

12 maja 2014 □ 6 stron

CitiWeekly

PKB rośnie coraz szybciej, a inflacja wciąż niska

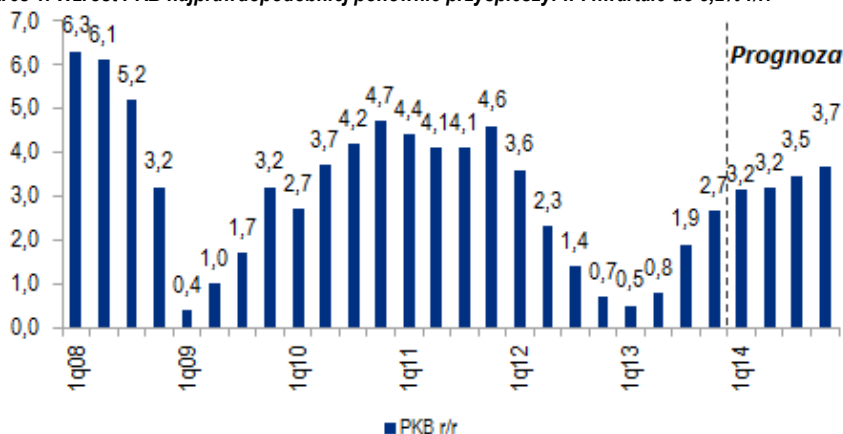
- W tym tygodniu poznamy dane o inflacji, która według naszych oczekiwań utrzymała się w kwietniu na poziomie notowanym w poprzednich dwóch miesiącach, tj. 0,7% r/r. Nasza prognoza jest nieznacznie powyżej oczekiwań rynkowych, ale dostrzegamy nieznaczne ryzyko w dół dla naszego szacunku w związku z niepewnością dotyczącą cen wieprzowiny.
- Jednocześnie naszym zdaniem najnowszy przedwstępny odczyt PKB pokaże najprawdopodobniej kontynuację przyspieszenia wzrostu gospodarczego w I kw. do 3,2% r/r z 2,7% r/r, a nasz szacunek jest nieco powyżej rynkowego konsensusu.
- Mimo przyspieszenia wzrostu gospodarczego RPP pozostaje stosunkowo gołębia z powodu niskiej inflacji. Choć ubiegłotygodniowy komunikat RPP nie uległ istotnej zmianie to na konferencji prasowej prezes NBP M. Belka zasugerował, że w lipcu RPP mogłaby zmienić sygnalizację co do kształtowania się zmian stóp procentowych, co najprawdopodobniej oznacza zapowiedź wydłużenia okresu stabilizacji stóp procentowych. Jednocześnie jednak RPP pozostaje optymistyczna jeśli chodzi o wzrost PKB na ten rok mimo sytuacji na Ukrainie. Wciąż oczekujemy pierwszej podwyżki stóp procentowych w I kwartaale 2015 r.
- Z kolei do obniżki stóp procentowych już w czerwcu może dojść w strefie euro, gdzie ożywienie gospodarcze jest wciąż umiarkowane, a ścieżka inflacji jest zbyt niska z punktu widzenia EBC. Ponadto według ekonomistów Citi Europejski Bank Centralny najprawdopodobniej uruchomi program skupu aktywów pod koniec roku.
- Poza tym w tym tygodniu poznamy także dane o bilansie płatniczym za marzec. Spodziewamy się podobnie jak rynek spadku deficytu obrotów bieżących do ok. 170 mln €.
- W dalszym ciągu sytuacja na Ukrainie jest niestabilna, a referenda we wschodnich obwodach zostały uznane przez władze ukraińskie za nielegalne. W poniedziałek odbędzie się kolejne spotkanie szefów dyplomacji UE poświęcone rozszerzeniu sankcji.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
II KW 14	4,21	3,01	5,13	1,40	2,50	0,10	2,71	4,20	1,60	2,85
II KW 15	4,20	3,07	5,25	1,37	3,00	0,10	3,38	4,70	1,70	3,45

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 30.4.2014 r.

