

CitiWeekly

RPP zakończy cykl obniżką stóp o 25 pb

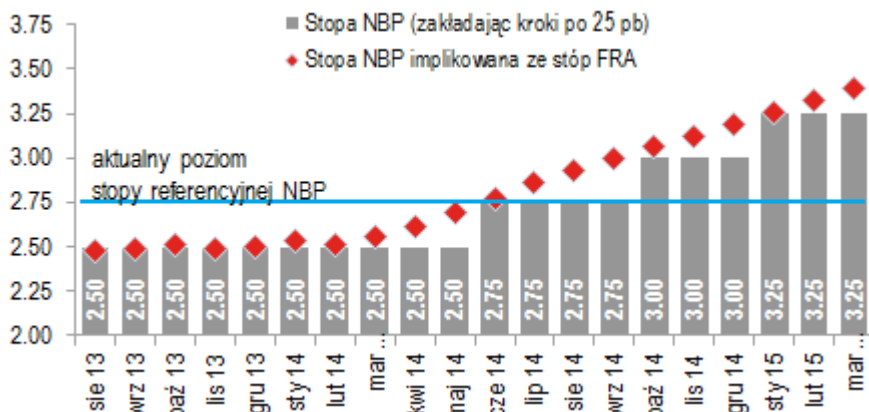
- Na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej zaplanowanym na ten tydzień oczekujemy obniżki stóp procentowych o 25 pb do 2,50%. Najprawdopodobniej nie przeszkadzą w tym dalszy wzrost indeksu PMI w czerwcu ani ostatnio obserwowane osłabienie złotego. Sądzymy, że to będzie ostatnia zmiana stóp procentowych w cyklu łagodzenia polityki pieniężnej i sądzymy, że RPP może zmienić nastawienie na neutralne.
- Za granicą kluczową publikacją tygodnia będą dane z rynku pracy w USA. Zatrudnienie poza rolnictwem najprawdopodobniej wzrosło w czerwcu nieznacznie bardziej niż w maju zgodnie z umiarkowanym ożywieniem gospodarczym w pierwszej połowie roku. Z kolei EBC prawdopodobnie pozostawi główną stopę procentową na niezmiennym poziomie, gdyż nieco lepsze od oczekiwań wyniki ankiet nastrojów gospodarczych oraz niewielki wzrost inflacji pozostają zgodne z bazowym scenariuszem EBC. Ekonomisci Citi oczekują, że EBC zdecyduje się na kolejną obniżkę stóp w IV kwartale.
- W minionym tygodniu rząd opublikował długooczekiwany raport na temat sytuacji systemu emerytalnego i zaprezentował trzy alternatywne zmiany do obecnego stanu systemu. Choć trudno obecnie powiedzieć, który wariant zostanie wybrany wydaje się, że główny cel w postaci poprawy wskaźników fiskalnych zostanie osiągnięty w każdym scenariuszu. Wydaje się też, że każda z trzech opcji przedstawionych przez rząd może być mniej negatywna dla rynku akcji niż można było oczekiwać.
- Poznaliśmy też dane o sprzedaży detalicznej. Sprzedaż wzrosła w maju w ujęciu nominalnym o 0,5% r/r, a w ujęciu realnym aż o 1,2% r/r co jest zgodne z naszym scenariuszem stopniowego ożywienia w konsumpcji prywatnej.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
III KW 13	4,37	3,19	5,14	1,37	2,50	0,50	2,75	1,50	2,25
III KW 14	4,33	3,14	5,03	1,38	3,00	0,25	3,50	1,50	3,10

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 19.06.2013 r.

Wykres 2. Stopa referencyjna NBP implikowana ze stóp FRA. Oczekujemy zakończenia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej po jeszcze jednej obniżce stóp w lipcu o 25 pb.



