SKARBIEC

fundusze inwestycyjne

2015

MAKROEKONOMICZNE OTOCZENIE RYNKÓW

GRZEGORZ ZATRYB GŁÓWNY STRATEG

W 2015 światowa gospodarka będzie kontynuowała umiarkowany wzrost. Z geograficznego punktu widzenia będzie się on koncentrował na Ameryce Północnej i Azji. Europa Zachodnia pozostanie w stagnacji. Znacznie lepiej będzie wyglądała sytuacja Nowej Europy oraz Turcji.

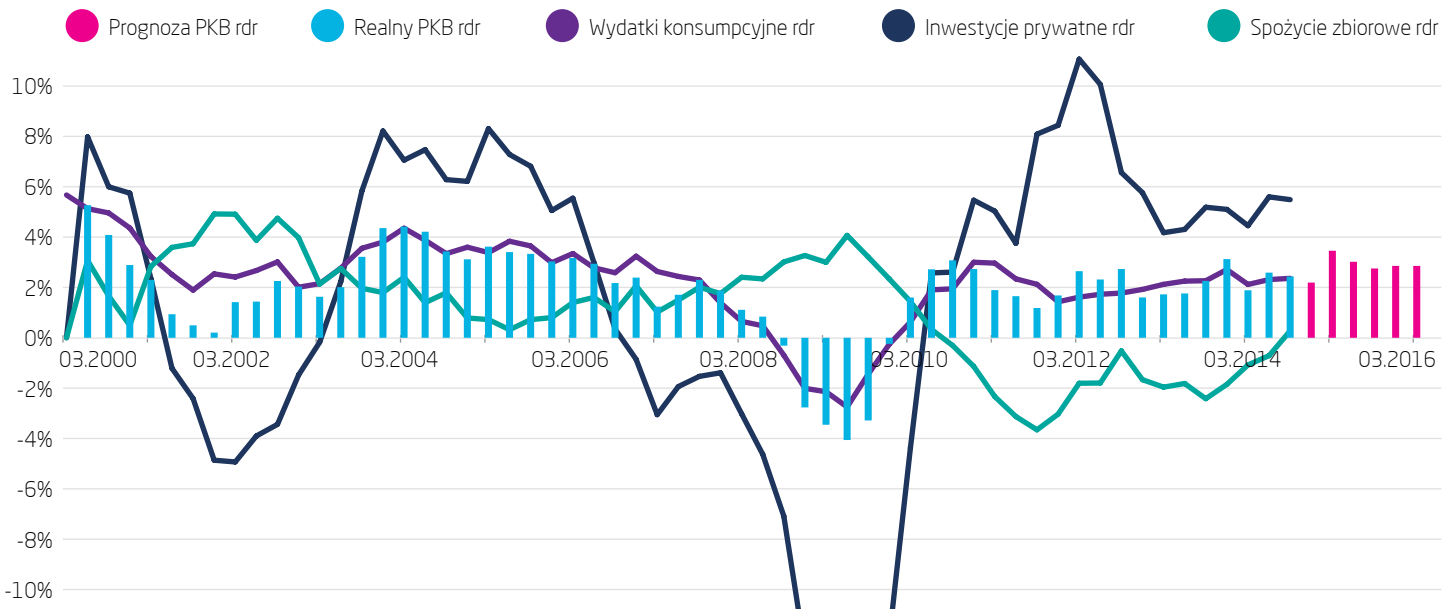
Wprawdzie wzrost gospodarczy jest wolniejszy niż w poprzednich cyklach, jednak należy oczekiwać, że faza wzrostowa będzie trwała dłużej. Wpływ na to będą miały dwa zjawiska: duże zróżnicowanie dynamiki gospodarek krajów rozwiniętych oraz niższe tempo wzrostu krajów rozwijających się. Pochodną wolniejszego wzrostu i tanich surowców będzie niskie tempo wzrostu cen w większości regionów, co da wolną rękę bankom centralnym w zakresie pobudzania wzrostu przy pomocy klasycznych i niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej. Gospodarka światowa będzie więc nadal funkcjonowała w otoczeniu stóp procentowych zbliżonych do zera, zaś część banków centralnych zmuszona będzie do intensyfikacji działań w zakresie tzw. luzowania ilościowego. Jednym z motywów zastosowania niestandardowych metod stymulacji będzie próba uniknięcia negatywnego wpływu aprecjacji waluty krajowej na gospodarkę, czego efektem są tzw. „wojny walutowe". Choć w każdym z przypadków cele operacyjne są inne, zwiększania skali luzowania ilościowego oczekujemy od EBC, Banku Japonii oraz Ludowego Banku Chin, który już w listopadzie 2014 rozpoczął łagodzenie polityki monetarnej. Wyjątkiem będą Stany Zjednoczone, gdzie spodziewanym kierunkiem zmian jest zaostrzanie polityki pieniężnej.

Zjawiskiem, które będzie odciskało piętno na sytuacji ekonomicznej w 2015 roku będzie niska cena surowców. Nie przewidujemy bowiem znaczących wzrostów w stosunku do cen z końca 2014 roku. Ograniczony popyt ze strony najbardziej surowcochłonnych gospodarek krajów rozwijających się będzie limitował wzrost cen. Presji podażowej będą poddawane surowce energetyczne, zwłaszcza ropa naftowa i gaz ziemny, w przypadku których eksploatacja złóż łupkowych zmieniła układ sił. Niższe koszty będą wspierać większość gospodarek, z drugiej strony staną się obciążeniem dla krajów eksporterów surowców, zwłaszcza dla budżetów ich państw.

AMERYKA!

GOSPODARKA STANÓW ZJEDNOCZONYCH

Dotychczasowe trendy poprawy głównych wskaźników obserwowane w największej gospodarce świata będą kontynuowane. Po wzroście PKB w 2014 szacowanym na 2,4% r/r, w 2015 jego wartość wzrośnie zapewne o ponad 3%. Podobnie jak w poprzednich latach, **gospodarka będzie rosła w oparciu o solidne fundamenty związane z popytem wewnętrznym czyli konsumpcję i inwestycje**. Spożycie indywidualne rośnie od 2010 roku w tempie 2-2,5% co roku, stabilizując wzrost gospodarczy. Biorąc pod uwagę strukturę popytu konsumpcyjnego będzie on rósł w podobnym tempie do końca wzrostowej fazy obecnego, wydłużonego, cyklu koniunkturalnego. Przyśpieszenie gospodarcze będzie wspierane przede wszystkim przez wyższą dynamikę inwestycji, które obecnie rosną w tempie poniżej 6% r/r, czyli wolniej niż w poprzednich fazach wzrostowych. Wzrost inwestycji będzie wymuszony miedzy innymi przez poziom wykorzystania mocy produkcyjnych, który pod koniec 2014 roku przekroczył 80%.

