

CitiWeekly

Oczekujemy dobrych danych z gospodarki

- Rozpoczynający się tydzień będzie obfitował w dane z polskiej gospodarki. Na początek uwaga będzie koncentrować się na poniedziałkowych danych o produkcji przemysłowej oraz realnej sprzedaży detalicznej w kraju. W obu przypadkach spodziewamy się wyniku znacznie lepszego niż w poprzednim miesiącu oraz nieco lepszego od konsensusu.
- Pod koniec tygodnia opublikowane zostaną dane o bezrobociu. Ponieważ Ministerstwo Pracy już podało swój „szacunek” (11,7%), nie spodziewamy się większych niespodzianek.
- Spśród danych z minionego tygodnia, na uwagę zasługują dane z rynku pracy. Płace wzrosły znacznie szybciej niż zakładała nasza – i tak już optymistyczna – prognoza. Częściowo wzrost ten może być wynikiem czynników jednorazowych, ale nawet w tym przypadku płace wydają się być w silnym trendzie wzrostowym.
- Po stronie inflacji dane okazały się rozczarowujące. Wskaźnik CPI wzrósł tylko nieznacznie do poziomu -1,5% r/r, a niespodzianka była związana po raz kolejny z bardzo słabą dynamiką cen żywności. Towarzyszy temu jednak również niska inflacja bazowa.
- Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy bez zmian, a komentarze jej przedstawicieli sugerują, że nie jest zamiarem Rady powrót do cyklu obniżek nawet pomimo ostatniego umocnienia złotego. Naszym zdaniem zanim RPP rozważyłaby cięcie stóp, NBP najpierw spróbowałby interwencji walutowych.
- Europejski Bank Centralny na swoim ubiegłotygodniowym posiedzeniu podtrzymał zobowiązanie do kontynuacji programu skupu aktywów do września 2016 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

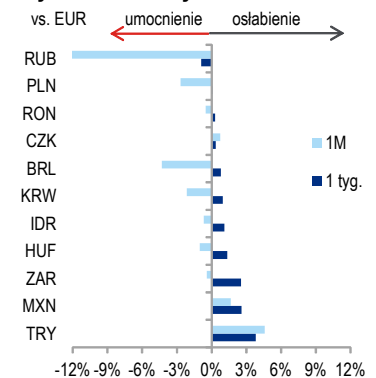
Według stanu na dzień 17.04.2015 r.
Źródło: Reuters.

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	-0,05	2,05
II KW 16	4,04	4,31	5,94	0,94	1,50	0,05	1,72	0,75	2,55

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 25.3.2015 r.

Wykres 2. Realny wzrost sprzedaży detalicznej najprawdopodobniej przyspieszył do 4,5%, a konsumpcję w kolejnych kwartałach będzie napędzać najszybszy od 2008 r. wzrost realnego funduszu płac.



Źródło: GUS, Citi Research

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
20 kwi PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	III	7.9	6.2	4.9
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	III	1.4	1.8	-0.3
14:00	PL	PPI	% r/r	III	-2.5	-2.5	-2.7
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna (nominalnie)	% r/r	III	1.5	1.6	-1.3
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna (realnie)	% r/r	III	4.7	4.5	2.4
21 kwi WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	IV	-	-	54.8
11:00	EMU	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	IV	-	-	62.4
22 kwi ŚRODA							
	EMU	Spotkanie G7					
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	m/m	-	-	4.88
16:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	IV	-	-	-3.7
23 kwi CZWARTEK							
08:00	DE	Nastroje konsumentów GfK					10.0
09:30	DE	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	IV	-	-	52.8
09:30	DE	Wstępny PMI dla usług	pkt	IV	-	-	55.4
10:00	EMU	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	IV	-	-	52.2
10:00	EMU	Wstępny PMI dla usług	pkt	IV	-	-	54.2
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	-	-	294
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln m/m	III	-	-	0.539
24 kwi PIĄTEK							
	EMU	Spotkanie Eurogrupy					
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	IV	-	-	107,9

