citi handlowy

Gospodarka i Rynki Finansowe

10 sierpnia 2015 r. 6 stron

CitiWeekly

Oczekujemy przejściowego spadku inflacji

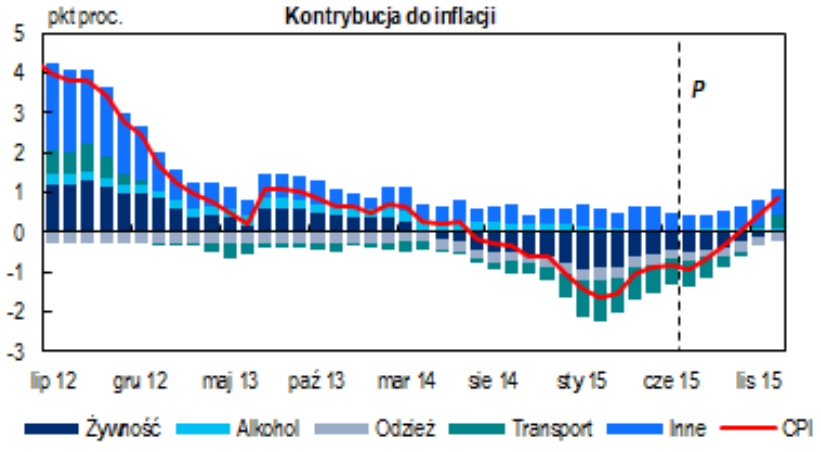
- W tym tygodniu oczekujemy dobrego i nieco wyższego niż zakłada rynek wstępnego odczytu PKB za II kw., który najprawdopodobniej pokaże, że wzrost gospodarczy wciąż stopniowo przyspiesza.
- Ponadto dane o inflacji za lipiec najprawdopodobniej pokażą przejściowe pogłębienie spadku cen konsumentów za sprawą cen żywności i paliw. Nie oczekujemy zmiany trendu wzrostowego inflacji w najbliższych miesiącach i wciąż oczekujemy jej wzrostu. Jednak obecny niski poziom cen ropy stanowi ryzyko w dół dla naszej prognozy, które wydaje się nam istotniejsze niż ryzyko w górę wynikające z potencjalnego wpływu suchych warunków pogodowych na zbiory.
- Spodziewamy się także spadku nadwyżki w obrotach bieżących za sprawą pogorszenia bilansu handlowego i mniejszego napływu środków unijnych. Jednocześnie jednak skumulowane saldo obrotów bieżących za 12 miesięcy najprawdopodobniej było dodatnie po raz pierwszy od 25 lat, a równowaga w obrotach bieżących powinna ograniczać zmienność złotego.
- W minionym tygodniu Sejm przyjął ustawę umożliwiającą przewalutowanie hipotecznych kredytów FX na korzystniejszych warunkach niż pierwotnie zakładano (90% straty kursowej pokrywa bank). Mogłoby to wymagać zakupu przez banki ok. 15 mld CHF. Zaangażowanie NBP i udostepnienie rezerw walutowych znacznie ograniczyłoby ryzyko gwałtownego osłabienia złotego.
- Dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA za lipiec były bliskie oczekiwań rynku i wpisały się w scenariusz Citi pierwszej podwyżki stóp we wrześniu, przed którą Fed będzie miał jeszcze okazję zapoznać się z danymi za sierpień.
- W tym tygodniu Grecja planuje zakończyć rozmowy z kredytobiorcami na temat kolejnego programu pomocowego tak by uruchomić pierwszą transzę kredytu w przyszłym tygodniu (przed datą spłaty zadłużenia wobec EBC 20-go sierpnia).

Tabela 1. Prognozy rynkowe .

	€/zł	$/zł	£/zł	€/$	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 15	4,32	3,98	6,18	1,09	1,50	0,05	1,74	0,70	2,40
III KW 16	4,19	4,11	6,07	1,02	1,75	0,05	2,13	0,80	2,55

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 15.07.2015 r.

Wykres 2. Inflacja najprawdopodobniej spadła w lipcu jedynie przejściowo.

