

KOMENTARZ NA GORĄCO

12 lutego 2016

PKB wyżej, deflacja głębsza (i dłuższa)

GUS opublikował dziś szereg danych pokazujących obraz gospodarki na przełomie roku. Pozytywnie zaskoczył wzrost PKB za czwarty kwartał (3,9% r/r) oraz dane odnośnie eksportu w grudniu i kredytów dla firm w styczniu (wzrost ok. 12% r/r). Potwierdza to, że gospodarka jest w dobrej kondycji i spodziewamy się utrzymania tych tendencji w tym roku (wzrost PKB ok. 3,5%). Konsumpcja prawdopodobnie przyspieszy pod wpływem pozytywnych tendencji na rynku pracy i programu dodatków na dzieci 500+. Z kolei wzrost inwestycji może spowolnić, zwłaszcza w sektorze publicznym. Największym czynnikiem ryzyka dla wzrostu w Polsce jest obecnie sytuacja na zagranicznych rynkach i obawy o spowolnienie wzrostu w strefie euro, czyli u naszego największego partnera handlowego, co mogłoby wpłynąć na pogorszenie perspektyw eksportu. Obawy o koniunkturę gospodarczą na świecie spowodowały, że rynki wyceniają łagodzenie polityki pieniężnej głównych banków centralnych (nawet obniżki stóp procentowych w USA). W tej sytuacji mogą również wzrosnąć oczekiwania inwestorów dot. możliwej obniżki stóp procentowych przez RPP. Szczególnie w kontekście dzisiejszych danych o inflacji za styczeń, które pokazały głębszą niż oczekiwano deflację (0,7% r/r). Wygląda na to, że deflacja może się skończyć dopiero pod koniec roku. Dzisiejsze dane powinny być neutralne dla złotego i wspierać rynek obligacji, szczególnie na krótkim końcu krzywej rentowności.

Kolejna niespodzianka deflacyjna

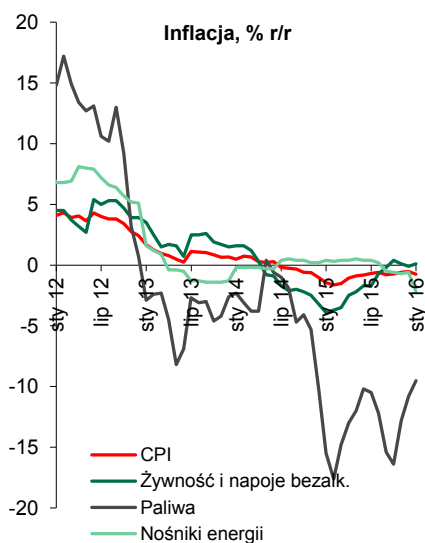
Inflacja po raz kolejny zaskoczyła odczytem poniżej prognoz – w styczniu ceny towarów i usług konsumpcyjnych były o 0,7% niższe niż przed rokiem (konsensus rynkowy i nasza prognoza wynosiły -0,5% r/r) i o 0,4% niż w grudniu. Potwierdziły się m.in. nasze prognozy dot. cen żywności (sezonowy wzrost w styczniu o 1% m/m) oraz odzieży i obuwia (sezonowy spadek o 3,5% m/m). Zaskoczyła jednak skala spadku cen w kategoriach zdrowie (-1,9% m/m, prawdopodobnie w efekcie zmian na liście leków refundowanych) i transport (-4,2% m/m, obok znacznych obniżek cen paliw, również obniżki cen usług transportowych). W pozostałych kategoriach raczej nie było większych niespodzianek, choć należy zaznaczyć, że jak co roku styczniowe dane miały mniejszy poziom szczegółowości. Dane styczniowe zostaną przeliczone jeszcze raz za miesiąc, po uwzględnieniu zmienionego systemu wag w koszyku CPI, więc niewykluczone, że ostateczny odczyt może być nieco inny.

Wg naszych szacunków inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii spadła w styczniu do zera (najniżej od 2006 r.).

