

CitiWeekly

Solidne dane - mocniejszy wzrost

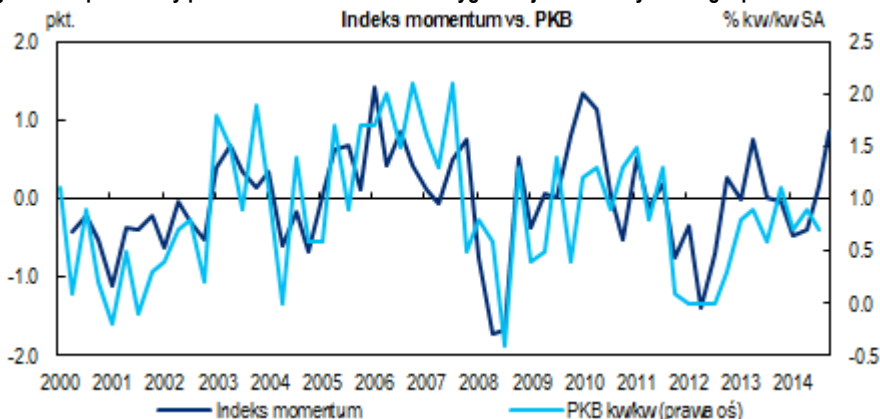
- Najnowsze dane z gospodarki o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, które zostały opublikowane w minionym tygodniu potwierdzają, że gospodarka jest na ścieżce stosunkowo szybkiego ożywienia.
- Wzrost produkcji przemysłowej odreagował do 4,9% r/r z 1,7% r/r, a po korekcie o dni robocze wyniósł 4,7% r/r. Wskaźnik PMI oraz poprawiające się perspektywy strefy euro sugerują, że popyt na produkcję będzie napędzany zarówno przez zamówienia krajowe, jak i zagraniczne.
- Ponadto dane GUS pokazują dobre warunki na rynku pracy. Umiarkowane tempo wzrostu płac nominalnych oraz utrzymanie stosunkowo mocnego popytu na pracę w połączeniu z głęboką deflacją przełożyło się w lutym na realne tempo wzrostu funduszu płac na poziomie 6% r/r.
- Deflacja wpływa obecnie pozytywnie także na realne tempo wzrostu sprzedaży detalicznej, które wyniosło w lutym 2,4% r/r wobec 3% r/r w styczniu i II połowie 2014 r. Sądzymy jednocześnie, że dobra sytuacja na rynku pracy i wysokie tempo wzrostu funduszu płac przełoży się na przyspieszenie wzrostu sprzedaży w kolejnych miesiącach i będzie pozytywnie wpływać na konsumpcję.
- Duża poprawa nastąpiła w bilansie obrotów bieżących za styczeń do ok 56 mln € z ponad 1 mld € deficytu w grudniu. Taka sytuacja wynika przede wszystkim z dobrego zachowania eksportu, na co wpływ mają dobre wyniki gospodarki niemieckiej, jak również słabego zachowania importu, na co natomiast wpływ miał znaczny spadek cen ropy.
- Fed wyeliminował słowo „cierpliwość” w kontekście przyszłych decyzji odnośnie podwyżek stóp procentowych, ale jednocześnie obniżył prognozy PKB i inflacji oraz ścieżkę stóp procentowych. Analitycy Citi wciąż oczekują podwyżki stóp pod koniec roku.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 15	4,14	4,05	5,92	1,01	1,50	0,05	1,61	0,55	1,95
II KW 16	4,04	4,31	5,94	0,94	1,50	0,05	1,72	0,75	2,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dn. 20.3.2015 r., pozostałe z dn. 25.2.2015 r

Wykres 2. Opracowany przez nas indeks momentum sygnalizuje dalsze ożywienie gospodarcze w 2015 r.



Źródło: NBP, GUS, Citi Research

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

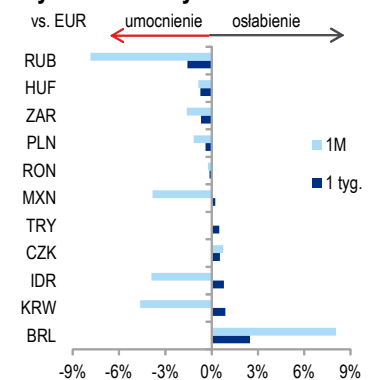
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 20.03.2015 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
23 mar PONIEDZIAŁEK							
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	II	-	4,90	4,82
16:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	III	-	-5,95	-6,70
24 mar WTOREK							
02:45	CN	HSBC PMI dla przemysłu	pkt	III	-	50,5	50,7
09:30	DE	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	III	-	51,5	51,1
10:00	EMU	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	III	-	51,5	51,0
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	II	-	12,0	12,0
13:30	USA	CPI	% m/m	II	-	0,2	-0,7
13:30	USA	Bazowa CPI	% m/m	II	-	0,1	0,2
10:00	USA	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	III	-	54,7	55,1
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	tys.	II	-	470	481
25 mar ŚRODA							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	III	-	107,3	106,8
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	II	-	0,2	2,8
26 mar CZWARTEK							
08:00	DE	Indeks nastrojów konsumentów GfK	pkt	IV	-	9,8	9,7
12:00	PL	Aukcja zamiany					
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	-	-	291
14:45	USA	Wstępny PMI dla usług	pkt	III	-	-	57,1
27 mar PIĄTEK							
13:30	USA	PKB	% kw/kw ann	IV kw.	-	-	5,0
16:00	USA	Indeks Michigan	pkt	III	-	92,0	95,4

