



Bank Polski

# Śniadanie z ekspertami PKO Banku Polskiego

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

Warszawa, 30 lipca 2015

**Perspektywy dla gospodarki:  
Nadwyżka handlowa i deficyt „ręk do pracy”?**

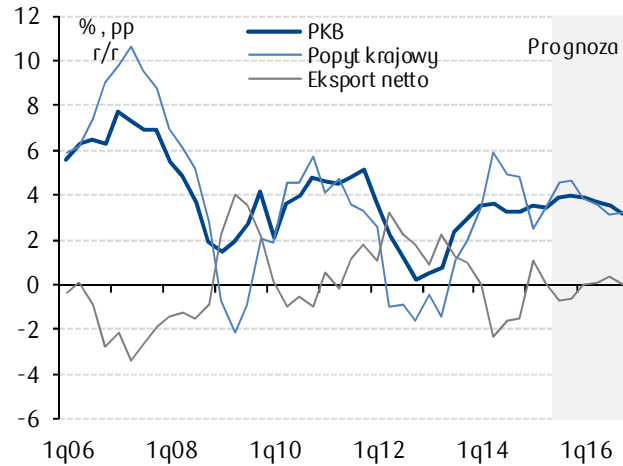
## Kluczowe trendy makroekonomiczne

- **Podtrzymujemy nasze prognozy, że w całym 2015 r. wzrost PKB wyniesie 3,8%**, przy słabszej pierwszej i nieco mocniejszej drugiej połowie roku. Nad negatywnym wpływem spadku eksportu na Wschód przeważa pozytywny efekt ożywienia w strefie euro, spadku cen ropy naftowej, nowej fali inwestycji publicznych i niskich stóp procentowych.
- **Spowolnienie wzrostu inflacji w 3q2015.** Oczekujemy, że w 3q2015 tempo odbicia inflacji CPI wyhamuje i ustabilizuje się w pobliżu czerwcowego poziomu (-0,8% r/r). Ponownego wzrostu inflacji spodziewamy się w 4q2015, który powinien sprowadzić inflację do dodatniego poziomu na koniec tego roku.
- **Długi okres stabilnych stóp.** Solidny wzrost PKB, odbicie inflacji oraz relatywnie stabilny kurs PLN oznaczają, że wznowienie łagodzenia polityki pieniężnej jest mało prawdopodobne. Z drugiej strony, prawdopodobne zmiany na scenie politycznej (wpływające m.in. na skład RPP nowej kadencji) wraz z obniżeniem oczekiwanej ścieżki inflacji CPI sugerują, że normalizacja stóp procentowych NBP rozpocznie się dopiero w 2017 r.
- **Kontynuacja poluzowania fiskalnego.** Niższy od planu deficyt fiskalny za 2014 r., zdjęcie z Polski procedury nadmiernego deficytu oraz uwarunkowania polityczne stwarzają przestrzeń do złagodzenia polityki fiskalnej.
- **Głęboka redukcja nierównowagi zewnętrznej.** Trwa redukcja nierównowagi zewnętrznej polskiej gospodarki. Spadek wartości importu paliw (efekt spadku cen ropy) i wzrost eksportu przeważają nad efektem ożywienia popytu krajowego i spadkiem eksportu na Wschód, co powinno przełożyć się na dalszy wzrost nadwyżki rachunku obrotów bieżących; po raz kolejny rewidujemy w górę prognozę CAB na 2015 r. do +0,5% PKB (vs. -1,3% PKB w 2014 r.), pozostając istotnie powyżej konsensusu rynkowego.