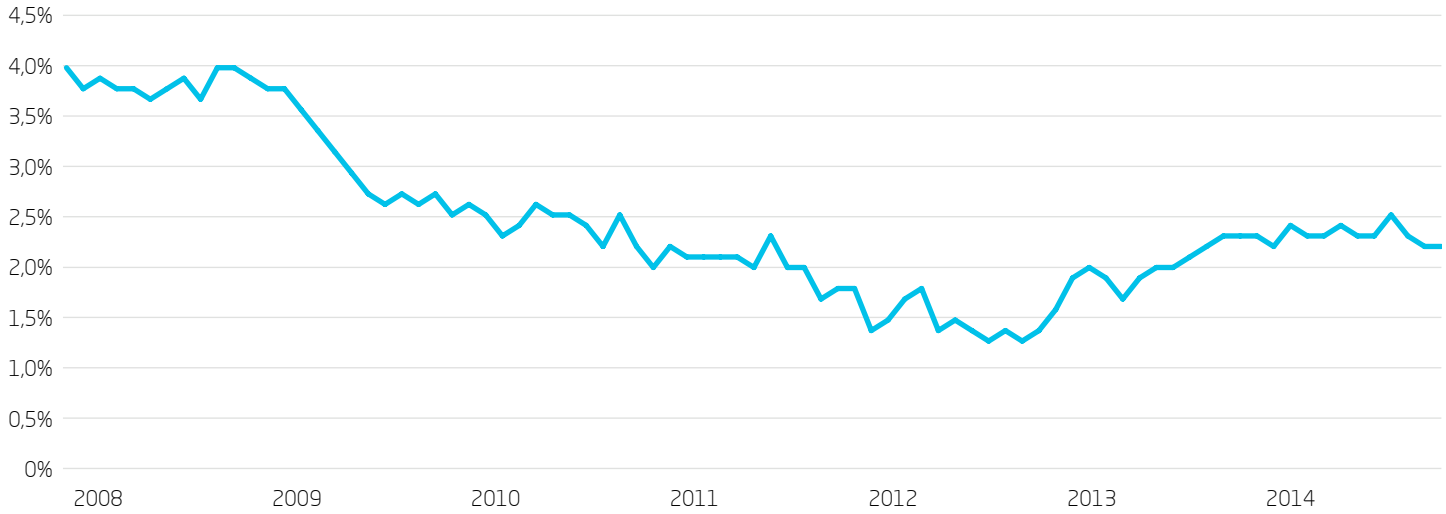


Dynamika składowych amerykańskiego PKB
Bloomberg / Skarbiec TFI

Wzrost znaczenia partii republikańskiej we władzach ustawodawczych będzie wpływał hamująco na poziom wydatków rządowych i najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest dalsza redukcja deficytu budżetowego. Będzie to oznaczało utrzymywanie się lekko negatywnej lub neutralnej kontrybucji konsumpcji zbiorowej do PKB.

Z punktu widzenia dochodów do dyspozycji, które są kluczowe dla konsumpcji, zasadnicze znaczenie ma sytuacja na rynku pracy. Także tu obserwowana do tej pory poprawa będzie następować dalej. **Bezrobocie spadnie do końca 2015 roku do poziomu około 5%** z 5,8% w listopadzie 2014 roku.

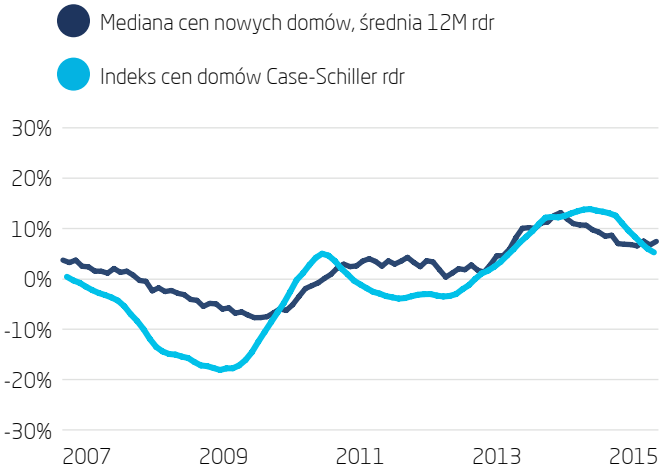
W gospodarce amerykańskiej co miesiąc przybywa dwieście kilkadziesiąt tysięcy miejsc pracy, jednocześnie spada liczba osób ubiegających się o zasiłek dla bezrobotnych. Jeszcze w 2013 roku do spadku stopy bezrobocia przyczyniał się zmniejszający się wskaźnik partycypacji w rynku pracy, co było zjawiskiem negatywnym, gdyż oznaczało kurczenie się grupy osób zainteresowanych podjęciem zarobkowania. W 2014 wskaźnik partycypacji przestał spadać i utrzymuje się na poziomie nieco poniżej 63%. Oczekujemy, że w tym zakresie przynajmniej nie nastąpi pogorszenie. Czynniki te doprowadzą w 2015 roku do pojawienia się presji na wzrost płac w gospodarce amerykańskiej. Do tej pory dynamika wynagrodzeń jest niższa, niż wynikałoby to z procesów obserwowanych na rynku pracy.



Dynamika wynagrodzeń poza rolnictwem w USA
Bloomberg / Skarbiec TFI

Drugim rynkiem, obok rynku pracy, na który inwestorzy zwracają szczególną uwagę jest **rynek nieruchomości**, przede wszystkim domów mieszkalnych. Załamanie, które stało się bezpośrednią przyczyną wybuchu kryzysu w 2008 roku, zwróciło uwagę na ten rynek, jako potencjalne źródło problemów i swoisty barometr gospodarki. Aktualny stan rzeczy można scharakteryzować jako oparty na znacznie zdrowszych podstawach. **Poprawa na rynku mieszkaniowym jest stabilna i nie zdradza oznak przegrzania. Zarówno aktywność budowlana, jak i tempo wzrostu cen należy określić jako umiarkowane, a sytuacja taka utrzyma się zapewne w przyszłym roku**. Z punktu widzenia polityki pieniężnej są większe szanse na to, że ten segment gospodarki raczej będzie opóźniał decyzję o podwyżce stóp procentowych, niż ją przyspieszał.

