

CitiWeekly

Korekta prognoz PKB – w górę

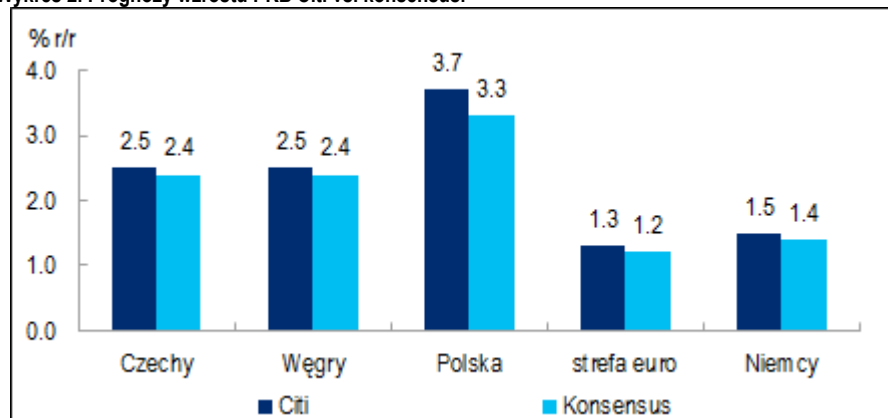
- W rozpoczynającym się tygodniu nasza uwaga będzie skierowana na dane o produkcji, sprzedaży detalicznej oraz sytuacji na rynku pracy. Oczekujemy, że wszystkie powyższe wskaźniki powinny wskazywać na dalsze wzmocnienie aktywności w kraju.
- Pod koniec roku polska gospodarka rozwijała się w tempie 3% i choć szczegółowe dane GUS nie są jeszcze dostępne, wynik ten był zapewne efektem silnego popytu krajowego. Biorąc pod uwagę jednocześnie dobre wyniki niemieckiej gospodarki oraz niskie ceny paliw, skorygowaliśmy naszą prognozę wzrostu PKB w 2015 roku do 3,7% (z 3,4%). Gdyby nie niepewność dotycząca sytuacji w Grecji oraz kryzysu rosyjskiego, korekta byłaby większa.
- Ożywieniu gospodarczemu towarzyszy pogłębiająca się deflacja, a w styczniu ceny konsumentów spadły o 1,3% r/r. Podobnie jak w poprzednich miesiącach wynik ten był efektem deflacji cen paliw oraz żywności, podczas gdy inflacja bazowa lekko wzrosła, choć wciąż pozostała na bardzo niskim poziomie.
- Dane o rachunku obrotów bieżących potwierdzają wyraźne przyspieszenie dynamiki importu pod koniec roku. Ze względu na bardzo dużą zmienność statystyk bilansu płatniczego nie można na tej podstawie wyciągać zbyt daleko idących wniosków. Mimo to warto zauważyć, że wynik ten jest spójny z ożywieniem popytu krajowego pod koniec roku.
- Rada Polityki Pieniężnej już w marcu może obniżyć stopy procentowe, ale skłaniamy się raczej ku scenariuszowi zakładającemu niewielką obniżkę o 25 pb. Wypowiedzi większości członków RPP sugerują, że preferują oni w obecnych warunkach raczej ostrożne podejście do luzowania polityki pieniężnej. Przeciw szybkim cięciom przemawia perspektywa podwyżek stóp w Stanach, niepewność dotycząca porozumienia między Grecją i Troiką, a także napięta sytuacja na Wschodzie.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
I KW 15	4,32	3,79	5,76	1,14	1,50	0,05	1,61	1,70	0,55	1,95
I KW 16	4,16	3,98	5,63	1,05	1,50	0,05	1,72	2,95	0,75	2,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 22.1.2015 r.

Wykres 2. Prognozy wzrostu PKB Citi vs. konsensus.



