

CitiWeekly

Bardzo dobre dane z gospodarki za I kw.

- Rozpoczynający się tydzień przyniesie serię publikacji danych makroekonomicznych. W przypadku wynagrodzeń, produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej spodziewamy się wyhamowania z bardzo wysokich poziomów. Niemniej pomimo wolniejszego wzrostu w kwietniu, dane powinny wskazywać na utrzymanie wysokiej dynamiki PKB.
- Dane za I kwartał, które zostały opublikowane w piątek, potwierdzają, że gospodarka radzi sobie lepiej niż zakładał konsensus. Wzrost PKB w pierwszych trzech miesiącach roku wyniósł 3,5% r/r. Po tej publikacji podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą wzrost w całym 2015 roku na poziomie niemal 4%, a więc powyżej oczekiwań rynkowych.
- Inflacja w kwietniu zaskoczyła nieznacznie w górę. Co prawda utrzymuje się deflacja, jednak spadki cen są już wolniejsze (-1,1% r/r) niż zakładaliśmy oraz niższe niż w poprzednich miesiącach. Oczekujemy, że trend ten będzie kontynuowany w dalszej części roku.
- Rachunek obrotów bieżących odnotował w marcu nadwyżkę na poziomie 1,9 mld euro, przede wszystkim dzięki silnemu napływowi funduszy unijnych. Zarówno eksport, jak i import wzrosły znacznie szybciej niż w lutym.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

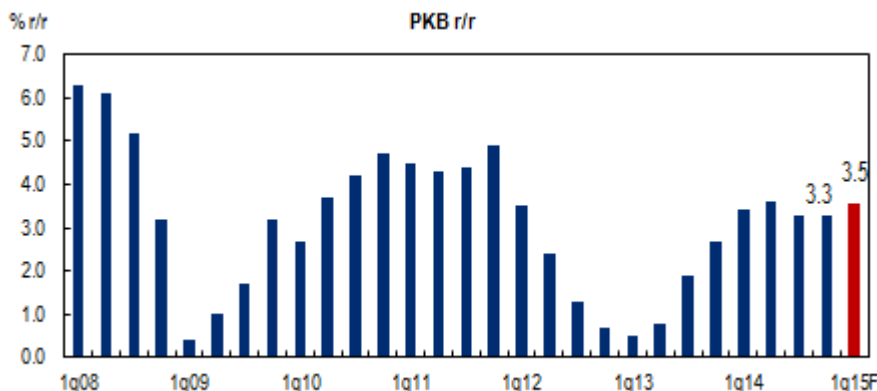
Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 15	4,10	3,57	5,78	1,15	1,50	0,05	1,65	-0,05	2,05
II KW 16	4,11	4,04	5,95	1,01	1,50	0,05	1,79	0,30	2,55

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 29.4.2015 r.

Spis treści	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	4
- Tabela z prognozami	7

Wykres 2. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wzrost PKB przyspieszył w I kw. do 3,5% r/r, a w całym roku spodziewamy się przyspieszenia do 3,9% z szansą na wynik powyżej 4%



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
19 maj WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	V	-	49.5	53.3
11:00	EMU	CPI	% r/r	IV	-	0.0	0.0
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	IV	1.1	1.1	1.1
14:00	PL	Place	% r/r	IV	3.8	3.8	4.9
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów	tys.	IV	-	1010	926
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	IV	-	1072	1042
20 maj ŚRODA							
14:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	% r/r	IV	4.2	1.0	6.6
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	IV	5.1	5.6	8.8
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	IV	9.2	5.9	2.9
14:00	PL	PPI	% r/r	IV	-2.1	-2.2	-2.4
18:00	USA	Minutes FOMC					
21 maj CZWARTEK							
03:35	CNY	Indeks PMI	pkt	V	-	49.5	48.9
09:30	DE	PMI dla przemysłu	pkt	V	-	52.0	52.1
10:00	EMU	PMI dla przemysłu	pkt	V	-	51.8	52.0
10:00	EMU	PMI dla usług	pkt	V	-	54.0	54.1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	-	-	264.0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	IV	-	5.25	5.19
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	V	-	-	-4.6
16:00	USA	Indeks Philly Fed	pkt	V	-	-	7.5
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	%	V	-	-	0.2
22 maj PIĄTEK							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	V	-	108.3	108.6
14:30	USA	CPI	% m/m	V	-	0.1	0.2