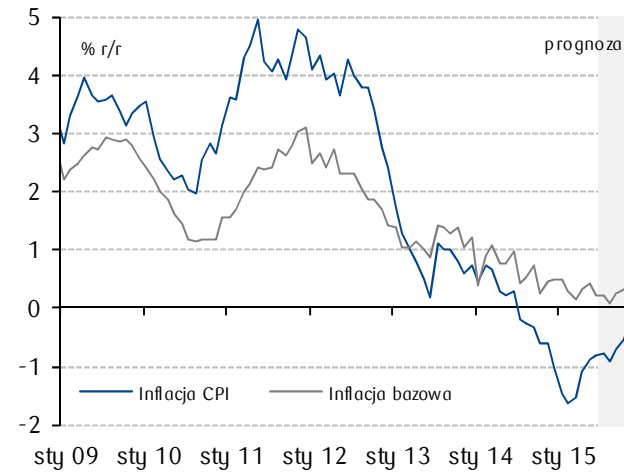
# Kluczowe trendy makroekonomiczne

## Nadwyżka handlowa i deficyt „ręk do pracy”?

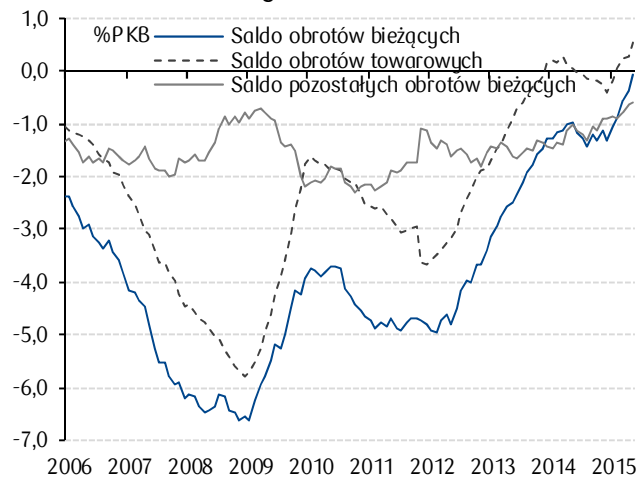
Mocny popyt krajowy i poprawa w eksporcie



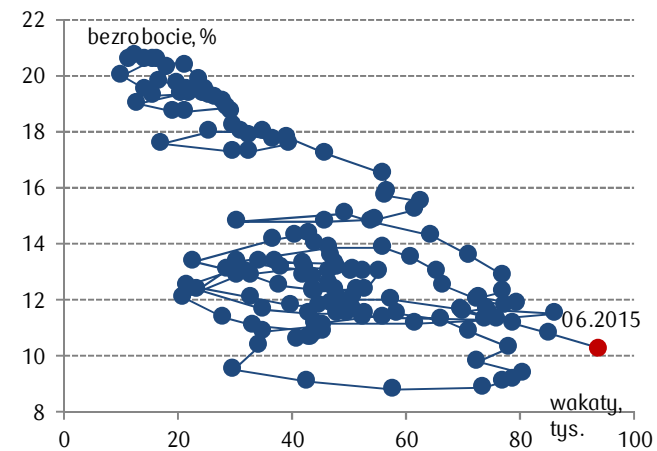
Inflacja CPI odbiła się od „dna”



Nadwyżka handlowa



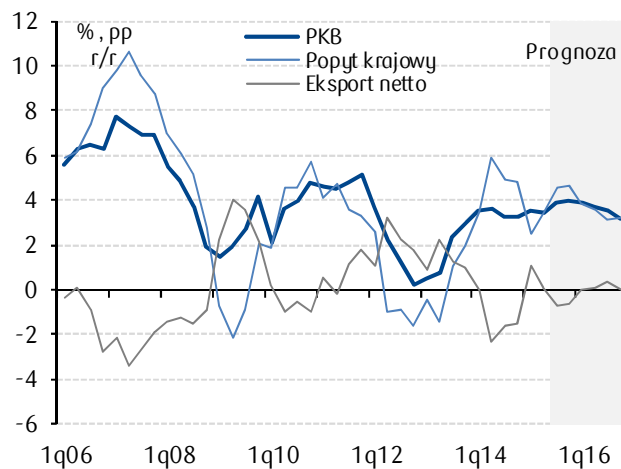
Rekordowa liczba wakatów zwiastuje presję płacową



