

CitiMonthly

Byłe do wiosny

- Nowy rok zapowiada się nie najgorzej pod względem wzrostu gospodarczego w kraju. Gospodarka ma szansę rozwijać się w tempie przekraczającym 3% i to nawet pomimo niesprzyjającego otoczenia.
- Na liście czynników, które nas niepokoją znajdują się perspektywy inflacyjne. Spodziewamy się, że deflacja utrzyma się do marca lub kwietnia, a następnie wskaźnik CPI zacznie szybko rosnąć. Biorąc jednak pod uwagę ceny surowców, scenariusz ten nie jest przesadzony.
- Dotychczasowy spadek cen paliw powinien mieć umiarkowanie pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy oraz wyraźny negatywny wpływ na inflację. Według naszych szacunków 20% spadku cen ropy powiększa wzrost gospodarczy w kraju o 0,2 punktu proc. oraz obniża inflację o około 0,8 punktu.
- Rada Polityki Pieniężnej wyszła z założenia, że obecny okres deflacji jest przejściowy. To założenie wydaje się słuszne, ale nie zmienia to faktu, że okres deflacji – choć przejściowy - może okazać się dłuższy od prognozowanego.
- W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian przez cały 2015 r. oraz w pierwszej połowie 2016 r. Gdyby jednak do wiosny nie poprawiły się perspektywy inflacyjne, szanse na obniżki stop procentowych wyraźnie wzrosną.
- W otoczeniu zewnętrznym istotne będzie to, jak bardzo rozbiegną się ścieżki polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych oraz strefie euro. Poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC powinno sprzyjać polskim aktywom, szczególnie że podwyżki stóp przez Fed wydają się odległą perspektywą.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

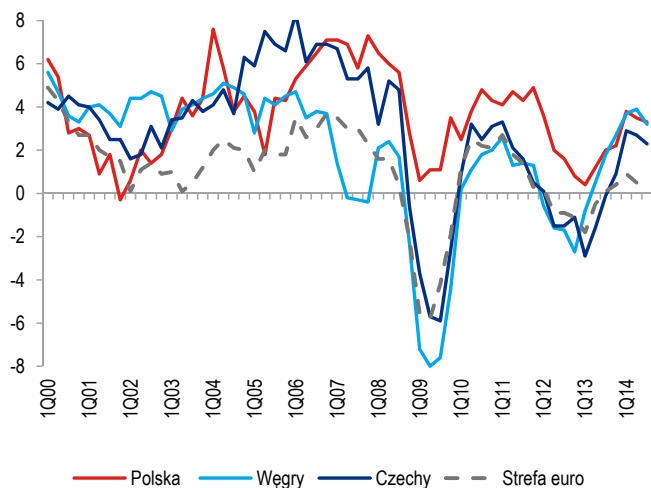
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

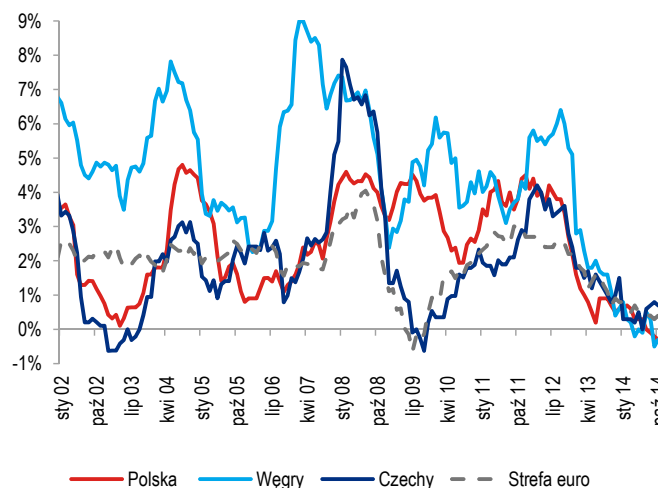
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



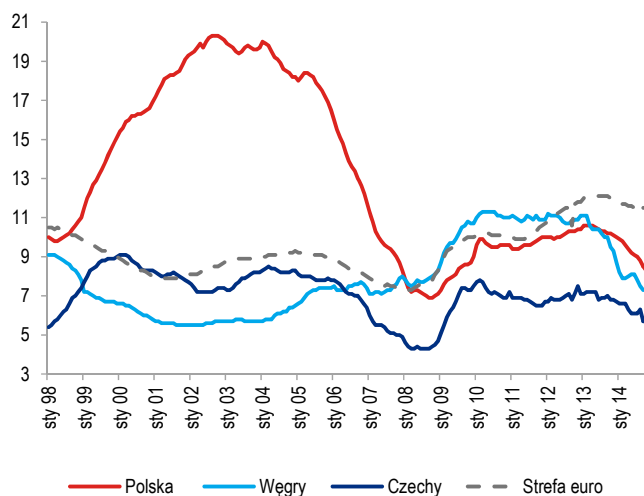
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



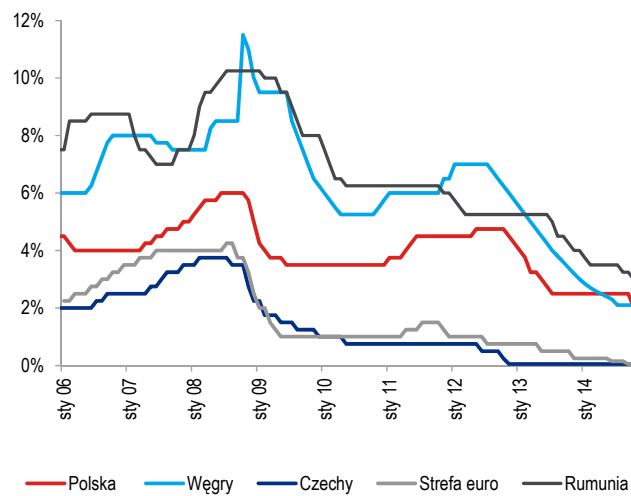
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Tabela 1. Kryteria konwergencji – porównanie krajów regionu Europy Środkowej.

	Inflacja	Stopy procentowe	Saldo budżetu*	Dług publiczny*
Czechy	0,4	1,9	-2,1	44,7
Węgry	0,3	5,3	-2,8	76,4
Polska	0,4	4,0	-2,9	50,2
Rumunia	1,3	4,9	-2,8	40,4
Kryterium konwergencji	<u>1,3</u>	<u>5,9</u>	<u>-3,0</u>	<u>60,0</u>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognozy Komisji Europejskiej na rok 2015, opublikowane w listopadzie 2014 r.

Uwaga: Inflacja została obliczona, jako dwunastomiesięczna średnia wskaźników HICP. Stopa procentowa to średnia dwunastomiesięczna z rentowności dziesięcioletnich obligacji rządowych. Dług i saldo sektora inst. rządowych i samorządowych (*general government*) jest zdefiniowany zgodnie z metodologią ESA-95. Prognoza deficytu sektora inst. rządowych i samorządowych na rok 2014 dla Polski oparta na metodologii ESA-95 uwzględnia transfer aktywów OFE. Jednak, jeśli Eurostat zmieni metodologię na ESA-2010 wówczas saldo sektora inst. rządowych i samorządowych zostanie pomniejszone o tę wielkość, tj. ok. 8 pkt proc PKB.