Ogólnie, dane stanowią dość gołębi argument z punktu widzenia polityki pieniężnej. Przypomnijmy, że jeszcze niedawno powszechne były oczekiwania zakończenia deflacji w Polsce jeszcze przed końcem 2015 lub na przełomie roku. Tymczasem nowy rok rozpoczął się pogłębieniem deflacji i obecnie wydaje się, że może ona potrwać nawet do października. Nowa projekcja NBP, którą RPP pozna na marcowym posiedzeniu, zapewne pokaże wyraźne obniżenie ścieżki CPI na najbliższe kwartały. Jednocześnie rosną obawy o koniunkturę gospodarczą na świecie i rynki wyceniają łagodzenie polityki pieniężnej głównych banków centralnych (ostatnio nawet w USA rynek zaczął wyceniać ryzyko recesji i spadku stóp procentowych!). W tej sytuacji oczekiwania inwestorów dot. możliwej obniżki stóp procentowych przez RPP mogą również wzrosnąć, co może być wsparciem dla krótkiego końca krajowej krzywej rentowności, przynajmniej w krótkim terminie.

W handlu zagranicznym lepiej od oczekiwań

Deficyt obrotów bieżących wyniósł w grudniu 2015 r. 410 mln €, czyli był wyraźnie mniejszy od naszych oczekiwań (1144 mln €). Pierwotnie spodziewaliśmy się deficytu na poziomie 542 mln €, ale zmieniliśmy prognozę po danych o transferach między Polską a Unią, które wskazywały na spory odpływ środków na saldzie dochodów. Ta część naszej prognozy



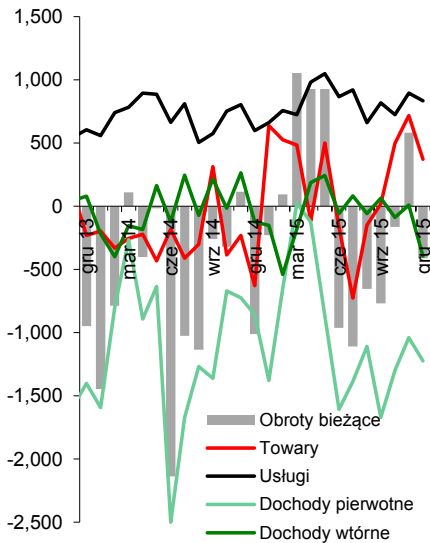
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40
 email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarb.bzwbk.pl
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Agnieszka Decewicz 22 534 18 86
 Marcin Luzziński 22 534 18 85
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

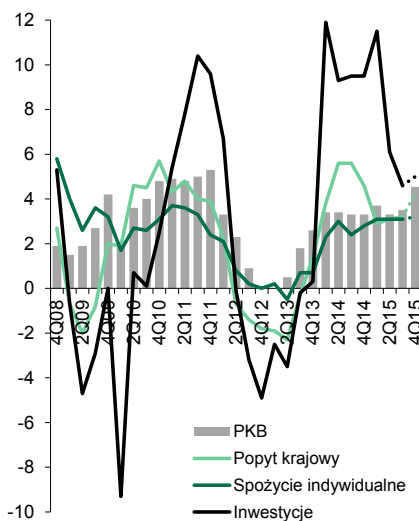
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30
 Warszawa 22 586 8320/38
 Wrocław 71 369 9400

Bilans płatniczy, mln EUR



Wzrost PKB i składowych, % r/r



Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

	2013	2014	2015	II kw. 14	III kw. 14	IV kw. 14	I kw. 15	II kw. 15	III kw. 15	IV kw. 15
PKB	1.3	3.3	3.6	3.4	3.3	3.3	3.7	3.3	3.5	3.9
Popyt krajowy	-0.7	4.9	3.4	5.6	5.6	4.6	2.9	3.1	3.2	4.2**
Spożycie ogółem	0.7	3.1	3.2	3.6	2.9	4.0	3.2	2.9	2.9	3.6**
Spożycie indywidualne	0.2	2.6	3.1	3.0	2.4	2.8	3.1	3.1	3.1	3.2**
Spożycie publiczne	2.2	4.9	3.5**	6.2	5.3	7.4	3.7	2.5	2.7	5.0**
Akumulacja brutto	-5.8	12.6	4.2	15.1	18.0	6.3	1.1	4.0	4.0	5.6**
Nakłady brutto na środki trwałe	-1.1	9.8	6.1	9.3	9.5	9.5	11.5	6.1	4.6	5.0**
Eksport netto *	2.0	-1.5	0.3	-2.1	-2.2	-1.2	0.9	0.2	0.4	-0.4**

* wkład do wzrostu PKB (w pkt. proc.); ** nasze szacunki

faktycznie sprawdziła się – saldo dochodów pierwotnych pokazało deficyt 1223 mln € a saldo dochodów wtórnych deficyt 395 mln €. Tymczasem pomyliliśmy się w prognozowaniu obrotów handlu zagranicznego – eksport zaskoczył w górę i wyniósł 13,8 mld € (wzrost o 12,1% r/r) wobec naszej prognozy 13,6 mld €, a import odwrotnie – wyniósł 13,5 mld € (wzrost o 3,8% r/r) a my spodziewaliśmy się 13,7 mld €, czego skutkiem jest nadwyżka salda towarowego 373 mln € (wobec naszej prognozy deficytu w wysokości 160 mln €). Saldo usług pokazało nadwyżkę 835 mln €, mniej więcej zgodnie z naszymi oczekiwaniami.