Źródło: Reuters, GUS prognozy Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

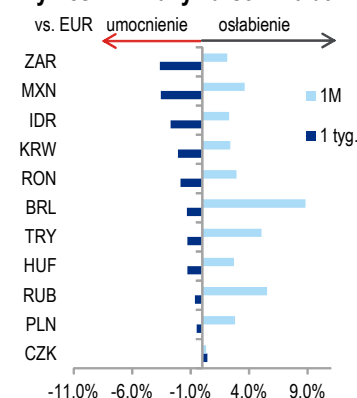
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 28.06.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	28/6/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.33	-0.5%	2.8%	6.2%	-8.8%
USD/PLN	3.32	0.3%	1.5%	7.7%	-10.3%
EUR/USD	1.30	-0.9%	1.2%	-1.4%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	2.75	0	-25	-150	-25
WIBOR 3M	2.73	-1	-1	-140	-86
FRA1x4	2.62	-2	4	-119	-113
FRA3x6	2.64	1	27	-76	-145
FRA6x9	2.70	-3	42	-35	-168
FRA9x12	2.82	-6	54	-10	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1233.1	-4.9%	-10.6%	-26.4%	7.0%
Ropa	102.5	1.9%	-1.6%	-6.1%	-6.1%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2245.6	0.5%	-9.1%	-13.1%	20.4%
S&P	1606.3	0.9%	-3.2%	12.6%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.73	2	25	42	-52
10Y Treasuries	2.49	-5	32	73	-12

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	7

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
1 lip PONIEDZIAŁEK							
09:00	PL	PMI	pkt	VI	48.5		48.0
09:58	EMU	PMI dla przemysłu	pkt	VI	48.7	48.7	48.3
12:00	EMU	Inflacja HICP	% r/r	VI	1.6	1.6	1.4
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VI	50.0	50.5	49.0
2 lip WTOREK							
12:00	EMU	PPI	% r/r	V		0.0	-0.2
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	%	V	2.20	2.00	1.00
3 lip ŚRODA							
	PL	Spotkanie RPP	%	VI	2.50	2.50	2.75
09:58	EMU	PMI dla usług	pkt	VI	48.6	48.6	47
12:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	V	-2.2	-2.0	-1.3
14:30	USA	Raport ADP o zatrudnieniu	tys.	VI		160	135
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	350.0	345	346
14:30	USA	ISM dla usług	pkt	VI	54.0	54.1	53.7
4 lip CZWARTEK							
13:00	UK	Decyzja Bank Anglii	%	VII	0.5	0.5	0.5
13:45	EMU	Decyzja EBC	%	VII	0.5	0.5	0.5
	USA	Dzień Niepodległości					
5 lip PIĄTEK							
13:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% r/r	V	0.7		-0.5
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VI	160.0	165.0	175.0
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VI	7.4	7.5	7.6

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

Zapowiedź tygodnia

RPP

Na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej zaplanowanym na ten tydzień oczekujemy obniżki stóp procentowych o 25 pb do 2,50%. Choć odnotowana ostatnio wyprzedaż aktywów na rynkach rozwijających się oraz osłabienie złotego sprawiło, że część jastrzębich członków Rady jest jeszcze mniej przychylna obniżkom stóp to wciąż wydaje się, że jest odpowiednia większość niezbędna do redukcji stóp procentowych. W szczególności Jerzy Hausner, kluczowy członek RPP dla decyzji o zmianie stóp procentowych, zasugerował w ostatnich wywiadach (24 i 25 czerwca), że zmiana retoryki Fed nie powinna mieć wpływu na lipcową decyzję w kwestii stóp w Polsce. Jego zdaniem perspektywa zmiany w polityce pieniężnej w USA może wpłynąć na decyzje RPP w długim terminie, ale niekoniecznie na najbliższym posiedzeniu. Taki pogląd prawdopodobnie

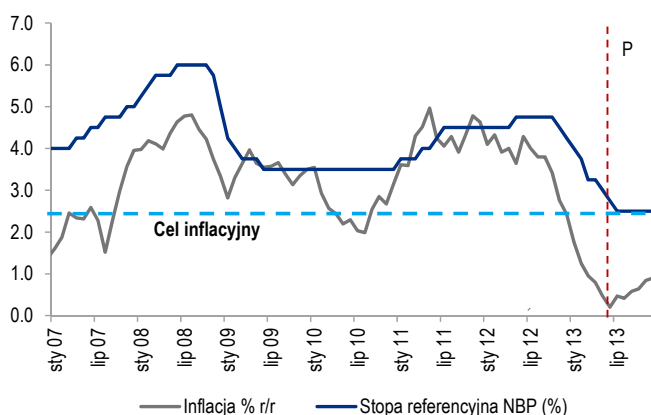
podziela także część gołębih członków RPP i w związku z tym oczekujemy, że RPP obniży stopy w lipcu o kolejne 25 pb. Decyzja powinna być łatwa do uzasadnienia biorąc pod uwagę wzrost gospodarczy poniżej potencjału oraz bardzo niską inflację. Jednak uważamy, że nowy raport o inflacji, który będzie publikowany przez Radę pokaże stopniowe ożywienie oraz wzrost inflacji w perspektywie najbliższych dwóch lat. To jak również perspektywa ograniczania przez Fed zakupu obligacji powinno pozwolić RPP zasignalizować koniec cyku łagodzenia polityki pieniężnej i sądzimy, że Rada zmieni nastawienie na neutralne.

Strefa euro/USA

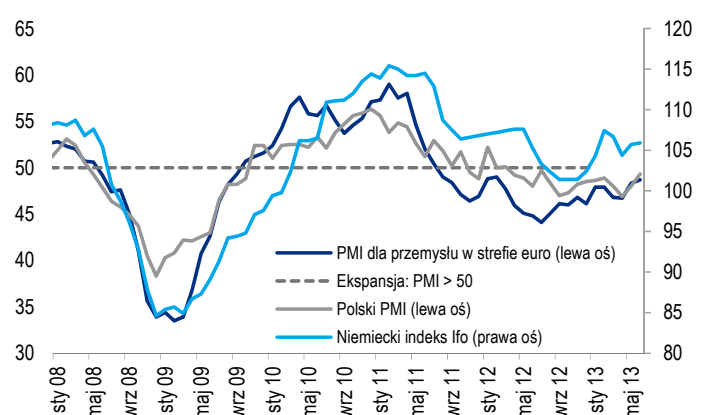
Kluczową publikacją tygodnia będą dane z rynku pracy w USA. Zatrudnienie poza rolnictwem najprawdopodobniej wzrosło w czerwcu nieznacznie bardziej niż w maju zgodnie z umiarkowanym ożywieniem gospodarczym w pierwszej połowie roku. Jednocześnie stopa bezrobocia prawdopodobnie zanotowała kolejny spadek tym razem o 0,2%. Poza tym w USA poznamy też dane o sprzedaży samochodów, która według ekonomistów Citi wzrosła w czerwcu osiągając najwyższy poziom od 2007 r. sprzed recesji. Indeksy nastrojów wśród przedsiębiorstw prawdopodobnie po raz kolejny pokażą umiarkowaną poprawę aktywności gospodarczej w przemyśle.

EBC najprawdopodobniej pozostawi główną stopę procentową na niezmienionym poziomie, gdyż nieco lepsze od oczekiwań wyniki ankiet nastrojów gospodarczych oraz niewielki wzrost inflacji pozostają zgodne z bazowym scenariuszem EBC. Nie oczekujemy znacznie bardziej gołębiego tonu EBC w porównaniu do poprzedniego miesiąca po odnotowanym ostatnio wzroście rentowności obligacji skarbowych, który powinien być zinterpretowany przez jastrzębich członków EBC jako poprawa sytuacji. Uważamy, że potrzeba większej liczby negatywnych informacji, aby drzwi do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej ponownie się uchyliły. Ekonomiści Citi oczekują, że EBC zdecyduje się na kolejną obniżkę stóp w IV kwartale.

Wykres 3. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Wykres 4. PMI dla Polski i strefy euro oraz niemiecki Ifo



Źródło: NBP, GUS, prognozy Citi Handlowy.

Źródło: NBP, GUS, Reuters, Citi Handlowy.

PMI

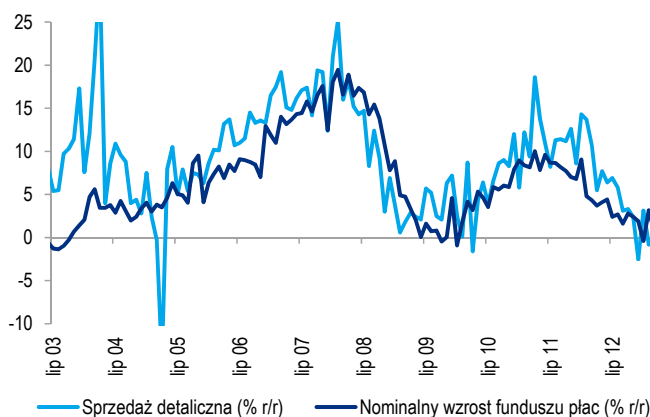
W czerwcu indeks PMI wzrósł po raz kolejny do 49,3 pkt z 48 pkt w maju. Odczyt czerwcowy był powyżej oczekiwań rynku na poziomie 48,3 pkt oraz powyżej naszej prognozy 48,5 pkt. Wzrost indeksu aktywności był zgodny ze wzrostami wskaźników aktywności u głównych partnerów Polski. Ponadto, ostatnio obserwowane osłabienie złotego również prawdopodobnie przyniosło poprawę wyników eksporterów. Według danych o PMI w czerwcu wzrosły zarówno indeksy produkcji, nowych zamówień jak i nowych zamówień eksportowych. Te dwa ostatnie wzrosły powyżej 50 pkt po raz pierwszy od początku 2012 r.

Miniony tydzień

Sprzedaż detaliczna

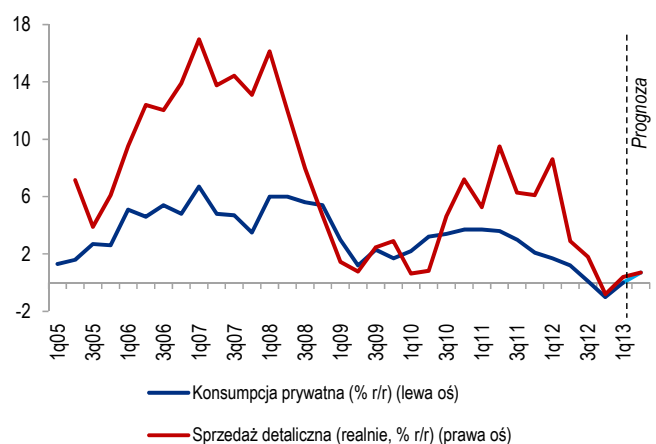
Sprzedaż wzrosła w maju w ujęciu nominalnym o 0,5% r/r, a w ujęciu realnym aż o 1,2% r/r, co jest zgodne z naszym scenariuszem stopniowego ożywienia w konsumpcji prywatnej. Stosunkowo szybki wzrost sprzedaży został odnotowany w kategoriach farmaceutyki i kosmetyki (+10,5% r/r), włókno, odzież i obuwie (9,9%) oraz meble, RTV, AGD (7,5%). Wzrost sprzedaży żywności również przyspieszył znacząco (do 4,8% r/r). Choć w Polsce uczestnicy rynku zwykle skupiają się na nominalnej sprzedaży, to dane o sprzedaży w ujęciu realnym tj. po uwzględnieniu inflacji są istotniejsze z punktu widzenia szacunków konsumpcji prywatnej. W ujęciu realnym sprzedaż detaliczna wzrosła o 1,2% r/r (wobec 0,1% w kwietniu oraz 0,4% w I kw.), sugerując ożywienie wydatków konsumentów. Choć dane o sprzedaży detalicznej były lepsze niż oczekiwaliśmy to były zgodne z naszym scenariuszem bazowym zakładającym stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego, częściowo wynikające z silniejszej konsumpcji prywatnej. Spodziewamy się przyspieszenia wzrostu konsumpcji prywatnej do 1,5-2% r/r w II połowie roku po wzroście o 0,5% w I kwartale.

Wykres 5. Sprzedaż detaliczna i nominalny wzrost funduszu płac



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Realny wzrost sprzedaży detalicznej vs. konsumpcja prywatna



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy.

System emerytalny

W minionym tygodniu rząd opublikował długooczekiwany raport na temat sytuacji systemu emerytalnego i zaprezentował trzy alternatywne zmiany do obecnego stanu systemu. Te zmiany będą miały znaczny wpływ na sposób działania OFE oraz na poziom długu publicznego oraz deficytu fiskalnego.

Pierwsza opcja zakłada transfer nieaktywnej części aktywów OFE do ZUS, umorzenie obligacji skarbowych oraz odpowiedni zapis na subkontach ubezpieczonych w ZUS. W takim scenariuszu OFE nie mogłyby dłużej inwestować w obligacje skarbowe. Według naszych szacunków w tym przypadku dług publiczny obniżyłby się o ok. 7,5-10 pkt proc. PKB z obecnych 55,6% PKB w zależności od tego czy transfer aktywów obejmie gotówkę oraz dług korporacyjny. Roczny transfer z ZUS do OFE pozostałby na niemal niezmiennym poziomie, tj. ok. 9 mld zł, ale nie mógłby być więcej przeznaczony na zakup obligacji skarbowych. Główną korzyścią byłaby redukcja długu publicznego oraz zmniejszenie wielkości długu potrzebnego do zrolowania (o ok. 2% PKB). Ta opcja zakładałaby także obniżenie progów ostrożnościowych z obecnych poziomów: 50%, 55%, 60% o kwotę transferu obligacji do ZUS.

Druga opcja przewiduje dobrowolność uczestnictwa ubezpieczonych w OFE. Jednak każdy kto chciałby pozostać w OFE musiałby złożyć pisemną deklarację w ciągu ok. 3 miesięcy, w przeciwnym wypadku jego aktywa byłyby transferowane do ZUS przy składce rosnącej stopniowo do 3,5% wynagrodzenia. Dla tych którzy wybraliby ZUS późniejsze zmiany byłyby niemożliwe, natomiast dla ubezpieczonych, którzy zdecydowaliby się na OFE, istniałaby możliwość późniejszego transferu do ZUS. Taki zestaw zachęt sprzyja transferom do systemu publicznego i sądzimy, że znaczna część społeczeństwa prawdopodobnie nie będzie starała się przejść przez biurokratyczny proces pozostania w OFE i tym samym trafi do ZUS. Dla porównania na Węgrzech podobny zestaw zachęt doprowadził do transferu niemal wszystkich aktywów do systemu publicznego. Według naszych szacunków transfer każdych 10% aktywów OFE prowadziłby do obniżenia długu publicznego o ok. 0,75 pkt proc PKB oraz do poprawy deficytu fiskalnego o ok. 1,8% PKB. W tym przypadku przetransferowane obligacje skarbowe zostałyby umorzone, a inne aktywa najprawdopodobniej nie byłyby sprzedane zbyt szybko.

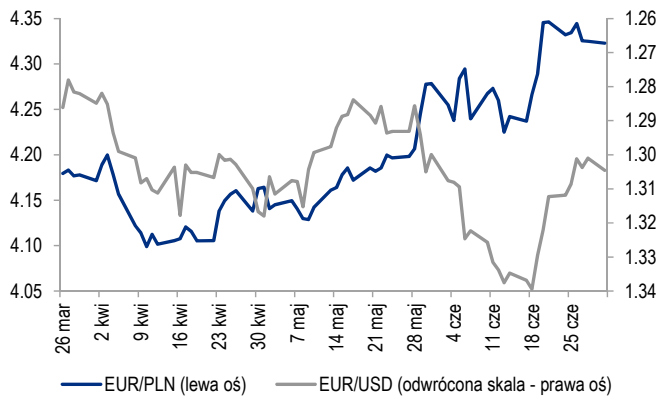
W trzeciej opcji, podobnej do drugiej, każdy kto chciałby pozostać w OFE musiałby zwiększyć składkę do OFE w wysokości 2% wynagrodzenia o dodatkowe 2% z własnych środków. Naszym zdaniem trzeci wariant najprawdopodobniej sprawiłby, że jeszcze mniejsza liczba ubezpieczonych pozostałaby w OFE. Sądzymy, że oszczędzający mogliby preferować odłożenie dodatkowych 2% na rachunki funduszy inwestycyjnych lub innych podmiotów zarządzających aktywami zamiast do OFE.

Od dłuższego czasu oczekiwano znaczących zmian w systemie emerytalnym wraz ze wzrostem długu publicznego do progu 55% PKB w 2012 r., którego przekroczenie oznaczałoby automatyczne wymuszenie zacieśnienia fiskalnego. Tym samym fakt, że rząd stara się wprowadzić te zmiany nie powinien być zaskoczeniem dla rynków, choć dokładna forma tych zmian może być zaskoczeniem. Decyzja odnośnie wyboru konkretnego wariantu będzie podjęta przez rząd w następnych tygodniach.

Choć trudno obecnie powiedzieć, który wariant zostanie wybrany

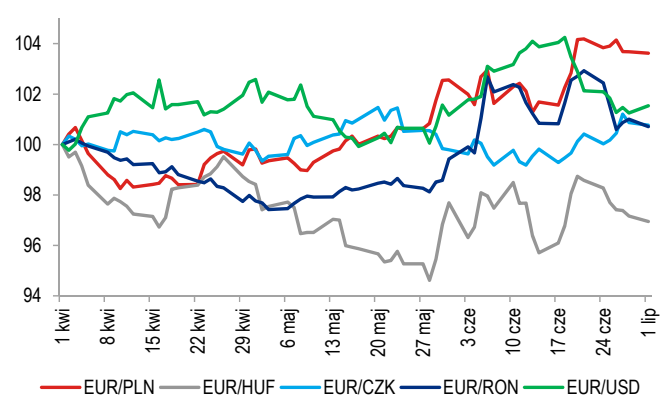
wydaje się, że główny cel w postaci poprawy wskaźników fiskalnych zostanie osiągnięty w każdym scenariuszu. Jednak dodatkowo należy odnotować, że według rekomendacji Ministerstwa Finansów i Ministerstwa Pracy w każdej z opcji aktywa osób mających mniej niż 10 lat do emerytury byłyby stopniowo transferowane do ZUS i to również powinno obniżyć dług publiczny oraz deficyt, choć dokładny wpływ zależałby od tego jak wielu przyszłych emerytów pozostałoby w OFE. Wydaje się, że każda z trzech opcji przedstawionych przez rząd może być mniej negatywna dla rynku akcji niż można było wcześniej oczekiwać.

Wykres 7. EUR/PLN i EUR/USD (dane dzienne)



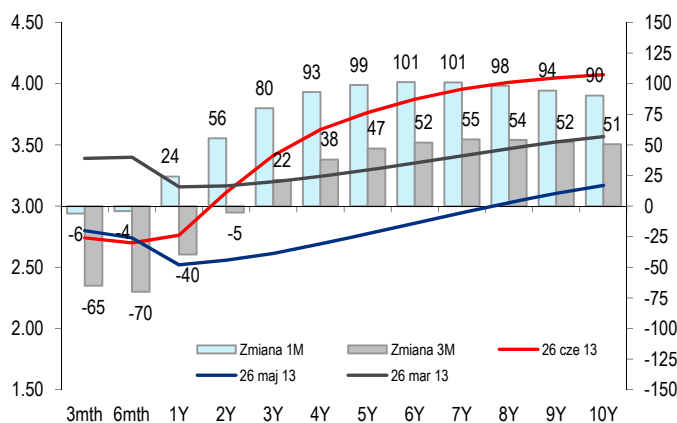
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 8. Kursy walutowe (zmiana w okresie trzech miesięcy)



