19 maja 2014 □ 7 stron

CitiWeekly

Szybszy wzrost nie napędza inflacji

Piotr Kalisz, CFA
+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek
+48-22-692-9421
cezary.chrapek@citi.com

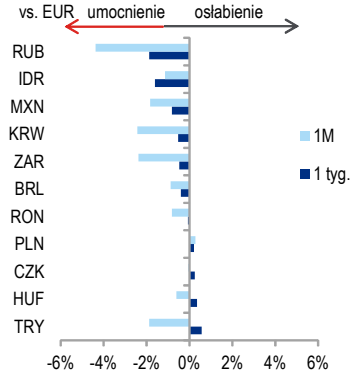
- Najważniejszymi wydarzeniami w kraju w tym tygodniu będą publikacje danych z rynku pracy oraz dane o produkcji. Oczekujemy 4,2% wzrostu wynagrodzeń nominalnych, co byłoby spójne z niemal 4% wzrostem płac realnych. Z kolei produkcja przemysłowa zapewne zwiększyła się w kwietniu o około 5,5% r/r. Jednocześnie oczekujemy dalszego i nieco większego od rynkowego konsensusu ożywienia w produkcji budowlanej do ok. 25% r/r.

- Spośród danych publikowanych w minionym tygodniu, największe wrażenie robi inflacja, która spadła w kwietniu do 0,3% r/r i była wyraźnie niższa od prognoz. Największym zaskoczeniem okazał się znaczny spadek cen żywności.

- Jednocześnie dane o PKB pozytywnie zaskoczyły wskazując na 3,3% wzrost polskiej gospodarki. Naszym zdaniem przy tak niskiej ścieżce inflacyjnej pierwsze podwyżki stóp procentowych oddalają się i zapewne będzie trzeba na nie poczekać do II kwartału 2015. Ponieważ jednak gospodarka rozwija się szybciej niż wcześniej oczekiwano trudno byłoby, naszym zdaniem, jeszcze bardziej opóźniać podwyżki. Tymczasem rynek spodziewa się pierwszej podwyżki stóp procentowych dopiero na przełomie 2015 oraz 2016 r.

- Marcowe dane o bilansie płatniczym i handlu zagranicznym sugerują, że jak na razie wpływ ukraińsko-rosyjskiego kryzysu na wzrost w kraju był ograniczony. Ubytek eksportu na wschód został skompensowany przez wzrost eksportu do UE, w tym przede wszystkim do Niemiec. Między innymi dzięki temu rachunek obrotów bieżących odnotował w marcu wyraźną nadwyżkę.

Wykres 1. Zmiany kursów walut



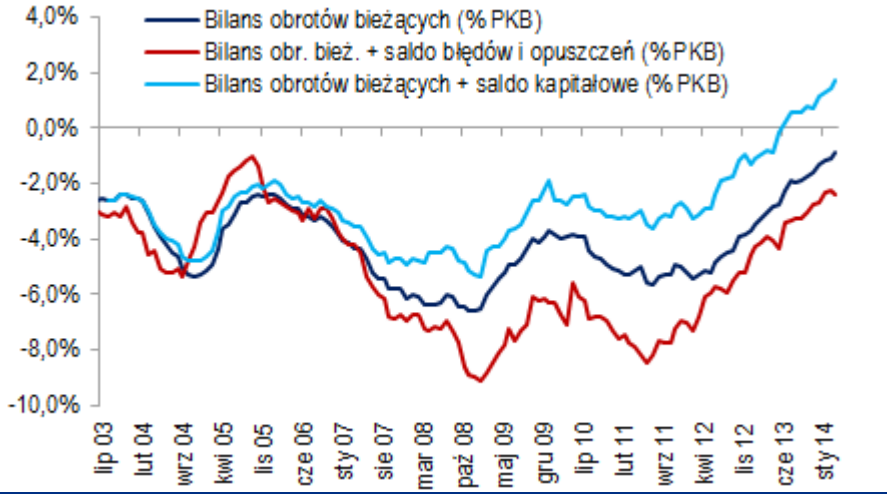
Według stanu na dzień 16.05.2014 r.