# Sfera realna

## Silny popyt krajowy i poprawa w eksporcie

Popyt krajowy vs. eksport netto

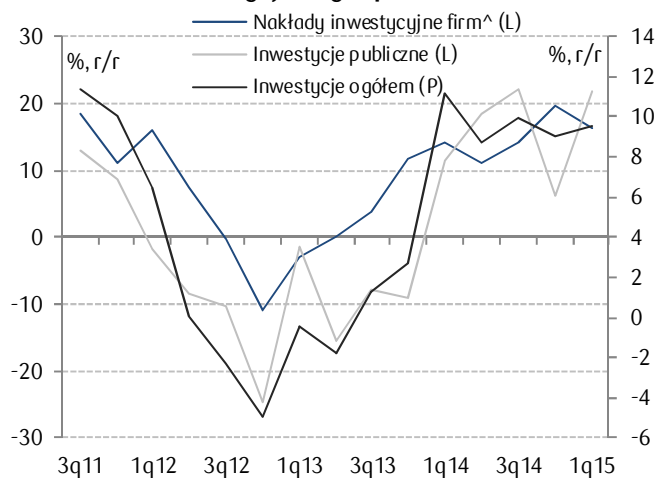


Czynniki „specjalne” wpływające na wzrost PKB w 2016 r. (% PKB)

Czynnik	Wpływ na PKB w 2016 r. (pp)		
	Scenariusz: pesymist.	bazowy	optymist.
Infrastruktura	-0,9	-0,5	-0,1
Fundusze UE (bez infrastruktury)	0,0	0,2	0,4
Ożywienie w strefie euro	-0,2*	0,2	0,6
<b>Łącznie</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>

\*zakładając brak Grexitu.

Inwestycje w gospodarce



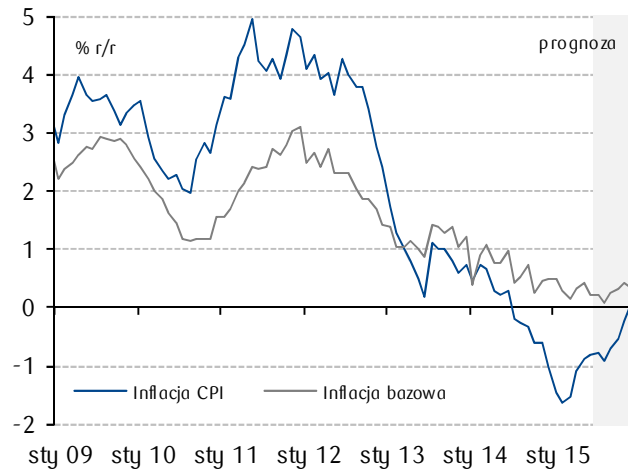
- Dane miesięczne sugerują wzrost PKB w 2q2015 w okolicach 3,5% r/r (vs. 3,6% r/r w 1q2015), przy przesunięciu aktywności z 2q na 1q w wyniku układu kalendarza („efekt Wielkanocy”).
- Obecne trendy sugerują, że gospodarka mogłaby rosnąć w tempie 4% przez najbliższe 4-6 kwartałów, jednak prawdopodobna „wyrwa” w absorpcji funduszy unijnych – którą szacujemy na ok. 0,4% PKB – sugeruje wzrost PKB w 2016 r. w okolicach 3,5%.
- Dodatkowym czynnikiem ryzyka dla perspektyw gospodarki jest sytuacja polityczna, która może wpłynąć na dynamikę polityki pieniężnej i fiskalnej (m.in. zmiana większości składu RPP w 2016).

^zatr.>49osób.

