

CitiWeekly

Inflacja traci pazury?

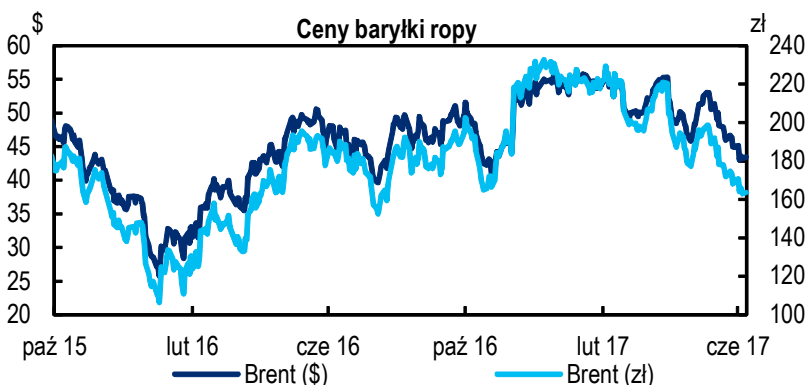
- Niższe ceny paliw zaczynają ciążyć na inflacji. Według danych biura Reflex ceny paliw w czerwcu spadły w porównaniu z majem o 3,5%, zarówno dzięki obniżeniu cen ropy naftowej, jak i umocnieniu złotego. Biorąc pod uwagę, że w analogicznym okresie ub.r. ceny paliw rosły w szybkim tempie, przełożenie na roczny wskaźnik inflacji okazało się zauważalne. Według naszych szacunków wskaźnik CPI obniżył się w czerwcu do 1,7% r/r i był to drugi z kolei miesiąc spadków.
- Niższe odczyty inflacji oznaczają, że z punktu widzenia uczestników rynku finansowego indeks CPI może w najbliższych tygodniach schodzić na drugi plan. Niemniej przejściowe wypłaszczenie ścieżki inflacyjnej nie zmienia wiele w średnioterminowym trendzie, który wciąż jest nastawiony na wyższe wskaźniki CPI. Po pierwsze w kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego wzrostu inflacji bazowej, a ostatnie dane z rynku pracy oraz dane o aktywności gospodarczej wydają się to tylko potwierdzać. Po drugie, ścieżka cen surowców wcale nie musi zapowiadać niższej inflacji. Analitycy Citi spodziewają się ponownych wzrostów cen ropy w drugiej połowie roku (w kierunku 65 USD), co oznacza, że wskaźnik CPI w ciągu najbliższych sześciu miesięcy powinien wynieść średnio 1,8-1,9% r/r, a w 2018 r. może przekroczyć 2,5%.
- Na uwagę zasługuje sugestia członka RPP Kamila Zubelewicza dotycząca możliwości obniżenia celu inflacyjnego poniżej 2% (DGP, 26.06.2017 r.). Niewątpliwie taka zmiana ułatwiłaby trafiać inflacją w cel (lub raczej celem w inflację), jednak prawdopodobnie to byłaby jedyna jego zaleta z punktu widzenia polityki pieniężnej. Obniżenie celu miałoby również swoje wady. Po pierwsze, mogłoby to ograniczyć oczekiwania inflacyjne, które i tak są na (zbyt) niskim poziomie. Po drugie, taka zmiana oznaczałaby konieczność prowadzenia odpowiednio bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej poprzez wyższe stopy procentowe lub silniejszego złotego. Z tych powodów uważamy, że pomysł obniżenia celu nie znajdzie w najbliższym czasie poparcia większości w RPP.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 17	4,22	3,80	4,74	1,11	1,50	0,00	1,74	0,35	2,70
III KW 18	4,13	3,82	4,69	1,08	2,00	0,00	2,45	0,60	2,73

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 16.06.2017 r., pozostałe prognozy z dn. 24.05.2017.