Obserwowany na przełomie 2012/13 szybki wzrost cen domów stopniowo wyhamował i Stany Zjednoczone wejdą w 2015 rok z umiarkowaną dynamiką tego wskaźnika. Biorąc pod uwagę wspomniany wyżej wzrost funduszu płac, można spodziewać się pewnego przyspieszenia, zwłaszcza że od 2014 roku zmniejszyła się liczba nowo rozpoczętych budów, zostało także wydanych mniej pozwoleń na budowę. Czynnikiem, który może ograniczyć skalę poprawy na rynku domów jest wzrost kosztów kredytu hipotecznego, który obserwujemy od pewnego czasu. Wraz ze wzrostem prawdopodobieństwa rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych, skłonność gospodarstw domowych do kupowania nowych domów, finansowanych kredytem przeciętnie w 56% (relacja wartości kredytu do bieżącej wartości nieruchomości), będzie ulegać ograniczeniu. Jeśli chodzi o zadłużenie z tytułu kredytów hipotecznych, to sytuacja nadal ulega poprawie. Z jednej strony, obciążenie długiem jest niższe niż przed kryzysem i obserwujemy coraz niższą liczbę zajęć domów przez banki, z drugiej dynamiki kredytu są dodatnie.



Nowe domy w USA

Bloomberg / Skarbiec TFI

Ceny domów w USA

Bloomberg / Skarbiec TFI

Systematyczna poprawa większości sektorów gospodarki prowadzi do wyższego stopnia wykorzystania istniejących czynników produkcji. W przypadku pracy znajduje to swój wyraz w spadku bezrobocia. Malejący zasób siły roboczej spowoduje z czasem wzrost kosztów pracy, a biorąc pod uwagę aktualny stan rynku pracy w Stanach Zjednoczonych, tempo wzrostu wynagrodzeń powinno zacząć rosnąć w 2015 roku. Zwiększa się także wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle. Według ostatnich danych przekroczyło ono 80% i zbliża się do poziomu sprzed kryzysu. Zważywszy, że dynamika inwestycji w największej gospodarce świata jest dość wysoka, a mimo to spada zasób wolnych mocy produkcyjnych, rośnie prawdopodobieństwo wzrostu cen producentów. Złożenie sytuacji na rynku pracy i kapitału będzie więc prowadziło do powstania presji inflacyjnej. Obecnie jest ona łagodzona m.in. przez niskie ceny energii, jednak trudno oczekiwać, że taki ujemny szok podażowy powtórzy się także w 2015 roku.

Powrót inflacji i przegrzanie gospodarki są brane poważnie pod uwagę przez Rezerwę Federalną. W październiku 2014 amerykański bank centralny zakończył program luzowania ilościowego wycofując się ze skupu obligacji skarbowych i hipotecznych na rynku. **Kwestią czasu stało się przejście do zacieśniania polityki pieniężnej. Kolejnym etapem będzie początek cyklu podwyżek stóp procentowych. Według mediany prognoz analityków pierwsza decyzja powinna nastąpić w połowie roku**. W ciągu kilku kwartałów stopy procentowe zostaną podniesione do ok. 2,5%. Jednak według samych członków Federalnego Komitetu Operacji Otwartego Rynku (FOMC) docelowy poziom stóp to 3,75%, czyli znacznie powyżej oczekiwań rynkowych. Wyczuwa się tu tradycyjną dla rynków niewiarę w możliwość wzrostu amerykańskiej gospodarki, którą było widać na przykład w reakcjach na informacje o końcu QE. Od pewnego czasu inwestorzy już nie boją się, że koniec luzowania ilościowego zabije koniunkturę w USA i oczekują negatywnych skutków raczej na rynkach wschodzących. Pomógł w tym sposób, w jaki Fed zakończył QE, m.in. zobowiązując się do rolowania papierów znajdujących się w jego portfelu. Inwestorzy nadal jednak nie do końca wierzą w powrót do „starej" normalności z realnie dodatnimi stopami procentowymi. Dane o wzroście PKB w III kwartale, który po annualizacji wyniósł 5% oraz dotychczasowa historia działań Fed wskazują, że to raczej rynki mylą się i niedoszacowują przyszły poziom stóp procentowych. Z drugiej jednak strony sytuacja w strefie euro oraz wysoki poziom napięcia międzynarodowego mogą opóźnić decyzje o podwyżkach i przesunąć ją nawet na koniec roku. Gdyby tak się stało, inwestorzy mieliby więcej czasu na dostosowanie się do nieoczekiwanego dla nich kosztu pieniądza.

STREFA EURO
CHORY CZŁOWIEK EUROPY

Zachodnioeuropejska gospodarka, do czasu kryzysu w 2008 roku funkcjonująca w cyklu bardzo zbliżonym do amerykańskiego, **znalazła się na skutek problemów z zadłużeniem krajów peryferyjnych w trudnym położeniu**. Z jednej strony wysoka relacja długu publicznego do PKB połączona z dużą zmiennością spreadów kredytowych obligacji uniemożliwia fiskalne stymulowanie gospodarek, z drugiej struktura systemu finansowego oparta na bankach ogranicza efektywność instrumentów polityki pieniężnej z luzowaniem ilościowym włącznie. Notabene nieuchronny jest powrót pytania o skuteczność unii walutowej łączącej tak zróżnicowane kraje w warunkach praktycznie całkowitej autonomii fiskalnej.

Obecnie nic nie wskazuje na to, aby rok 2015 miał przynieść przełom w gospodarce strefy euro. Połowa ubiegłego roku przyniosła zahamowanie pozytywnych procesów odbudowy wzrostu gospodarczego i dopiero pod koniec roku pokazały się ponownie sygnały świadczące o tym, że w skali wspólnego obszaru walutowego nie pojawi się recesja. Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest powolny wzrost gospodarczy odbywający się w warunkach niskiej inflacji. Należy jednak zwrócić uwagę na geograficzne zróżnicowanie tempa wzrostu w poszczególnych krajach.