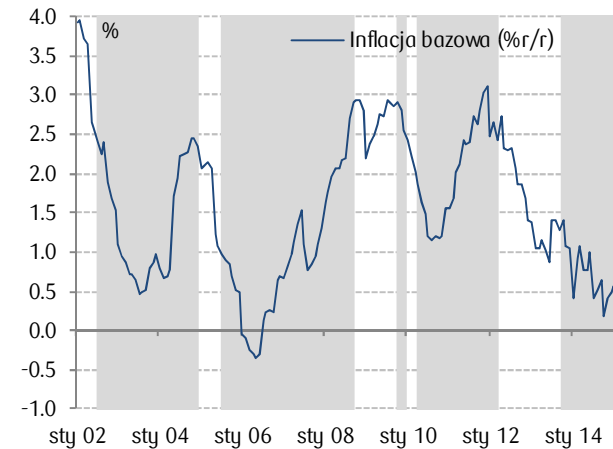
# Procesy inflacyjne

## Czysto niemonetarne odbicie inflacji

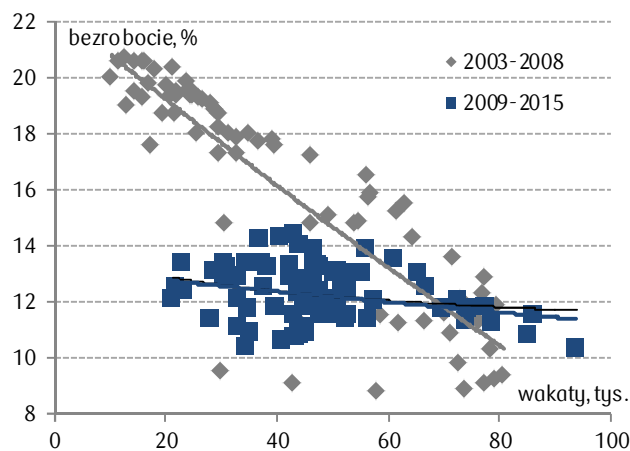
Inflacja CPI odbiła się od „dna”



Wzrost PKB >3% zawsze przekładał się na wzrost inflacji bazowej



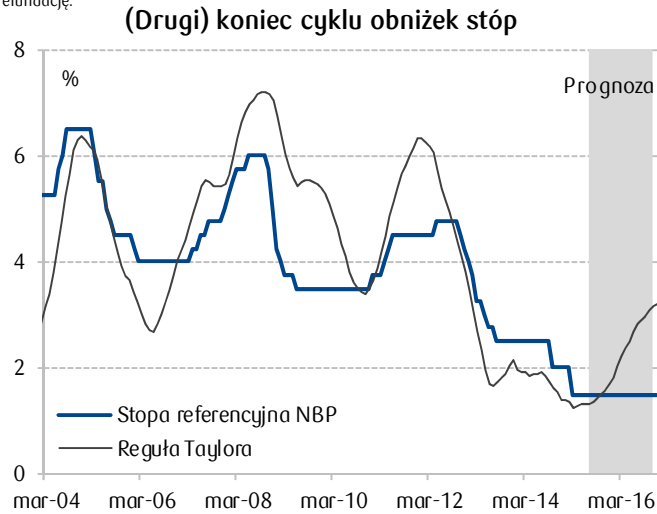
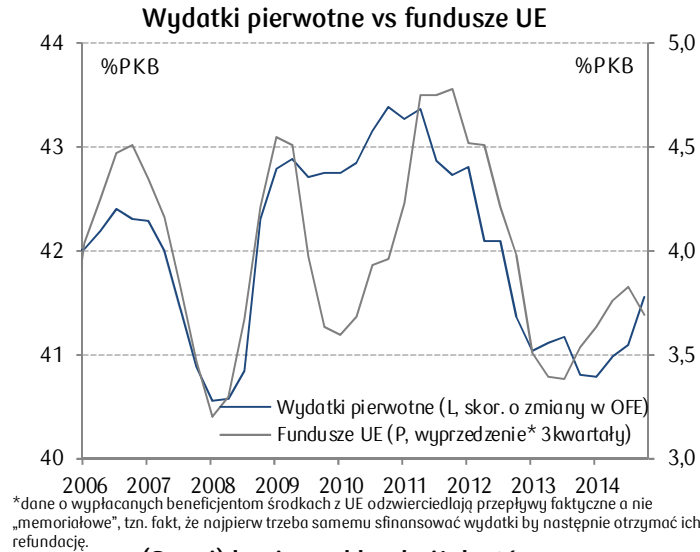
Duża liczba wakatów wpłynie na presję płacową



- W trakcie 2q2015 mała wpływ cen żywności i paliw na inflację CPI – odpowiadają one za całość wzrostu wskaźnika w tym okresie (CPI odbiła z -1,5% r/r w marcu do -0,8% r/r w kwietniu). Wzrost cen paliw wyhamuje w ciągu najbliższych miesięcy za sprawą spadku cen ropy, powolna normalizacja cen żywności powinna być kontynuowana.
- Inflacja bazowa pozostała niezmienna względem marca (0,2% r/r). Oczekujemy, że najwyższy w obecnym cyklu wzrost PKB w drugiej połowie roku wywoła jej stopniowy wzrost, który będzie kontynuowany w 2016 r.
- Kolejnego sygnału nadchodzącego odbicia upatrujemy w rynku pracy. Pomimo rosnącej liczby wakatów, trend spadku bezrobocia i wzrostu zatrudnienia zaczyna hamować, co sygnalizuje naszym zdaniem wyczerpanie zasobu wykwalifikowanych pracowników, a w konsekwencji wyższy wzrost płac i inflacji.