Wykres 3. Ostatnie spadki cen ropy stwarzają ryzyko w dół dla naszej ścieżki inflacji i prawdopodobnie wzmocnią obecne wstrzemięźliwe nastawienie członków RPP.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

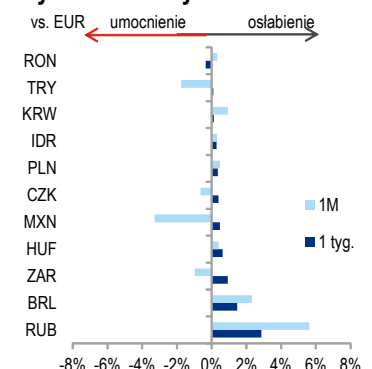
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

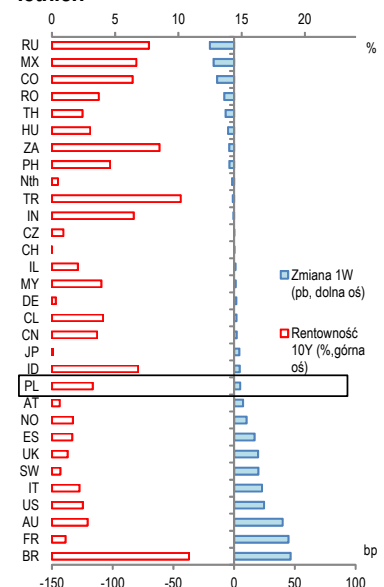
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 23.6.2017 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich

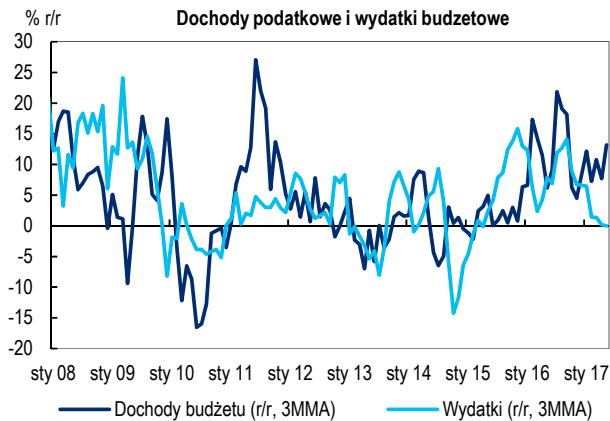


Według stanu na dzień 23.6.2017 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

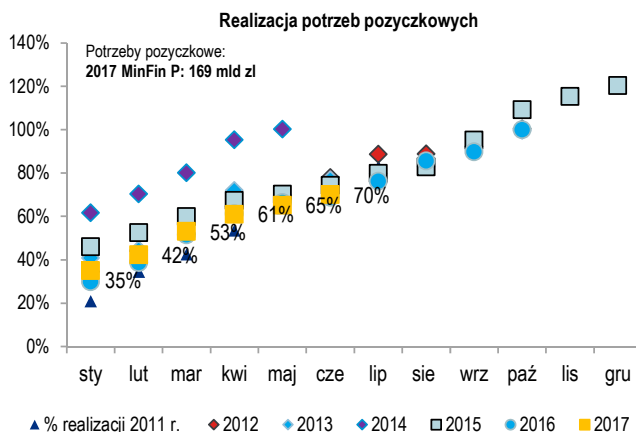
Wykres 4. Bardzo dobre wyniki budżetu po maju sygnalizują znacznie niższy deficyt w tym roku



- Opublikowane w minionym tygodniu szacunkowe dane o wykonaniu budżetu pokazały ponownie bardzo niski deficyt, który obniżył się na koniec maja do ok 0,2 mld zł z 0,8 mld zł na koniec kwietnia.
- Na taki wynik złożyło się wciąż bardzo dobra realizacja dochodów, w tym dochodów z tytułu podatków pośrednich (w tym VAT), które wzrosły w maju o 10,9% r/r i 21,4% r/r w ujęciu skumulowanym za okres styczeń-maj.
- Jednocześnie wydatki budżetowe spadły w maju o 1,9% r/r a za okres styczeń-maj wzrosły jedynie o 0,6% r/r. W rezultacie najnowsze dane wspierają nasz scenariusz, który zakłada znacznie niższy deficyt na koniec roku niż przewidywała to ustawa budżetowa (nawet o 30 mld zł).