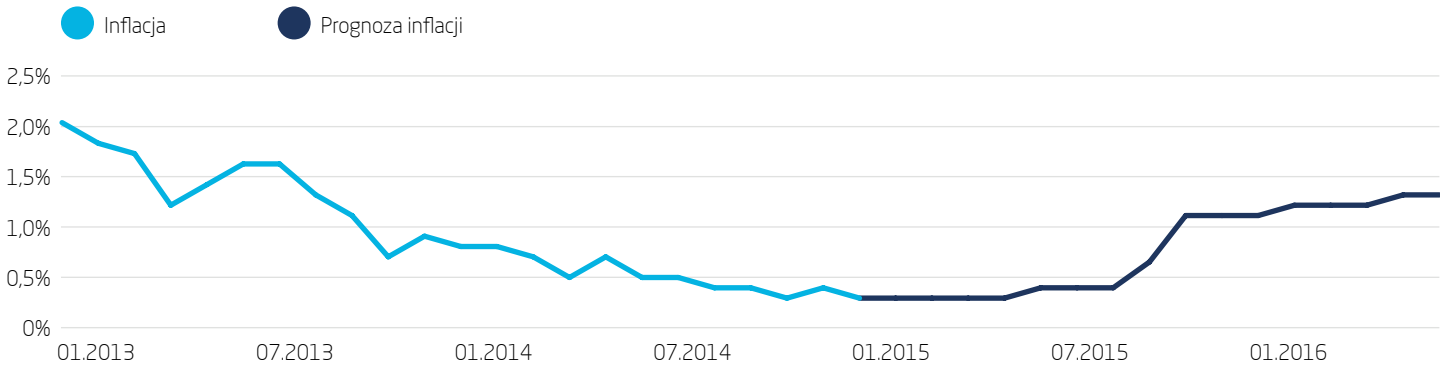
PKB rdr	2014	2015	2016
Strefa euro	0,8%	1,1%	1,5%
Niemcy	1,5%	1,2%	1,7%
Francja	0,4%	0,8%	1,3%
Włochy	-0,4%	0,4%	1,0%
Hiszpania	1,3%	1,8%	1,9%
Holandia	0,7%	1,4%	1,6%
Portugalia	0,9%	1,3%	1,5%
Irlandia	4,9%	3,2%	3,3%
Grecja	0,3%	1,7%	2,2%

Prognoza wzrostu gospodarczego

Bloomberg / Skarbiec TFI

W 2015 kraje strefy euro będą nadal borykać się z dotychczasowymi problemami, a są to przede wszystkim mało elastyczne rynki pracy oraz wysoki stopień regulacji. Te same czynniki, które obniżają efektywność ekonomiczną, są jednak także jednym z fundamentów państwa dobrobytu. Społeczeństwa bogatego zachodu Europy stoją obecnie przed trudną alternatywą: dostatnie i stabilne status quo czy wzrost gospodarczy. Mimo pojawienia się niekorzystnych zjawisk, takich jak wysokie bezrobocie, oddanie części bezpieczeństwa w zamian za lepsze perspektywy wydaje się mało prawdopodobne.

Wynika to z takich podstawowych paradygmatów ekonomicznych jak malejąca krańcowa użyteczność. Spośród tych państw wyróżnia się Irlandia, która po udanym wyjściu z kryzysu zadłużenia, wraca na ścieżkę ponadprzeciętnie szybkiego wzrostu gospodarczego. Źródeł sukcesu można dopatrywać się między innymi w innym modelu gospodarki - anglosaskim raczej niż kontynentalnym. Także te kraje, które w porównaniu do bogatego centrum wciąż mają wiele do nadrobienia w zakresie PKB na głowę mieszkańca, są bardziej zaawansowane w reformach i już teraz rosną szybciej. Swoistym fenomenem są Niemcy, kraj bardzo bogaty, który jednak wykazuje znacznie wyższą skłonność do wyrzeczeń. Mówi się o niemieckim modelu wychodzenia z kryzysu opartym właśnie na trudnych w społecznym odbiorze reformach. Kontestacja tego modelu to popularny składnik programów wyborczych partii o mniej liberalnym profilu. Przykładem może być sytuacja polityczna w Grecji na przełomie 2014/15.

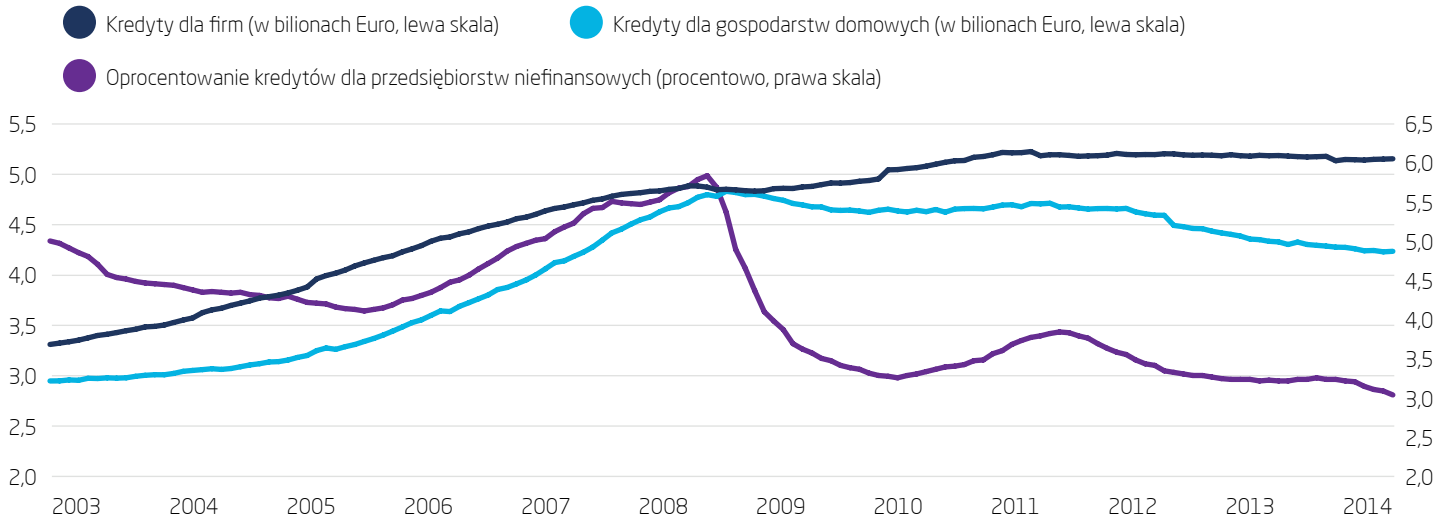


Inflacja w strefie euro
Bloomberg / Skarbiec TFI

Mizernemu wzrostowi gospodarczemu będzie towarzyszyła niska inflacja. Deflacja, która pojawiła się w tym roku w takich krajach jak Grecja, Portugalia i Hiszpania ma zniknąć wraz z przyśpieszeniem gospodarczym. Duży wpływ na tłumienie tempa wzrostu cen ma sytuacja na rynku ropy naftowej, jednak w drugiej połowie przyszłego roku czynnik ten powinien przestać odgrywać tak dużą rolę.