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 2. Deficyt na rachunku obrotów bieżących (za 12 miesięcy) jest rekordowo niski w relacji do PKB za sprawą historycznie wysokiej nadwyżki w obrotach handlowych. Ponadto jest on finansowany przez napływ kapitału długoterminowego, który trzykrotnie przewyższa deficyt.



Źródło: NBP, Citi Handlowy

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
19 maj		**PONIEDZIAŁEK**					
14:00	**PL**	**Płace**	**% r/r**	**IV**	**4,2**	**4,0**	**4,8**
14:00	**PL**	**Zatrudnienie**	**% r/r**	**IV**	**0,8**	**0,8**	**0,5**
20 maj		**WTOREK**					
14:00	**PL**	**Produkcja przemysłowa**	**% r/r**	**IV**	**25,3**	**19,7**	**17,3**
14:00	**PL**	**Produkcja budowlana**	**% r/r**	**IV**	**5,5**	**5,1**	**5,4**
14:00	**PL**	**PPI**	**% r/r**	**IV**	**-0,5**	**-0,7**	**-1,3**
21 maj		**ŚRODA**					
16:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	V	-8,0		-8,6
22 maj		**CZWARTEK**					
09:58	EMU	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	V	53,7		53,4
09:58	EMU	Wstępny PMI dla usług	pkt	V	52,9		53,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	300,0	310,0	297,0
16:00	USA	Sprzedaz domów na rynku wtórnym	mln	IV	4,70	4,69	4,59
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	%	IV	0,5	0,3	1,0
23 maj		**PIĄTEK**					
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	V	109,7		111,2
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	IV	415	425	384

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

Zapowiedź tygodnia

Dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy

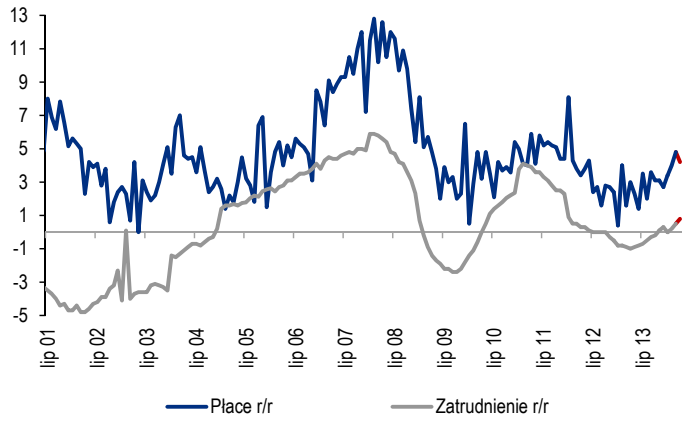
Ożywienie na rynku pracy jest kontynuowane i naszym zdaniem powinno mieć odzwierciedlenie również w kwietniowych danych o płacach oraz zatrudnieniu. Po marcowym wzroście o 4,8% r/r, tym razem oczekujemy wzrostu przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw o 4,2%. Niemniej dzięki bardzo niskiej inflacji, powyższy wynik byłby spójny z niemal 4% wzrostem płac realnych, co powinno być wparciem dla konsumpcji indywidualnej w II kwartale i w dalszej części roku. Jeżeli chodzi o zatrudnienie oczekujemy jego wzrostu o 0,8% r/r, a więc w najszybszym tempie od ponad dwóch lat.

Stabilny wzrost produkcji przemysłowej

Spodziewamy się, że w kwietniu wzrost produkcji przemysłowej ustabilizował się na poziomie około 5,5% r/r. Biorąc pod uwagę ostatnio publikowane dane (eksport, koniunktura w sektorze przedsiębiorstw) wydaje się, że wpływ kryzysu na Ukrainie na sektor przetwórstwa przemysłowego w Polsce był jak na razie ograniczony. W krótkim okresie wpływ tego czynnika powinien być kompensowany przez silne ożywienie w

zamówieniach krajowych. W dłuższym okresie kryzys ukraińsko-rosyjski może mieć już nico większe znaczenie, szczególnie jeżeli napięcia geopolityczne będą się nasilać.