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

Miniony tydzień

Rynek pracy

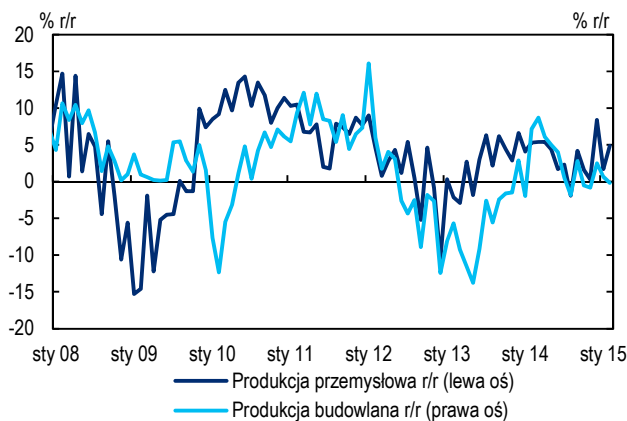
Nominalny wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw spowolnił w lutym do 3,2% r/r z 3,6% r/r w styczniu, co było zgodne z rynkowym konsensusem i nieco poniżej naszych oczekiwań (3,4% r/r). Biorąc pod uwagę głębszą od oczekiwań deflację w lutym na poziomie -1,6% r/r, realny wzrost płac wyniósł niemal 5% r/r. Tempo wzrostu zatrudnienia utrzymało się na poziomie 1,2% r/r, a w ujęciu miesięcznym wzrost zatrudnienia wyniósł 0% r/r, co było nieco poniżej wzrostu w 2014 r., ale wciąż powyżej wzrostu zanotowanego w latach 2012-2013. Realny wzrost funduszu płac nieznacznie spowolnił do 6% r/r z 6,3% r/r w styczniu bieżącego roku i 4,5% średnio w 2014 r. Naszym zdaniem popyt na pracę najprawdopodobniej pozostanie stosunkowo wysoki, w związku z czym

oczekujemy dalszego przyspieszenia wzrostu zatrudnienia w kolejnych miesiącach. Ponadto w związku z tym, że inflacja zacznie najprawdopodobniej rosnąć, stosunkowo dobra sytuacja na rynku pracy zacznie stopniowo przekładać się na przyspieszenie wzrostu płac nominalnych. Taki scenariusz będzie wspierał perspektywy gospodarki w kolejnych kwartałach.

Produkcja przemysłowa

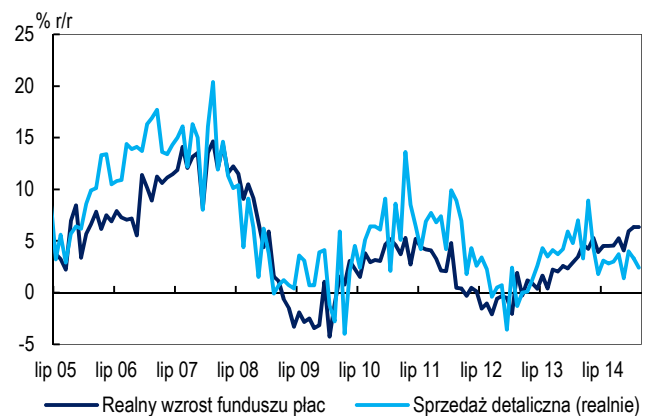
Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 4,9% r/r (wobec 1,7% r/r w styczniu), nieco szybciej niż szacowaliśmy (4,6%) oraz powyżej konsensusu rynkowego (4%). Mocny wzrost gospodarczy został odnotowany pomimo słabego wyniku w górnictwie w związku z serią strajków w styczniu i lutym. W ujęciu odsezonowanym i po korekcie o liczbę dni roboczych wzrost produkcji wyniósł 0,7% m/m (4,7% r/r), a wzrost produkcji budowlanej wyniósł 3,8% m/m (-1,6% r/r).