Źródło: Focus Economics, Bloomberg, Citi Research

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

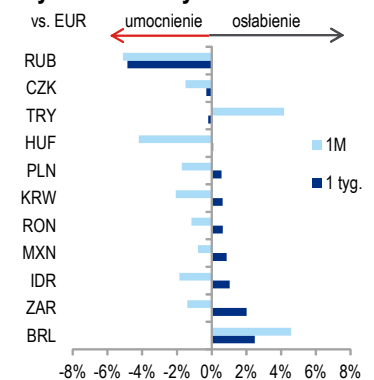
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 13.02.2015 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	3
- Miniony tydzień	4
- Tabela z prognozami	7

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
16 lut PONIEDZIAŁEK							
	USA	Dzień Prezydenta					
	EMU	Spotkanie Eurogrupy					
17 lut WTOREK							
	EMU	Spotkanie Ecofin					
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	II	--	55,0	48,4
14:00	PL	Płace	r/r	I	3,2%	3,3%	3,7%
14:00	PL	Zatrudnienie	r/r	I	1,3%	1,5%	1,1%
14:30	USA	NY Empire State index	pkt	II	--	9,0	10,0
18 lut ŚRODA							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	r/r	I	2,2%	2,6%	8,4%
14:00	PL	Produkcja budowlana	r/r	I	2,3%	2,2%	5,0%
14:00	PL	PPI	r/r	I	-2,3%	-2,9%	-2,5%
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna	r/r	I	2,2%	0,9%	1,8%
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	% m/m	I	--	1060	1032
14:30	USA	Rozpoczęte inwestycje budowlane	% m/m	I	--	1070	1089
14:30	USA	PPI	% m/m	I	--	-0,4	-0,3
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	I	--	0,3	-0,1
20:00	USA	Minutes FOMC					
19 lut CZWARTEK							
	CN	Nowy Rok					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	--	285K	278K
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	% m/m	I	--	0,3	0,5
16:00	USA	Indeks Philly Fed	pkt	II	--		6,3
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	II	--	-7,5	-8,5
20 lut PIĄTEK							
	CN	Nowy Rok					
09:30	DE	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	II	--	51,5	50,9
10:00	EMU	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	II	--	51,4	51,0
10:00	EMU	Wstępny PMI dla usług	pkt	II	--	53,0	52,7
15:45	USA	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	II	--	--	53,9

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

Zapowiedź tygodnia

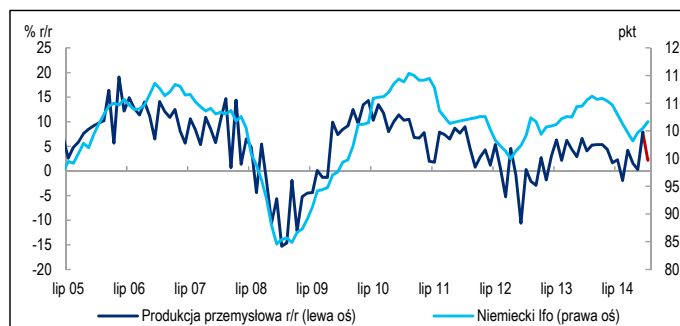
Rynek pracy

Według naszych szacunków przeciętna płaca spowolniła w styczniu do 3,2% r/r i jeżeli nasze oczekiwania się potwierdzą, wynik ten byłby spójny z ponad czteroprocentowym wzrostem płac realnych. Z kolei zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw prawdopodobnie zwiększyło się o około 1,3% r/r, przyspieszając nieco w porównaniu z wynikiem grudniowym. Rozkład ryzyka jest jednak w tym przypadku niesymetrycznie przechylony w kierunku silniejszego wzrostu zatrudnienia. Wynika to z corocznej styczniowej zmiany próbki firm analizowanych przez GUS. W przeszłości podobne modyfikacje próby statystycznej następujące w czasie ożywienia na rynku pracy zazwyczaj prowadziły do pozytywnych niespodzianek w danych styczniowych.

Produkcja przemysłowa

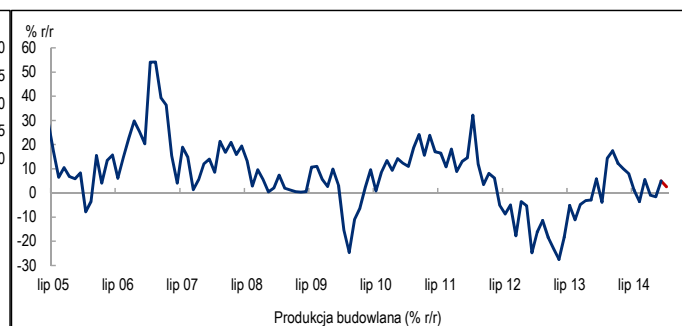
Po niemal 8% wzroście w grudniu, produkcja przemysłowa prawdopodobnie wzrosła w styczniu o 2,2% r/r. Spowolnienie wynikało przede wszystkim z efektów kalendarzowych, ponieważ styczeń 2015 r. miał o jeden dzień roboczy więcej niż analogiczny miesiąc poprzedniego roku. Wzrost produkcji skorygowany o wpływ efektów kalendarzowych wyniósł zapewne prawie 5% r/r, o czym świadczy wzrost wskaźnika PMI oraz przyspieszenie produkcji samochodów.