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

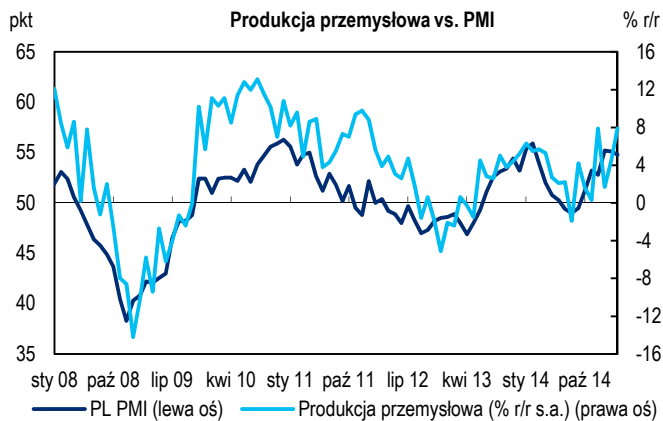
Zapowiedzi tygodnia

Produkcja

Naszym zdaniem efekty kalendarzowe oraz koniec strajku w sektorze górniczym w lutym przyczyniły się do przyspieszenia wzrostu produkcji przemysłowej w marcu. Według naszych szacunków wzrost produkcji wyniósł 7,9% r/r, tj. znacznie powyżej średniookresowej średniej 4,7% r/r z ostatnich 5-let. Dane ankietowe pokazują, że sektor przetwórczy korzysta ze stosunkowo słabego złotego (wobec dolara) oraz rosnących zamówień krajowych, jak i zagranicznych. Dane z poprzednich miesięcy sugerują

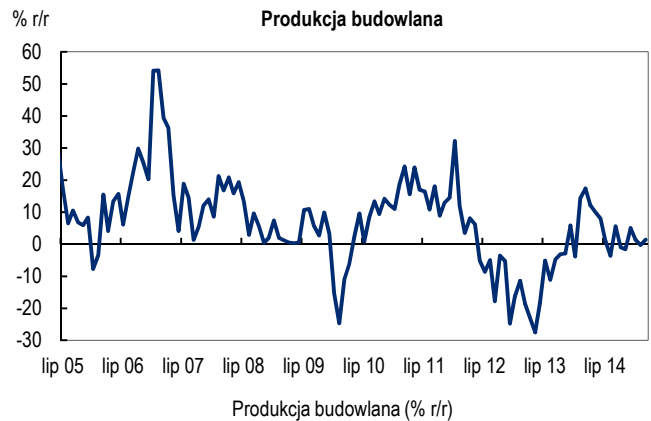
również, że momentum w gospodarce stale się poprawia co jest dobrym sygnałem dla wzrostu gospodarczego w całym roku.

Wykres 3. Wysoki PMI, odrabianie strat w górnictwie i efekt kalendarzowy wspierały produkcję w marcu



Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 4. Wzrost produkcji budowlanej wciąż oscyluje wokół zera



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Sprzedaż detaliczna

Zgodnie z naszym szacunkiem wzrost sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym przyspieszył w marcu do 4,7% r/r z 2,4% w lutym. Poprawa wynikała w dużej mierze z korzystnego efektu większej liczby dni roboczych, dalszego ożywienia na rynku pracy oraz malejącego negatywnego wpływu wahań kursu CHF/PLN na nastroje konsumentów (który ma wpływ na miesięczne raty kredytów hipotecznych denominowanych we frankach szwajcarskich). W związku z występowaniem deflacji, nominalny wzrost płac był znacznie słabszy niż realny i wyniósł naszym zdaniem ok. 1,5% r/r.

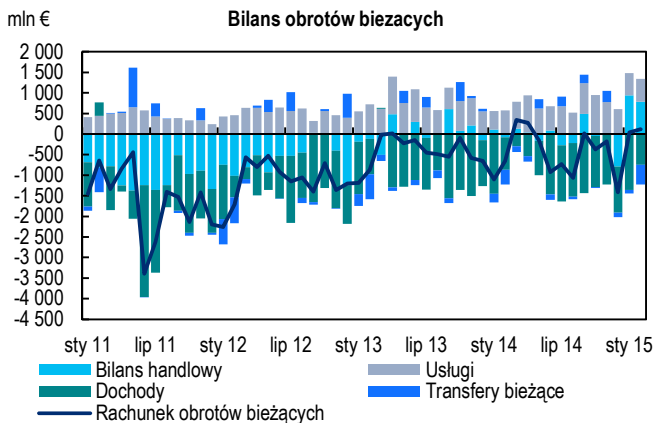
Miniony tydzień

Bilans płatniczy

Bilans obrotów bieżących poprawił się w lutym do 116 mln € z 37 mln € w styczniu, co było nieznacznie poniżej konsensusu (160 mln) i powyżej naszej prognozy (66 mln). Nadwyżka za styczeń została zrewidowana do 56 mln €. Głównym powodem utrzymywania się nadwyżki w obrotach bieżących było podobnie jak w styczniu bardzo wysokie saldo w handlu zagranicznym, które wyniosło ok. 0,8 mld € wobec 0,9 mld € w styczniu. Zarówno wzrost eksportu, jak i importu okazały się mocniejsze niż oczekiwaliśmy i notując przyspieszenie odpowiednio do 10,7% r/r z 5,2% r/r w styczniu i do 3,7% r/r z -1,3% w styczniu. Nadwyżka w handlu towarami jest konsekwencją ożywienia gospodarczego u głównych partnerów handlowych, co napędza popyt na polski eksport, ale także niskim cenom ropy, które ograniczają tempo wzrostu importu pomimo silnego popytu krajowego. Te czynniki przyczynią się w tym roku do ograniczenia deficytu obrotów bieżących do 0,8% PKB z ok. 1,4% PKB w 2014 r., co będzie pozytywne dla złotego. Kolejnym korzystnym czynnikiem dla złotego jest napływ kapitału długoterminowego m.in. w postaci środków unijnych, który ponad dwukrotnie przewyższa deficyt obrotów bieżących. W związku z tym suma bilansu obrotów bieżących oraz bilansu na rachunku