Wykres 3. Produkcja przemysłowa i budowlana



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Sprzedaż detaliczna i fundusz płac (realnie)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Sprzedaż detaliczna

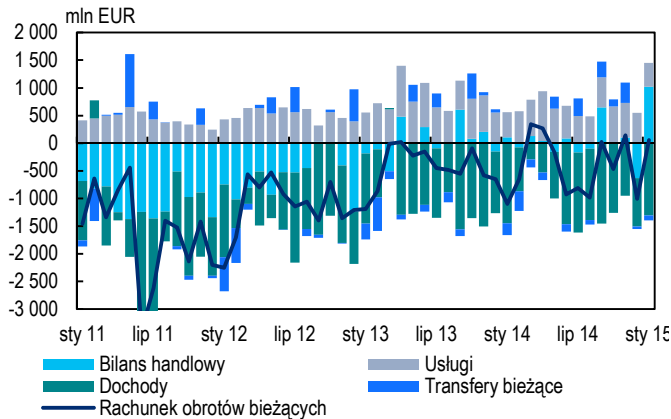
Sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym wzrosła o 2,4% r/r, co było zgodne z naszą prognozą na poziomie 2,6%. To co zaskoczyło to szczegółowe rozbięcie, które sugeruje osłabienie sprzedaży „bazowej” (tj. z wyłączeniem samochodów oraz żywności). Biorąc pod uwagę zmienność danych o sprzedaży detalicznej sądzimy, że jest za wcześnie, aby ocenić do jakiego stopnia spowolnienie wynika z czynników tymczasowych, ale jeśli taki wynik zostanie powtórzony w najbliższych miesiącach to nasza ocena perspektyw konsumpcji będzie ostrożniejsza.

Aktywność gospodarcza

Obliczany przez nas wskaźnik momentum w gospodarce sugeruje, że wzrost PKB prawdopodobnie przyspieszył w I kwartale 2015 r. Wskaźnik momentum jest oparty o dane wysokiej częstotliwości i jest wykorzystywany, aby przybliżać zmiany PKB w poszczególnych kwartałach. Wskaźnik wzrósł w lutym do poziomów, które sygnalizują wzrost PKB w I kw. o ok. 1,5% kw/kw w Polsce i choć istnieje ryzyko, że częściowo ten szacunek zostanie zmniejszony po danych za marzec, to ogólny sygnał dotyczący gospodarki jest pozytywny. Nasze aktualne szacunki wskazują na wzrost gospodarczy w I kwartale na poziomie 2,9-

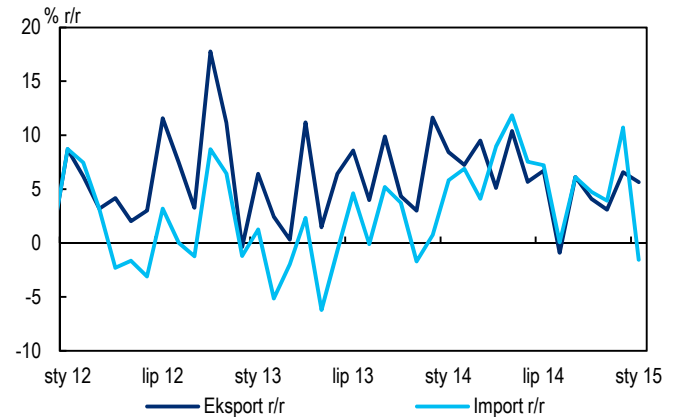
3,1% r/r oraz przyspieszenie w kolejnych kwartałach w stronę lub powyżej 4% r/r w IV kw. 2015 r.

Wykres 5. Bilans obrotów bieżących



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 6. Wzrost eksportu i importu



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Dużo lepszy bilans obrotów bieżących

Bilans obrotów bieżących poprawił się w styczniu do 56 mln € wobec ponad 1 mld € deficytu w grudniu, co było dużą pozytywną niespodzianką, wobec oczekiwań rynku na poziomie zbliżonym do odczytu grudniowego. Bilans obrotów bieżących był także wyższy niż nasz szacunek na poziomie -535 mln €, który zrewidowaliśmy po danych GUS nt. obrotów w handlu zagranicznym, które pokazały jedynie umiarkowane osłabienie wzrostu eksportu i znaczne spowolnienie wzrostu importu ze znaczną poprawą bilansu handlowego. Takie tendencje potwierdziły dane NBP, według których wzrost eksportu spowolnił do 5,7% r/r z 6,6% r/r w grudniu, podczas gdy wzrost importu spowolnił do -1,5% r/r z 10,7% r/r w grudniu. W rezultacie bilans handlowy poprawił się do ponad 1 mld € z -0,6 mld €. Słabość importu wynikała w dużej mierze ze spadku cen ropy w ostatnich miesiącach. Jednocześnie, nadwyżka na rachunku usług oraz deficyt na rachunkach dochodów pierwotnych i wtórnych były niższe od oczekiwań. Skumulowany za 12-miesięcy deficyt obrotów bieżących obniżył się do ok. 1% PKB z ok. 1,3% PKB w grudniu. Jednocześnie, suma skumulowanego za 12 miesięcy deficytu obrotów bieżących oraz salda na rachunku kapitałowym wzrosła do 1,5% PKB z 1,1% w grudniu, osiągając rekordowo wysoki poziom, co jest pozytywne dla złotego. Oczekujemy, że deficyt obrotów bieżących wzrośnie w tym roku w relacji do PKB za sprawą wciąż silnego wzrostu popytu krajowego, ale będzie ograniczony przez spadek cen ropy w stosunku do ubiegłego roku.