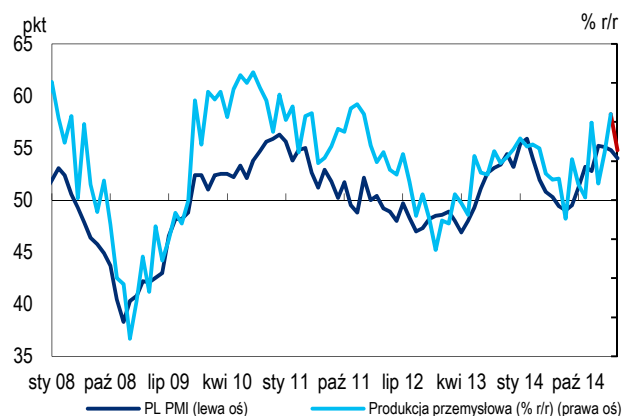
Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Zapowiedzi tygodnia

Produkcja

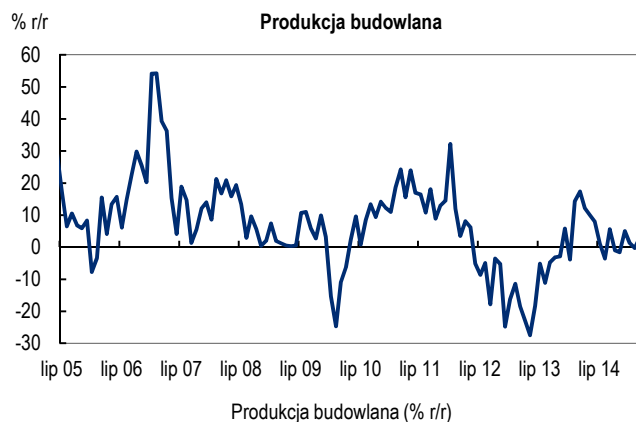
Spodziewamy się spowolnienia produkcji przemysłowej do 5,1% r/r z 8,8% w marcu. Naszym zdaniem będzie to efekt mniejszej liczby dni roboczych jak i pewnego wyhamowania wzrostu produkcji w górnictwie. W kolejnych miesiącach aktywność w przemyśle pozostanie wysoka, co sugeruje wskaźnik PMI i nie ma żadnych sygnałów, że lekkie umocnienie złotego miało jakiegokolwiek negatywne przełożenie na aktywność gospodarczą.

Wykres 3. Produkcja przemysłowa najprawdopodobniej rosła wolniej za sprawą mniejszej liczby dni roboczych



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 4. Produkcja budowlana prawdopodobnie przyspieszyła



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

Rynek pracy

Zgodnie z naszymi szacunkami wzrost płac nominalnych w kwietniu spowolnił do 3,8% r/r z 4,9% r/r w marcu. W dużej mierze poprawa w poprzednim miesiącu wynikała z jednorazowych czynników, włączając w to większy niż zwykle wzrost płac w sektorze górniczym (prawdopodobnie za sprawą odrabiania produkcji i wydłużenia czasu pracy w konsekwencji strajków w lutym) jak również w innych sektorach. Sądzymy, że obecnie rynek pracy jest w fazie ożywienia ze spadającą stopą bezrobocia oraz stopniowo rosnącym zatrudnieniem (1,1% r/r), gdyż gospodarka już rośnie powyżej tempa potencjalnego.

