

CitiWeekly

Dlaczego inflacja jest najniższa w regionie?

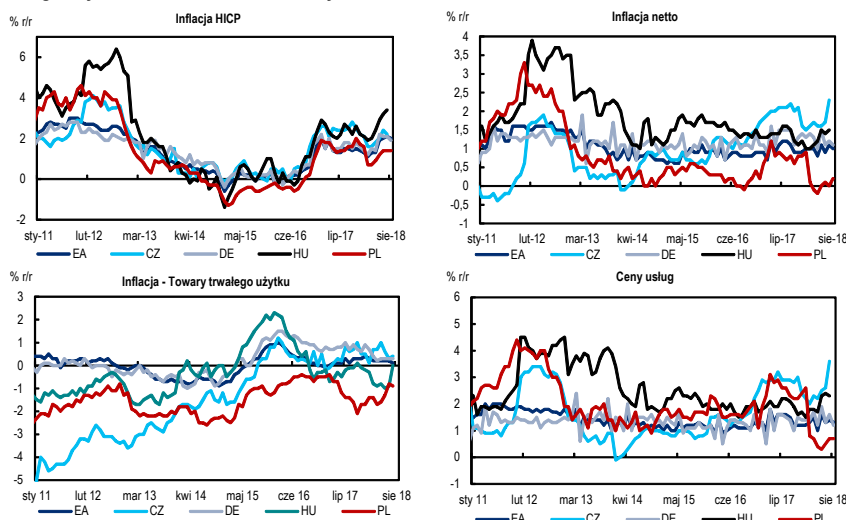
- W tym tygodniu poznamy m.in. szczegółowe rozbięcie danych o inflacji za sierpień. Wstępny odczyt inflacji pokazał stabilizację CPI na poziomie 2% i nie spodziewamy się w tym przypadku istotnej rewizji. Wstępny odczyt był nieco powyżej naszych szacunków, do czego przyczyniła się nieco wyższa niż zakładaliśmy dynamika cen żywności. Mimo suszy miesięczna dynamika cen żywności kształtuje się na niższych poziomach w porównaniu z ubiegłym rokiem i sądzimy, że taka sytuacja utrzyma się do końca roku. Na rynku owoców zapanowała „klęska urodzaju”, co obniżyło ceny, z kolei susza może mieć opóźniony wpływ na ceny zbóż i pieczywa.
- Za niskie wartości inflacji CPI odpowiedzialna jest w dużej mierze inflacja bazowa (po wyłączeniu cen energii oraz żywności), która jest niska nawet na tle innych krajów Europy Środkowej. Dynamika cen usług obniżyła się od początku roku, do czego przyczyniły się znaczne spadki cen usług bankowych. Ponadto wysoka konkurencja na rynku ubezpieczeń doprowadziła także do obniżenia cen w tym sektorze. Taka sytuacja doprowadziła do tego, że inflacja w usługach według GUS jest najniższa w regionie, a także niższa niż w Niemczech i strefie euro, nawet pomimo wzrostu PKB utrzymującego się od wielu kwartałów powyżej potencjału. Ponadto inflacja w Polsce w ostatnich latach była pod wpływem ograniczania cen administrowanych poprzez wprowadzanie lub rozszerzanie dostępności darmowych podręczników czy leków.
- Powyższe czynniki sugerują, że wskaźnik CPI utrzyma się na relatywnie niskim poziomie w kolejnych miesiącach i – według naszych szacunków – może w listopadzie obniżyć się do około 1,4%. Niemniej oczekujemy, że w perspektywie 2019 roku, presja popytowa w gospodarce doprowadzi do wzrostu inflacji CPI oraz inflacji netto w pobliże 3%.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 18	4,29	3,80	4,66	1,13	1,50	-0,40	1,70	0,60	2,65
III KW 19	4,27	3,71	4,80	1,15	1,50	-0,25	1,74	0,85	2,80

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 17.08.18 r. pozostałe prognozy z dnia 18.07.2018 r.