Fed

Na marcowym posiedzeniu Fed zrezygnował ze sformułowania „cierpliwie” w odniesieniu do podejścia w kwestii podwyżek stóp procentowych. Jednocześnie w najnowszej serii projekcji FOMC zrewidował w dół prognozę PKB, jak również prognozę inflacji oraz obniżył przewidywaną ścieżkę stóp procentowych. Stało się tak pomimo dobrych danych o zatrudnieniu i spadku stopy bezrobocia, a przyczyniło się do tego między innymi umocnienie dolara. Prezes Fed J. Yellen zasignalizowała ryzyka dla wzrostu gospodarczego z powodu dolara, który wpływa negatywnie na eksport, mimo że wciąż wzrost PKB utrzymuje się powyżej tempa

potencjalnego. Zdaniem ekonomistów Citi Fed zdecyduje się na późniejsze zacieśnienie polityki pieniężnej niż oczekuje tego rynek i nastąpi to pod koniec roku, co wynika z założenia, że cele dotyczące stabilności finansowej będą mniej znaczące niż cele dotyczące sytuacji makroekonomicznej, tj. pełnego zatrudnienia oraz wzrostu inflacji w okolicie celu inflacyjnego, który w perspektywie dwóch lat jest mało prawdopodobny.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	496	526	548	440	446
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 362	1 437	1 554	1 616	1 662	1 726	1 795	1 910
PKB per capita (USD)	11 508	12 382	13 626	12 879	13 662	14 235	11 451	11 596
Populacja (mln)	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	12.1	12.4	12.5	13.4	13.4	11.7	10.8	10.9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% , r/r)	2.6	3.7	4.8	1.8	1.6	3.3	3.7	3.7
Inwestycje (% , r/r)	-12.7	9.7	12.2	-4.3	-3.7	11.6	6.8	7.2
Spożycie ogółem (% , r/r)	3.5	2.8	1.7	0.7	1.3	3.0	2.7	3.2
Konsumpcja indywidualna (% , r/r)	3.4	2.7	2.9	0.9	1.0	3.0	3.0	3.2
Eksport (% , r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.3	5.0	4.3	4.6	6.0
Import (% , r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	7.4	4.8	6.8
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% , r/r)	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	-1.0	1.2	2.4
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.4	2.4
Place nominalne (% , r/r)	4.2	3.6	4.9	3.5	2.6	3.7	3.7	4.8
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	2.50
WIBOR1M, (% , koniec okresu)	4.27	3.95	4.99	4.11	2.71	2.06	1.76	2.98
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	-	-
USD/PLN (Koniec okresu)	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	4.30	4.31
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	4.09	4.31
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.00	4.08
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.09	4.05
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17.3	-24.1	-27.0	-17.6	-7.0	-5.9	-7.0	-9.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.9	-5.0	-5.1	-3.6	-1.3	-1.1	-1.6	-2.2
Saldo handlu zagranicznego	-10.2	-13.8	-17.4	-9.2	0.9	0.4	-0.8	-4.1
Eksport	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	191.1	178.0	175.8
Import	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	190.7	178.8	179.9
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	8.6	8.1	8.1
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-18.0	-15.5	-14.6	-14.3
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8.8	6.9	-14.0	-6.6	-3.7	-9.0	-10.0	-11.0
Rezerwy międzynarodowe	73.4	86.3	89.7	100.3	99.3	94.1	94.1	94.1
Amortyzacja	46.9	44.1	38.3	47.5	48.7	49.2	51.0	49.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7.4	-7.6	-4.9	-3.7	-4.0	-3.3	-2.6	-2.6
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4.6	-5.1	-2.4	-1.0	-1.5	-1.2	-0.8	-0.9
Dług publiczny (Polska metodologia)	49.8	52.0	52.5	52.0	53.1	47.4	48.0	48.3

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 r. 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 zaangażowany 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.