Sprzedaż detaliczna

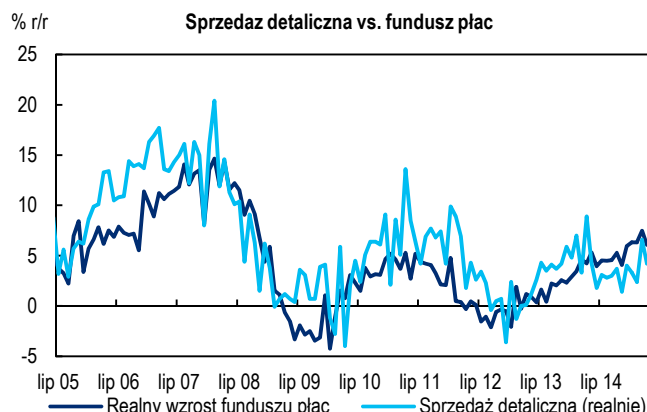
Naszym zdaniem sprzedaż detaliczna wzrosła w kwietniu o 4,3% r/r w ujęciu realnym wobec 6,6% w marcu. Spowolnienie w sprzedaży wynikało głównie z efektu mniejszej liczby dni roboczych oraz czynników sezonowych. Dodatkowo wzrost cen paliw w ostatnich miesiącach wpływa negatywnie na dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, choć jest to częściowo niwelowane przez poprawę sytuacji na rynku pracy. Czynnikiem wspierającym sprzedaż są także niskie stopy procentowe.

Wykres 5. Oczekujemy spowolnienia płac za sprawą eliminacji efektu przesunięcia płac w górnictwie



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

Wykres 6. Sprzedaż detaliczna prawdopodobnie spowolniła za sprawą czynników sezonowych



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

Miniony tydzień

Inflacja

Spadek cen wyhamował w kwietniu do -1,1% r/r z -1,5% w marcu i tym samym deflacja była nieco mniejsza niż wskazywał nasz szacunek oraz konsensus rynkowy (-1,2% r/r). To drugi z kolei miesiąc rosnącej inflacji i wynika on nie tylko z oczekiwanego wpływu wyższych cen paliw oraz żywności, ale także ze wzrostu inflacji netto do 0,4% r/r z 0,2% w marcu.

Trend spadku inflacji obserwowany w poprzednim roku zakończył się, a tempo wzrostu cen konsumentów najprawdopodobniej będzie dalej rosło w kolejnych miesiącach. Wynikać to będzie w dużej mierze z efektów niskiej bazy statystycznej utworzonej przez wyjątkowo niskie ceny paliw i żywności w II i III kw. 2014 r., które zostaną wyeliminowane z indeksu CPI pod koniec tego roku. Jednocześnie także inflacja netto powinna stopniowo rosnąć wraz z przyspieszeniem gospodarczym.

PKB

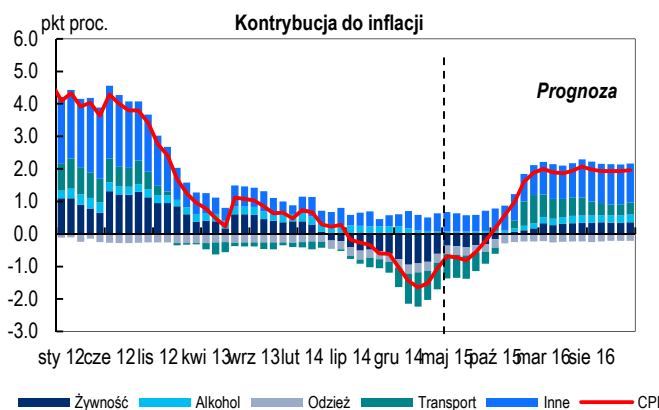
Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wzrost PKB przyspieszył w I kw. do 3,5% r/r z 3,3% w IV kw. przewyższając konsensus rynkowy (3,3%). Wzrost odsezonowany w ujęciu kwartalnym potwierdza utrzymanie silnego pędu gospodarki w ostatnich kwartałach. GUS poda szczegółowe rozbięcie dopiero pod koniec miesiąca, a naszym zdaniem pokaże ono, że wzrost jest napędzany przez konsumpcję prywatną, nieco wolniejszy niż w 2014 r. wzrost inwestycji przy neutralnym wpływie eksportu netto dzięki taniej ropie. Podtrzymujemy naszą prognozę na cały rok na poziomie 3,9% r/r i dostrzegamy asymetryczne ryzyko w górę z szansą na wynik powyżej 4%.

Siła gospodarki pokazuje, że nie ma potrzeby dodatkowego wsparcia ze strony polityki pieniężnej, a pojawia się pytanie o to kiedy RPP mogłaby zacząć proces podwyżek stóp procentowych. Szacujemy, że na koniec tego roku lub na początku 2016 r. luka popytowa się domknie. W związku z tym podtrzymujemy nasz scenariusz podwyżek stóp procentowych o 50 pb w II połowie 2016 r.

Historycznie złoty umacniał się w okresach silnego wzrostu PKB i w związku z tym dzisiejsze dane będą dobre dla złotego. Jednocześnie, choć

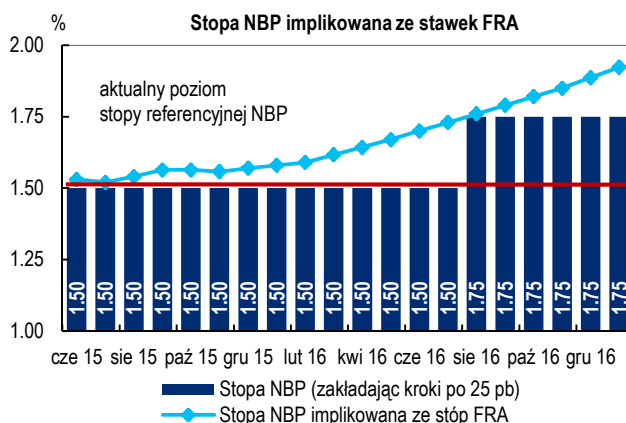
dobry wynik PKB był negatywny dla obligacji to sądzymy, że to czynniki zagraniczne będą miały decydujący wpływ na zachowanie cen obligacji.

Wykres 7. Spodziewamy się dalszego wzrostu inflacji za sprawą cen paliw, żywności, a także wzrostu inflacji netto



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Rynek wycenia niemal 2 podwyżki stóp w II połowie 2016 r.



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Procedura nadmiernego deficytu

Komisja Europejska zarekomendowała zniesienie procedury nadmiernego deficytu wobec Polski. Samo zmniejszenie deficytu fiskalnego skorygowanego o koszt reformy emerytalnej poniżej 3% w 2014 r. daje Ministerstwu Finansów dodatkową przestrzeń w polityce fiskalnej na poziomie ok. 0,5% PKB. Ta przestrzeń mogłaby zostać wykorzystana np. do odmrożenia płac w sektorze publicznym od 2016 r.

Szacujemy jednak, że nawet z dodatkowym miejscem na poluzowanie polityki fiskalnej, limit wydatków zwiększy się w 2016 r. o mniej niż 2%. Naszym zdaniem trudno to nazwać znacznym złagodzeniem polityki fiskalnej, choć bez wątpienia polityka fiskalna będzie bardziej przyjazna dla wzrostu gospodarczego.

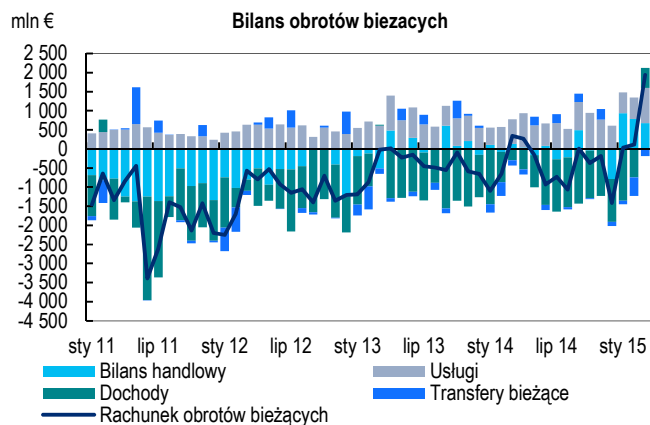
W związku z tym dostrzegamy rosnące szanse na to, że wzrost gospodarczy w 2016 r. może przekroczyć 4% r/r. To również sugeruje, że RPP będzie miała jeszcze więcej argumentów za podwyżkami stóp w 2016 r.