Wykres 3. Produkcja przemysłowa vs. niemiecki indeks Ifo



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Produkcja budowlana

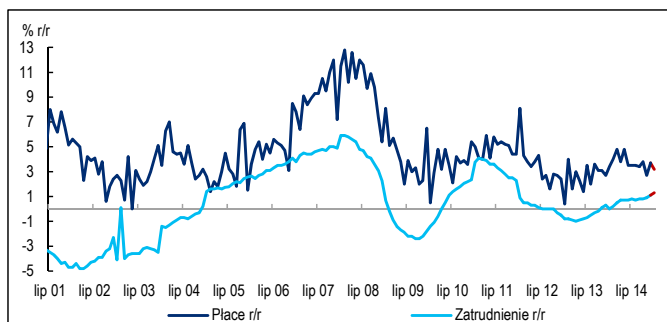


Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Sprzedaż detaliczna

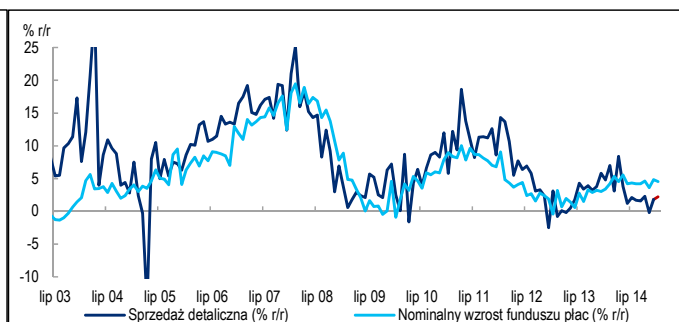
W przypadku danych o sprzedaży detalicznej spodziewamy się wzrostu w ujęciu nominalnym o 2,2% r/r, między innymi dzięki wyraźnemu wzrostowi funduszu płac oraz wzrostowi kredytów. Jednocześnie wyniki nominalnej sprzedaży są pod negatywnym wpływem deflacji, podczas gdy sprzedaż w ujęciu realnym (która ma większe znaczenie dla PKB) zapewne wzrosła o około 4,6% r/r w styczniu.

Wykres 5. Płace i zatrudnienie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Sprzedaż detaliczna



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

Wzrost gospodarczy

Węgry

Wzrost gospodarczy na Węgrzech przyspieszył w IV kwartale z 0,5% kw/kw do 0,9% kw/kw, co przełożyło się na wzrost PKB w ujęciu rocznym do 3,4% r/r z 3,2% w III kwartale wobec naszej prognozy na poziomie 3% oraz konsensusu rynkowego 2,7%. Biorąc pod uwagę dane za IV kwartał wzrost PKB w całym roku wyniósł 3,5% r/r wobec 1,5% w 2013 r. Za przyspieszenie wzrostu w ubiegłym roku w dużej mierze odpowiada zwiększenie wykorzystania środków unijnych, dobre zbiory w rolnictwie, turystyka i oparta na eksporcie aut produkcja przemysłowa.

Sądzymy, że wzrost na Węgrzech spowolni w 2015 r. do 2,5% r/r w związku z tym, że absorpcja środków unijnych najprawdopodobniej osiągnęła maksimum, a eksport może spowolnić. Popyt krajowy prawdopodobnie zostanie wsparty przez redukcję zadłużenia gospodarstw domowych, podczas gdy rząd stara się zwiększyć wsparcie dla zwiększenia akcji kredytowej poprzez złagodzenie warunków kredytowych w programie pożyczkowym banku centralnego dla małych i średnich firm. Najprawdopodobniej dobre dane o PKB nie zmienią ostrożnego i łagodnego nastawienia RPP biorąc pod uwagę trend spadkowy inflacji bazowej oraz fakt, że dobre dane o PKB nie wynikają z konsumpcji prywatnej. Naszym zdaniem dobre dane o PKB mogą zmniejszyć premię za ryzyko dla forinta i przyczynić się do obniżenia przez Radę stóp o 30-50 pb.