Perspektywy Globalne¹

Rozbieżne ścieżki polityki pieniężnej

- Chociaż globalny wzrost zapewne lekko przyspieszy w 2015 roku, wzrost niemieckiej gospodarki – mającej szczególne znaczenie dla polskich eksporterów - może lekko wyhamować.
- W tym scenariuszu rok 2015 zapowiada się jako okres wciąż bardzo niskiej inflacji.
- Z punktu widzenia Polski ciekawym tematem w 2015 r. będą rozbieżne ścieżki polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych oraz strefie euro. Sytuacja ta może być w krótkim horyzoncie pozytywna dla polskich aktywów, znacznie gorsza w dłuższym horyzoncie.

Trzy Założenia na 2015

Dobrym punktem startowym przy prognozach dla polskiej gospodarki jest zdefiniowanie kluczowych założeń dotyczących otoczenia zewnętrznego. Poniżej przedstawiamy scenariusze, które naszym zdaniem mogą się okazać najistotniejsze dla polskiej gospodarki.

EBC przekracza Rubikon

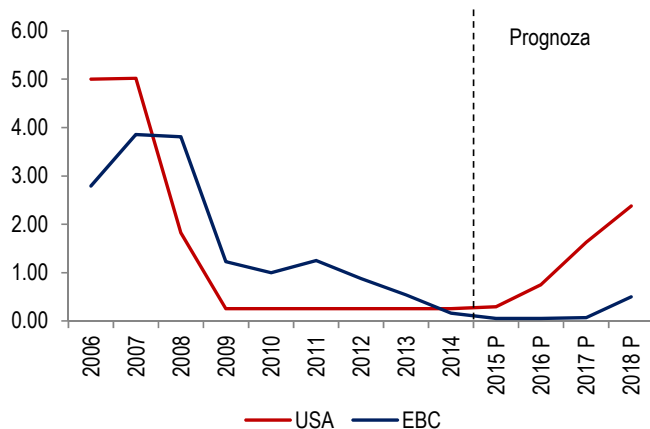
Od dłuższego czasu Citi oczekuje, że Europejski Bank Centralny (EBC) zdecyduje się sięgnąć po bardziej niekonwencjonalne narzędzia polityki pieniężnej. Przemawia za tym bardzo niski poziom inflacji oraz kolejne rewizje wzrostu gospodarczego w dół, które powodują, że obawy o możliwość „japonizacji” gospodarki strefy euro stają się realne. Dotychczas wykorzystywane niestandardowe rozwiązania nie wystarczą, aby doprowadzić do powiększenia bilansu EBC i dlatego oczekujemy, że na początku 2015 roku (prawdopodobnie 22 stycznia) EBC podejmie decyzję o rozpoczęciu programu zakupu aktywów sektora publicznego (obligacji rządowych). Podziały wewnątrz EBC nie ułatwiają tej decyzji, ale zmiany w komunikatach przedstawianych w ostatnich miesiącach przez bank centralny strefy euro wyraźnie zmiernają w tym kierunku.

Aby doprowadzić do wzrostu bilansu, EBC może zdecydować się na zakup na rynku wtórnym 25 mld euro obligacji rządowych miesięcznie, co stanowiłoby mniej więcej jedną trzecią miesięcznych emisji EMU11. Ewentualnie skala zakupu obligacji rządowych mogłaby zostać ograniczona do około 20 mld euro, na rzecz zakupów długu korporacyjnego. Niezależnie od dokładnie przyjętej formy naszym zdaniem bez zakupu aktywów sektora publicznego trudno byłoby EBC osiągnąć planowaną skalę wzrostu bilansu.

Wnioski dla Polski: Perspektywa QE w strefie euro powinna przynajmniej w krótkim okresie okazać się pozytywna dla aktywów strefy euro, a przez kanał relatywnej wyceny, również dla polskich obligacji.

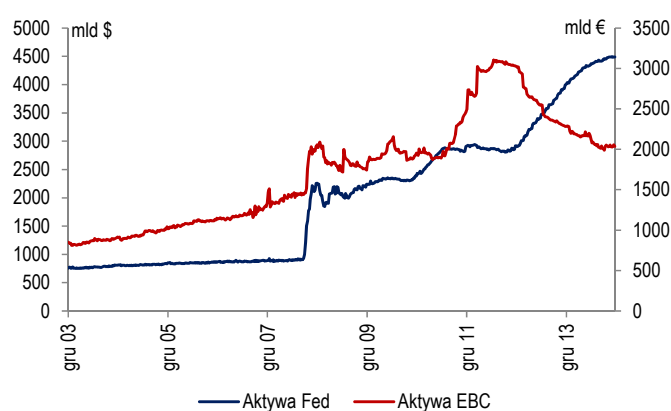
¹ Poniższa sekcja została oparta m.in. o raporty GEOS oraz EMMSO z dnia 1.12. 2014 r.

Wykres 5. Stopy procentowe Fed i EBC (średniorocznie)



Źródło: Fed, EBC, Citi Handlowy.

Wykres 6. Aktywa Fed i EBC



Źródło: Fed, EBC, Citi Handlowy.

Fed – co się odwlecze...

Od ponad roku inwestorzy rozważają kiedy amerykański bank centralny (Fed) mógłby zacząć proces podwyższania stóp procentowych. Od ponad sześciu lat stopy w Stanach pozostają na niezmiennym poziomie, praktycznie nie różniąc się od zera. Jak sugerują sami przedstawiciele Fed moment podwyżek zbliża się, ale zdaniem Citi jest on wciąż dosyć odległy. Do pierwszej podwyżki o 25pb może dojść w ostatnim kwartale 2015 r., a cały cykl powinien być rozłożony w czasie. Spowoduje to stopniową rozbieżność ścieżek polityki pieniężnej dwóch największych banków centralnych.

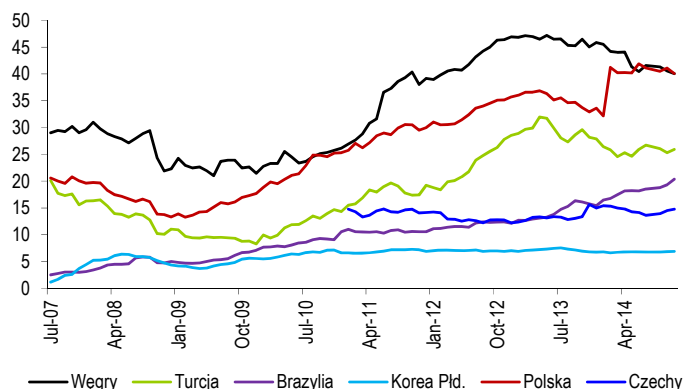
Z punktu widzenia polskiej gospodarki amerykańska polityka pieniężna ma szczególne znaczenie. Przyczynia się do tego bardzo wysoki udział amerykańskich inwestorów w polskim rynku oraz fakt, że decyzje Fed są często wyznacznikiem globalnego trendu przepływu kapitału.