Bilans płatniczy

Nadwyżka w obrotach bieżących wzrosła w marcu do 1,9 mld EUR z 0,2 mld EUR w lutym, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynkowych (1,1 mld EUR). Głównym powodem niespodzianki był rekordowy miesięczny napływ środków dla rolników (1,7 mld EUR). Ponadto większa od naszych oczekiwań okazała się nadwyżka na rachunku usług (0,9 mld EUR). Tymczasem nadwyżka w obrotach handlowych wyniosła 0,7 mld EUR i była nieco mniejsza od naszych szacunków. Wzrost eksportu przyspieszył do 13,7% r/r z 10,8% w lutym a importu do 9,8% z 3,8%. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach eksport będzie rósł wspierany przez ożywienie w strefie euro, podczas gdy wzrost importu będzie ograniczany przez niższe ceny ropy. W marcu skumulowany za 12 miesięcy deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB spadł do 0,6% PKB z 1% w lutym, co jest w pełni finansowane napływem środków UE na rachunek kapitałowy. Naszym zdaniem poprawa w obrotach bieżących i dobre dane o PKB będą

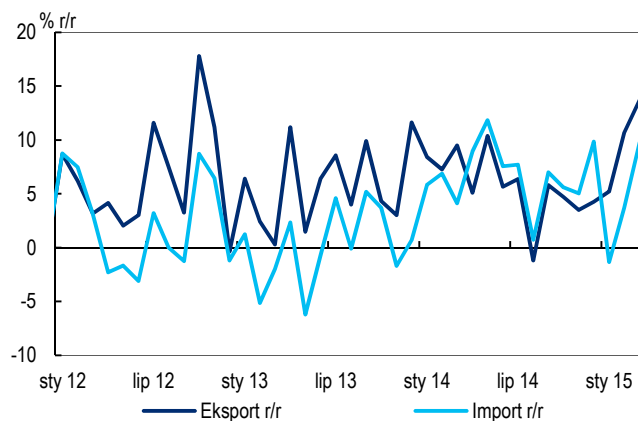
ograniczać potencjalny negatywny wpływ sytuacji zewnętrznej na zmienność złotego.

Wykres 9. Nadwyżka w obrotach bieżących wzrosła głównie za sprawą rekordowo wysokiego napływu środków UE dla rolników



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 10. Eksport rośnie wciąż szybciej niż import



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	496	526	549	468	471
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 362	1 437	1 554	1 616	1 663	1 729	1 792	1 896
PKB per capita (USD)	11 508	12 382	13 626	12 879	13 667	14 270	12 172	12 269
Populacja (mln)	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.4	38.4
Stopa bezrobocia (%)	12.1	12.4	12.5	13.4	13.4	11.5	9.8	10.9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2.6	3.7	4.8	1.8	1.6	3.4	3.9	3.7
Inwestycje (% r/r)	-12.7	9.7	12.2	-4.3	-3.5	11.4	7.1	7.2
Spożycie ogółem (% r/r)	3.5	2.8	1.7	0.7	1.4	3.4	2.9	3.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.4	2.7	3.0	1.0	1.2	3.1	3.4	3.2
Eksport (% r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.3	4.8	5.7	7.6	6.0
Import (% r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	9.1	7.1	6.8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	0.8	1.9
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.7	1.9
Place nominalne (% r/r)	4.2	3.6	4.9	3.5	2.6	3.8	4.0	4.8
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	2.00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.27	3.95	4.99	4.11	2.71	3.66	1.74	2.48
WIBOR1M, (% koniec okresu)	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	2.90	4.00
Rentowność obligacji 10-letnich	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	4.08	3.95
USD/PLN (Koniec okresu)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	3.83	4.02
USD/PLN (Średnia)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.08	4.03
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.02	4.06
EUR/PLN (Średnia)								
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-3.9	-5.0	-5.1	-3.6	-1.3	-1.4	-0.7	-1.7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-10.2	-13.8	-17.4	-9.2	0.9	-0.9	3.8	0.6
Saldo handlu zagranicznego	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	208.9	178.8	186.3
Eksport	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	209.8	175.0	185.7
Import	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	10.7	8.6	9.0
Saldo usług	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-18.0	-17.4	-15.5	-15.8
Saldo dochodów	8.8	6.9	-14.0	-6.6	-3.7	-8.1	-10.0	-11.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	73.4	86.3	89.7	100.3	99.3	94.1	94.1	94.1
Rezerwy międzynarodowe	46.9	44.1	38.3	47.5	48.7	49.2	51.0	49.6
Amortyzacja								
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4.6	-5.1	-2.4	-1.0	-1.5	-1.2	-0.9	-0.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	49.8	52.0	52.5	52.0	53.1	47.9	48.9	48.9
Dług publiczny (Polska metodologia)	439	477	525	496	526	549	468	471

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.