Wykres 1. Wzrost PKB najprawdopodobniej ponownie przyspieszył w I kwartale do 3,2% r/r.



Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

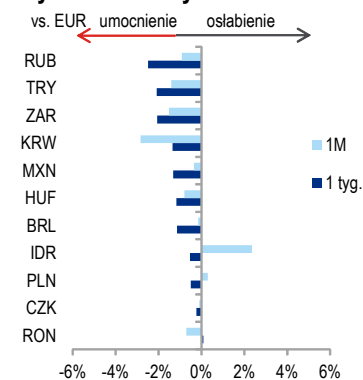
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 9.05.2014 r.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	6

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
12 maj PONIEDZIAŁEK							
13 maj WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	V	45,2	40,5	43,2
14:30	USA	Ceny importu	%	IV	0,4	0,3	0,6
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IV	0,3	0,4	1,2
14 maj ŚRODA							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% m/m	III	-0,2		0,2
14:00	PL	CPI	% r/r	IV	0,7	0,6	0,7
15 maj CZWARTEK							
08:00	DE	Wstępny PKB	% r/r	I kw.	2,2	2,2	1,3
10:00	PL	Wstępny PKB	% r/r	I kw.	3,2	3,1	2,7
11:00	EMU	Wstępny PKB	% r/r	I kw.	1,1	1,1	0,5
11:00	EMU	Inflacja HICP	% r/r	IV	0,7	0,7	0,7
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	mln EUR	III	-177	-186	-572
14:00	PL	Eksport	mln EUR	III	13888	13700	12773
14:00	PL	Import	mln EUR	III	14054	13734	12594
14:30	USA	CPI	% m/m	IV	0,2	0,3	0,2
14:30	USA	Indeks Empire State	pkt	V		6,0	1,3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	330	320	319
14:30	USA	Indeks Philly Fed	%	V	15,0	13,6	16,6
16 maj PIĄTEK							
14:30	USA	Nowe inwestycje budowlane	tys.	V	1010	980	946
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	mln	IV	1040	1012	997
15:55	USA	Wstępny indeks Michigan	pkt	V	85,0	84,5	84,1

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

Zapowiedź tygodnia

Inflacja stabilna

Według naszych szacunków kwiecień był prawdopodobnie trzecim z kolei miesiącem, w którym inflacja utrzymała się na poziomie 0,7% r/r. Rosyjskie embargo na niektóre produkty mięsne przyczyniło się do głębokiego spadku cen mięsa w marcu ale dane z Ministerstwa Rolnictwa sugerują, że spadek ten został częściowo odwrócony w kwietniu. Niemniej ponieważ istnieje ryzyko, że efekt tego niewielkiego odbicia przełoży się na CPI z opóźnieniem, naszym zdaniem ryzyko leży wciąż po stronie nieco niższej od inflacji. Podsumowując, wynik CPI w kwietniu w granicach 0.6-0.7% byłby spójny z naszym scenariuszem zakładającym utrzymanie się inflacji poniżej 1,5% r/r do listopada br.

Wzrost ponownie przyspieszył

Publikowany w tym tygodniu „szybki” szacunek PKB powinien pokazać, że wzrost gospodarczy w I kwartale osiągnął 3,2% r/r. Choć na tym etapie GUS nie opublikuje jeszcze szczegółowego rozbitcia danych, naszym zdaniem ożywienie zawdzięczamy wzmocnieniu popytu krajowego, na co wskazuje między innymi ożywienie na rynku pracy oraz wzrosty zamówień krajowych. Spodziewamy się, że konsumpcja wzrosła o około 2,2-2,5% r/r, podczas gdy nakłady inwestycyjne wzrosły o około 3,5%.