Wnioski dla Polski: Naszym zdaniem działania Fed będą miały dla Polski nawet większe znaczenie niż zakupy aktywów przez EBC (i będą działały w przeciwnym kierunku). Niemniej ten negatywny wpływ na obligacje będzie odroczony w czasie. W krótkim horyzoncie uwaga inwestorów będzie koncentrować się na EBC (pozytywne dla obligacji), a Fed zyska na znaczeniu dopiero gdy stopy w Stanach zaczną rosnąć (negatywne).

Umiarkowany wzrost i niska inflacja

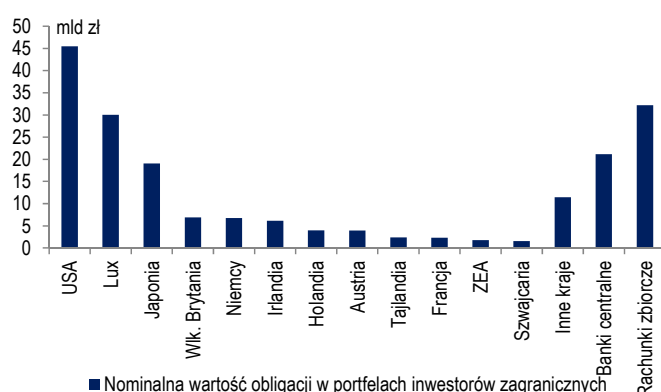
Zgodnie z prognozami ekonomistów Citi globalny wzrost gospodarczy nieznacznie przyspieszy w 2015 r. do 3,1% r/r z 2,7% r/r. Jednocześnie jednak mimo przyspieszenia wzrostu procesy globalizacyjne spowalniają, co jest odzwierciedlone w oczekiwanej ograniczonej skali przepływów kapitałowych oraz niewielkim wzroście obrotów handlowych.

Wykres 7. Udział inwestorów zagranicznych w krajowym rynku obligacji skarbowych



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Portfele krajowych obligacji skarbowych inwestorów zagranicznych wg kraju pochodzenia inwestora



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Istotne znaczenie dla światowej gospodarki, a zwłaszcza dla krajów rozwijających się będzie miała chińska gospodarka, która najprawdopodobniej spowolni w 2015 r. poniżej 7% r/r. Słabsza aktywność gospodarcza w Państwie Środka wraz ze zmianami strukturalnymi chińskiej gospodarki, tj. rosnącym sektorem usług i mniejszym wzrostem importu, będzie ograniczać korzyści dla innych gospodarek wschodzących płynące z wzrostu PKB w Chinach. Udział eksportu Polski do Chin w całkowitym eksporcie jest co prawda niewielki, ale pośredni wpływ wolniejszego wzrostu w Chinach na aktywność gospodarczą głównych partnerów handlowych Polski może mieć większe znaczenie.

Ponadto, ryzykiem dla globalnego wzrostu oraz premii za ryzyko będzie utrzymujące się stosunkowo wysokie ryzyko geopolityczne związane szczególnie z dwoma wydarzeniami, które miały miejsce w 2014 r., tzn. konfliktem Rosji z Ukrainą oraz z powstaniem ISIS w Iraku. Z punktu widzenia Polski na szczególną uwagę zasługuje oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego w Niemczech do 1,1% r/r z 1,5% w 2014 r. oraz recesja w Rosji. Z drugiej strony dla całej strefy euro, gdzie trafia ponad 50% polskiego eksportu, Citi prognozuje przyspieszenie do 1,1% r/r z 0,8%.

Mimo wyższego tempa globalnego wzrostu PKB luka popytowa pozostanie wciąż niedomknięta. Ponadto wolniejszy wzrost gospodarczy w Chinach będzie jednym z czynników negatywnie wpływających na ceny surowców. Te dwa czynniki przyczynią się do utrzymania wyjątkowo niskiej inflacji, która będzie umożliwiała bankom centralnym utrzymywanie stosunkowo łagodnej polityki pieniężnej, ale w długim terminie może stwarzać problemy dla krajów o wysokim zadłużeniu. Spadki cen surowców i zacieśnienie polityki pieniężnej w USA mogą mieć negatywne konsekwencje dla krajów eksportujących surowce i jednocześnie utrzymujące deficyt w obrotach bieżących, takich jak: Brazylia, RPA, Indonezja, Peru. Jednocześnie w takim scenariuszu najkorzystniej wypadają kraje importujące surowce oraz utrzymujące stosunkowo dobre saldo na rachunku obrotów bieżących takie jak Korea Płd., Węgry, Polska, Izrael.

Wnioski dla Polski: Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki nie będzie zbyt sprzyjające przy oczekiwanym spowolnieniu gospodarczym w Niemczech i recesji w Rosji. Z kolei niskie ceny

surowców przyczynią się do utrzymania niskiej inflacji w Polsce w najbliższych miesiącach. Jednocześnie w sytuacji obniżonych cen surowców Polska gospodarka jest w stosunkowo korzystnej sytuacji na tle innych gospodarek wschodzących.

Tabela 2. Prognozy makroekonomiczne dla wybranych gospodarek (prognozy na lata 2014-2016)

	PKB			CPI			Saldo obrotów bieżących			Saldo budżetu		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
Świat	2.7	3.1	3.4	2.7	2.5	2.8	0.8	0.8	0.8	-3.2	-3.1	-3.0
Kraje rozwinięte	1.7	2.1	2.3	1.4	1.3	1.7	-0.2	0.2	0.3	-3.8	-3.3	-3.2
USA	2.3	3.0	2.8	1.4	1.4	1.8	-2.2	-1.2	-0.8	-4.4	-4.1	-4.5
Japonia	0.3	0.9	1.8	2.9	1.4	1.1	0.1	0.7	0.4	-8.0	-6.5	-6.4
<i>Strefa euro</i>	0.8	1.1	1.6	0.5	0.8	1.5	2.7	3.0	2.8	-2.5	-2.3	-1.9
Niemcy	1.5	1.1	1.6	0.9	1.1	1.8	7.4	7.7	6.7	0.3	0.2	0.0
Francja	0.3	0.7	1.6	0.6	0.9	1.7	-0.6	0.0	0.5	-4.3	-4.2	-3.7
Włochy	-0.4	0.3	1.0	0.2	0.5	1.1	1.6	1.6	1.7	-3.0	-3.0	-2.2
Hiszpania	1.3	2.0	2.1	-0.1	0.2	0.7	-0.1	0.5	0.5	-5.5	-4.7	-3.7
Grecja	0.8	1.5	1.7	-1.3	-1.3	0.1	1.4	1.1	1.1	-1.9	-2.1	-1.8
Szwecja	2.0	2.2	2.5	-0.2	0.5	1.7	5.9	5.8	5.4	-2.1	-1.2	-0.3
Szwajcaria	1.3	2.0	2.4	0.0	-0.4	0.1	13.2	12.5	12.4	0.5	0.9	1.3
Wielka Brytania	3.0	3.0	3.0	1.5	1.3	2.0	-4.7	-4.2	-4.3	-5.6	-4.8	-3.2
Kraje EM	4.2	4.4	4.9	4.4	4.3	4.3	2.1	1.4	1.3	-2.4	-2.9	-2.7
Chiny	7.3	6.9	6.7	2.0	1.9	2.2	2.5	2.7	2.5	-2.1	-2.5	-2.5
Czechy	2.3	2.3	3.0	0.4	1.2	2.1	0.2	-0.6	-1.1	-1.9	-2.3	-2.0
Węgry	3.3	2.5	1.8	0.0	1.7	2.8	4.3	3.8	3.3	-2.8	-2.4	-2.1
Polska	3.3	3.4	3.6	0.0	0.4	2.4	-1.8	-3.2	-3.9	-2.9	-2.4	-2.2
Rumunia	2.8	3.0	3.0	1.2	2.2	2.6	-1.2	-2.0	-2.2	-1.7	-2.0	-2.5
Rosja	0.5	-1.0	1.7	7.5	7.6	5.8	3.3	3.5	2.7	0.0	-1.0	-0.6
Turcja	3.1	3.3	3.4	8.9	6.7	7.0	-5.5	-5.1	-5.5	-2.0	-2.9	-3.0
RPA	1.4	2.2	2.8	6.1	5.6	5.2	-5.3	-4.7	-4.1	-4.1	-4.1	-3.5
Brazylia	0.1	0.5	1.8	6.3	6.5	6.1	-4.0	-4.1	-3.9	-5.5	-4.7	-4.4
Meksyk	2.4	3.9	4.4	4.0	3.5	3.5	-2.2	-2.0	-2.4	-3.6	-3.5	-3.5

