

20 stycznia 2014 □ 7 stron

CitiWeekly

Coraz szybszy wzrost, a inflacja wciąż niska

- Najbliższe dni przyniosą już ostatnią serię publikacji danych potrzebnych do oceny wzrostu gospodarczego w IV kwartale.
- W przypadku produkcji przemysłowej spodziewamy się wyraźnego przyspieszenia do 9,5% r/r, choć wynik ten zapewne będzie niższy od konsensusu. Z kolei w przypadku sprzedaży oczekujemy wzrostu o 8,3% r/r, a poprawa w porównaniu z poprzednimi miesiącami odzwierciedlać powinna większą liczbę dni roboczych, poprawę na rynku pracy oraz poprawę nastrojów konsumentów.
- Spośród danych z minionego tygodnia na uwagę zasługuje inflacja, która wzrosła tylko nieznacznie do 0,7% r/r. Ewidentnie wzrost gospodarczy jest zbyt słaby (a ujemna luka popytowa zbyt duża) żeby wygenerować presję cenową w krótkim okresie. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że do pierwszych podwyżek stóp procentowych może dojść dopiero pod koniec roku - około września lub października.
- Za granicą kalendarz publikacji w tym tygodniu jest dosyć ubogi. Początek tygodnia będzie stał pod znakiem niższej aktywności zagranicznych inwestorów z uwagi na dzień wolny w USA. W dalszej części tygodnia poznamy wstępne odczyty indeksów PMI dla strefy euro, które najprawdopodobniej pokażą utrzymanie się indeksów na dosyć wysokich poziomach. Wcześniej podany zostanie niemiecki indeks ZEW, który prawdopodobnie ponownie wzrośnie. W USA poznamy dane z rynku nieruchomości i z rynku pracy, które mogą być gorsze od oczekiwań rynkowych.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

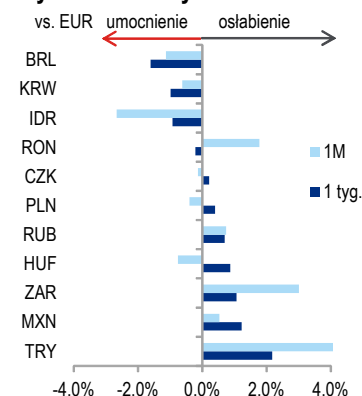
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



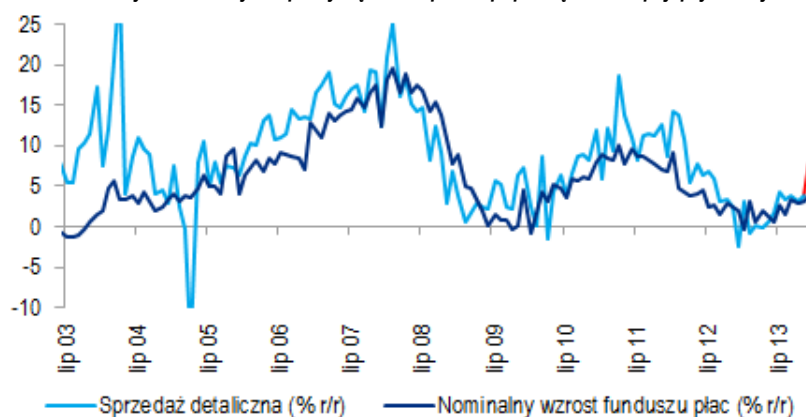
Według stanu na dzień 20.12.2013

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
17.01.14	4,37	3,08	5,05	1,35	2,50	0,25	2,70	1,75	2,82
I KW 13	4,12	3,01	5,09	1,37	2,50	0,25	2,66	1,70	2,80
IV KW 14	4,06	2,90	5,08	1,40	3,00	0	3,52	1,80	3,04

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 2.12.2013 r.

Wykres 2. Dalsze ożywienie na rynku pracy będzie wspierać poprawę konsumpcji prywatnej.



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy

Spis treści

- Podsumowanie
- Kalendarz publikacji
- Zapowiedź tygodnia
- Miniony tydzień
- Tabela z prognozami

Nr str.