Niższy deficyt CA

Oczekujemy, że deficyt w rachunku obrotów bieżących zmniejszył się w marcu do 177 mln €, wobec 572 mln € w lutym. Poprawa była możliwa głównie dzięki większemu napływowi funduszy unijnych i mniejszej wpłacie składki do unijnego budżetu. Chociaż spodziewamy się odbicia w eksporcie (8,7% r/r) po bardzo słabym lutym, saldo handlowe najprawdopodobniej odnotuje niewielki deficyt – głównie ze względu na relatywnie silny wzrost importu.

Miniony tydzień

RPP

Na majowym posiedzeniu RPP pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie (stopa referencyjna: 2,5%). Podobnie oficjalny komunikat Rady nie różnił się istotnie od tego sprzed miesiąca utrzymując sformułowanie, że stopy pozostaną bez zmian przynajmniej do końca III kwartału tego roku. Jednak w trakcie konferencji prezes NBP zasugerował, że lipiec, kiedy zostaną opublikowane nowe projekcje PKB i inflacji, będzie dogodnym momentem do określenia się co do przyszłych ruchów stóp procentowych. Najprawdopodobniej oznacza to, że RPP zdecyduje się wydłużyć zapowiadany okres stabilizacji stóp procentowych. Prezes NBP powiedział też, że w pewnym momencie RPP będzie musiała także rozważyć zmianę sposobu sygnalizacji w komunikacji z rynkiem, gdyż długoterminowe zobowiązanie się do przyszłego poziomu stóp procentowych może nie być do końca wiarygodne. Prezes M. Belka dodał jednak, że taka zmiana nie nastąpi w najbliższych miesiącach.

Pomimo negatywnych niespodzianek w ostatnio publikowanych danych z gospodarki realnej oraz wskaźników wyprzedzających prezes NBP powiedział, że nie uważa, aby ostatnia projekcja NBP pokazująca wzrost gospodarczy w tym roku na poziomie 3,6% r/r była zbyt optymistyczna. Marek Belka powiedział też, że choć sytuacja na Ukrainie wydaje się poważna to póki co jej wpływ na rynek był ograniczony. Jednocześnie, choć sytuacja stwarza ryzyko w dół dla perspektyw wzrostu gospodarczego oraz inflacji to poziom niepewności jest na tyle duży, że trudno powiedzieć czy ta sytuacja przyczyni się do odsunięcia w czasie podwyżek stóp procentowych. Według prezesa NBP wpływ potencjalnego programu ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC na polską gospodarkę jest niepewny i Rada będzie chciała poczekać, aby zaobserwować jego skutki.

Choć naszym zdaniem ryzyko w dół dla wzrostu gospodarczego wzrosło w ostatnim czasie z powodu sytuacji na Ukrainie to prognozowany przez nas wzrost PKB powyżej potencjału oraz powyżej konsensusu na poziomie

3,4% r/r to wciąż nasz bazowy scenariusz. Wciąż oczekujemy, że w II połowie roku ton komentarzy RPP będzie nieco bardziej jastrzębi wraz z postępującym ożywieniem gospodarki i stopniowo rosnącą inflacją. Sądzymy, że pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi w I kwartale 2015 r.

EBC

Komentarze prezesa EBC były dosyć gołębnie sugerując możliwą obniżkę stóp procentowych na czerwcowym posiedzeniu i zostawiając otwarte drzwi do niestandardowych metod łagodzenia polityki pieniężnej. EBC dostrzegł poprawę w gospodarce, szczególnie w wydatkach konsumpcyjnych, ale jednocześnie także niższą ścieżkę inflacji między innymi za sprawą mocnego euro. Jednocześnie EBC podkreślił, że będzie monitorował sytuację na rynku pieniężnym, wzmocnił sygnał dotyczący konieczności dalszego łagodzenia polityki pieniężnej oraz zwrócił uwagę na to że potrzebne są dodatkowe informacje, którymi EBC będzie dysponował w czerwcu. W trakcie konferencji prasowej prezes EBC Mario Draghi jasno zapowiedział, że Rada EBC będzie miała komfort do działania w przyszłym miesiącu. W ocenie ekonomistów Citi EBC w maju postanowił zaczekać na nowy zestaw danych o kredytach i inflacji, aby ogłosić dalsze decyzje łagodzące politykę pieniężną w czerwcu. EBC najprawdopodobniej zdecyduje się obniżyć stopą referencyjną w czerwcu o 15 pb do 10 pb oraz stopę ddepozytową o 10 pb do -10 pb. EBC może się zdecydować także na działania zwiększające płynność na rynkach, włączając w to obniżenie stopy rezerw obowiązkowych, zaprzestanie sterylizacji operacji skupu aktywów w ramach programu SMP, czy wydłużenie programów pożyczkowych. Według Citi program QE rozpocznie się prawdopodobnie pod koniec roku.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	516	552
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 175	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 698
PKB per capita (USD)	11 168	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	14 331
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	13,4	12,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6,8	5,1	1,6	3,9	4,5	2,0	1,6	3,4
Inwestycje (% r/r)	17,6	9,6	-1,2	9,3	11,2	-4,0	-4,7	8,3
Spożycie ogółem (% r/r)	4,6	6,1	2,0	3,4	1,6	1,0	1,2	2,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,9	5,7	2,1	3,2	2,6	1,3	0,8	2,7
Eksport (% r/r)	9,1	7,1	-6,8	12,1	7,7	3,9	4,6	5,9
Import (% r/r)	13,7	8,0	-12,4	13,9	5,5	-0,7	1,2	6,7
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,9	3,4	3,7	3,2	4,6	2,6	0,8	1,8
Inflacja CPI (% średnia)	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	1,1
Place nominalne (% r/r)	9,1	10,5	4,2	3,6	4,9	3,4	2,6	4,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5,00	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5,52	5,61	3,76	3,66	4,77	4,21	2,61	2,80
Rentowność obligacji 10-letnich	5,93	5,46	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	4,40
USD/PLN (Koniec okresu)	2,45	3,00	2,87	2,96	3,44	3,08	3,04	3,18
USD/PLN (Średnia)	2,76	2,39	3,11	3,02	2,96	3,26	3,16	3,06
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,58	4,17	4,11	3,96	4,46	4,07	4,15	4,29
EUR/PLN (Średnia)	3,78	3,52	4,33	3,99	4,12	4,19	4,19	4,21
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20,3	-25,5	-9,7	-24,1	-25,8	-18,1	-6,6	-13,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,7	-4,8	-2,2	-5,1	-5,0	-3,7	-1,3	-2,5
Saldo handlu zagranicznego	-17,1	-26,0	-4,3	-11,8	-14,1	-6,7	3,1	2,1
Eksport	145,3	178,7	142,1	165,9	195,2	191,0	207,2	233,2
Import	162,4	204,7	146,4	177,7	209,3	197,7	204,2	231,1
Saldo usług	4,8	5,0	4,8	3,1	5,7	6,0	7,0	6,1
Saldo dochodów	-16,4	-12,8	-16,6	-19,1	-23,6	-22,6	-21,7	-27,8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18,0	10,3	8,8	6,9	12,3	5,2	5,2	4,0
Rezerwy międzynarodowe	54,6	57,2	69,7	81,4	86,8	96,1	94,0	87,5
Amortyzacja	30,2	32,4	24,6	32,1	42,8	44,5	49,3	46,9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1,9	-3,7	-7,4	-7,9	-5,0	-3,9	-4,3	5,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,4	-1,4	-4,6	-5,2	-2,3	-1,1	-1,7	7,3
Dług publiczny (Polska metodologia)	44,9	46,9	49,8	52,8	53,4	52,7	53,9	47,5
Dług krajowy	34,3	34,8	36,8	38,4	36,5	36,1	36,7	29,4

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.