Wykres 3. Inflacja HICP w Polsce pozostaje najniższa w regionie m.in. za sprawą cen usług, towarów trwałego użytku oraz cen administrowanych



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

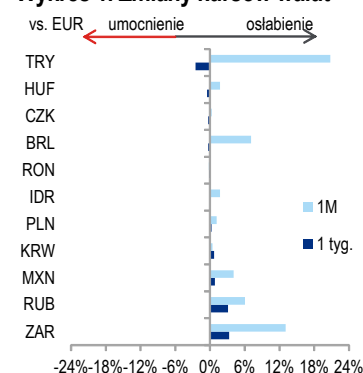
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

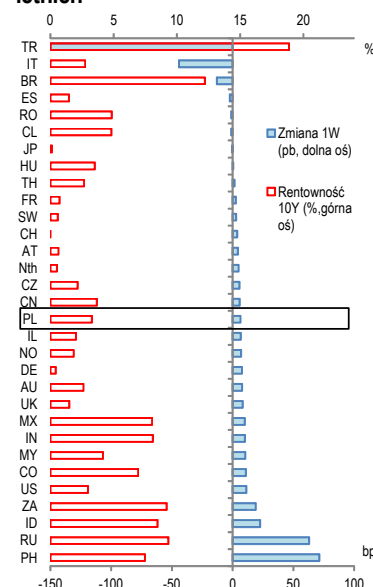
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



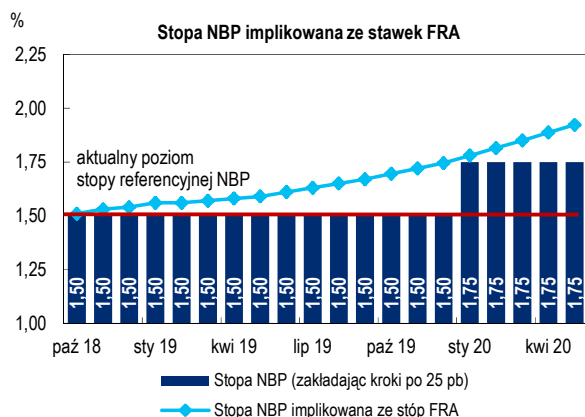
Według stanu na dzień 7.09.2018 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

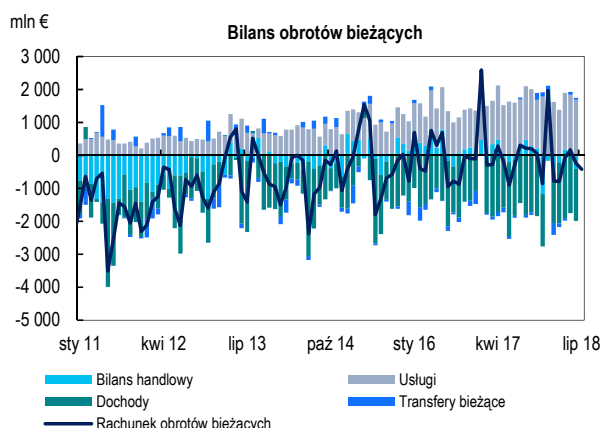
Wykres 4. Rynek oczekuje podwyżki stóp na przełomie 2019/2020 r.



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

- RPP nie zmieniła stóp procentowych i gołębiego tonu wypowiedzi. Rada nie postrzega słabszych inwestycji za niepokojący sygnał i uważa, że rynek pracy z czasem ustabilizuje się. Prezes NBP powtórzył, że nie widzi potrzeby zmiany w polityce pieniężnej do końca 2019 r. i dostrzega wartość w stabilizacji stóp. Prezes NBP powtórzył także, że stopy w Polsce są jednymi z wyższych w Europie, a jednocześnie podkreślił, że pomimo wydarzeń na innych rynkach EM, polskie aktywa nie uległy presji przeceny.
- Oczekujemy, że RPP podwyższy stopy procentowe dopiero w 2020 r. po tym jak na pierwszy ruch w górę zdecyduje się EBC.

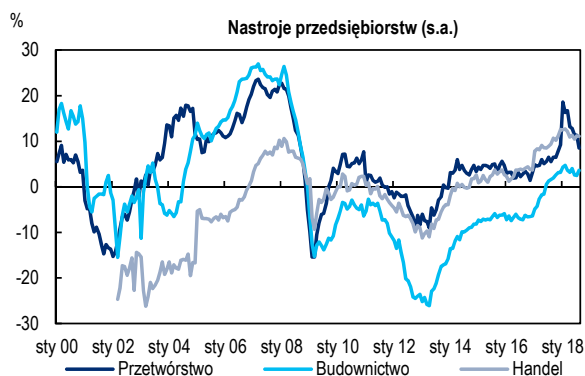
Wykres 5. Spodziewamy się lekkiej poprawy w obrotach bieżących



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

- Oczekujemy pogorszenia bilansu obrotów bieżących w lipcu do -418 mln € z -240 mln € za sprawą mniejszych napływów środków UE. Nasza prognoza wskazuje na stabilizację deficytu handlowego przy odreagowaniu eksportu do 13,4% z 9% za sprawą wyższej liczby dni roboczych (zgodnie z odreagowaniem produkcji przemysłowej) i za sprawą przyspieszenia importu do 15,4% z 10,2%. Dostrzegamy także pogorszenie na rachunku dochodów pierwotnych w związku z mniejszymi transferami unijnymi dla rolników.
- Oczekujemy lekkiego pogorszenia skumulowanego salda za 12 miesięcy w lipcu oraz do końca roku do -0,4% PKB oraz pogorszenia bilansu handlowego, który tylko częściowo będzie zrównoważony poprawą salda usług i dochodów.