Czechy

Czeski PKB wzrósł o 0,2% kw/kw, tj. mniej niż oczekiwano, co stwarza ryzyko w dół dla prognozy wzrostu PKB także na 2015 r. na poziomie 2,5% r/r. Szczegółowe dane zostaną zaprezentowane 27 lutego i dopiero wówczas można spodziewać się komentarza nt. wzrostu ze strony banku centralnego

Słowacja

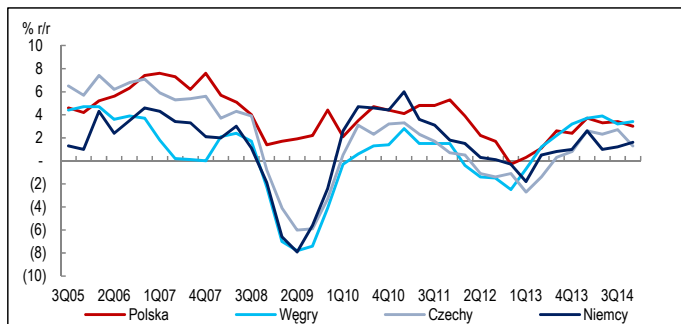
Słowacja utrzymała przyzwoity wzrost gospodarczy na poziomie 0.6% zbliżony do wyników z poprzednich pięciu kwartałów. Mimo to, roczne tempo wzrostu PKB spowolniło nieznacznie do 2,4% w IV kw. 2014 r. z 2,5% r/r w poprzednim kwartale. Wzrost kwartalny był wyższy od naszego

szacunku (0,4% kw/kw) w IV kw. 2014 r. pomimo pogorszenia naszego wskaźnika momentum. Wzrost gospodarczy na Słowacji korzystał ze wzrostu zatrudnienia (0,6% kw/kw oraz 2,1% r/r w IV kw. 2014 r.). Wzrost PKB wyniósł w 2014 r. 2,4% r/r, co było zgodne z naszą prognozą, ale lepsze od oczekiwań dane za IV kwartał stwarzają niewielkie ryzyko w górę dla naszej prognozy na poziomie 2,6% r/r w 2015 r. Więcej szczegółów poznamy 6 marca.

Polska

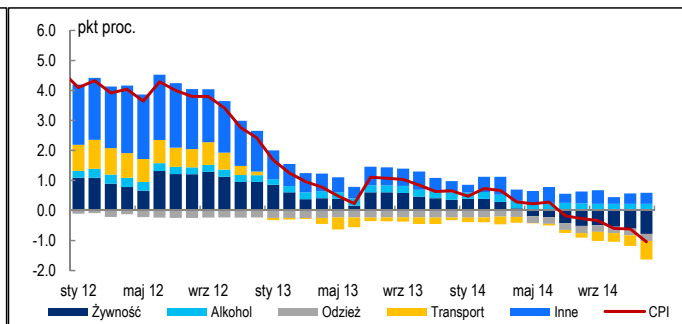
W Polsce wzrost PKB spowolnił do 3% i był niższy niż zakładaliśmy i niż oczekiwał rynek (3,1% r/r). Choć szczegółowe rozbięcie danych nie jest jeszcze dostępne to oczekujemy, że utrzymanie wysokiego wzrostu to głównie zasługa popytu krajowego, w tym nakładów na środki trwałe rosnących o ok. 9% r/r. Wydaje się, że nie ma oznak znaczącego osłabienia wzrostu gospodarczego, którego swego czasu się obawiano, pomimo pojawiających się szoków zewnętrznych. Biorąc pod uwagę lepsze od oczekiwań dane o wzroście gospodarczym w Niemczech w IV kwartale, odbicie indeksu wyprzedzającego koniunktury, jakim jest PMI dla przemysłu, jak również niskie ceny ropy (dodającej co najmniej 0,5 pkt proc. do wzrostu PKB) rewidujemy naszą prognozę wzrostu na rok obecny. Oczekujemy wzrostu PKB o 3,7% r/r w 2015 r. (przed rewizją: 3,4%) i gdyby nie kryzys rosyjski i sytuacja Grecji oczekiwalibyśmy silniejszego wzrostu.