Wykres 3. Płace i zatrudnienie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Produkcja przemysłowa i budowlana

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

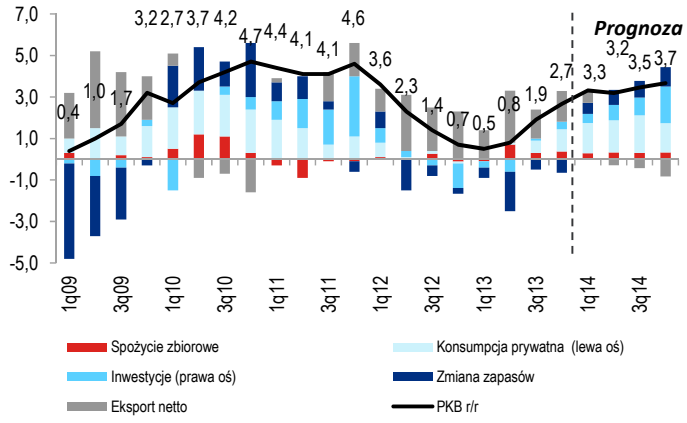
Miniony tydzień

Wzrost gospodarczy przewyższył oczekiwania

Według wstępnych danych GUS wzrost PKB przyspieszył w I kwartale tego roku do 3,3% r/r z 2,7% r/r w IV kw. 2013 r. Po eliminacji czynników sezonowych i efektu dni roboczych PKB wzrósł aż o 1,1% kw/kw wobec 0,7% w poprzednim kwartale i był to najlepszy wynik od IV kw. 2011 r. Wzrost PKB był wyższy niż oczekiwaliśmy (nasza prognoza 3,2% r/r) i niż zakładał rynkowy konsensus (3,1%). Choć dane GUS nie zawierały szczegółowego rozbicia to najprawdopodobniej przyspieszenie wzrostu PKB wynikało z dalszego ożywienia popytu krajowego, które następuje pod wpływem poprawy sytuacji na rynku pracy, przyspieszenia wzrostu kredytów oraz silniejszego wzrostu inwestycji. Jednocześnie naszym zdaniem dodatnia kontrybucja eksportu netto była mniejsza niż w poprzednich kwartałach, ale jej spadek był mniejszy od oczekiwań. Szczegółowe rozbicie danych o PKB zostanie opublikowane przez GUS 30. maja.

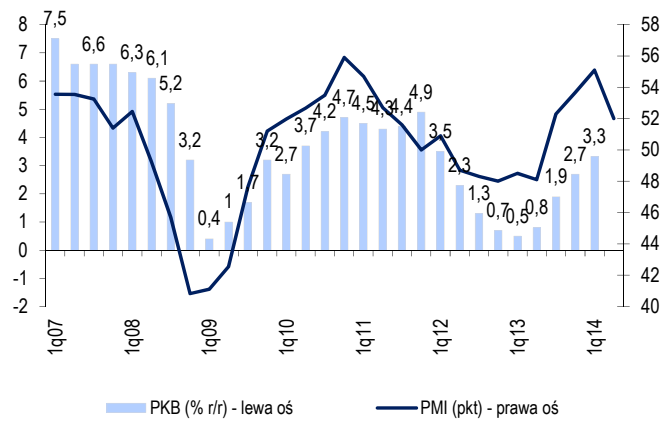
Oczekujemy stabilizacji lub minimalnego spadku tempa wzrostu PKB w II kwartale (3,2-3,3% r/r/), ale w II połowie roku przyspieszenie wzrostu gospodarczego będzie kontynuowane za sprawą popytu krajowego. Tym samym podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB na cały rok na poziomie 3,4% r/r, która wciąż jest nieco powyżej konsensusu na poziomie (3,1%-3,2% r/r). Dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy PKB, przede wszystkim ze względu na konflikt między Rosją i Ukrainą, który przełożył się już na spadek polskiego indeksu PMI. Mimo to uważamy w naszym podstawowym scenariuszu, że zawirowania geopolityczne będą miały stosunkowo ograniczony wpływ na gospodarkę. Potwierdzają to najnowsze dane o obrotach w handlu zagranicznym za pierwsze trzy miesiące roku opublikowane w ubiegłym tygodniu przez GUS, które pokazały, że w I kwartale (a także w samym marcu) znaczne przyspieszenie eksportu do krajów UE i innych krajów rozwiniętych z nawiązką zniwelowało znaczny spadek eksportu do Rosji i Ukrainy.