Wykres 6. Słabsze wskaźniki koniunktury mogą nie sprzyjać odreagowaniu inwestycji; resort finansów ogranicza podaż długu



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

- W ostatnich kilku miesiącach doszło do pogorszenia wskaźników koniunktury GUS w przemyśle przetwórczym. Ogólny wskaźnik koniunktury spadł także w ujęciu rocznym przy czym spadek wskaźnika odnotowały tylko firmy prywatne, podczas gdy firmy sektora publicznego odnotowały wzrosty indeksów. Takie dane są spójne z tendencjami w inwestycjach, gdzie słabsze nakłady są charakterystyczne dla firm mniejszych oraz firm prywatnych.
- Na ubiegłotygodniowej aukcji resort finansów sprzedał obligacje za 4 mld zł przy popycie 6,8 mld zł. Po aukcji resort finansów ma naszym zdaniem sfinansowane ponad 80% potrzeb pożyczkowych. Biorąc pod uwagę niewielkie zapadalności we wrześniu spodziewamy się emisji netto na poziomie ok. 3 mld zł. Stan depozytów resortu finansów wyniósł na koniec sierpnia 50,6 mld zł co daje możliwości ograniczania podaży do końca roku.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
10 wrz PONIEDZIAŁEK							
03:30	CN	Inflacja	% r/r	VIII	--	2,2	2,1
09:00	CZ	Inflacja	% r/r	VIII	--	2,4	2,3
11 wrz WTOREK							
08:00	RO	Inflacja	% r/r	VIII	--	4,8	4,6
09:00	HU	Inflacja	% r/r	VIII	--	3,2	3,4
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	IX	-16	-14,1	-13,7
16:00	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	VII	0,2	0,7	0,7
12 wrz ŚRODA							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	sa % m/m	VII	-0,5	0,8	-0,7
20:00	USA	Beżowa Księga					
13 wrz CZWARTEK							
10:00	PL	Inflacja	% r/r	VIII	2,0	2,0	2,0
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	IX	0,75	0,75	0,75
13:45	EMU	Decyzja EBC	%	IX	0	0	0
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	mln €	VII	-418	--	-240
14:00	PL	Eksport	mln €	VII	17679	17129	18071
14:00	PL	Import	mln €	VII	18143	17502	18484
14:30	USA	Inflacja	% m/m	VIII	0,2	0,3	0,2
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	VIII	0,2	0,2	0,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	IX	252	210	203
14 wrz PIĄTEK							
04:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VIII	--	8,7	8,8
04:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	--	5,9	6,0
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	VIII	0,8	0,7	0,6
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	0,2	0,2	0,5
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	--	0,3	0,1
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	IX	--	97,8	96,2

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	501	524	546	477	471	526	613	720
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 629	1 657	1 720	1 799	1 858	1 982	2 126	2 272
PKB per capita (USD)	12 994	13 622	14 200	12 417	12 263	13 698	16 008	18 796
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,7	6,0	5,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	1,6	3,3	3,8	3,0	4,6	4,7	3,9
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	5,7	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,4	4,3	3,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,7	3,8
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	2,8	5,8
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	4,6	6,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,5	2,8
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,5
Płace nominalne (% r/r)	3,5	2,6	3,7	3,5	3,8	5,9	7,3	8,1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	2,42	4,47	7,58	7,40	4,90	5,40	7,00	7,90
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,13	2,71	2,08	1,65	1,73	1,72	1,71	2,08
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,40	3,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,87	3,56
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,67	3,81
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,30	4,24
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,28	4,29
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,4	-2,6	-3,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	-0,5
Saldo handlu zagranicznego	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-4,3	-7,7
Eksport	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	223,5	274,6	295,6
Import	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	222,9	278,8	303,3
Saldo usług	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	20,3	26,6	30,2
Saldo dochodów	-15,5	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,3	-24,8	-25,5
Rezerwy międzynarodowe	100,3	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	116,0	125,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,7	-0,9	-1,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	-0,1	0,6	0,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	48,5	47,2	44,5

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, nie stanowi „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 oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. 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.