Wielu ekonomistów wskazuje na niską dynamikę cen jako na jeden z powodów słabego popytu konsumpcyjnego. Biorąc pod uwagę fakt, że popyt ten wygląda najlepiej w krajach o najniższej inflacji wydaje się, że brak inflacji jest skutkiem a nie przyczyną. Tym niemniej zwiększenie inflacji stawia się jako jedno z zadań do wykonania przez Europejski Bank Centralny. Sam bank centralny raczej nie postrzega w ten sposób swojej roli. Świadczy o tym sposób prowadzenia polityki pieniężnej. **EBC wyraźnie stara się zmienić niekorzystną sytuację na rynku kredytowym w strefie euro**. Od początku 2009 roku spada zadłużenie przedsiębiorstw w bankach i to mimo rekordowo niskiego kosztu kredytu. Z tego powodu zamiast powtórzenia LTRO, zdecydowano o bardziej precyzyjnym skierowaniu strumienia płynności do banków, które zwiększają akcje kredytową. Skup zabezpieczonych obligacji ma dla EBC dużo mniejsze znaczenie: w strefie euro 80% finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw pochodzi z banków, a tylko 20% to emisje papierów dłużnych. Proporcje te są dokładnie odwrotne niż w Stanach Zjednoczonych. Dlatego **bank centralny wspólnego obszaru walutowego nie zdecyduje się na QE w amerykańskim stylu, wbrew oczekiwaniom wielu uczestników rynku. Jak się wydaje, EBC będzie starało się stymulować gospodarkę poprzez osłabianie wspólnej waluty**. Temu służyć ma postawienie sobie za cel zwiększenie sumy bilansowej do 3 bln EUR, czyli poziomu z początku 2012 roku. Ważnym zadaniem EBC, o czym nieraz się zapomina, jest utrzymanie stabilności na rynku obligacji skarbowych krajów PIIGS. Od połowy 2012 udaje się to wyłącznie za pomocą interwencji werbalnych, jednak w razie gdyby nie stanowiły one dostatecznego wsparcia dla notowań długu rządowego, EBC może posłużyć się skupem tych papierów. Będzie to jednak instrument stabilizujący rynki, nie pobudzający bezpośrednio aktywność gospodarczą.

Jak do tej pory bank centralny strefy euro nie odniósł sukcesu w zwiększaniu sumy bilansowej. Paradoksalnie, klasyczna polityka monetarna polegająca na obniżeniu stóp koliduje z luzowaniem ilościowym. Dotyczy to także ewentualnego skupu obligacji skarbowych. Obniżenie oprocentowania dobrowolnych rezerw (stopa depozytowa) poniżej zera oznacza w praktyce opodatkowanie środków pochodzących z QE. Tymczasem, jak pokazują doświadczenia innych banków centralnych, skup obligacji w dużej skali powoduje wzrost rezerw. W tym miejscu klasyczne instrumenty zaczynają kolidować z niekonwencjonalnymi. W styczniu i lutym 2015 będą zapadać transze LTRO z 2012 roku, na łączną kwotę 250 mld EUR. Słaba absorbcja TLTRO oznacza, że suma bilansowa EBC na początku roku może wręcz spaść.

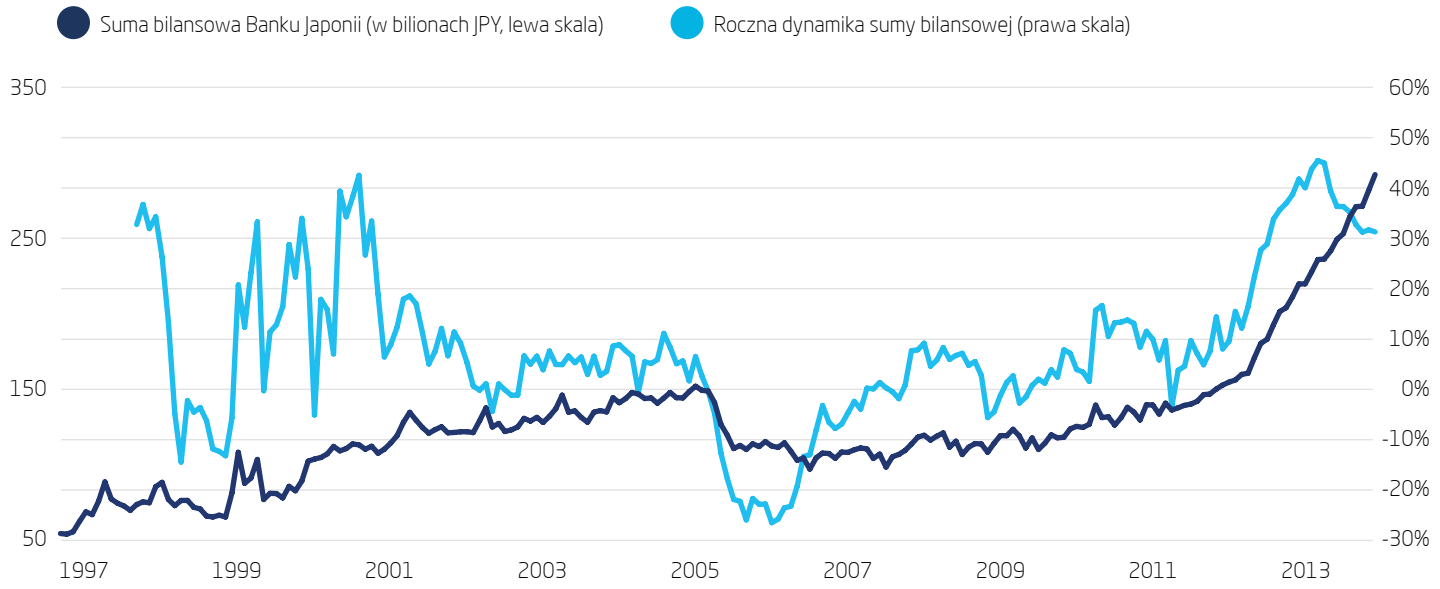


Kredyt w strefie euro
Bloomberg / Skarbiec TFI

JAPONIA

TRZY STRZAŁY Z WIELKIEJ BAZOOKI

Rok 2015 upłynie w Japonii pod hasłem ożywiania gospodarki. Po łatwo wygranych przedterminowych wyborach parlamentarnych premier Shinzo Abe będzie kontynuował politykę „trzech strzał". Pierwszą jest oczywiście **luzowanie ilościowe**, polegające na skupie obligacji rządowych. Celem jest ostateczne rozwiązanie problemu deflacji, w której upatruje się źródła niskiej skłonności Japończyków do konsumpcji. Bank Japonii będzie nadal zasilał rynek w płynne środki, zwiększając bazę monetarną. Co prawda w przeszłości tego rodzaju operacje były już prowadzone, jednak tym razem skala ma być nieporównywalna. Rzut oka na poniższy wykres, w szczególności na linie obrazującą dynamikę pokazuje, że nie będzie to zadanie łatwe. Pod koniec lat 90-tych roczne przyrosty bilansu okresowo przekraczały 30%, Bank Japonii może mieć problemy z utrzymaniem takiego tempa, zwłaszcza że od kilku miesięcy bilans znowu rośnie wolniej, spadła także inflacja.