Źródło: Prognozy Citi Research.

Polska Gospodarka w 2015²

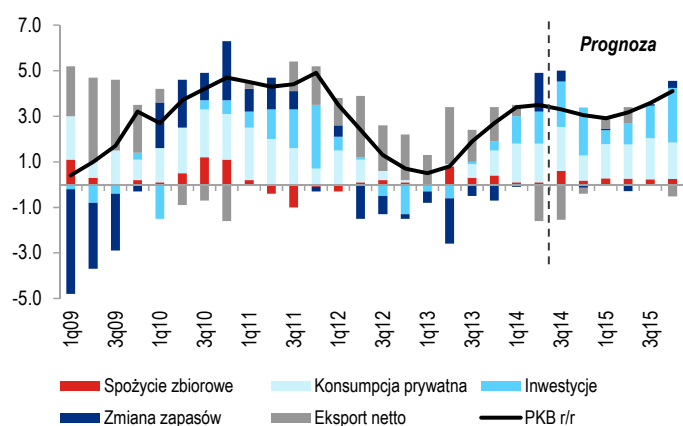
Koniec deflacji dopiero na wiosnę

- Mieszanka niezłego wzrostu oraz niewielkiej, ale przedłużającej się przynajmniej do marca-kwietnia deflacji zdominuje dyskusję na temat polityki pieniężnej w pierwszej połowie roku.
- Najbardziej prawdopodobny wydaje się scenariusz, w którym stopy procentowe pozostają bez zmian przez cały 2015 r. Gdyby jednak złoty znacznie się umocnił, gospodarka miała wyhamować lub deflacja trwała dłużej niż zakładamy, prawdopodobieństwo obniżek wzrosłoby.
- Szok naftowy może mieć lekki pozytywny wpływ na wzrost i jednocześnie bardzo wyraźny negatywny wpływ na inflację.

Czy 2015 będzie rokiem ożywienia?

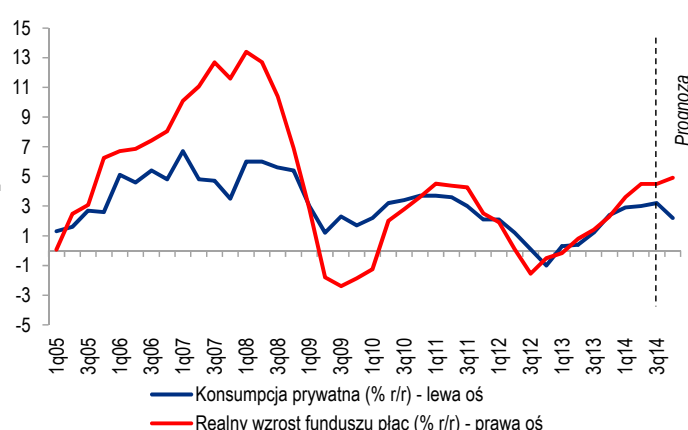
Pod względem przeciętnego wzrostu gospodarczego nowy rok może nie odbiegać zbyt od 2014 r. Oczekujemy, że w 2015 roku PKB wzrośnie o około 3,4% r/r, co oznaczałoby tylko nieznaczną zmianę w stosunku do mijającego roku (nasza prognoza na 2014: 3,3%). Niemniej kwartalna ścieżka powinna się istotnie różnić, gdyż dołka spowolnienia w ujęciu rok-do-roku oczekujemy w pierwszym kwartale, a następnie gospodarka powinna wyraźnie przyspieszać. Od dłuższego czasu sygnalizujemy, że tendencje zachodzące na rynku pracy bynajmniej nie sugerują głębokiego załamania aktywności gospodarczej i do zmiany tej oceny musielibyśmy zobaczyć znacznie słabsze dane o zatrudnieniu i stopie bezrobocia.

Wykres 9. Wzrost PKB i główne składowe (kwartalnie do końca 2015)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Realny fundusz płac oraz konsumpcja



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Kombinacja niskich cen surowców oraz korzystnej *policy mix* jest obecnie istotnym wsparciem dla popytu krajowego, pomimo niesprzyjającego otoczenia zewnętrznego. Stopy procentowe spadły w październiku o 50 pb, a stopa lombardowa nawet o 100 pb. Pozwoliło to obniżyć koszty obsługi

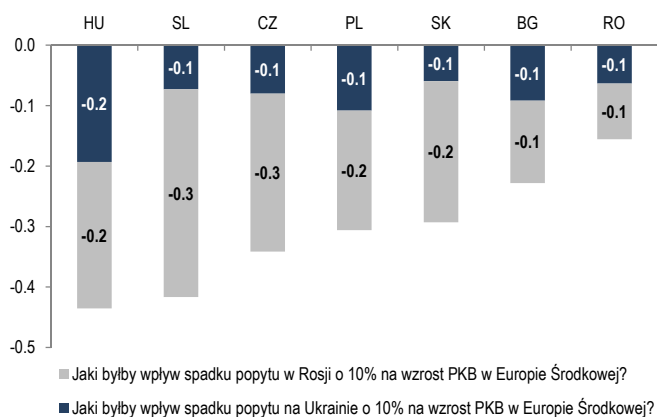
² Poniższa sekcja została oparta m.in. o raport EMMSO z dnia 31.10. 2014 r.

zadłużenia sektora prywatnego i choć całkowity wpływ na PKB będzie zapewne niewielki, niskie stopy dorzucają mimo wszystko małą cegiełkę do scenariusza ożywienia w 2015 r. Co prawda dzięki deflacji stopy realne są wciąż relatywnie wysokie, szczególnie w porównaniu z innymi krajami, jednak znaczenie tego argumentu słabnie w obliczu silnego wzrostu płac realnych. Oprócz łagodniejszej polityki monetarnej, nowy rok powinien przynieść również praktyczne zakończenie procesu zacieśniania polityki fiskalnej. Do tego wszystkiego należy dodać imponujący spadek cen ropy naftowej oraz żywności, który pozwala na zwiększenie wydatków na inne towary. Łącznie te wszystkie czynniki powinny istotnie wpływać na popyt krajowy.