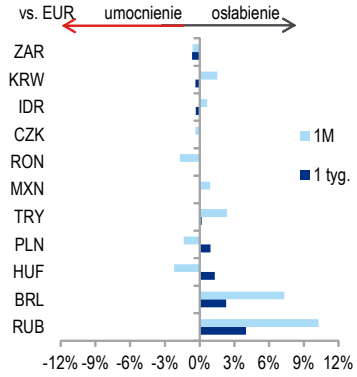


Źródło: GUS, Citi Handlowy.

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 7.08.2015 r.
Źródło: Reuters.

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
10 sie		**PONIEDZIAŁEK**					
	USA	Komentarze członków Fed: Fisher, Lockart					
11 sie		**WTOREK**					
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VIII	--	32,0	29,7
14:30	USA	Wydajność pracy	%	II kw.	--	0,5	6,7
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy	%	II kw.	--	1,6	-3,1
16:00	USA	Zamówienia hurtowe	%	VI	--	0,4	0,8
12 sie		**ŚRODA**					
07:30	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	VII	--	10,6	10,6
07:30	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	--	6,6	6,8
11:00	EA	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI	--	1,5	1,6
13 sie		**CZWARTEK**					
14:00	**PL**	**Inflacja**	**% r/r**	**VII**	**-0,9**	**-0,8**	**-0,8**
14:00	**PL**	**Bilans obrotów bieżących**	**mln EUR**	**VI**	**292**	**200**	**1006**
14:00	**PL**	**Eksport**	**mln EUR**	**VI**	**14538**	**14564**	**14131**
14:00	**PL**	**Import**	**mln EUR**	**VI**	**14094**	**13715**	**13185**
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VII	--	0,5	-0,3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	% m/m	tyg.	--	--	270
14 sie		**PIĄTEK**					
10:00	**PL**	**PKB**	**% r/r**	**II kw.**	**3,7**	**3,6**	**3,6**

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

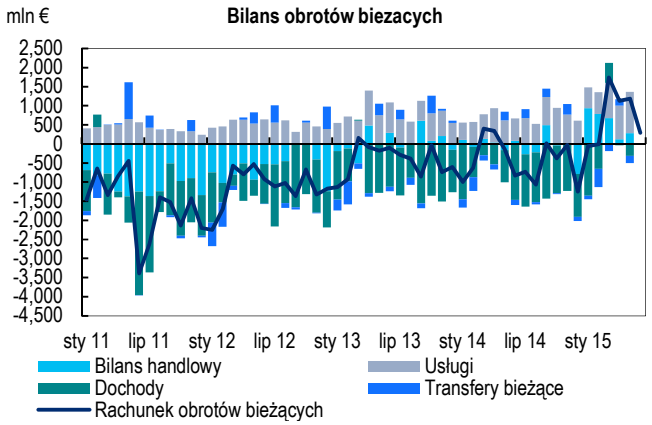
Zapowiedź tygodnia

Inflacja

Oczekujemy przejściowego pogłębienia spadku cen konsumentów w lipcu do -0,9% r/r z -0,8% r/r w czerwcu. W tym samym czasie inflacja netto najprawdopodobniej (po wyłączeniu żywnosci i energii) również nieznacznie się obniżyła. Naszym zdaniem wpływ spadających cen ropy na ceny paliw był opóźniony i nie został jeszcze odzwierciedlony w danych za lipiec. Tym samym szacujemy wzrost cen paliw w lipcu na poziomie 0,7% m/m, który jednak jest niższy od miesięcznego wzrostu cen w lipcu 2014 r. Jednocześnie, oczekujemy spadku cen żywności o 1,4% m/m w lipcu, nieco głębszego niż zanotowano w ubiegłym roku. Pomimo trudnych warunków pogodowych i zwiększonego ryzyka suszy dane z Ministerstwa Rolnictwa nie pokazały znaczącego wzrostu cen żywności w lipcu poza wzrostem cen zbóż, które jednak nie są częścią koszyka inflacyjnego. Choć wzrost cen zbóż będzie miał wpływ na ceny mąki i pieczywa (które są częścią koszyka), szacunki GUS pokazały spadek zbiorów zbóż w tym roku jedynie o ok. 3-5% r/r. Wciąż oczekujemy, że po przejściowym spadku inflacji w lipcu w kolejnych miesiącach będzie ona rosnąć do ok. 0,8% r/r