Suma bilansowa Banku Japonii
Bloomberg / Skarbiec TFI

Głównym celem jest osłabienie jena, jako że gospodarka japońska dysponuje wysokim potencjałem eksportowym, który był tłumiony przez mocną walutę krajową. W ciągu dwóch lat udało się przesunąć kurs USDJPY z 90 na niemal 120. Dzięki temu odwrócony został trend spadku nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, przestał także narastać deficyt w handlu zagranicznym. Niestety, to nie wystarczy aby wprowadzić Japonię na wyższe poziomy aktywności gospodarczej. **Prognozowany na 2015 rok wzrost gospodarczy to + 1,2%, nieco tylko więcej niż w 2014, w którym wzrost PKB szacowany jest na 1,1%**. Prognozy te już uwzględniają zatwierdzony przez japoński parlament pakiet fiskalny. W dłuższym okresie gospodarkę ma wspierać „trzecia strzała", czyli **reformy strukturalne**. I tu jednak, podobnie jak w Europie Zachodniej, największym problemem mogą być nawyki społeczeństwa, niechęć do zmian i przede wszystkim demografia. Bardzo niski i malejący udział grupy pracującej w ogóle ludności będzie w naturalny sposób ograniczał aktywność konsumpcyjną, stawiając jednocześnie wyzwania z zakresu opieki socjalnej dla i tak rekordowo zadłużonego państwa. Skuteczność „Abenomiki" w dużej mierze będzie więc uzależniona od sukcesu w wojnach walutowych i nie przyniesie długofalowych efektów. **2015 rok powinien jednak dać odczuć pozytywne skutki wystrzelenia „trzech strzał", z szansą na raczej pozytywne zaskoczenia.**

RYNKI WSCHODZĄCE

ŚLEDZĄC CENĘ ROPY

Rynki Wchodzące nigdy nie stanowiły jednolitej grupy, po kryzysie 2008 roku różnice te stały się na tyle duże, iż nie sposób mówić o nich jako o klasie aktywów. **W perspektywie 2015 roku jednym z ważniejszych kryteriów wyróżniających poszczególne rynki będzie ich bilans w handlu ropą naftową**. Beneficjentami nowej sytuacji na rynku ropy będą kraje – importerzy energii. Dotyczy to wielu krajów, jednak najbardziej skorzystają tu szybko rozwijające się, energochłonne gospodarki takie jak Chiny i Indie. Poprawi się także sytuacja regionalnego lidera, Turcji, która obciążona jest wysokim deficytem rachunku obrotów bieżących wynikającym z importu surowców energetycznych. Na drugim biegunie znajduje się przede wszystkim Rosja oraz Brazylia a także, nie stanowiąca istotnego kierunku inwestycyjnego, Wenezuela.

Daleki Wschód to naszym zdaniem region o największym potencjale gospodarczym. Duże nadzieje wiązane są z nowym otwarciem w Indiach, po wyborze na premiera Narendry Modiego, uznawanego za reformatora. Reformy są bowiem niezbędne, aby gospodarka tego kraju rosła zgodnie ze swoimi możliwościami. Problemy, które hamują rozwój kraju w wielu przypadkach wymagają zastosowania sprawdzonych i powszechnie stosowanych na świecie rozwiązań. W istocie Indie znajdują się pod względem rozwoju tam, gdzie Chiny były dwadzieścia lat temu. Najważniejsze kwestie do rozwiązania to: problemy w energetyce skutkujące częstymi przerwami w dostawie energii, nieefektywne wydobycie węgla, reforma administracji i finansów publicznych, konsolidacja gospodarek 28 stanów i stabilność prawa. **Wiele z nich to źródło prostych rezerw, które mogą szybko wesprzeć wzrost gospodarczy**.

Już w 2014 roku PKB Indii wzrosło zapewne o 5,5%, w 2015 będzie to około 6,5%. Pobudzenie gospodarki reformami strukturalnymi może uczynić z tego kraju lidera wzrostu gospodarczego w następnych latach, zwłaszcza, że Chiny wchodzą w nowy okres bardziej zrównoważonego, ale i niższego wzrostu. Jak stara się to przekazać KPCh, wzrost będzie wolniejszy, ale wyższej jakości. Niezależnie od tych enuncjacji, rynki finansowe z trudem akceptują niższe dynamiki PKB. Spadek tempa wzrostu gospodarki Państwa Środka spowodował, że inwestorzy zaczęli zwracać uwagę na problemy, z jakimi się boryka: słaby system finansowy, sytuacja na rynku nieruchomości, napięcia społeczne. W efekcie, mimo wciąż imponującego przyrostu PKB, rynki tego kraju traktowane są z rezerwą.

PKB rdr	2014	2015	2016
Brazylia	0.3%	0.8%	2.0%
Chiny	7.4%	7.1%	6.8%
Indie	5.6%	6.4%	6.5%
Korea Płd.	3.7%	4.0%	4.0%
Rosja	0.2%	-1.2%	0.2%
Turcja	3.0%	3.5%	3.7%

Prognoza wzrostu gospodarczego

Bloomberg / MFW / Skarbiec TFI

Już w prognozach na 2016 rok widać, że pod względem tempa wzrostu gospodarczego Indie zbliżają się do Chin i istnieje duże prawdopodobieństwo, że w 2017 to Indie będą rosły szybciej. Władze Chin są zdecydowane wspierać wzrost gospodarczy. Zapowiedziany został fiskalny pakiet stymulacyjny, na który mało zadłużone Chiny mogą sobie pozwolić, zaś bank centralny podjął już pierwszą decyzję o obniżeniu stóp procentowych. Ponadto przygotowywane są reformy, między innymi w zakresie liberalizacji, czego przejawem było na przykład otwarcie giełdy w Szanghaju na inwestorów zagranicznych. Na razie wskaźniki aktywności gospodarczej nadal spadają, złożony efekt działań rządowych oraz niskich cen energii powinien przynieść w 2015 rezultaty i poprawić klimat inwestycyjny wokół tego kraju.