- 1
- 2
- 2
- 4
- 6

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
20 sty PONIEDZIAŁEK							
	USA	Dzień Martina Luthera Kinga					
14:00	PL	Płace	% r/r	XII	3.5	3.2	3.1
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	XII	0.3	0.3	0.1
21 sty WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	I	34.4		32.4
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	9.5	10.5	2.9
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	XII	9.0	15.7	-2.9
14:00	PL	PPI	% r/r	XII	-1.0	-1.1	-1.5
22 sty ŚRODA							
23 sty CZWARTEK							
09:58	EMU	Wstępny indeks PMI dla przemysłu	pkt	I	52.8	53.0	52.7
09:58	EMU	Wstępny indeks PMI dla usług	pkt	I	51.5	51.4	51.0
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	340	330	326
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	%	XII	0.2	0.2	1.1
16:00	USA	Sprzedaż domów	mln	XII	4.80	4.95	4.90
16:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	I	-12.0		-13.6
24 sty PIĄTEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XII	8,3	7,0	3,8
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	XII	13,6	13,6	13,2
	PL	Koniunktura konsumencka					

Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Zapowiedź tygodnia

Płace i zatrudnienie

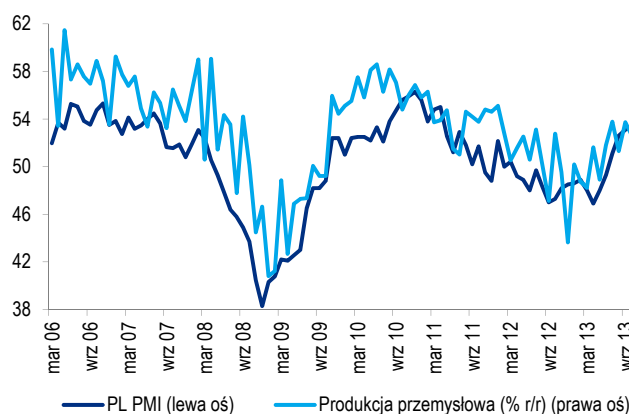
Publikowane w tym tygodniu dane z krajowego rynku pracy zapewne nie będą spektakularne, ale naszym zdaniem powinny wciąż wskazywać na dalsze stopniowe ożywienie w krajowej gospodarce. Spodziewamy się wzrostu zatrudnienia o 0,3% r/r w grudniu, a więc nieco szybszego niż w listopadzie (0,1%) i jednocześnie najszybszego od marca 2012 roku. Stopniowemu wzrostowi popytu na pracę towarzyszył najprawdopodobniej dalszy umiarkowany wzrost płac nominalnych – według naszych prognoz o 3,5% r/r w grudniu (listopad: 3,1%).

Produkcja przemysłowa

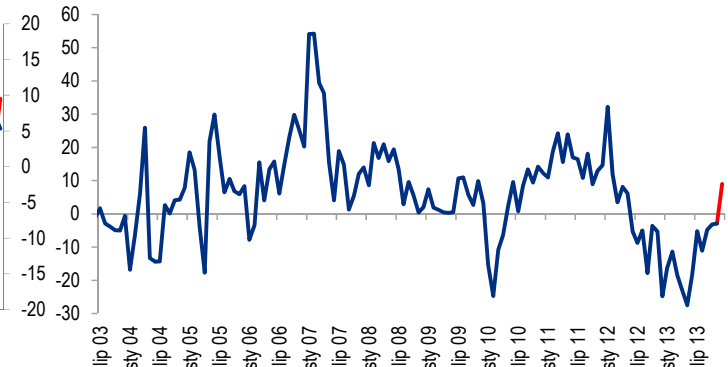
Dużo ciekawsze niż dane o płacach mogą okazać się informacje o dynamice produkcji przemysłowej. Naszym zdaniem wzrosła ona w

ubiegłym miesiącu o około 9,5% r/r, wobec zaledwie 2,9% w listopadzie. Częściowo ta poprawa jest odzwierciedleniem bardziej korzystnego rozkładu dni roboczych. Warto jednak podkreślić, że nasza obecna prognoza jest i tak niższa niż pierwotne szacunki na poziomie 11,4% - zdecydowaliśmy się na zrewidowanie ich w dół po publikacji słabszych od prognoz danych o PMI oraz głębszym spadku produkcji samochodów (według danych Samar). Nie zmienia to jednak faktu, że ostatnie odczyty PMI są i tak relatywnie wysokie, pokazując poprawę w krajowych i eksportowych zamówieniach, co wraz z ożywieniem w strefie euro powinno wspierać poprawę dynamiki produkcji przemysłowej w Polsce.