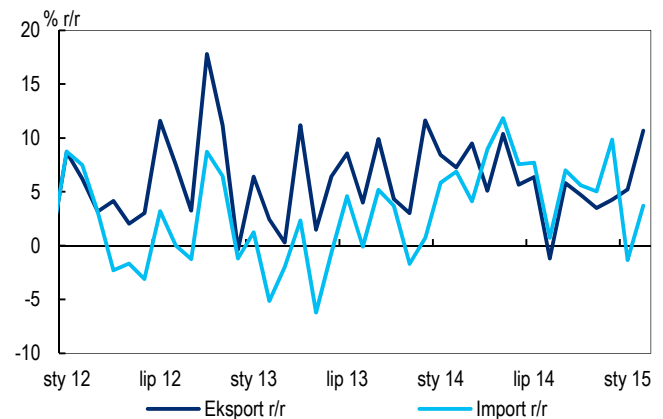
kapitałowym wzrosła po lutym do rekordowo wysokiego poziomu 1,7% PKB.

Wykres 5. Nadwyżka w obrotach bieżących wynika z wysokiego salda w handlu zagranicznym



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 6. Eksport wspiera ożywienie w strefie euro i wciąż stosunkowo słaby złoty, a import ogranicza spadek cen ropy



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

RPP

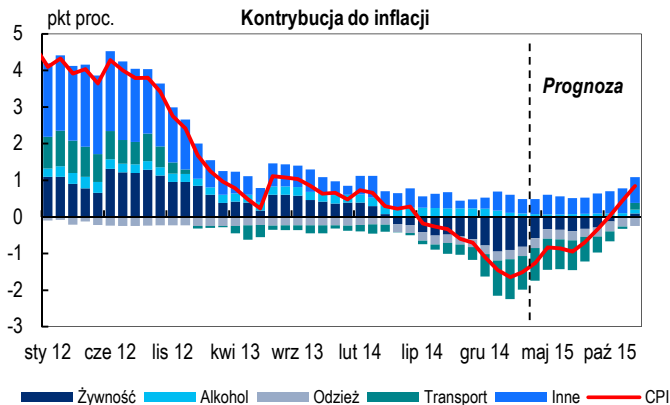
Rada Polityki pieniężnej pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie w lutym sygnalizując, że tryb wyczekiwania na dalszym rozwoju wydarzeń w gospodarce utrzyma się także w kolejnych miesiącach. Według oficjalnego komunikatu bank centralny spodziewa się, że wzrost PKB w I kwartale był wyższy niż w IV kw. 2014 r., co byłoby pozytywnym sygnałem dla wzrostu w 2015 r. biorąc pod uwagę wysoką bazę w I kw. 2014 r. Prezes M. Belka pytany o ewentualny powrót do obniżek stóp procentowych stwierdził, że taki ruch byłby niespójny z silnym wzrostem gospodarczym w Polsce, ożywieniem w strefie euro oraz rosnącymi cenami paliw. Prezes NBP w odpowiedzi na pytania o umocnienie złotego podkreślił, że obecnie kurs EUR/PLN jest na takich samych poziomach jak w roku 2000 pomimo imponującego zachowania polskiej gospodarki odnotowanego w tym okresie. Jednocześnie jego zdaniem ostatnie ruchy złotego są konsekwencją obowiązywania płynnego kursu walutowego. Nie oczekujemy decyzji RPP zmieniającej stopy procentowe przynajmniej do II połowy 2016 r., a RPP mogłaby wcześniej podjąć taką decyzję jedynie w przypadku nadzwyczajnego napływu kapitału w związku z obecną polityką EBC i silnym wzrostem PKB lub odpływem kapitału w przyszłym roku po rozpoczęciu przez Fed podwyżek stóp procentowych. Jednak nawet w przypadku wystąpienia presji na umocnienie złotego sądzimy, że pierwszym krokiem NBP przed obniżką stóp byłaby interwencja werbalna lub faktyczna interwencja na rynku. Jednak by do tego doszło kurs złotego musiałby spaść wyraźnie poniżej 3,90.