Wykres 5. Wzrost PKB i kontrybucja składowych



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. PKB i PMI



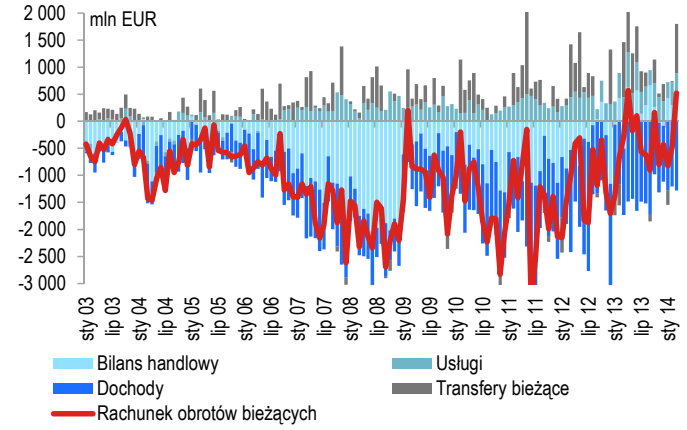
Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Wysoka nadwyżka w obrotach bieżących i handlu zagranicznym

W marcu slado obrotów bieżących wzrosło aż do 517 mln € znacznie przekraczając oczekiwania. Bilans obrotów bieżących wzrósł z -483 mln € w lutym wobec oczekiwań rynku na poziomie -185 mln € i naszego zrewidowanego szacunku 100 mln €. Dane NBP potwierdziły to co sygnalizowały wczesniej dane GUS, tj. przyspieszenie eksportu do 10,9% r/r z 5,7% w lutym, ale jednocześnie zaskakująco dużą skalę spowolnienia importu do 3,1% r/r z 6,9% w lutym. To przełożyło się na wzrost nadwyżki w handlu zagranicznym do 475 mln € i potwierdziło, że osłabienie eksportu na Ukrainę (ok. -30% r/r w marcu) i do Rosji (ok. -10% r/r w marcu) zostało zniwelowane przez wyraźne przyspieszenie eksportu do krajów Unii Europejskiej oraz innych krajów rozwiniętych. Jednocześnie doszło do wyraźnej, choć oczekiwanej, poprawy na rachunku transferów do 911 mln € z 17 mln € w lutym.

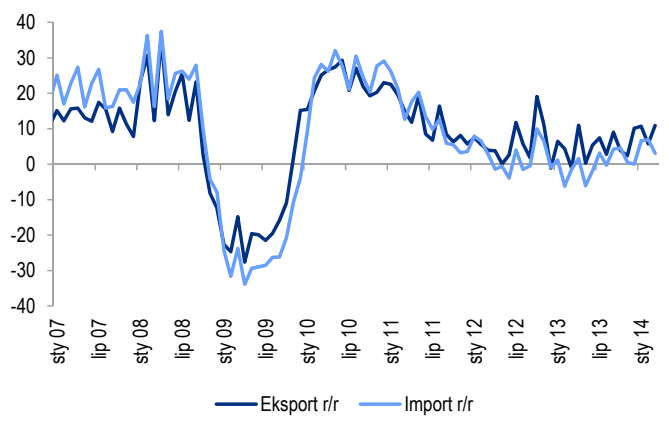
Saldo obrotów bieżących skumulowane za 12 miesięcy zmniejszyło się w marcu do rekordowo niskiego poziomu (ok. 1% PKB) i jest znacznie mniejsze niż napływ środków z UE. Według danych NBP napływ środków unijnych stanowi niemal trzykrotność deficytu obrotów bieżących.

