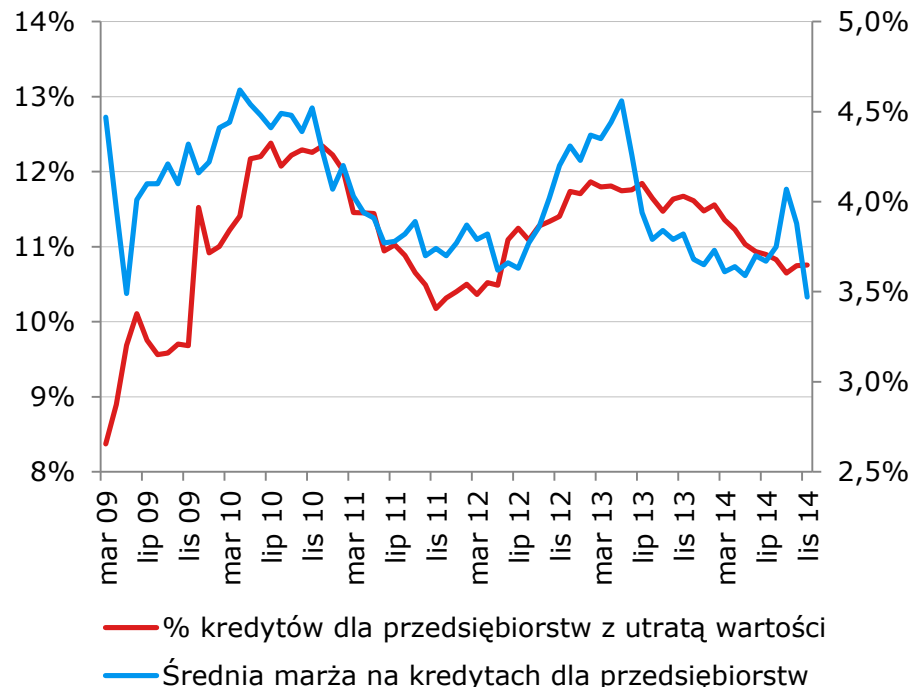
- W ostatnich dwóch latach głównym źródłem zmienności w kredytach dla gospodarstw domowych były kredyty konsumpcyjne i związana z wahaniami kursowymi zmiana wyceny kredytów hipotecznych denominowanych w walutach obcych. Wartość nowo udzielonych kredytów pozostaje na historycznie niskim poziomie.
- Perspektywy 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 zaostżenia polityki KNF. W 2015 r. oczekujemy utrzymania dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych w granicach 4-6%.

Kredyty korporacyjne zacierają w kierunku dwucyfrowych dynamik

Dynamika i struktura kredytów dla przedsiębiorstw



Cykliczna poprawa jakości kredytów dla przedsiębiorstw



- Wzrost kredytów korporacyjnych pozostaje jednym z najjaśniejszych punktów polskiej gospodarki, a apetyt przedsiębiorców na kredyt dotyczy już nie tylko środków na inwestycje – obecnie rosną wolumeny we wszystkich kategoriach kredytów dla przedsiębiorstw.
- Towarzyszy temu zjawisku poprawa jakości portfela kredytowego i spadek ryzyka kredytowego, co dodatkowo wspiera wzrost akcji kredytowej.
- Spodziewamy się kontynuacji wzrostów kredytów dla przedsiębiorstw w 2015 roku – wzrosty rdr powinny sięgnąć 10% na koniec roku.

PROGNOZY

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PKB	%	4.8	1.8	1.7	3.3	3.5	3.5	3.3	3.3
Popyt krajowy	%	3.8	-0.4	0.2	4.5	4.7	3.9	3.4	4.3
Inwestycje	%	9.3	-1.5	0.9	8.7	7.4	7.0	6.0	6.0
Konsumpcja prywatna	%	3.0	1.0	1.1	3.0	3.1	2.5	2.5	2.5
Inflacja CPI (średnia)	%	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.1	1.5	2.5	2.5
Inflacja CPI (na koniec roku)	%	4.6	2.4	0.7	-0.9	1.0	2.0	2.5	2.5
USD/PLN (koniec roku)	%	3.45	3.09	3.02	3.54	3.73	3.64	3.64	3.64
USD/PLN (średnia)	%	3.08	3.19	3.18	3.23	3.72	3.64	3.64	3.64
EUR/PLN (koniec roku)	%	4.47	4.08	4.15	4.29	4.10	4.00	4.00	4.00
EUR/PLN (średnia)	%	4.22	4.14	4.22	4.20	4.20	4.00	4.00	4.00
CHF/PLN (koniec roku)	%	3.67	3.38	3.39	3.57	4.10	4.00	4.00	4.00
CHF/PLN (średnia)	%	3.42	3.44	3.45	3.47	4.20	4.00	4.00	4.00
LIBOR CHF 3M (średnia)	%	0.11	0.06	0.02	-0.01	-1.23	-0.89	-0.50	-0.50
LIBOR CHF 6M (średnia)	%	0.16	0.15	0.08	0.04	-1.26	-0.79	-0.50	-0.50
WIBOR 3M (średnia)	%	4.66	4.78	2.88	2.43	1.66	1.66	2.33	2.70
WIBOR 6M (średnia)	%	4.76	4.78	2.88	2.43	1.66	1.66	2.42	2.70
EURIBOR 3M (średnia)	%	1.42	0.46	0.24	0.17	0.05	0.05	0.05	0.05
EURIBOR 6M (średnia)	%	1.63	0.61	0.27	0.24	0.05	0.05	0.05	0.05
USD LIBOR 3M (średnia)	%	0.38	0.40	0.26	0.24	0.63	1.63	2.63	3.00
USD LIBOR 6M (średnia)	%	0.56	0.65	0.39	0.34	0.75	1.75	2.72	3.00
Stopa repo NBP (koniec roku)	%	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	1.50	2.50	2.50
Stopa bezrobocia (koniec roku)	%	12.5	13.4	13.4	11.5	10.3	9.5	8.9	8.5

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.