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

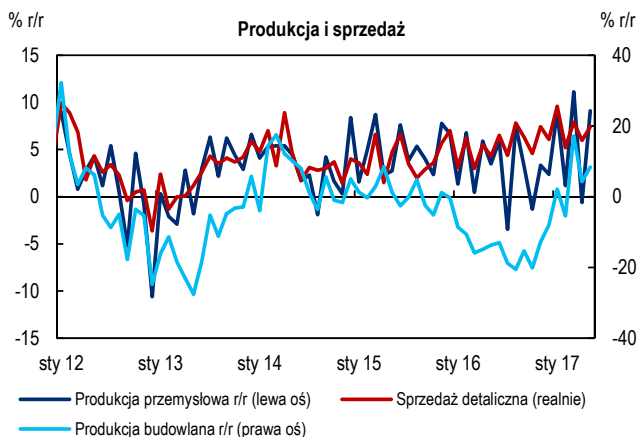
Wykres 5. Ministerstwo Finansów ograniczy podaż długu na aukcjach



- Niższy deficyt w tym roku będzie oznaczał znacznie niższe potrzeby pożyczkowe niż wstępnie planowano w budżecie (178,5 mld zł), ale także niższe niż obecnie oczekuje resort finansów (ok. 169 mld zł).
- Na ubiegłotygodniowej aukcji odkupu resort finansów sprzedał obligacje za ok. 4,2 mld zł, w tym niewielką ilość obligacji długoterminowych, na które popyt był niski. Szczególnie ciekawy wydaje się brak zainteresowania polskim długiem ze strony inwestorów zagranicznych. Taki wynik aukcji można uznać za słaby.
- Z drugiej strony po aukcji resort finansów ma sfinansowane ok. 70% potrzeb pożyczkowych na ten rok, a biorąc pod uwagę możliwe lepsze wykonanie budżetu, faktyczna realizacja może być jeszcze wyższa.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Research

Wykres 6. Odreagowanie w produkcji, sprzedaży i płac w maju



- Wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył do 9,1% z -0,6% w kwietniu, wzrost produkcji budowlanej odreagował do 8,4% z 4,4% a sprzedaży detalicznej do 7,4% z 6%. Przyspieszenie jedynie częściowo wynikało z większej liczby dni roboczych. Produkcja przemysłowa zaskoczyła pozytywnie, ale pozostałe dane nieco rozczarowały. W rezultacie cały czas spodziewamy się wysokiego wzrostu PKB w II kw. (3,7%), choć nieco niższego niż 4% w I kw.
- Dane z rynku pracy pokazały przyspieszenie wzrostu płac do 5,4%, niewielkie spowolnienie zatrudnienia do 4,5% i dalszy spadek stopy bezrobocia w maju do 7,4% z 7,7%. Tym samym dane potwierdziły bardzo dobrą sytuację na rynku pracy, która nadal będzie wspierać konsumpcję prywatną.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
26 cze PONIEDZIAŁEK							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	VI	114	114,4	114,6
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	V	-0,5	-0,7	-0,8
27 cze WTOREK							
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	VI	--	116,0	117,9
28 cze ŚRODA							
14:30	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	V	--	0,2	-5,0
16:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	% m/m	V	--	0,5	-1,3
29 cze CZWARTEK							
11:00	EMU	Indeks nastrojów gospodarczej	pkt	VI	109,5	109,4	109,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	240	240	241
30 cze PIĄTEK							
14:00	PL	Wstępny szacunek inflacji GUS	% r/r	VI	1,7	--	1,9
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	V	0,3	0,3	0,4
14:30	USA	Wydatki osobiste	% m/m	V	0,1	0,1	0,4
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	V	-0,1	-0,1	0,2
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	VI	--	58,0	59,4
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	VI	--	94,5	94,5
	PL	Podaż długu na lipiec					
	PL	Dane o portfelach obligacji krajowych według typu inwestora					

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	477	469	492	518
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,799	1,851	1,959	2,071
PKB per capita (USD)	13.738	12.994	13.622	14.199	12.417	12.226	12.857	13.545
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	7,6	7,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,6	3,3	3,8	2,7	3,7	3,2
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	4,4	7,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,6	3,7	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,0	3,0
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	7,7	9,0	5,8	5,1
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	8,9	6,7	6,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,9	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,1	2,5
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,5	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,63	2,90
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	4,00	4,60
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,83	3,81
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,85	3,83
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,12
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,22	4,13
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,4	-2,8	-5,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,5	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	2,2	0,3	-2,4
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,7	198,1	205,7
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,6	197,8	208,1
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	12,1	12,1	15,2	15,8	16,7
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-18,6	-16,6	-17,6	-17,4	-17,6
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	115,0	123,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,4	-2,5	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,9	-1,4
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,9	50,4

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Biuro Głównego Ekonomisty

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 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 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Komentarz rynkowy nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. 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. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych 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. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. 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. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.