

KOMENTARZ NA GORĄCO

13 lutego 2015

Niższy wzrost PKB, niższy CPI, niższe saldo obrotów bieżących

Inflacja spadła w styczniu do -1,3% r/r, głównie za sprawą cen żywności i paliw. Publikacja ma charakter wstępny i może być zrewidowana za miesiąc po obliczeniu przez GUS nowych wag w koszyku CPI. Nie spodziewamy się jednak znaczącej korekty. Wstępnie szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła lekko do 0,6% r/r. Deflacja może się jeszcze pogłębić w lutym i dynamika CPI raczej nie powróci powyżej zera przed końcem III kw. br. Wzrost wartości kredytów przyspieszył w styczniu, jednak wynikało to głównie z osłabienia złotego. Po eliminacji tego czynnika oceniamy, że dynamika kredytów pozostała stabilna. Deficyt obrotów bieżących w grudniu był głębszy od oczekiwań, głównie za sprawą słabszego eksportu. Spodziewamy się jednak, że poprawa sytuacji gospodarczej w strefie euro zaowocuje ożywieniem polskiego eksportu w nadchodzących miesiącach. Dane GUS już od kilku miesięcy wskazują na ożywienie w handlu z największymi krajami strefy euro. Wzrost PKB w IV kw. 2014 wyhamował do 3% r/r, co było mniej więcej zgodne z oczekiwaniami. W sumie, ostatnie dane pozwalają nadal oczekiwać obniżki stóp procentowych przez RPP już w marcu.

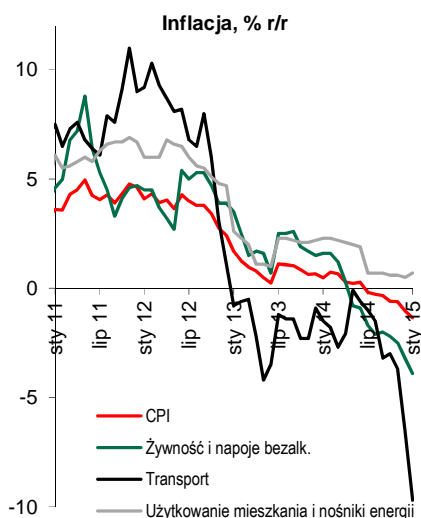
Ceny paliw i żywności nadal ciągną inflację w dół

Stopa inflacji spadła w styczniu do -1,3% r/r, czyli nieco głębiej niż oczekiwał rynek, ale nieznacznie mniej niż wynikało z naszej prognozy (-1,4% r/r).

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, roczną dynamikę CPI najbardziej pociągnęły w dół ceny żywności i transportu. Żywność podrożała wprawdzie w porównaniu z grudniem (0,7% m/m), ale ten sezonowy wzrost był znacznie skromniejszy niż przed rokiem (1,5% m/m), w wyniku czego roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych spadła do -3,9% r/r (najniżej odkąd dysponujemy porównywalnymi danymi, tj. od połowy lat 90.). Ceny transportu obniżyły się o 4,4% m/m i o 9,7% r/r (to również najgłębszy odnotowany dotąd spadek). Był to przede wszystkim efekt taniejących paliw (ceny na stacjach benzynowych spadły wg naszych szacunków o ok. 7% m/m), ale również mniejszych opłat za usługi transportowe. Z naszych obserwacji wynika, że w połowie lutego spadkowa tendencja na rynku paliw w Polsce zaczęła się odwracać, chociaż mimo to średnia cena paliw w lutym może ponownie spaść (zapewne o ok. 3% m/m), ciągnąc inflację jeszcze bardziej w dół.

Nieco mniejszy niż ожидалиśmy spadek CPI wynikał m.in. ze wzrostu opłat za zdrowie (o 0,6% m/m) oraz prawdopodobnie z nieco wyższych niż szacowaliśmy cen w pozostałych kategoriach. Niestety na razie dokładnie tego nie wiemy, ponieważ publikacja GUS podana została w skróconym układzie. Trzeba pamiętać, że pierwsza publikacja danych o styczniowej inflacji ma, jak co roku, charakter wstępny. Dane zostaną przeliczone jeszcze raz za miesiąc, kiedy GUS zrewiduje wagi poszczególnych kategorii na podstawie struktury spożycia gospodarstw domowych za 2014 r. Ostateczne dane o styczniowej dynamice za styczeń poznamy wraz z publikacją za luty. Nie oczekujemy jednak, aby skala ewentualnej korekty była duża.

Spodziewamy się, że deflacja może się jeszcze pogłębić w lutym (do -1,5% lub nawet lekko poniżej), ale w kolejnych miesiącach powinna stopniowo odbijać w górę. Niemniej, dynamika CPI raczej nie wyjdzie „na plus” wcześniej niż na koniec III kwartału. Taka perspektywa sprzyja obniżce stóp przez RPP na najbliższym posiedzeniu.



DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzbwbk.pl Strona www: skarb.bzbwbk.pl

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

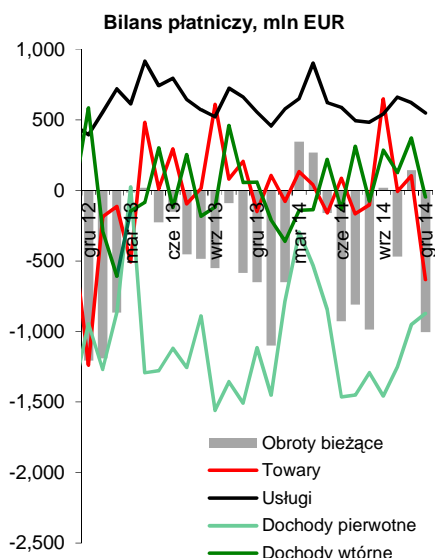
Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400



Eksport poniżej oczekiwań

Dane o bilansie płatniczym za grudzień nieco rozczarowały, pokazując niższą od oczekiwań wartość krajowego eksportu (12,0 mld € wobec konsensusu 12,2 mld €). Import wyniósł 12,6 mld €, zgodnie z oczekiwaniami. Mimo pewnego zaskoczenia w dół, wartość eksportu rośnie w całkiem szybkim tempie (6,6%), w dodatku NBP zrewidował w górę dane za listopad. Spodziewamy się, że poprawa sytuacji gospodarczej w strefie euro będzie miała pozytywny wpływ na wzrost krajowego eksportu w nadchodzących miesiącach. Tymczasem szybki wzrost importu (10,7% r/r) świadczy o dobrym wzroście popytu krajowego. Wprawdzie ze wstępnych danych PKB wynika, że wzrost popytu krajowego spowolnił nieco w IV kw. wobec III kw., to jednak dane o imporcie świadczą, że nie ma ryzyka znacznego jego osłabienia na przełomie roku.

Saldo na rachunku bieżącym pokazało deficyt 1 mld €, na co złożył się deficyt w obrocie towarowym w wysokości 633 mln €, deficyt na rachunku dochodów pierwotnych w wysokości 873 mln €, deficyt na rachunku dochodów wtórnych w wysokości 48 mln € oraz nadwyżka na rachunku usług w wysokości 549 mln €. Szacujemy, że na koniec 2014 r. deficyt obrotów bieżących wyniósł 1,3% PKB (tyle samo, co w 2013 r.) i w całości był pokryty przez napływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

Wzrost kredytów zaburzony efektem kursowym

Wzrost podaży pieniądza przyspieszył w styczniu do 8,5% r/r, nieco mniej niż oczekiwano. W dół zrewidowano też dane za grudzień (z 8,5% do 8,2% r/r). Dane wskazują na przyspieszenie wzrostu należności banków od gospodarstw domowych (do 7,6% r/r z 5,5% r/r w grudniu), ale trzeba pamiętać, że w dużym stopniu odpowiadał za to efekt kursowy (wzrost kursu franka do ponad 4 zł). Wstępnie szacujemy, że po eliminacji tego efektu wzrost należności od gospodarstw domowych ustabilizował się nieco powyżej 5%. Należności od firm wzrosły w styczniu o ok. 8% r/r (po eliminacji efektu kursowego również stabilizacja wzrostu).

Wzrost PKB spowolnił, ale nieznacznie

Według przyspieszonych danych GUS, wzrost PKB spowolnił w IV kwartale 2014 r. do 3,0% r/r, wobec 3,3% r/r w III kwartale. To minimalnie mniej niż wynosił nasz szacunek na podstawie opublikowanych wcześniej danych rocznych (3,1%), ale nie zmienia to istotnie naszej oceny sytuacji i nadal można to określić, jako niezły wynik.

Naszym zdaniem wzrost PKB w I kwartale 2015 może jeszcze lekko spowolnić, ale kolejne kwartały powinny już przynieść przyspieszenie rozwoju gospodarczego. optymizm nt. przyszłości wzmacniają coraz bardziej wyraźne sygnały ożywienia w gospodarce strefy euro (wzrost PKB Niemiec w IV kw. znacznie powyżej prognoz!) i dane, wskazujące na stopniowe przyspieszenie wzrostu polskiego eksportu do głównych krajów zachodniej Europy.

Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

	2012	2013	2014	II kw. 13	III kw. 13	IV kw. 13	I kw. 14	II kw. 14	III kw. 14	IV kw. 14
PKB	1.8	1.7	3.3	0.7	2.3	3.0	3.4	3.5	3.3	3.0
Popyt krajowy	-0.4	0.2	4.6	-1.6	1.0	1.8	3.4	5.6	4.9	4.6**
Spożycie ogółem	0.7	1.3	3.0	0.6	1.7	2.4	2.3	3.1	3.3	3.1**
Spożycie indywidualne	1.0	1.1	3.0	0.4	1.2	2.4	2.9	3.0	3.2	3.0**
Spożycie publiczne	0.2	2.1	2.7**	1.5	3.5	2.2	0.1	3.7	3.5	3.5**
Akumulacja brutto	-4.3	-3.7	11.6	-11.0	-1.9	0.4	10.5	18.1	12.0	8.5**
Nakłady brutto na środki trwałe	-1.5	0.9	9.4	-1.8	1.3	2.7	11.2	8.7	9.9	8.8**
Eksport netto *	2.2	1.5	-1.3**	2.4	1.3	1.2	0.0	-1.9	-1.6	-1.5**

* wkład do wzrostu PKB (w pkt. proc.)

** szacunki BZ WBK na podstawie danych za cały rok