# Polityka pieniężna i fiskalna

## Stymulacja fiskalna poprzez inwestycje infrastrukturalne



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

### Saldo strukturalne oczyszczone ze zmian w systemie emerytalnym (%PKB)

	2012	2013	2014	1q2015
Saldo sektora publicznego	-3,7	-4,0	-3,2	-3,0
Saldo strukturalne pierwotne	-1,1	-1,1	-1,0	-0,7
Efekt zmian w syst. emerytalnym	-1,1	-1,1	-1,7	-1,8
Saldo strukturalne pierwotne*	-2,2	-2,2	-2,7	-2,5
Impuls fiskalny**	2,0	0,1	-0,5	-0,4

\*skorygowane o zmiany w systemie emerytalnym

\*\*zmiana skorygowanego salda strukturalnego; dodatni/ujemny znak oznacza zacieśnienie/poluzowanie fiskalne..

- Deficyt sektora publicznego w 1q2015 (ESA2010) wyniósł -3,0% PKB (vs. -3,2% PKB w 4q2014). Po dostosowaniu o zmiany w systemie emerytalnym skorygowany deficyt pierwotny strukturalny wyniósł -2,5%PKB w 1q, wzrost o 0,4pp r/r, co oznacza kontynuację poluzowania fiskalnego.
- Szacowany przez nas wynik sektora publicznego (ESA2010) w 2015 r. (-3,3% PKB) implikuje, że relacja dług/PKB (ESA2010) nadal pozostanie na trajektorii wzrostowej. Zmieniające się uwarunkowania polityczne sugerują, że polityka fiskalna w 2016 r. nadal pozostanie łagodna.
- Oceniamy, że pomimo rosnącej w 2016 r. inflacji RPP zdecyduje się na rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych dopiero w 2017 r. Stanie się tak z uwagi na zmianę składu Rady w pierwszej połowie 2016 r. oraz perspektywę obniżki VAT, która odejmie od CPI 0,3-0,5pp w styczniu 2017 r.

## Perspektywy dla rynków finansowych



## Rynek akcji

Prognozujemy WIG na koniec III kwartału na zbliżonym poziomie do końca I półrocza.



### Skład sektorowy indeksu WIG30

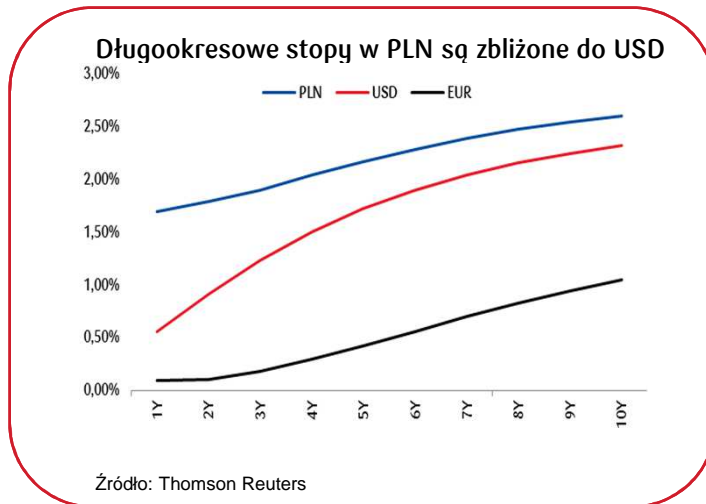
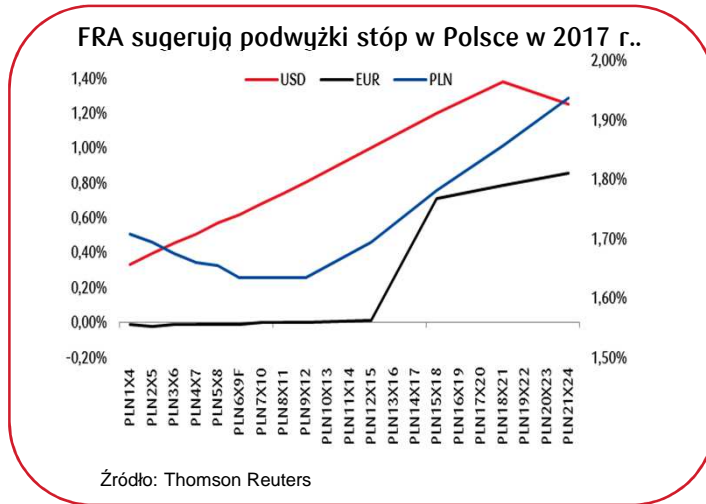
Sektor	Udział
Finanse	40,0%
Paliwa i Gaz	18,1%
Energetyka	12,1%
Konsumpcja	8,4%
Surowce	7,8%
Media i Telekomunikacja	6,6%
Chemia	2,8%
IT	2,1%
Rolnictwo	1,0%
Budownictwo	0,7%
Przemysł	0,3%