Ogólnie dane o bilansie płatniczym za grudzień oceniamy pozytywnie ze względu na bardzo dobry wynik w handlu towarowym. Naszym zdaniem polskiej wymianie zagranicznej służy słaby złoty oraz niskie ceny surowców. Spodziewamy się kontynuacji pozytywnych tendencji w kolejnych miesiącach, chociaż import może nieco wyraźniej przyspieszać pod wpływem silniejszego popytu krajowego.

W całym 2015 r. rachunek bieżący zamknął się deficytem o wartości 710 mln € (3285 mln zł), co stanowi równowartość 0,2% PKB – najmniej od połowy lat 90. Warto jednak pamiętać o dość dużym saldzie błędów i opuszczeń (12,7 mld zł czyli 0,7% PKB), które może wskazywać na niedoszacowanie deficytu obrotów bieżących.

Dwucyfrowy wzrost podaży pieniądza M3 w styczniu

Wstępne dane o podaży pieniądza M3 za styczeń pokazały dwucyfrowy wzrost w ujęciu rocznym (10,2% r/r, najwyżej od lipca 2012 r.), powyżej oczekiwań rynkowych i naszych prognoz (na poziomie 9,4%). W styczniu ponownie dynamicznie rosły depozyty ogółem (o prawie 10% r/r), głównie w wyniku znacznego wzrostu depozytów przedsiębiorstw (o 12,2% r/r). Solidny wzrost odnotowano również w przypadku depozytów gospodarstw domowych (o 9,4% r/r, a w ujęciu nominalnym o 7 mld zł). Po raz kolejny mocno wzrosła gotówka w obiegu – jej roczna dynamika przyspieszyła do 16,8% r/r (najwyżej od marca 2009).

W styczniu wzrost należności ogółem nieco spowolnił do 6,4% r/r, głównie za sprawą mniejszej dynamiki należności od gospodarstw domowych (4,1% r/r). To jednak było spowodowane w dużym stopniu efektem wysokiej bazy w związku z gwałtownym wzrostem kursu CHF/PLN w styczniu 2015. Z kolei wzrost należności od przedsiębiorstw przyspieszył do niemal 12% r/r, co w pewnym stopniu było efektem osłabienia złotego wobec euro na początku tego roku.

Wzrost PKB zbliżył się do 4% r/r

Wzrost gospodarczy wyniósł 3,9% r/r w IV kw. 2015, nieco więcej od oczekiwań rynkowych. Wzrost dostosowany sezonowo osiągnął 1,1% kw/kw, najszybciej od IV kw. 2014. Nie poznaliśmy jeszcze szczegółowej struktury wzrostu, ale dane na temat wzrostu w całym 2015 r. sugerują, że tempo wzrostu konsumpcji było stabilne nieco powyżej 3% r/r, a wzrost inwestycji przyspieszył do ok. 5% r/r. Wkład eksportu netto we wzrost był prawdopodobnie ujemny w IV kw., po raz pierwszy od roku.

Ogólnie dane potwierdzają, że polska gospodarka była w dobrej formie pod koniec 2015 r., pomimo niepewnego otoczenia globalnego. Spodziewamy się utrzymania wzrostu na poziomie ok. 3,5% r/r w 2016 r. Spożycie indywidualne prawdopodobnie przyspieszy pod wpływem mocnego rynku pracy i programu dodatków na dzieci 500+, podczas gdy wzrost inwestycji może spowolnić (zwłaszcza w sektorze publicznym). Oczekujemy też kontynuacji mocnego wzrostu eksportu, chociaż import przyspieszy bardziej od eksportu pod wpływem odbicia popytu krajowego. Największym czynnikiem ryzyka dla wzrostu w Polsce jest obecnie sytuacja na zagranicznych rynkach i obawy o spowolnienie wzrostu w strefie euro, czyli u naszego największego partnera handlowego.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl