

# KOMENTARZ NA GORĄCO

15 września 2014

## Ceny spadają szybciej

Zgodnie z oczekiwaniami inflacja CPI obniżyła się w sierpniu do  $-0,3\%$  r/r. Spadek ten był w dużym stopniu efektem obniżek cen żywności i paliw, które (wraz z brakiem presji po stronie popytowej) powinny utrzymywać dynamikę CPI poniżej zera do końca roku. Wydłużony okres przebywania inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP ( $2,5\%$ ) będzie jednym z czynników, który w naszej ocenie zadecyduje, że RPP obniży stopy procentowe o 75 pb łącznie w czwartym kwartale br.

Deficyt obrotów bieżących w lipcu wyniósł 173 mln € i był mniejszy od oczekiwań. Wzrost eksportu spowolnił do  $6,4\%$  r/r, co wskazuje, że wpływ osłabienia koniunktury gospodarczej za granicą na polski handel zagraniczny jest nadal umiarkowany. Z drugiej strony, wzrost importu spowolnił do  $4,5\%$  r/r, co może odzwierciedlać spowolnienie popytu krajowego. Dane miały lekko pozytywny wpływ na złotego.

### Drugi miesiąc deflacji (i zapewne nie ostatni)

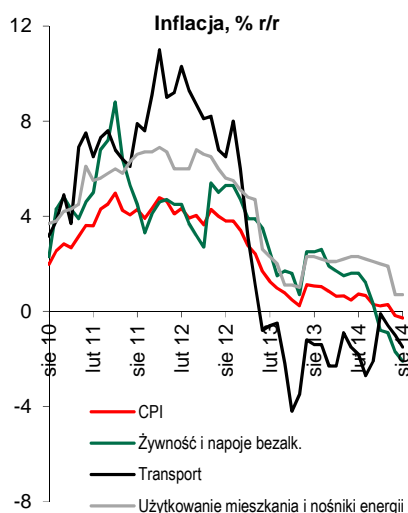
Stopa inflacji obniżyła się w sierpniu do  $-0,3\%$  r/r, zgodnie z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. Podobnie jak w ostatnich kilku miesiącach, do obniżenia inflacji przyczyniły się w dużym stopniu ceny żywności – ich roczna dynamika spadła w sierpniu do  $-2,1\%$  r/r, najniższej od jedenastu lat. Ta tendencja na pewno utrzyma się w najbliższym czasie, czemu sprzyja tegoroczny urodzaj oraz zakaz sprzedaży do Rosji, który powoduje nadpodaż żywności na rynkach europejskich. Niższe były też ceny paliw ( $-1,9\%$  r/r) i w tym przypadku również należy się spodziewać kontynuacji tej tendencji (a nawet jej nasilenia) we wrześniu, pomimo wyraźnego osłabienia złotego do dolara. Z drugiej strony, trzeci miesiąc z rzędu dość wyraźnie rosły ceny łączności (jak pisaliśmy już wcześniej, najwyraźniej wojna cenowa na rynku telefonii uległa zakończeniu). Jednak poza łącznością nie były widoczne żadne wyraźne impulsy wzrostu cen.

Według naszych szacunków inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii lekko wzrosła w sierpniu do  $0,5\%$  r/r.

Sierpień był drugim z rzędu miesiącem ujemnej dynamiki CPI (w lipcu było  $-0,2\%$  r/r) i wygląda na to, że wskaźnik ten może się utrzymać poniżej zera nawet do końca tego roku. Później spodziewamy się stopniowego wzrostu inflacji, ale w niewielkim tempie (do ok.  $1,5\%$  r/r na koniec 2015 r.), w efekcie czego jeszcze przez kilka kwartałów będzie się ona utrzymywać wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP ( $2,5\%$ ). Taki scenariusz (plus zakotwiczenie wzrostu PKB poniżej  $3\%$  r/r na kilka kwartałów) powinien skłonić RPP do obniżenia stóp procentowych. Spodziewamy się, że Rada obniży stopy w sumie o 75pb do końca tego roku. Kolejnego argumentu za obniżkami dostarczą zapewne dane o produkcji przemysłowej publikowane w środę (spodziewamy się ujemnej dynamiki).

### Eksport wciąż silny, ale perspektywy coraz słabsze

W lipcu deficyt na rachunku obrotów bieżących zmniejszył się do 173 mln € z 391 mln € miesiąc wcześniej. Lepsze od naszych i rynkowych prognoz dane były wynikiem wyższych nadwyżek na rachunkach obrotów towarowych (393 mln €) i transferów bieżących (351 mln €). Dodatkowo odnotowano niższy deficyt na rachunku dochodów, który wyniósł 1,27 mld € (wobec deficytu na poziomie prawie 1,5 mld € w czerwcu). O ile dane o eksporcie były zgodne z naszymi oczekiwaniami, to nieco mniejszy okazał się import. W lipcu eksport wyniósł 14,071 mld € (wzrost o  $2,6\%$  m/m i o  $6,4\%$  r/r), a import ukształtował się na poziomie 13,678 mld € (wzrost o  $2,2\%$  m/m i o  $4,5\%$  r/r). Bieżące okoliczności



#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

ul. Marszałkowska 142. 00-061 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: [skarb.bzwbk.pl](http://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

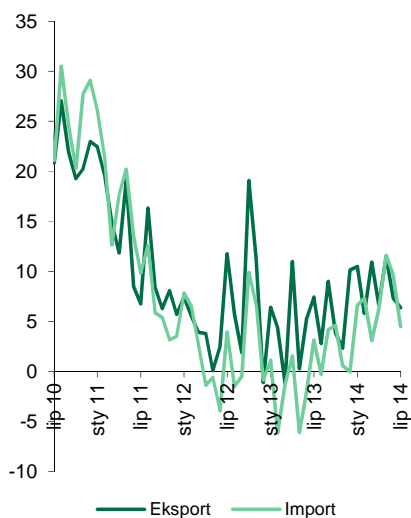
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Obroty handlowe, % r/r



(wprowadzone przez Rosję ograniczenia w handlu z UE, pogorszenie perspektyw gospodarczych dla Niemiec - głównego partnera handlowego Polski, spadek zamówień eksportowych) sugerują pogorszenie perspektyw dla krajowego eksportu w nadchodzących miesiącach. Warto jednak zwrócić uwagę, że kurs walutowy (EURPLN oscyluje blisko 4,20 i naszym zdaniem pozostanie na tym poziomie w najbliższych miesiącach) może nieco osłabić ten efekt.

Na koniec lipca skumulowany za 12 miesięcy deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 3,2 mld € (ok. -0,8% PKB) i był ponad 2-krotnie niższy niż w lipcu 2013.

Od strony finansowania odnotowano wzrost zagranicznych inwestycji bezpośrednich w sierpniu (do 420 mln € wobec 180 mln € w czerwcu), podczas gdy saldo zagranicznych inwestycji portfelowych było ujemne i wyniosło 217 mln € (nierezydenci wycofali się netto z inwestycji w udziałowe papiery wartościowe). Równocześnie, finansowanie dla kurczącego się deficytu obrotów bieżących zapewnia nieprzerwany strumień funduszy europejskich – łączna suma BIZ netto i funduszy UE z ostatnich 12 miesięcy pokrywała w prawie 400% deficytu obrotów bieżących z tego okresu.

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 zależne 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, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)