Wykres 7. Bilans obrotów bieżących i główne składowe



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 8. Wzrost eksportu i importu



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

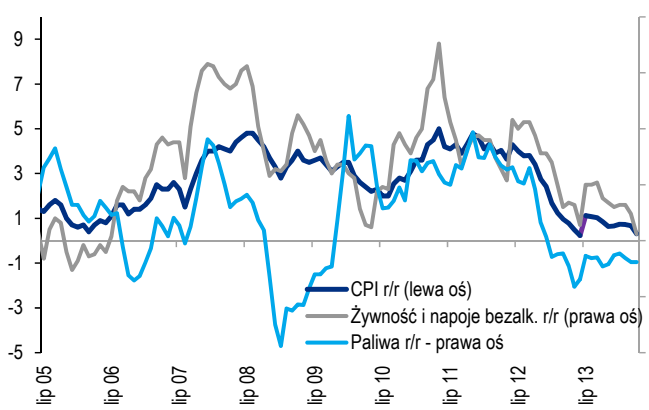
W związku z oczekiwanym przez nas dalszym ożywieniem popytu krajowego spodziewamy się wzrostu deficytu obrotów bieżących w kolejnych miesiącach. Taki scenariusz byłby również wsparty przez potencjalne sankcje UE wobec Rosji w przypadku eskalacji konfliktu z Ukrainą, co stwarzałoby także ryzyko dla wzrostu PKB. Jednak naszym zdaniem pomimo wzrostu, deficyt będzie w dalszym ciągu pokryty przez napływ kapitału długoterminowego, co będzie oddziaływało w kierunku zmniejszenia zmienności złotego oraz ograniczenia jego wrażliwości na zmiany apetytu na ryzyko w porównaniu do sytuacji sprzed kilku kwartałów.

Inflacja poniżej prognoz za sprawą cen żywności

Kwietniowa inflacja spadła do 0,3% r/r i okazała się niższa od naszych oraz rynkowych oczekiwań (odpowiednio: 0,7% oraz 0,6%). Głównym powodem tej niespodzianki był wyraźny spadek cen żywności (-0,5% m/m) oraz cen usług telekomunikacyjnych. Najnowsze dane obniżyły naszą prognozę CPI na najbliższe miesiące. Oczekujemy, że wskaźnik inflacji będzie oscylował w okolicach 0,6-0,8% w horyzoncie kolejnych trzech miesięcy, a następnie wzrośnie od 1,4% pod koniec roku. Niemniej biorąc pod uwagę wyraźne ożywienie na rynku pracy oraz silny wzrost gospodarczy obecny niski poziom inflacji powinien mieć charakter tymczasowy i nie powinien wskazywać na ryzyko deflacji w kraju. Oczekujemy, że wskaźnik CPI powróci w okolice celu 2,5% w kwietniu przyszłego roku i naszym zdaniem w całym 2015 r. inflacja może zaskoczyć w górę.

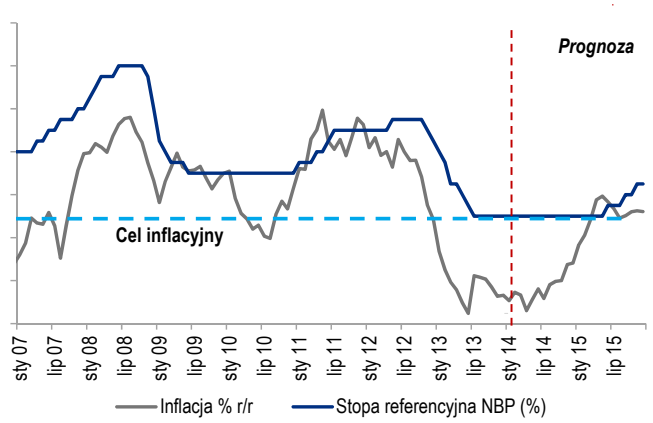
Inflacja w kwietniu była nie tylko poniżej ścieżki z ostatniej projekcji NBP, ale naszym zdaniem prawdopodobnie również poniżej krótkoterminowych prognoz eksperckich banku centralnego. Taka niespodzianka zapewne pomoże utrzymać łagodny ton w komentarzu RPP i może wkrótce doprowadzić do wydłużenia okresu „forward guidance" (tj. deklarowanego okresu stabilizacji stóp) do końca 2014 r. Biorąc pod uwagę dłuższy okres niskiej inflacji spodziewamy się, że Rada zapewne będzie gotowa utrzymać stopy na dotychczasowym poziomie przez cały I kwartał 2015, a do pierwszej podwyżki dojdzie około II kwartału 2015 (najprawdopodobniej w czerwcu).

Wykres 9. Inflacja i główne składowe



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

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	1,4
Inflacja CPI (% średnia)	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	1,1
Płace 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.