Wykres 3. Produkcja przemysłowa i PMI



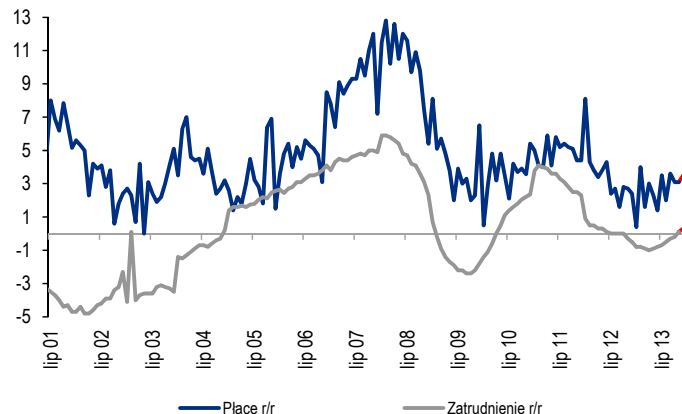
Wykres 4. Produkcja budowlana



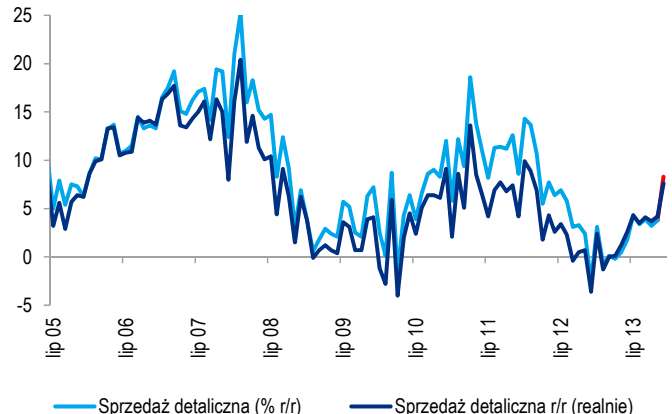
Źródło: Reuters, GUS, prognoza Citi Handlowy.

Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 5. Płace i zatrudnienie



Wykres 6. Sprzedaż detaliczna nominalnie i realnie



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Sprzedaż detaliczna

Podobnie jak produkcja, również sprzedaż detaliczna najprawdopodobniej wyraźnie przyspieszyła w grudniu (publikacja w piątek o 10:00), częściowo dzięki większej liczbie dni roboczych. Nasza prognoza wzrostu sprzedaży jest wyższa niż konsensus rynkowy (Citi: 8,3% r/r, konsensus: 7%). Oprócz efektu kalendarzowego, wzrostowi sprzedaży detalicznej powinien sprzyjać silniejszy wzrost funduszu płac, ogólne lekkie ożywienie na rynku kredytowym oraz poprawa nastrojów konsumentów.

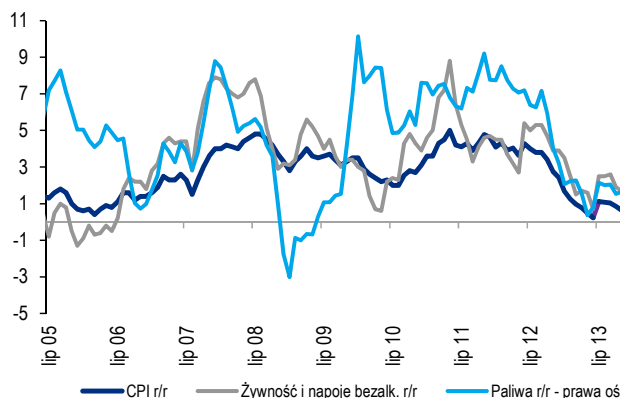
Miniony tydzień

Inflacja

Spośród już opublikowanych danych na największą uwagę zasługują dane o inflacji. Tym razem jednak obyło się bez niespodzianek i wskaźnik CPI w grudniu wzrósł do 0,7% r/r (z 0,6%), przy czym ceny żywności wzrosły nieco szybciej od prognoz. Biorąc to pod uwagę, średnioroczna inflacja w minionym roku spadła do zaledwie 0,9% z 3,7% w 2012 i to dzięki dezinflacji w niemal wszystkich kategoriach koszyka CPI za wyjątkiem "rekreacji i kultury".

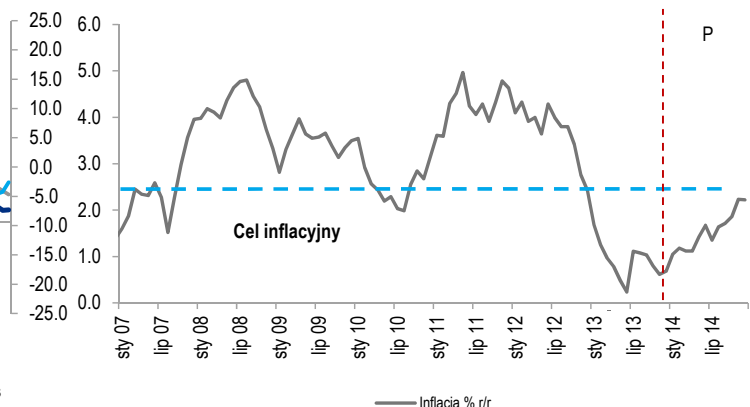
Naszym zdaniem wciąż trudno zauważyć jakiegokolwiek istotne oznaki presji popytowej, choć spodziewamy się jednak, że inflacja będzie powoli, ale systematycznie rosnąć w kolejnych miesiącach. Według naszych prognoz inflacja może przekroczyć 2% dopiero w trakcie IV kwartału, a poziom celu inflacyjnego (2,5%) zostanie osiągnięty na początku 2015 r. Wciąż jednak oczekujemy, że spadek stóp realnych na skutek rosnącej inflacji sprawi, że RPP będzie bardziej chętna aby rozpocząć zacieśnianie polityki pieniężnej pod koniec bieżącego roku.