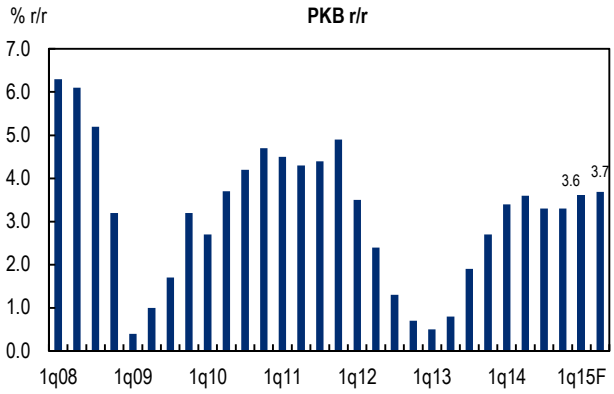
na koniec roku oraz 1,9% na koniec 2016 r. Dostrzegamy też ryzyko w dół dla naszej prognozy w związku z obniżoną cena ropy.

Wykres 3. Bilans obrotów bieżących.



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 4. Wzrost PKB



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Bilans płatniczy

Nadwyżka w obrotach bieżących najprawdopodobniej obniżyła się w czerwcu za sprawą pogorszenia bilansu handlowego i mniejszego napływu środków unijnych. Szacujemy, że wzrost eksportu przyspieszył w czerwcu do 13,1% r/r z 9,7% w maju, co wspiera dobry wynik produkcji w czerwcu. Jednocześnie oczekujemy silniejszego wzrostu importu do 9,1% r/r w czerwcu wobec znacznego spowolnienia do 0% w maju, które mogło mieć charatker przejściowy. To z kolei doprowadzi do osłabienia bilansu handlowego, który jednak powinien pozostać wyraźnie powyżej zera. Ponadto, dane resortu finansów pokazują stosunkowo niewielki napływ środków z UE w czerwcu. Bilans obrotów bieżących skumulowany za 12 miesięcy najprawdopodobniej wzrośnie powyżej zera w czerwcu po raz pierwszy od czasu transofrmacji ustrojowej.

PKB

Według naszych prognoz wzrost PKB w II kw. przyspieszył do 3,7% r/r z 3,6%. Naszym zdaniem, głównym motorem wzrostu pozostał popyt krajowy. Szacujemy, że konsumpcja prywatna nieznacznie przyspieszyła do 3,2% r/r z 3,1% w I kw., podczas gdy wzrost nakładów na środki trwałe spowolnił do 9,5% z 11,4%. Sądzimy, że słabszy wzrost inwestycji w środki trwałe został pokryty z nawiązką przez kontrybucję zmiany zapasów, podczas gdy kontrybucja eksportu netto pozostała dodatnia na poziomie 0,4 pkt proc. W tym tygodniu GUS opublikuje jedynie wstępny szacunek, podczas gdy szczegółowe rozbicie zostanie podane na koniec miesiąca (29-go sierpnia).

Miniony tydzień

Ustawa o kredytach walutowych zwiększa ryzyko dla złotego

W minionym tygodniu Sejm przyjął ustawę umożliwiającą przewalutowania hipotecznych kredytów walutowych na korzystniejszych warunkach niż pierwotnie zakładano. Zgodnie z ustawą klient może dokonać zamiany kredytu walutowego na złote po

historycznym kursie, podczas gdy koszt przewalutowania (różnica kursowa) jest w 90% pokrywana przez bank, a w 10% przez klienta. Pierwotny projekt zakładał, że koszty będą się rozkładać po połowie. Warunki przewalutowania po zmianach są na tyle korzystne, że z tej możliwości mogłaby skorzystać znaczna część klientów spełniających warunki zakreślone w ustawie. Według analityków DMBH suma kredytów, które mogłyby zostać przewalutowane, wynosi około 59-66 mld zł (15-17 mld CHF).