Wykres 7. Wzrost PKB w regionie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Główne składowe inflacji (kontrybucja)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

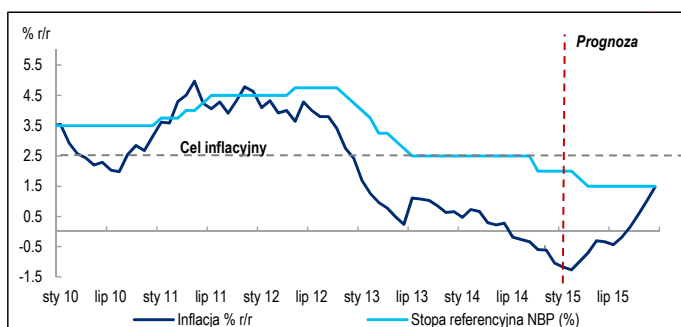
Inflacja spadła nieco bardziej niż oczekiwano

W styczniu ceny towarów konsumpcyjnych spadły o 1,3% r/r, nieco szybciej niż oczekiwaliśmy. Niespodzianka była przede wszystkim efektem niższych cen żywności oraz głębszych spadków w kategorii transport, co potwierdza, że deflacja wciąż wynika z czynników będących poza kontrolą banku centralnego. Nie oznacza to jednak, że presja popytowa jest silna – chociaż inflacja bazowa prawdopodobnie wzrosła w styczniu, naszym zdaniem wciąż pozostała ona na niskim poziomie (ok. +0,8%).

Wskaźnik inflacji zbliża się do swojego minimum – w lutym może wynieść około -1,5% r/r, po czym powinien stopniowo zacząć rosnąć. Powyżej zera inflacja powróci dopiero na przełomie III oraz IV kw., a na koniec roku może wynieść około 1,1-1,2%. Większość spodziewanego wzrostu ma charakter „efektu bazy”, w związku z wypadnięciem z indeksu CPI danych o niskiej dynamice cen żywności i paliw.

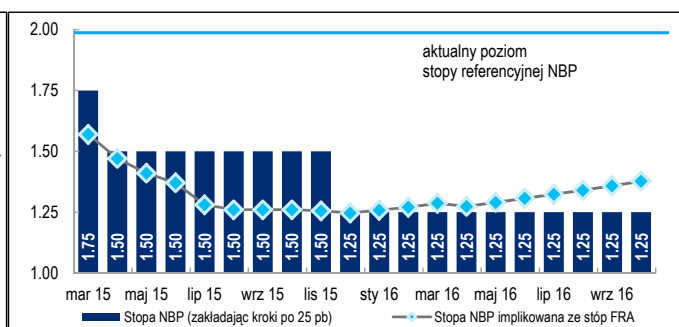
Obniżki stóp procentowych nie będą miały zauważalnego wpływu na inflację w najbliższych miesiącach. Ponadto, biorąc pod uwagę dotychczasowy oraz przewidywany wzrost, naszym zdaniem gospodarka nie potrzebuje dodatkowej stymulacji monetarnej. Mimo to RPP najprawdopodobniej obniży stopy w najbliższych miesiącach, między innymi po to aby uniknąć ryzyka nadmiernego napływu kapitału i umocnienia złotego. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że do cięcia stóp dojdzie już w marcu, choć ze względu na liczne zagrożenia (choćby związane z sytuacją w Grecji lub wpływem obniżek na sektor SKOKów), obniżki będą miały stopniowy charakter. Oczekujemy obniżki o 25pb w marcu oraz o kolejne 25pb w kwietniu lub maju.

Wykres 9. Prognozy inflacji i stóp procentowych w Polsce



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 10. Ścieżka stóp procentowych implikowana przez krzywą FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą, że do obniżki stóp procentowych dojdzie w marcu, gdy Rada otrzyma nową projekcję. Kwestia czy dojdzie do jednego cięcia po 50pb, czy zostanie ono rozłożone na dwa posiedzenia (i tym samym dwa cięcia po 25pb) jest jednak naszym zdaniem otwarta. W naszej ocenie to nie deflacja, lecz raczej wpływ zapowiadanego programu EBC i ewentualne związane z tym napływy kapitału do kraju, będą czynnikami decydującymi o tempie obniżania stóp. Jeżeli napływ kapitału przybierze na sile, będzie zdecydowanie łatwiej przekonać niezdecydowanych członków RPP do głębszego poluzowania polityki pieniężnej.