Wykres 7. CPI i główne składowe



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Prognoza inflacji



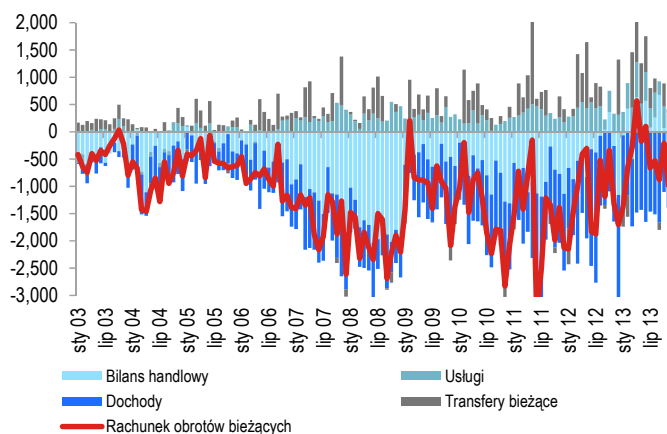
Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Bilans płatniczy

Deficyt w rachunku bieżącym w listopadzie powiększył się do 984 mln euro z 213 mln w październiku. Wynik był co prawda nieznacznie niższy od naszych i rynkowych prognoz, jednak ta niespodzianka w znacznym stopniu była związana z rewizją poprzednich danych. Niższe od naszych oczekiwań okazało się saldo bilansu handlowego (eksport wzrósł o 1,2% r/r, import spadł o 0,8%), choć wynik ten był częściowo zrekomensowany pozostałymi komponentami rachunku bieżącego.

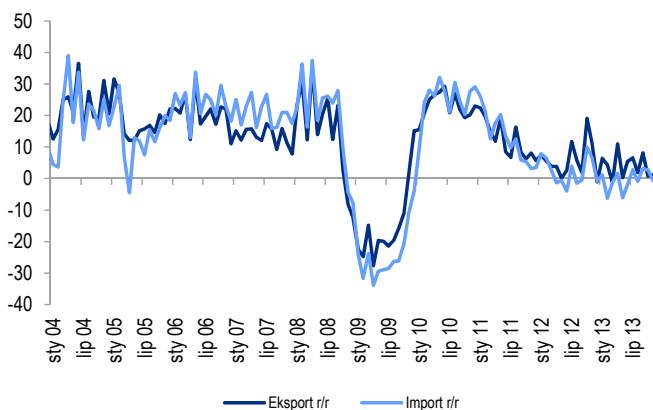
Pomimo wyraźnego wzrostu w listopadzie skumulowany deficyt za ostatnie 12 miesięcy pozostaje na bardzo niskim poziomie bliskim 2% PKB i znajduje pokrycie w napływie środków unijnych w ramach rachunku kapitałowego. W 2014 spodziewamy się pogorszenia deficytu w rachunku bieżącym w wyniku szybszego wzrostu importu w reakcji na ożywienie gospodarki. Niemniej naszym zdaniem skala wzrostu deficytu będzie i tak ograniczona i wyniesie on w całym roku około 2,5% PKB.

Wykres 9. Bilans obrotów bieżących



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 10. Eksport i import (% r/r)



Źródło: NBP, prognoza Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	8	533	433	470	517	490	509	568
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,628	1,704
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,199	14,763
Populacja (mln)	38.1	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	11.2	9.5	11.9	12.4	12.5	13.4	13.5	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.4	3.1
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-3.3	-4.0	7.8
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	0.6	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	0.9	2.3
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.8	6.1
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.7	6.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	0.7	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	1.9
Place nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	3.7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.61	3.32
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.02	2.90
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	2.96
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.06
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.2	-7.7	-13.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.5	-2.4
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	4.5	1.7
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	190.9	207.6	243.0
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.6	203.1	241.3
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	8.3	9.9
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.7	-24.9	-30.8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	12.3	5.2	3.2	4.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	97.5	90.6
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	42.8	44.5	47.2	44.9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-4.6	5.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.9	7.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.7	47.4
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.1	30.1

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

Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiejkolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.