Zdecydowanie słabiej będzie wyglądała sytuacja w krajach Ameryki Łacińskiej. Dla całego regionu prognozowany wzrost gospodarczy w 2015 roku to 2,2%, w porównaniu do +6,5% we Wschodzącej Azji. Tamtejsze gospodarki będą rosły wolniej także niż rynków wschodzących w Europie, gdzie prognozy przyrostu PKB są dla regionu bliskie 3%. Będzie się tak działo za sprawą dołka koniunkturalnego, w którym tkwią gospodarki Argentyny i Brazylii. Zwłaszcza w ten drugi kraj uderzają niskie ceny surowców. **Najlepsze rokowania ma gospodarka Meksyku, która może w 2015 wzrosnąć nawet o 4%**, po wzroście o 2,5% w 2014.

W naszym, szeroko rozumianym regionie, obserwować będziemy solidny, jak na obecne czasy, wzrost gospodarczy. **Najszybciej będzie rozwijała się gospodarka Turecka**, jako że kraj ten znajduje się w nieco wcześniejszej fazie rozwoju, kiedy konwergencja działa z większą siłą. Dodatkowym wsparciem będzie niska cena ropy naftowej.

PKB rdr	2014	2015	2016
Bułgaria	1.5%	1.8%	2.3%
Czechy	2.4%	2.4%	2.8%
Węgry	3.2%	2.4%	2.5%
Polska	3.3%	3.3%	3.5%
Rumunia	2.5%	3.0%	3.0%
Rosja	0.2%	-1.2%	0.2%
Turcja	3.0%	3.5%	3.7%
Ukraina	-6.9%	-2.1%	2.0%

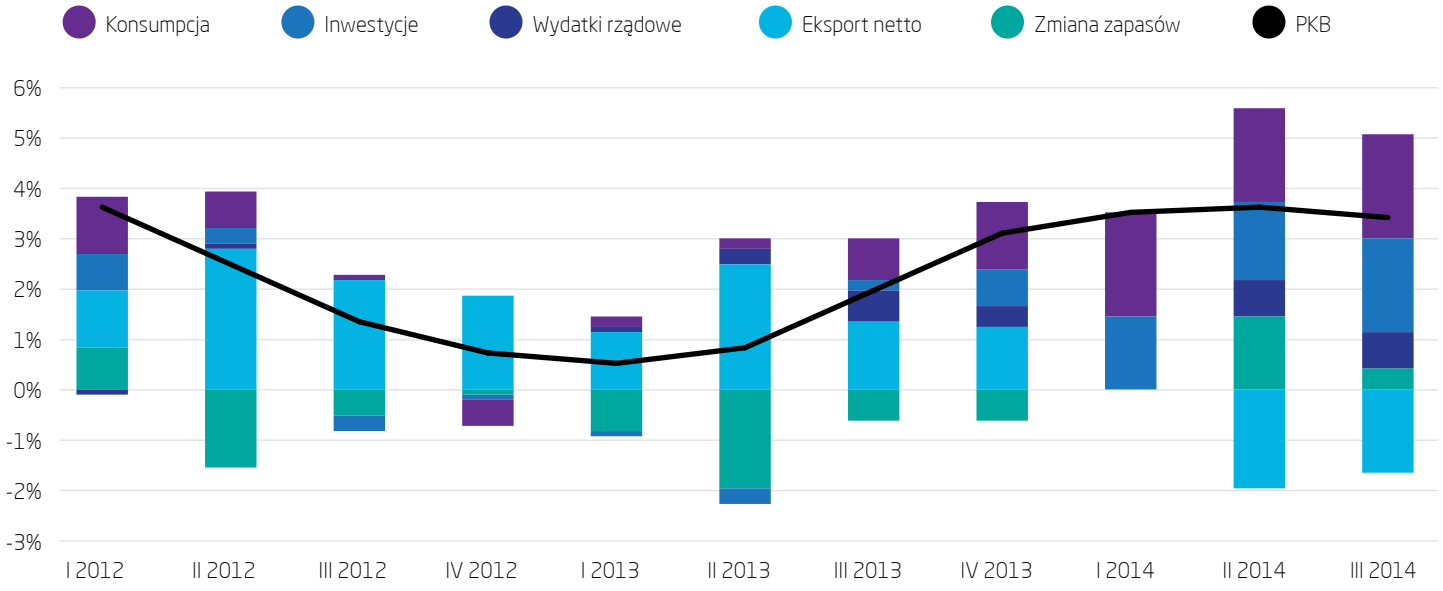
Prognoza wzrostu gospodarczego

Bloomberg / MFW / Skarbiec TFI

Dobrze będą sobie radziły kraje Nowej Unii, z wyjątkiem Bułgarii, borykającej się z problemami strukturalnymi. **Liderami wzrostu gospodarczego w 2015 będą Polska i Rumunia**. Zdecydowanie gorzej będzie działo się za naszą wschodnią granicą. Obecne prognozy mówią co prawda, że w 2016 zarówno Rosja jak i Ukraina wydostaną się z dołka ale warto pamiętać, że prognozy te są od pewnego czasu weryfikowane w dół, a Rosja, gdzie szacunki PKB podawane są miesięcznie, już zaraportowała ujemny wzrost gospodarczy. Ukraina znajduje się w gorszej pozycji startowej niż Rosja, jednak na jej korzyść będzie działała sytuacja na rynku surowców. Ponadto, kraj ten podjął wielki wysiłek reformatorski, jednoznacznie deklarując przy tym prozachodnie nastawienie.

POLSKA
ZAWSZE DO PRZODU

W 2014 polska gospodarka po raz kolejny pokazała swój potencjał. Mimo słabych danych miesięcznych, wzrost gospodarczy w III kwartale 2014 przyspieszył do 3,3%. **W kolejnych latach dynamika PKB wzrośnie do 3,5%**. Ważna jest struktura tego wzrostu. Do konsumpcji, która tradycyjnie dodatnio kontrybuowała do PKB od początku 2014 dołączyły inwestycje. Ta składowa będzie miała w 2015 istotne znacznie, zwłaszcza w obliczu napływu środków unijnych. Inwestycje i konsumpcja zastąpią eksport netto, który w trudniejszych momentach ratował Polskę przed recesją.

