

11 sierpnia 2014 □ 6 stron

CitiWeekly

Jak głęboki spadek inflacji?

- W tym tygodniu poznamy istotne dane z polskiej gospodarki. Dowiemy się na ile mocno spadła inflacja w lipcu oraz jak bardzo spowolnił wzrost PKB w II kwartale.
- Oczekujemy nieco mniejszego niż rynek spadku cen konsumpcyjnych (o 0,1% r/r wobec wzrostu o 0,3% w maju). Naszym zdaniem za spory spadek inflacji odpowiadało pownowienie niskie tempo wzrostu cen żywności oraz statystyczny efekt „wypadnięcia” z rocznego indeksu ubiegłorocznych podwyżek opłat za wywóz śmieci. Ten ostatni czynnik przyczynił się także do spadku inflacji netto w lipcu do ok. 0,4% r/r z 1% w czerwcu.
- Seria słabszych od oczekiwań danych za kwiecień-czerwiec sugeruje, że wzrost PKB w II kw. najprawdopodobniej wyhamował po bardzo silnym początku roku. Dostrzegamy niewielkie ryzyko w górę dla naszej prognozy na poziomie 3% r/r, która jest nieco poniżej mediany prognoz rynkowych na poziomie 3,2% r/r.
- Po trzech miesiącach nadwyżek w czerwcu saldo obrotów bieżących najprawdopodobniej spadło poniżej zera i wyniosło według naszych szacunków -664 mln €. Tak wyraźne pogorszenie salda obrotów bieżących w czerwcu wynikało ze znacznego spadku transferów z UE oraz pogorszenia salda na rachunku dochodów.
- W kolejnych dniach istotny dla rynków będzie także dalszy rozwój sytuacji geopolitycznej na Ukrainie i na Bliskim Wschodzie.
- W minionym tygodniu jednym z najważniejszych wydarzeń było posiedzenie decyzyjne EBC. Jednak zgodnie z oczekiwaniami nie doszło na nim do zmian parametrów polityki pieniężnej. Ekonomiści Citi wciąż oczekują, że w kolejnych miesiącach inflacja w strefie euro będzie zaskakiwać w dół, co przyczyni się do uruchomienia przez EBC programu skupu aktywów.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
III KW 14	4,17	3,14	5,35	1,33	2,50	0,15	2,72	3,25	1,25	2,60
III KW 15	4,20	3,09	5,38	1,36	2,50	0,15	2,78	4,40	1,55	3,15

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 31.7.2014 r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

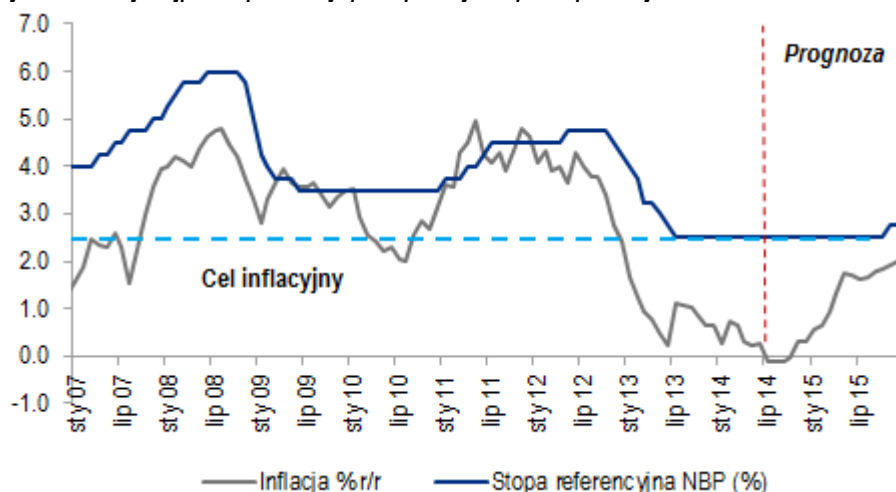
Wykres 1. Zmiany kursów walut

Według stanu na dzień 8.08.2014 r.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	5

Wykres 2. Inflacja najprawdopodobniej spadła poniżej zera po raz pierwszy w historii.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
11 sie	PONIEDZIAŁEK						
12 sie	WTOREK						
		Spotkanie G-20					
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VIII		22,0	27,1
13 sie	ŚRODA						
		Spotkanie G-20					
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI		0,1	0,5
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VI	0,3	0,2	0,2
14:00	PL	CPI	% r/r	VII	-0,1	-0,2	0,3
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	mln EUR	VI	-664	-285	280
14:00	PL	Eksport	mln EUR	VI	13855	13751	13642
14:00	PL	Import	mln EUR	VI	13259	13388	13467
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	VI	0,3	0,5	0,5
14 sie	CZWARTEK						
08:00	DE	PKB	% r/r	II kw.			2,5
11:00	EMU	CPI	% r/r	VII		0,4	0,5
10:00	PL	PKB	% r/r	II kw.	3,0	3,2	3,4
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	VII	0,4	0,4	1,0
14:30	USA	Ceny importowe	% m/m	VII	-0,5	-0,4	0,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	290	295	289
15 sie	PIĄTEK						
	PL	Święto Wniebowzięcia NMP					
14:30	USA	Indeks NY Fed	pkt	VII		20,0	25,6
14:30	USA	PPI	% r/r	VII	0,2	1,8	1,9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VII	0,0	0,3	0,2
15:15	USA	Wykorzystanie mocy wytwórczych	%	VII		79,2	79,1
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	VIII	82	82,2	81,8