Po uchwaleniu w Sejmie, ustawa trafiła do Senatu, gdzie może jej zostać przywrócony pierwotny kształt. Gdyby jednak miała ona wejść w życie bez większych zmian, kluczowym pytaniem byłoby w jaki sposób banki byłyby zmuszone zamykać swoje pozycje walutowe. Gdyby dokonywały tego na rynku (kupując np. 15 mld CHF) doprowadziłoby to do znacznego osłabienia złotego. Alternatywą jest kupno waluty (najprawdopodobniej euro) od banku centralnego, tak aby uniknąć wpływu na rynek PLN. W swoim niedawnym wystąpieniu w Sejmie prezes Belka sugerował, że bank centralny nie chciałby uczestniczyć w procesie wymiany. Niemniej biorąc pod uwagę koszty jakie mogłyby być związane ze znacznym osłabieniem złotego, przypuszczamy, że NBP jednak zdecydowałby się zaangażować w programie przewalutowania kredytów. W rezultacie rezerwy FX, które obecnie wynoszą 88 mld euro mogłyby się obniżyć do 75-80 mld euro.

Podsumowując, zaangażowanie NBP w przewalutowanie kredytów frankowych znacznie ograniczyłoby ryzyko gwałtownego osłabienia złotego. Mimo to uważamy, że kurs złotego zapewne uwzględniłby dodatkową premię za ryzyko związaną z niepewnością co do przebiegu tego procesu. Dlatego choć nie spodziewamy się gwałtownej deprecjacji złotego, naszym zdaniem złoty w kolejnych miesiącach mógłby zachowywać się nieco gorzej niż inne waluty regionu.

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	549	467	471
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,616	1,663	1,729	1,792	1,896
PKB per capita (USD)	11,508	12,382	13,626	12,879	13,667	14,270	12,153	12,267
Populacja (mln)	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.4	38.4
Stopa bezrobocia (%)	12.1	12.4	12.5	13.4	13.4	11.5	10.1	10.9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (%, r/r)	2.6	3.7	4.8	1.8	1.6	3.4	3.9	3.7
Inwestycje (%, r/r)	-12.7	9.7	12.2	-4.3	-3.5	11.4	6.3	7.2
Spożycie ogółem (%, r/r)	3.5	2.8	1.7	0.7	1.4	3.4	3.0	3.2
Konsumpcja indywidualna (%, r/r)	3.4	2.7	3.0	1.0	1.2	3.1	3.4	3.2
Eksport (%, r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.3	4.8	5.7	7.6	7.0
Import (%, r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	9.1	7.1	7.7
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (%, r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	0.8	1.9
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.7	1.9
Płace nominalne (%, r/r)	4.2	3.6	4.9	3.5	2.6	3.8	4.0	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	2.00
WIBOR1M, (%, koniec okresu)	4.27	3.95	4.99	4.11	2.71	3.66	1.73	2.48
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	3.40	4.15
USD/PLN (Koniec okresu)	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	4,12	4,01
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	3.91	4.15
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4,31	4,13
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.22	4.21
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17.3	-24.1	-27.0	-17.6	-7.0	-7.9	-3.4	-6.8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.9	-5.0	-5.1	-3.6	-1.3	-1.4	-0.7	-1.4
Saldo handlu zagranicznego	-10.2	-13.8	-17.4	-9.2	0.9	-0.9	3.9	0.6
Eksport	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	208.9	182.9	187.8
Import	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	209.8	179.0	187.2
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	10.7	8.8	9.1
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-18.0	-17.4	-15.8	-16.0
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	-3.2	-2.7	-2.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicz,	-4.6	-5.1	-2.4	-1.0	-1.5	-1.2	-0.9	-0.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	49.8	52.0	52.5	52.0	53.1	47.9	48.9	48.8

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) może być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może 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.