Inflacja

Inflacja wzrosła w marcu do -1,5% r/r z -1,6% r/r w lutym, ale była niższa od konsensusu (-1,3%) oraz od naszych oczekiwań (-1,2%). Za wzrost inflacji odpowiadał głównie wzrost cen paliw. Podobnie jak w poprzednich miesiącach największa niespodzianka miała miejsce w cenach żywności, których dynamika okazała się niższa niż oczekiwano. Choć deflacja cen żywności jest jedynie przejściowym zjawiskiem to prawdopodobnie jest głębsza i bardziej długotrwała niż wcześniej zakładaliśmy w naszych

prognozach. Biorąc to pod uwagę obniżyliśmy prognozowaną przez nas ścieżkę inflacji i obecnie spodziewamy się wzrostu inflacji do 0,8% r/r na koniec roku (wobec 1% przed rewizją).

Wykres 7. Inflacja może rosnać wolniej niż dotychczas oczekiwaliśmy za sprawą niższej od wcześniejszych założeń ścieżki cen żywności



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Płace wzrosły powyżej oczekiwań za sprawą przesunięć premii w górnictwie, ale presja ze strony pracowników może narastać



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Rynek pracy

Wzrost płac przyspieszył w marcu do 4,9% r/r w marcu i był wyższy niż konsensus rynkowy (3,3%) oraz nasza prognoza (3,6%). Choć w kwietniu tempo wzrostu płac może okazać się niższe w związku z tym, że marcowe płace były najprawdopodobniej częściowo zawyżone przez przesunięcie części premii w górnictwie, to najprawdopodobniej i tak ścieżka wzrostu płac będzie stopniowo przesuwana się w górę. Wpływ na to będą mieć dalsze przyspieszenie wzrostu PKB, odwrócenie trendu spadkowego inflacji i spadek stopy bezrobocia, który może oznaczać stopniowy wzrost siły przetargowej pracowników. Wzrost zatrudnienia nieznacznie spowolnił do 1,1% r/r (dla przedsiębiorstw zatrudniających ponad 9 osób), co było zgodne z oczekiwaniami, ale popyt na pracę utrzymuje się na stosunkowo wysokim poziomie. W efekcie realny wzrost funduszu płac wyniósł w marcu 7,7% r/r a w I kw. 6,5% r/r, co jest najwyższym poziomem od 2008 r. i sugeruje pozytywny wpływ zarówno na depozyty, jak i konsumpcję gospodarstw domowych.

EBC

Europejski Bank Centralny (EBC) pozostawił stopy procentowe bez zmian i potwierdził po raz kolejny, że zamierza prowadzić program zakupu aktywów aż do września 2016 roku, a jeżeli to nie wystarczy, aż do momentu wyraźnego wzrostu ścieżki inflacyjnej w kierunku celu 2%. Jednocześnie Rada EBC zaznaczyła, że perspektywy wzrostu uległy poprawie, a inflacja zapewne będzie rosła w trakcie 2016 i 2017 r.. EBC zamierza również zignorować ewentualne niespodziewane wahania inflacji, co naszym zdaniem jest sygnałem dla rynku, że nie powinien spodziewać się przedwczesnego zakończenia zakupu aktywów nawet w przypadku istotnego wzrostu inflacji na początku 2016 r. pod wpływem efektów bazy.

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	548	437	442
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 362	1 437	1 554	1 616	1 662	1 725	1 788	1 903
PKB per capita (USD)	11 508	12 382	13 626	12 879	13 662	14 229	11 349	11 489
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	11.5	9.9	9.3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2.6	3.7	4.8	1.8	1.7	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	3.1	3.0	3.2
Eksport (% r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.3	5.0	5.6	5.7	6.0
Import (% r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	8.7	5.8	6.8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	1.1	2.4
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.6	2.4
Place nominalne (% r/r)	4.2	3.6	4.9	3.5	2.6	3.8	3.8	4.8
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7.0	8.5	13.9	2.4	4.5	7.6	8.0	9.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	2.25
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4.27	3.95	4.99	4.11	2.71	3.66	1.74	2.51
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	2.90	4.00
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	-7.1	-3.7	-6.8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.9	-5.0	-5.1	-3.6	-1.3	-1.3	-0.8	-1.5
Saldo handlu zagranicznego	-10.2	-13.8	-17.4	-9.2	0.9	0.0	2.2	-0.9
Eksport	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	209.2	166.6	167.9
Import	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	209.2	164.4	168.8
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	9.5	7.6	7.7
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-18.0	-16.8	-13.4	-13.4
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8.8	6.9	-14.0	-6.6	-3.7	-8.1	-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	-3.6	-2.9	-2.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4.6	-5.1	-2.4	-1.0	-1.5	-1.5	-1.1	-1.0
Dług publiczny (Polska metodologia)	49.8	52.0	52.5	52.0	53.1	47.8	49.4	49.8

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.