Wyższy deficyt obrotów bieżących

Dane o bilansie płatniczym za grudzień pokazały deficyt obrotów bieżących nieznacznie przekraczający 1 mld €, wobec 143 mld € nadwyżki w listopadzie. Deficyt okazał się znacznie wyższy od konsensusu rynkowego, a także naszej prognozy na poziomie ok. -0,6 mld €. Niespodzianka wynikała głównie ze słabszego od oczekiwań eksportu, podczas gdy wzrost importu przyspieszył bardziej niż zakładaliśmy. Naszym zdaniem słaby wynik eksportu jest raczej tymczasowy biorąc pod uwagę pozytywny obraz wyłaniający się z ożywienia produkcji przemysłowej oraz wzrostu indeksu PMI dla przemysłu.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	533	433	477	525	496	526	548	468
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 273	1 344	1 437	1 554	1 616	1 662	1 726	1 790
PKB per capita (USD)	13 982	11 332	12 382	13 626	12 879	13 662	14 235	12 175
Populacja (mln)	38,1	38,2	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5
Stopa bezrobocia (%)	9,5	11,9	12,4	12,5	13,4	13,4	11,7	10,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	1,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,3	3,7
Inwestycje (% r/r)	9,6	-1,2	9,7	12,2	-4,3	-3,7	10,8	6,6*
Spożycie ogółem (% r/r)	6,1	2,0	2,8	1,7	0,7	1,3	2,9	2,7*
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5,7	2,1	2,7	2,9	0,9	1,0	3,0	3,0*
Eksport (% r/r)	7,1	-6,8	12,9	7,9	4,3	5,0	4,3	4,0*
Import (% r/r)	8,0	-12,4	14,0	5,5	-0,6	1,8	6,8	4,8*
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,4	3,7	3,2	4,6	2,6	0,8	-1,0	1,5
Inflacja CPI (% średnia)	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,2
Place nominalne (% r/r)	10,5	4,2	3,6	4,9	3,5	2,6	3,7	3,7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5,88	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	2,06	1,63
Rentowność obligacji 10-letnich	5,46	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	2,52	3,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,00	2,87	2,96	3,40	3,10	3,01	3,52	3,89
USD/PLN (Średnia)	2,39	3,11	3,02	2,96	3,26	3,16	3,15	3,82
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,18
EUR/PLN (Średnia)	3,52	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,25
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25,5	-9,7	-24,1	-27,06	-17,57	-7,01	-6,43	-7,50
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,8	-2,2	-5,1	-5,2	-3,5	-1,3	-1,2	-1,6
Saldo handlu zagranicznego	-26,0	-4,3	-11,8	-17,4	-9,2	0,9	0,6	-0,7
Eksport	178,7	142,1	165,9	184,2	181,1	197,8	190,6	177,5
Import	204,7	146,4	177,7	201,6	190,3	196,9	190,0	178,2
Saldo usług	5,0	4,8	3,1	7,3	8,0	10,6	8,6	8,1
Saldo dochodów	-12,8	-16,6	-19,1	-18,0	-16,1	-18,0	-15,8	-14,9
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10,3	8,8	6,9	13,8	6,6	3,7	-9,0	-10,0
Rezerwy międzynarodowe	57,2	69,7	81,4	89,7	100,3	99,3	94,1	94,1
Amortyzacja	32,4	24,6	32,1	38,3	47,5	48,7	49,2	51,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-7,4	-7,9	-4,9	-3,7	-4,0	-2,9	-2,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,4	-4,6	-5,2	-2,4	-1,0	-1,5	-0,8	-0,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	46,9	49,8	52,8	52,5	52,0	53,1	47,0	47,4
Dług krajowy	34,8	36,8	38,4	35,9	35,7	37,0	29,4	29,3

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy. *prognozy sprzed rewizji wzrostu PKB w górę do 3,7% r/r z 3,4% r/r poprzednio.

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.