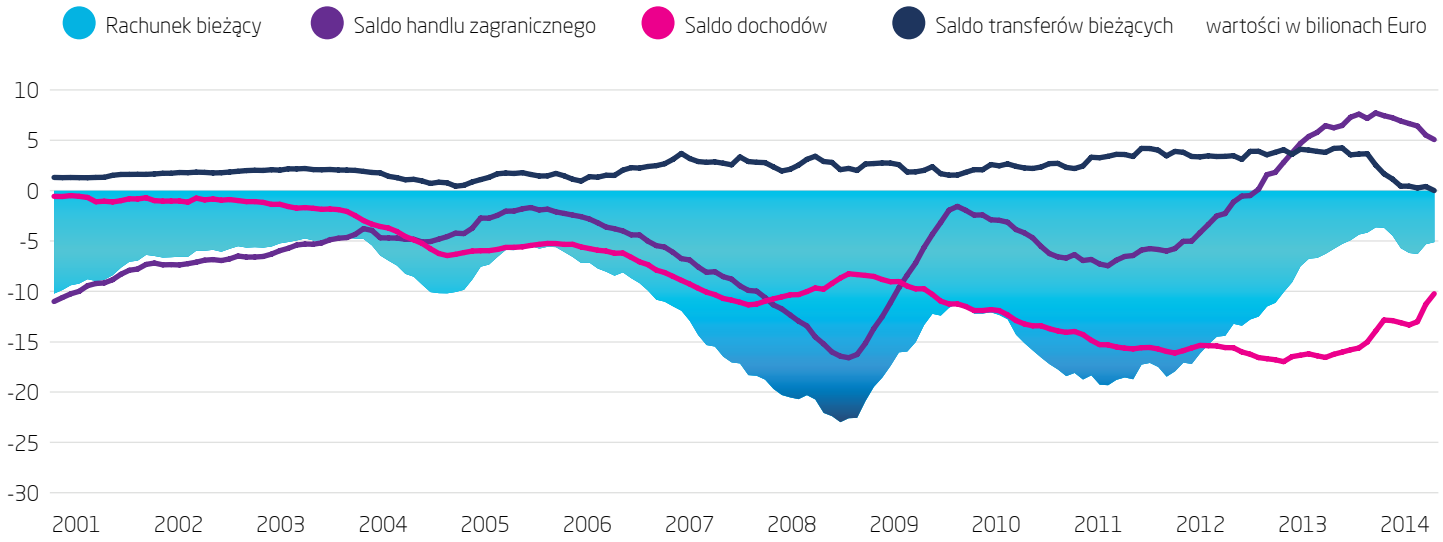


Składowe polskiego PKB
GUS / Skarbiec TFI

Zjawiskiem odróżniającym polską gospodarkę od europejskich czy nawet amerykańskiej jest bardzo stabilny wzrost funduszu płac oparty na rosnących wynagrodzeniach i zatrudnieniu. W połączeniu ze spadająca stopą bezrobocia stanowi to fundament dla kilkuprocentowego wzrostu konsumpcji w 2015 i w kolejnych latach. Ostatnie dane demograficzne przyniosły pozytywne zaskoczenie – wbrew oczekiwaniom Polska odnotowała dodatni przyrost naturalny. Lepsza struktura wiekowa ludności oczywiście nie zadziała w horyzoncie roku, jednak należy zwrócić uwagę na ten fakt, jako na przejaw lepszych nastrojów. Gdyby bowiem ocena sytuacji ekonomicznej przez gospodarstwa domowe była negatywna, to żadne przedłużone urlopy macierzyńskie nie skutkowałyby decyzjami o powiększeniu rodziny.

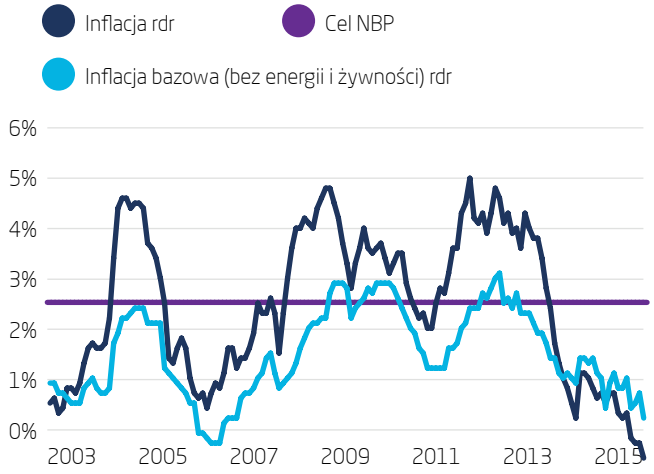
Akurat w 2015 roku czynnikiem, którego nie należy ignorować mogą być wydatki rządowe, a to z uwagi na rozpoczęcie wykorzystania nowych środków z Unii Europejskiej oraz zbliżające się wybory parlamentarne. Należy spodziewać się większego wykorzystania możliwości

jakie daje rządowi spółka Polskie Inwestycje Rozwojowe, co widać po decyzjach personalnych. **Godne odnotowania jest na pewno wejście Polski do grona państw z nadwyżką w wymianie handlowej.** Sytuacja taka utrzymuje się od początku 2013 i choć w ostatnich miesiącach nadwyżka jest coraz niższa, to dzieje się tak za sprawą szybszej dynamiki importu, co jest naturalne dla szybko rozwijających się krajów. Dane NBP nie pokazują też negatywnego wpływu spadku eksportu na Wschód.



Rachunek obrotów bieżących
NBP / Skarbiec TFI

Także w Polsce inflacji nie widać, pojawiła się natomiast deflacja. Rada Polityki Pieniężnej, według niektórych ocen, nadal mentalnie tkwi w erze wysokiej inflacji i z tego względu mamy jedne z najwyższych realnych stóp procentowych na świecie. Do spadku wskaźnika cen przyczyniła się tańsza energia i żywność, jednak nawet patrząc na inflację bazową, oczyszczoną z tych dwóch składowych, ceny w Polsce nigdy nie rosły tak wolno. **Rok 2015 nie przyniesie rewolucyjnych zmian w tym zakresie - inflacja nadal będzie bardzo niska**. Mechanizmem, który za tym stoi jest funkcjonowanie polskiej gospodarki poniżej jej potencjalnych możliwości, co skutkuje brakiem presji na wzrost cen. Według szacunków NBP ujemna luka popytowa będzie utrzymywała się do końca 2016 roku. Daje to RPP spore pole manewru, **natomiast rynek nie przewiduje już dużych obniżek stóp (dyskontuje „słabe" 25 punktów bazowych) i zapewne ma rację, zwłaszcza że dane ze sfery realnej mogą pozytywnie zaskoczyć.**



Inflacja w Polsce
Bloomberg / Skarbiec TFI

Wynagrodzenia w Polsce
Bloomberg / Skarbiec TFI