Źródło: GPW SA

- Solidne tempo wzrostu PKB tworzy korzystne warunki dla polskich akcji, ale perspektywy wzrostu zysków są umiarkowane.
- Ryzyko związane z polityką gospodarczą przyszłego rządu oraz decyzjami dotyczącymi konkretnych sektorów i firm zniechęca inwestorów do angażowania się w polskie akcje.
- Słaba koniunktura na rynkach wschodzących odzwierciedla pogarszające się fundamenty ekonomiczne krajów rozwijających się.
- Spółki europejskie są naszym zdaniem atrakcyjniejsze od amerykańskich ze względu na większy potencjał do poprawy zysków oraz dłuższą perspektywę utrzymywania bardzo niskich stóp procentowych.
- Prognozujemy, że WIG zakończy III kwartał na poziomie 55 tys. pkt.

# Rynek stopy procentowej

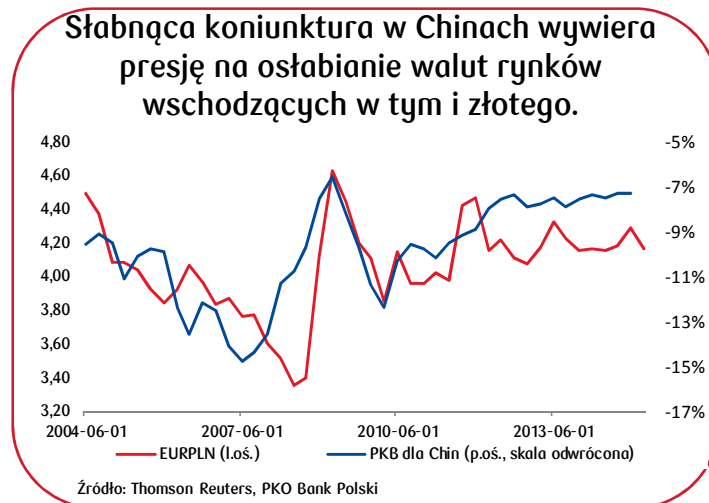
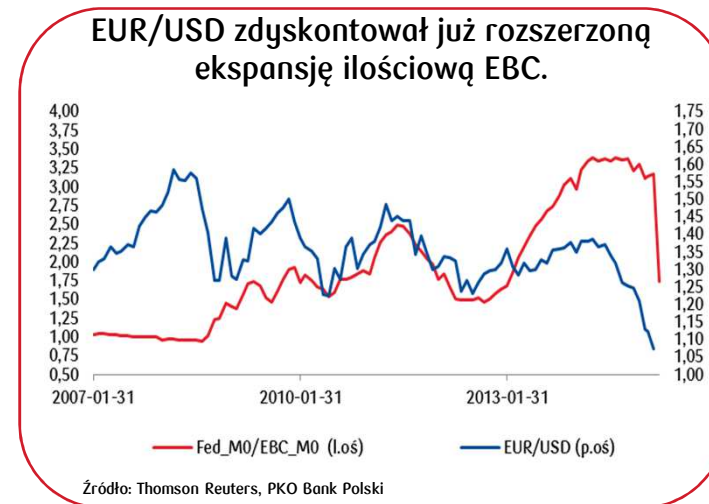
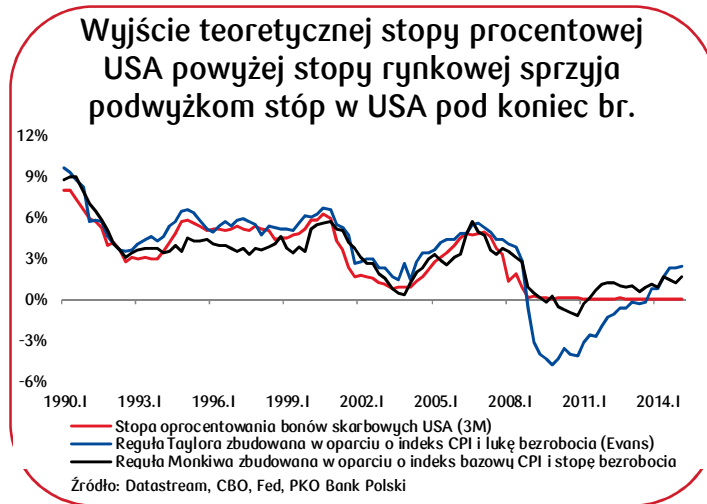
Rentowności obligacji skarbowych będą poruszały się w trendzie bocznym.