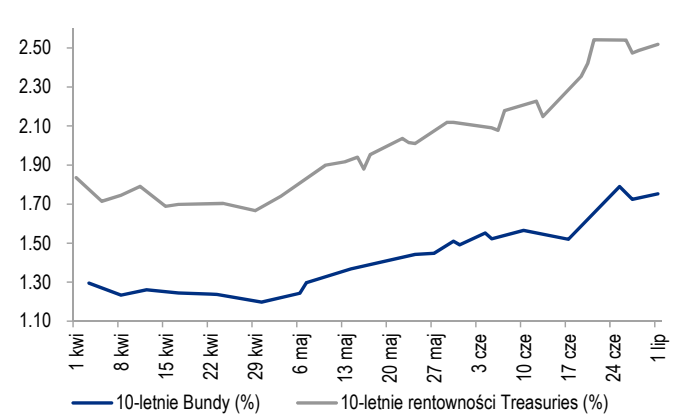
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Krzywa swap



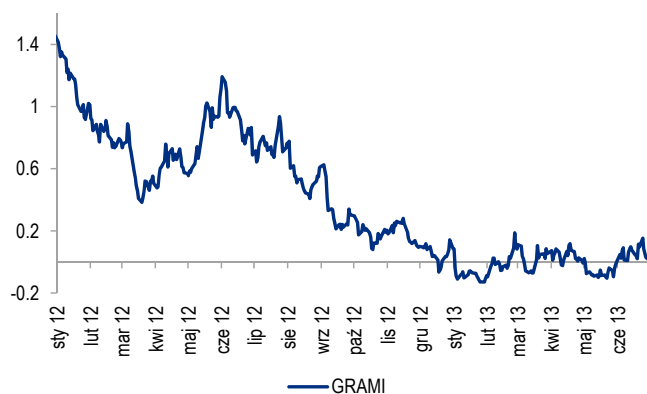
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 10. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



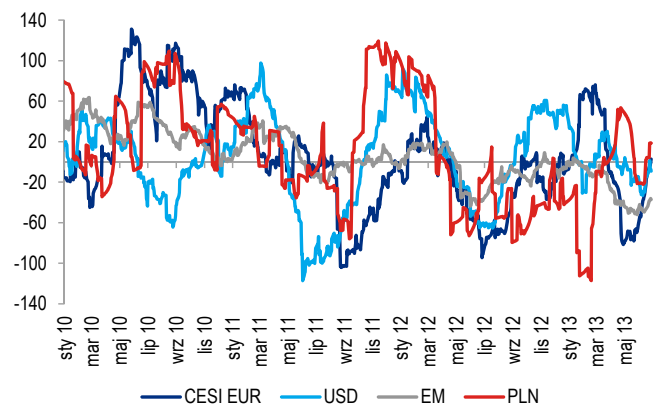
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 11. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Wykres 12. Indeks niespodzianek makroekonomicznych Citi (CESI – Citi Economic Surprise Index)



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	510	543
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,596	1,637	1,719
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,727	13,231	14,102
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	12.2	12.2	12.2	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	8.5	-0.8	-3.2	2.6
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	0.6	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	1.0	2.2
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.1	4.0
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.3	2.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	0.9	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.8	1.9
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.8	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.25
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.77	3.72
WIBOR1M, (% koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	4.20	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.09	3.22	3.09
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.25	3.19	3.18
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.08	4.38	4.30
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.18	4.26	4.36
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-13.5	-18.8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.8	-3.5	-2.7	-3.5
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-3.7	-5.6
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	199.4	216.7
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	203.1	222.3
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.2	7.2	8.2
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-22.9	-21.9	-21.9	-25.1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	11.6	3.1	6.5	8.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	102.0	104.0
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	37.6	39.6	41.1	44.3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-3.9	-3.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.2	-0.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.6	54.6
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	36.5	36.9

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 jakiejkolwiek 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.