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

Zapowiedź tygodnia

Inflacja

W lipcu inflacja najprawdopodobniej po raz pierwszy spadła poniżej zera. Według naszych szacunków wyniosła ona -0,1% r/r (wobec +0,3% r/r w czerwcu), a niski poziom CPI wynikał między innymi z głębokiego spadku cen żywności, a także z „wypadnięcia” z rocznego indeksu ubiegłorocznych podwyżek opłat za wywóz śmieci. Spodziewamy się, że inflacja pozostanie poniżej zera przez najbliższe kilka miesięcy między

innymi ze względu na rosyjskie embargo na import polskiej żywności. Ostateczna ścieżka inflacji będzie uzależniona od dotkliwości nałożonych sankcji, ale zakładamy, że wskaźnik CPI może wzrosnąć powyżej 0% dopiero około stycznia 2015.

PKB

Seria słabszych od oczekiwań danych za kwiecień-czerwiec sugeruje, że wzrost PKB w II kw. wyhamował po bardzo silnym początku roku. Nasza prognoza zakłada wzrost na poziomie 3% r/r w II kwartale (vs. 3,4% w I kw.), choć naszym zdaniem ryzyko dla tego wyniku jest lekko przechylone w kierunku silniejszych od oczekiwań danych. Spośród naszych modeli wykorzystywanych do prognozowania wzrostu w krótkim terminie tylko jeden sugeruje wynik wyraźnie poniżej 3%, podczas gdy cztery sugerują wynik wyraźnie powyżej 3%. Publikowane w tym tygodniu dane będą miały charakter „szybkiego szacunku” (tzw. flash) i dlatego nie będą zawierać dokładnego rozbicia, jednak naszym zdaniem do oczekiwanego spowolnienia przyczyniło się osłabienie dynamiki inwestycji po wyjątkowo silnym I kwartale.

Bilans płatniczy

Po trzech miesiącach nadwyżek w czerwcu saldo obrotów bieżących najprawdopodobniej spadło poniżej zera i wyniosło -664 mln €. Naszym zdaniem głównym czynnikiem odpowiedzialnym za tak duże zmniejszenie salda obrotów bieżących odpowiadało znaczne pogorszenie nadwyżki w rachunku transferów (do ok. 250 mln € wobec 1 mld € w maju) za sprawą znacznie mniejszego napływu środków z UE. Jednocześnie oczekujemy zwiększenia deficytu na rachunku dochodów (do ok. 2mld € z 1,4 mld €) za sprawą rozpoczęcia sezonu wypłat dywidend. Pogorszenie na tych dwóch rachunkach będzie do pewnego stopnia zrekompensowane przez poprawę na rachunku w obrotach handlowych (oczekujemy wzrostu nadwyżki w handlu zagranicznym do 600 mln € ze 175 mln € w maju). Nasza prognoza wskazuje na niewielki wzrost deficytu obrotów bieżących za 12 miesięcy do 0,9% PKB z 0,7% w maju i oczekujemy jego dalszego wzrostu w kolejnych miesiącach wraz z poprawą konsumpcji.

Miniony tydzień

EBC

Zgodnie z oczekiwaniami EBC nie zmienił parametrów polityki pieniężnej na sierpniowym posiedzeniu, ale ekonomiści Citi oczekują programu skupu aktywów na przełomie roku Oficjalny komunikat EBC był bardzo zbliżony do komunikatu z lipca potwierdzając, że EBC spokojnie czeka i monitoruje rozwój sytuacji gospodarczej, po tym jak wprowadził pakiet narzędzi łagodzących politykę pieniężną w czerwcu. Prezes M. Draghi z zadowoleniem przyjął efekty decyzji podjętych w czerwcu, w tym w szczególności osłabienie kursu walutowego. Według prezesa EBC ostatnio publikowane rozczarowujące dane o aktywności gospodarczej oraz niska inflacja mogą być powodowane przez przejściowe czynniki, takie jak mniejsza liczba dni roboczych w II kwartale oraz spadające ceny energii. Z drugiej strony M. Draghi podkreślił poprawiające się wyniki ankiet aktywności kredytowej banków i coraz wolniejszy spadek kredytów. Według ekonomistów Citi inflacja będzie w kolejnych miesiącach

utrzymując się poniżej ścieżki prognozowanej przez EBC i to ostatecznie doprowadzi do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w postaci programu ilościowego skupu aktywów na przełomie 2014 i 2015 r.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	516	549
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 175	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 698
PKB per capita (USD)	11 168	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	14 255
Populacja (mln)	38.1	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	11.2	9.5	11.9	12.4	12.5	13.4	13.4	12.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	2.0	1.6	3.4
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.0	-4.7	8.4
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.2	2.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	1.3	0.8	2.8
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	6.6
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	7.5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	0.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.3
Płace nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	4.7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.52	5.61	3.76	3.66	4.77	4.21	2.61	2.62
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	3.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.18
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.08
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.23
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.17
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.1	-6.6	-9.2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.3	-1.7
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	3.1	3.0
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	207.2	233.5
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	204.2	230.4
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	7.0	6.3
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-21.7	-24.6
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	12.4	5.3	-1.3	4.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	94.0	92.3
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	38.3	47.5	48.7	49.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.1	-3.9	-4.3	5.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.4	-1.1	-1.7	7.3
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	53.9	47.6
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.6	30.4

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

Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiegokolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.