Co wynika z kryzysu na wschodzie?

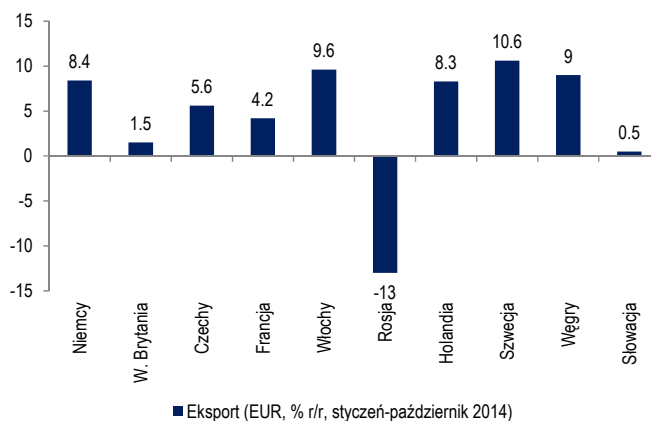
Rok temu, gdy przygotowywaliśmy prognozy dla polskiej gospodarki, w ogóle nie braliśmy pod uwagę skali załamania gospodarczego w Rosji, a także wojny we wschodniej części Ukrainy. Sytuacja geopolityczna pozostaje nieprzewidywalna, jednak w warstwie ekonomicznej zakładamy (bo trudno nazwać to prognozowaniem), że w 2015 r. spadnie PKB zarówno Rosji jak i Ukrainy - odpowiednio o 1% oraz 2,4% r/r. Już w pierwszych dziesięciu miesiącach tego roku eksport polskich towarów na Ukrainę spadł o 27,1%, na skutek czego ukraiński rynek ma obecnie zaledwie 1,9% udział w całości polskiego eksportu. W przypadku Rosji analogiczny spadek wyniósł 13% r/r, a udział w całości eksportu zmniejszył się do 4,4%.

Wykres 11. Wpływ popytu w Rosji i na Ukrainie na wzrost gospodarczy w Europie Środkowej



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 12. Eksport do głównych partnerów handlowych (% r/r, I-X 2014)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Niewątpliwie mieszanka słabego rubla oraz recesji na wschodzie powoduje, że handel z Rosją będzie raczej czynnikiem zaniżającym dynamikę w Polsce. Z drugiej strony po bardzo dramatycznych spadkach w 2014 r., nominalna wielkość rosyjskiego rynku skurczyła się na tyle, że ma on odpowiednio mniejsze znaczenie dla polskich perspektyw gospodarczych. Jeżeli chodzi o ewentualne przerwy dostawy gazu, jak wielokrotnie sygnalizowaliśmy, nie można ich zupełnie wykluczyć, ale naszym zdaniem taki scenariusz jest mało prawdopodobny. Uzależnienie od dochodów z tytułu sprzedaży surowców (około 10% PKB, czyli połowa dochodów budżetowych pochodzi ze sprzedaży ropy) oznacza, że w

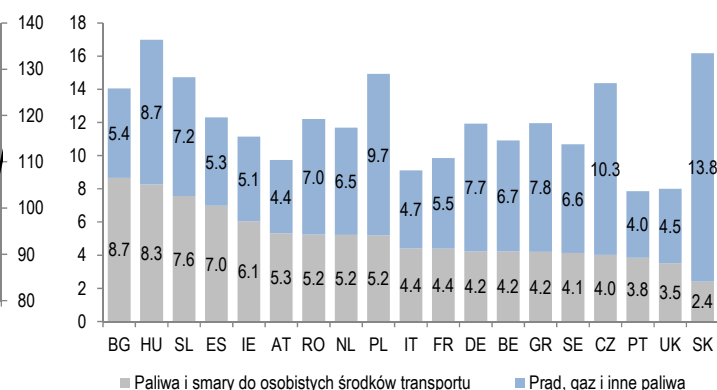
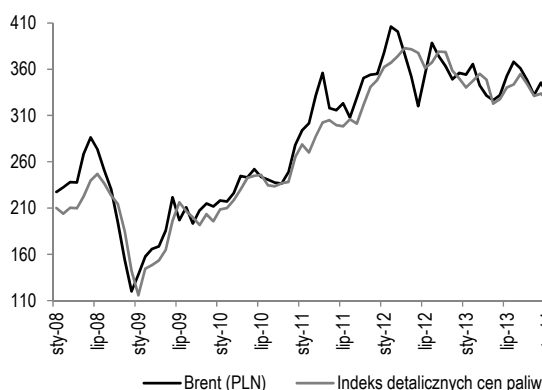
obliczu spadających cen ropy naftowej Rosja potrzebuje sprzedawać więcej surowców (a nie mniej) aby osiągnąć ten sam poziom dochodów.

Ile zyska polska gospodarka na tańszej ropie?

Głęboki spadek cen ropy naftowej jest pozytywnym szokiem dla wzrostu gospodarczego, chociaż już nie dla inflacji. Niższe ceny ropy naftowej obniżają koszty importu surowców energetycznych, ograniczają koszty produkcji, a dzięki temu zwiększają dynamikę PKB. Nasze prognozy są oparte na założeniu cen ropy Brent przeciętnie na poziomie 80 dolarów za baryłkę w 2015 roku (wobec ponad 110 dolarów jeszcze w połowie 2014 roku). Niemniej ostateczny poziom, na którym ustabilizują się ceny ropy naftowej jest niepewny i dlatego też warto rozważyć również inne potencjalne scenariusze. Według naszych szacunków przy 20% spadku cen ropy naftowej wzrost gospodarczy w Polsce może być o około 0,2 punktu procentowego wyższy. Różnica jest w sumie niewielka, jednak wystarczająca aby traktować ten szok jako jeden z zauważalnych pozytywnych czynników.

Z punktu widzenia inflacji, wpływ spadku cen ropy o 20% wydaje się już bardziej zauważalny, bo sięga on 0,8 punktu procentowego. Biorąc pod uwagę, że inflacja oscyluje poniżej zera, taki dodatkowy spadek wskaźnika CPI postawiłby Radę Polityki Pieniężnej w bardzo niekomfortowej sytuacji.

Wykres 13. Cena ropy naftowej (w złotych) oraz ceny paliw **Wykres 14. Waga paliw i energii w indeksie inflacji HICP**



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

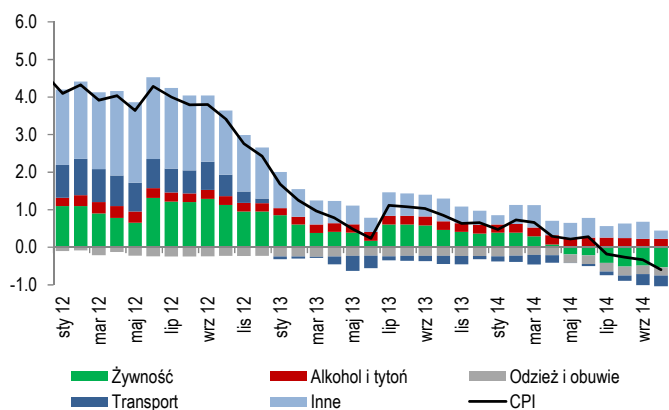
Jak długo deflacja?

Jednym z najbardziej spektakularnych wydarzeń minionego roku (w polskiej gospodarce) był szybki spadek wskaźnika inflacji. Bez wątpienia kluczowymi deflacyjnymi siłami były ceny żywności (dobre zbiory, rosyjskie sankcje) oraz taniejące paliwa. Według naszych szacunków żywność oraz transport odjęły pod koniec roku od wskaźnika CPI około 1 punkt procentowy (wykres 15). Według naszych szacunków okres deflacji zapewne potrwa do końca I kw. 2015, a może rozciągnąć się również na drugi kwartał. Dla porównania, jeszcze niedawno (przed gwałtownym spadkiem cen paliw) nasz scenariusz zakładał deflację do października-grudnia 2014 r.

Ponieważ część spadków cen paliw oraz żywności ma małe szanse powtórzyć się w podobnej skali w przyszłym roku, inflacja będzie wypychana w górę przez „efekt bazy” (czyli przez wypadanie z CPI

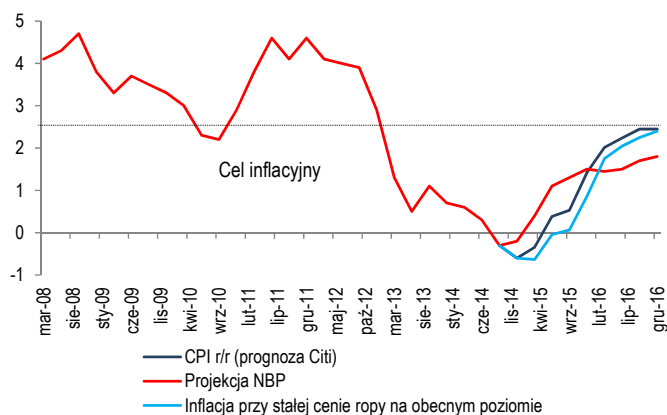
indeksów o wyjątkowo niskich wartościach). Pomimo wyraźnego wzrostu inflacja pozostanie jednak na bardzo niskim poziomie, znacznie poniżej celu inflacyjnego. Nasza prognoza podstawowa pokazuje indeks CPI na poziomie 1,7% r/r w grudniu 2015 r. i średniorocznie na poziomie 0,5%.

Wykres 15. Inflacja CPI – główne składowe (kontrybucja)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 16. Prognoza inflacji Citi Handlowy oraz NBP



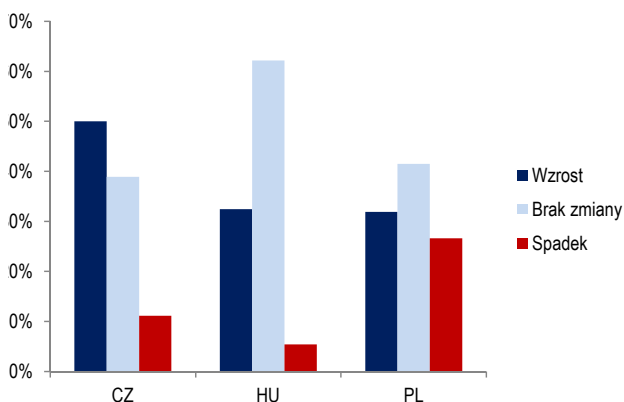
Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Czy złoty jest zbyt mocny?

Nasze analizy sugerują, że złoty nie jest nadmiernie mocny z punktu widzenia eksporterów. **Według ankiety przeprowadzonej wśród klientów Citi Handlowy kurs zapewniający opłacalność eksportu wynosi około 3,9-4,0** (analogiczna ankieta NBP: 3,91), czyli jest przynajmniej 4-8% poniżej kursu rynkowego z ostatnich dwóch miesięcy. Bufor opłacalności eksportu w tej skali powoduje, że polskie firmy znajdują się w bardzo komfortowej sytuacji, choć warto też podkreślić, że głównym motorem wzrostu eksportu jest popyt zagraniczny. W sytuacji spowolnienia w strefie euro oraz Rosji nie jest to może dobra wiadomość, ale warto też podkreślić, że pomimo tych negatywnych szoków polscy eksporterzy są umiarkowanie optymistyczni odnośnie perspektyw eksportu w 2015 r.

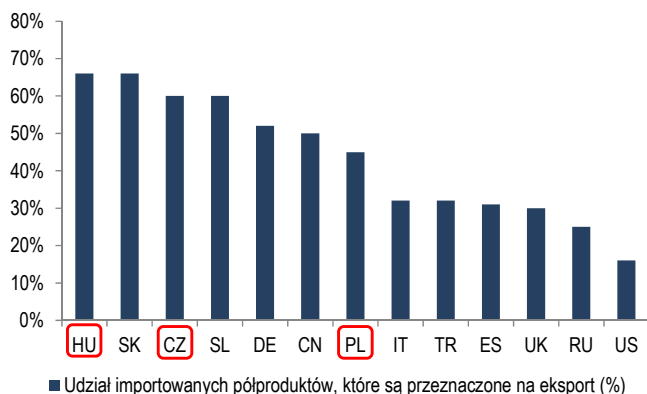
Historycznie w Polsce występowała korelacja między zmianami kursu walutowego oraz dynamiką wyników finansowych polskich firm. Można więc przypuszczać, że dalsze wahania kursu będą miały wpływ na wyniki firm i wzrost gospodarczy w kraju. Ewentualne umocnienie złotego mogłoby zaszkodzić PKB, jednak aby to nastąpiło kurs EUR/PLN zapewne musiałby spaść poniżej 4,0. Ta zależność PKB oraz inflacji od kursu powoduje, że władze monetarne będą zmuszone przywiązywać istotną wagę do złotego i w przypadku znacznego umocnienia PLN mogą być zmuszone do działania.

Wykres 17. Oczekiwania firm dotyczące eksportu w 2015 roku (Europa Środkowa)



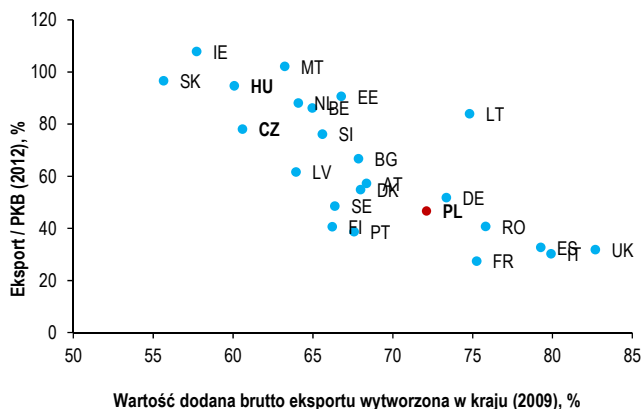
Źródło: Ankieta Citi Handlowy

Wykres 19. Udział importowanych komponentów w eksporcie Polski jest bliski 50%



Źródło: OECD, Citi Handlowy

Wykres 18. Relatywnie wyższy udział krajowej wartości dodanej w eksporcie pozwala Polsce korzystać na osłabieniu PLN



Źródło: OECD, NBH, Citi Handlowy

Wykres 20. Osłabienie złotego przekłada się na poprawę wyników firm



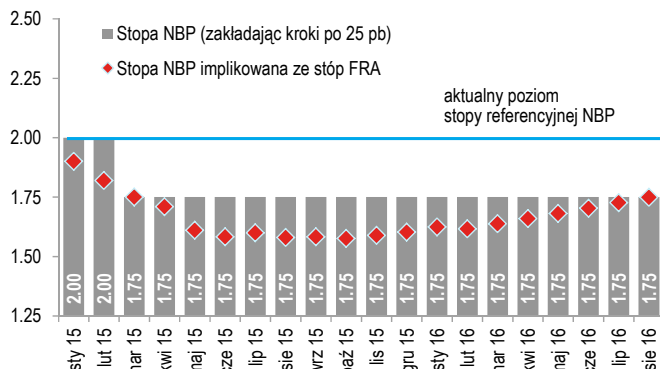
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Czy RPP będzie ciąć stopy procentowe?

Pozostawiając stopy procentowe bez zmian w listopadzie oraz grudniu RPP wysłała jasny sygnał, że do dalszego poluzowania polityki pieniężnej potrzeba byłoby znacznie gorszych danych makroekonomicznych. Nasze prognozy przewidują lekkie spowolnienie na przełomie roku, ale wzrost i tak powinien być silniejszy niż NBP założył w swojej projekcji. Do tego poprawa na rynku pracy i wyraźny wzrost akcji kredytowej nie dają Radzie pretekstu do szybkiego działania. Dlatego w naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian przez cały 2015 rok oraz prawdopodobnie również w pierwszej połowie 2016 r.

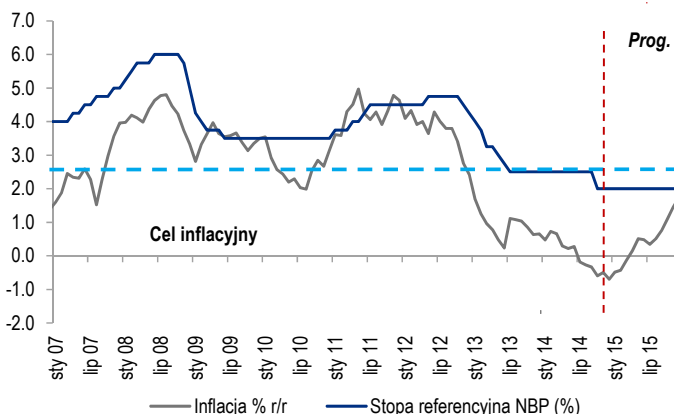
Mimo tej prognozy, naszym zdaniem przy przedłużającej się deflacji oraz prawdopodobnych zakupach aktywów rządowych przez EBC, powrót do obniżek stóp procentowych nie może być zupełnie wykluczony. Presja związana z bardzo niskim CPI będzie się utrzymywała, a im dłużej będzie trwać tym trudniej będzie Radzie opierać się propozycjom obniżek stóp. Dlatego dostrzegamy ryzyko niewielkiego dodatkowego dostosowania stóp w pierwszej połowie roku.

Wykres 21. Stopa NBP implikowana ze stawek FRA



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 22. Prognoza inflacji i stóp procentowych

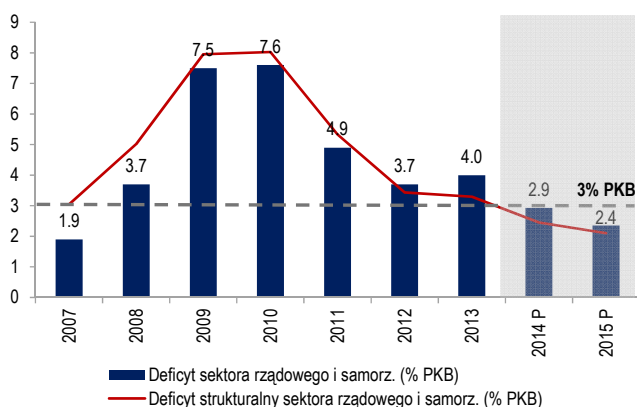


Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Bez procedury nadmiernego deficytu już w 2015

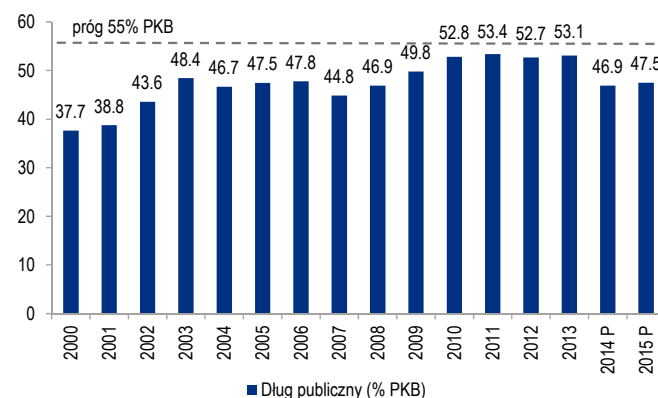
Od lat ograniczeniem nałożonym na polską politykę fiskalną jest procedura nadmiernego deficytu (EDP), związana z utrzymywaniem się deficytu sektora rządowego i samorządowego znacznie powyżej 3% PKB. Oficjalne prognozy rządowe zakładają, że deficyt spadnie poniżej tego poziomu w 2015 roku, co umożliwi usunięcie EDP w 2016 roku. Uważamy te szacunki za konserwatywne. Jesteśmy w tej kwestii nieco bardziej optymistyczni i dopuszczamy możliwość spadku deficytu poniżej 3% już w roku bieżącym. Oznaczałoby to usunięcie procedury nadmiernego deficytu już wiosną 2015 roku, co zwiększyłoby elastyczność polskiej polityki fiskalnej, szczególnie w przypadku ewentualnych negatywnych szoków.

Wykres 23. Prognozy deficytu sektora rządowego i samorządowego



Źródło: Eurostat, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 24. Prognozy długu publicznego (polska metodologia)



Źródło: MF, Citi Handlowy.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 3. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2013			2014									
	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	4.4	2.9	6.6	4.1	5.3	5.4	5.4	4.4	1.7	2.3	-1.9	4.2	1.6
Produkcja przemysłowa (% m/m)	6.0	-6.2	-9.7	2.9	-1.8	9.4	-2.3	-1.7	-0.1	2.0	-8.5	16.5	3.5
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	5.0	3.3	8.3	5.9	7.3	7.7	7.3	5.7	2.1	3.3	-1.5	4.9	2.7
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-3.2	-2.9	5.8	-3.9	14.4	17.4	12.2	10.0	8.0	1.1	-3.6	5.6	-1.0
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	3.2	3.8	5.8	4.8	7.0	3.1	8.4	3.8	1.2	2.1	1.7	1.6	2.3
Stopa bezrobocia (%)	13.0	13.2	13.4	14.0	13.9	13.5	13.0	12.5	12.0	11.8	11.7	11.5	11.3
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	-0.2	0.1	0.3	0.0	0.2	0.5	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8
Ceny													
Inflacja (% r/r)	0.8	0.6	0.7	0.5	0.7	0.7	0.3	0.2	0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.6
Inflacja (% m/m)	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.6	-0.2	-0.4	0.0	0.0
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	-1.4	-1.5	-1.0	-1.0	-1.4	-1.3	-0.7	-1.0	-1.8	-2.1	-1.5	-1.6	-1.2
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	-0.7	-0.3	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.3	0.1	-0.3
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.1	3.1	2.7	3.4	4.0	4.8	3.8	4.8	3.5	3.5	3.5	3.4	3.8
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-92	-584	-652	-1 100	-651	345	421	-237	-746	-681	-887	-235	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1.7	-1.5	-1.3	-1.3	-1.3	-1.2	-1.1	-1.1	-1.2	-1.2	-1.3	-1.3	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	80	206	-150	105	-79	132	29	-178	222	71	-69	614	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	14 271	13 245	11 230	12 751	12 397	13 477	13 206	12 782	12 841	13 383	11 551	14 251	-
Eksport (% r/r)	4.3	3.0	11.6	8.4	7.3	9.5	4.1	9.2	5.2	6.2	-1.8	5.5	-
Import f.o.b. (mln EUR)	14 191	13 039	11 380	12 646	12 476	13 345	13 177	12 960	12 619	13 312	11 620	13 637	-
Import (% r/r)	3.7	-1.7	0.7	5.8	6.9	4.1	8.0	10.8	5.9	4.8	-1.1	5.8	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5.9	5.7	6.2	5.4	5.2	6.5	5.4	5.2	5.2	6.0	7.4	7.9	7.7
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	6.0	5.6	5.6	5.5	5.2	4.9	5.7	6.1	5.8	6.5	6.4	6.9	7.6
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	7.5	7.5	10.0	8.8	7.7	7.4	5.8	4.5	5.4	6.3	9.3	10.6	8.9
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	3.7	4.3	4.5	5.4	5.1	5.0	5.8	4.7	4.6	5.2	5.6	5.3	5.7
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-0.1	0.5	0.8	2.5	2.6	3.6	5.0	5.3	5.0	5.2	5.3	6.6	7.1
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.00
WIBOR 3M (średnio)	2.67	2.65	2.67	2.70	2.71	2.71	2.72	2.72	2.69	2.68	2.65	2.45	2.07
WIBOR 3M (koniec okresu)	2.66	2.65	2.71	2.71	2.71	2.71	2.72	2.72	2.68	2.67	2.59	2.28	1.96
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	2.63	2.44	2.71	2.88	2.81	2.74	2.58	2.40	2.32	2.30	2.25	1.99	1.68
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	2.92	2.84	3.03	3.25	3.05	3.01	2.90	2.71	2.51	2.49	2.19	2.00	1.75
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	3.50	3.77	3.65	4.12	3.73	3.76	3.56	3.30	3.02	2.94	2.56	2.38	2.01
EUR/PLN (koniec okresu)	4.18	4.19	4.15	4.24	4.16	4.17	4.20	4.14	4.16	4.16	4.21	4.18	4.20
USD/PLN (koniec okresu)	3.08	3.10	3.04	3.13	3.03	3.03	3.03	3.04	3.04	3.11	3.20	3.31	3.35
EUR/USD (koniec okresu)	1.36	1.35	1.36	1.35	1.37	1.38	1.39	1.36	1.37	1.34	1.31	1.26	1.26
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	39.5	38.5	42.5	2.6	11.7	17.4	21.4	22.4	25.4	26.4	24.6	22.4	27.3
Def. budżetowy kum. (% planu)	76.5%	74.7%	82.5%	5.6%	24.7%	36.8%	44.8%	46.9%	53.4%	55.5%	51.9%	47.1%	57.4%

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	433	477	525	496	526	534	472	465
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,344	1,437	1,554	1,616	1,662	1,715	1,787	1,888
PKB per capita (USD)	11,332	12,382	13,626	12,879	13,662	13,877	12,282	12,096
Populacja (mln)	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	11.9	12.4	12.5	13.4	13.4	11.7	11.3	10.9
10.9 Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2.6	3.7	4.8	1.8	1.7	3.3	3.4	3.6
Inwestycje (% r/r)	-1.9	-0.4	9.3	-1.5	0.9	9.0	6.1	6.0
Spożycie ogółem (% r/r)	3.5	2.8	1.7	0.7	1.3	2.7	2.5	3.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.3	2.5	3.09	1.0	1.1	2.8	2.8	3.2
Eksport (% r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.3	5.0	4.0	3.9	6.0
Import (% r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	6.3	3.8	7.0
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	-0.8	1.7	2.4
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	0.4	2.4
Płace nominalne (% r/r)	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	3.7	4.3	4.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.00	2.00	2.75
WIBOR1M, (%) koniec okresu)	4.27	3.95	4.99	4.11	2.71	2.06	2.15	3.23
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.55	3.20	4.30
USD/PLN (Koniec okresu)	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.50	3.90	4.09
USD/PLN (Średnia)	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.16	3.73	4.03
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.24	4.17	4.09
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.18	4.21	4.13
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-9.7	-24.1	-27.1	-17.6	-7.0	-9.5	-14.9	-18.3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2.2	-5.1	-5.2	-3.5	-1.3	-1.8	-3.2	-3.9
Saldo handlu zagranicznego	-4.3	-11.8	-17.4	-9.2	0.9	1.2	-3.4	-6.5
Eksport	142.1	165.9	184.2	181.1	197.8	207.4	198.8	212.5
Import	146.4	177.7	201.6	190.3	196.9	206.2	202.2	219.1
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	8.8	7.6	7.6
Saldo dochodów	-16.6	-19.1	-18.0	-16.1	-18.0	-20.2	-20.1	-22.3
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8.8	6.9	13.8	6.6	3.7	10.0	10.0	11.0
Rezerwy międzynarodowe	69.7	81.4	89.7	100.3	99.3	100.1	102.9	105.8
Amortyzacja	24.6	32.1	38.3	47.5	48.7	49.2	51.0	49.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7.4	-7.9	-4.9	-3.7	-4.0	-2.9	-2.4	-2.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4.6	-5.2	-2.4	-1.0	-1.5	-0.8	-0.5	-0.5
Dług publiczny (Polska metodologia)	49.8	52.8	52.5	52.0	53.1	46.9	47.5	46.9

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 5. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	1.8	1.7	3.3	3.4	3.6	3.6
Inflacja CPI (% średnia)	3.7	0.9	0.0	0.4	2.4	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.5	-1.3	-1.8	-3.2	-3.9	-4.0
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	4.25	2.50	2.00	2.00	2.75	3.50
USD/PLN (Koniec okresu)	3.08	3.04	3.50	3.90	4.09	3.92
USD/PLN (Średnia)	3.26	3.16	3.16	3.73	4.03	4.00
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.07	4.15	4.24	4.17	4.09	4.00
EUR/PLN (Średnia)	4.19	4.19	4.18	4.21	4.13	4.05

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) mogą być zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.