- Oczekujemy, że na koniec 2015 r. rentowności obligacji 2-letnich ukształtują się blisko 2,10%, 5-letnich w okolicach 2,65% a 10-letnich na poziomie 3,30%.
- Za wzrostem rentowności przemawiać będą słabnąca presja deflacyjna w połączeniu z solidnym tempem wzrostu gospodarczego.
- Za sprawą spodziewanego niewielkiego wyhamowania dynamiki wzrostu gospodarczego w kraju w I połowie 2016 roku spodziewamy się w tym okresie stabilizacji, bądź niewielkiego spadku rentowności. Wspierać ten scenariusz będzie polityka Fed. Amerykański bank centralny w obliczu ryzyka nadmiernej aprecjacji dolara będzie starał się tłumić oczekiwania na agresywne podwyżki stóp USA.

## Rynek walutowy – EUR/USD i EUR/PLN

Na koniec III kwartału zakładamy kurs EUR/USD = 1,08 a EUR/PLN = 4,25



- Ekspansja ilościowa EBC w skali zapowiadanej przez M. Draghi'ego jest już w dużym stopniu zdyskontowana przez rynek eurodolara. Jeżeli negocjacje Grecji z jej wierzycielami zakończą się pozytywnym rezultatem wówczas w najbliższych kwartałach zmiany kursu EUR/USD będą zależeć przede wszystkim od oczekiwań co do podwyżek stóp w USA.
- Zakładamy, że Fed dokona pierwszej podwyżki w 4q15, a kolejnej w 1q16. Z perspektywy wpływu na kurs EUR/USD oznacza to, że powinien się osłabić w III kwartale a w IV kwartale 2015 roku odreagować w górę.
- Podwyżki stóp w USA oraz spowolnienie w Chinach będą sprzyjać oddziaływać negatywnie na złotego.

**Kontakt:**

Paweł Borys – Dyrektor Zarządzający  
Pion Analiz, Relacji Inwestorskich i Strategii  
Tel: +48 22 521 81 84  
E-mail: [pawel.borys@pkobp.pl](mailto:pawel.borys@pkobp.pl)

Radosław Bodys – Główny Ekonomista  
Dyrektor Departamentu Analiz Ekonomicznych  
Tel: +48 22 521 80 84  
E-mail: [radoslaw.bodys@pkobp.pl](mailto:radoslaw.bodys@pkobp.pl)

Mariusz Adamiak, CFA – Główny Strateg Rynków  
Dyrektor Biura Strategii Rynkowych  
Tel: +48 22 580 32 39  
E-mail: [mariusz.adamiak@pkobp.pl](mailto:mariusz.adamiak@pkobp.pl)