

CitiWeekly

Tydzień pełen publikacji

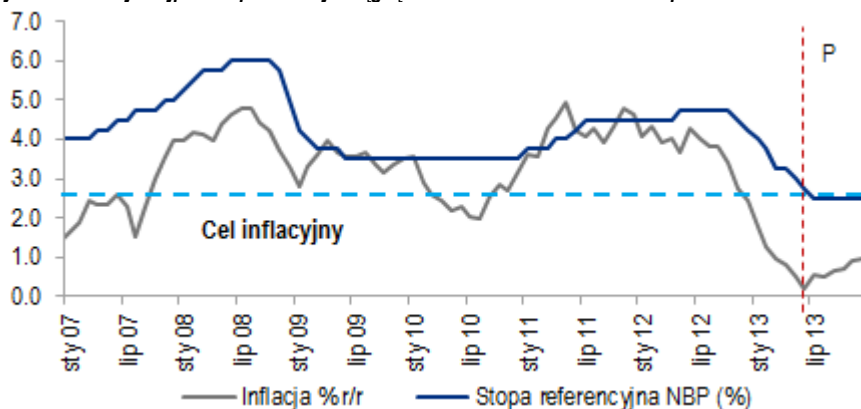
- W tym tygodniu kalendarz publikacji jest bardzo bogaty. Spodziewamy się dalszego i głębszego niż oczekuje rynek spadku inflacji do rekordowo niskiego poziomu 0,2% r/r, choć w regionie (Węgry, Czechy) inflacja zaskoczyła w górę. Czerwcowe dane najprawdopodobniej potwierdzą oznaki stabilizacji na rynku pracy z maja, kiedy zatrudnienie spadło mniej niż oczekiwano. Ponadto zgodnie z naszymi szacunkami produkcja przemysłowa wzrosła w czerwcu o 1,7% r/r, po spadku o 1,8% r/r w maju, tj. nieco bardziej niż zakłada rynek, a jednocześnie zmniejszyła się skala spadku produkcji budowlanej.
- Mimo wciąż niskiej inflacji i słabych danych z gospodarki komentarze najbardziej gołębich członków RPP wspierają nasz scenariusz, zakładający że cykl łagodzenia polityki pieniężnej został już zakończony Tymczasem w tym tygodniu rząd ma przedstawić szczegóły dotyczące pro wzrostowych zmian w budżecie. Minister gospodarki J. Piechociński przyznał w minionym tygodniu, że pierwsze czytanie projektu nowelizacji budżetu zostało zaplanowane na 28 sierpnia.
- Za granicą poznamy serię danych o aktywności (Philly Fed, indeks ZEW), dane o produkcji i sprzedaży w USA i kolejne wyniki zagranicznych spółek za II kw. Ponadto na środę zaplanowano wystąpienie Bena Bernanke przed Kongresem.
- Według danych opublikowanych w poprzednim tygodniu w maju odnotowano zaskakująco wysoką nadwyżkę w obrotach bieżących (574 mln EUR). Naszym zdaniem po spadku do ok. 2,2% PKB w maju, dwunastomiesięczny skumulowany deficyt obrotów bieżących pozostanie na niskim poziomie w II połowie 2013 r., co w naszej opinii będzie ograniczało zmienność złotego.
- Po publikacji minutes Fed prezes banku centralnego Ben Bernake powiedział, że USA nadal „potrzebują silnie akomodacyjnej polityki monetarnej”, co poprawiło nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych. W strefie euro S&P obniżył rating Włoch do BBB, a Fitch obniżył rating Francji do AA+ z AAA.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
III KW 13	4,31	3,32	4,90	1,30	2,50	0,50	2,75	1,50	2,25
III KW 14	4,22	3,22	4,80	1,31	3,00	0,25	3,40	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. Inflacja najprawdopodobniej osiągnęła w czerwcu rekordowo niski poziom.



Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

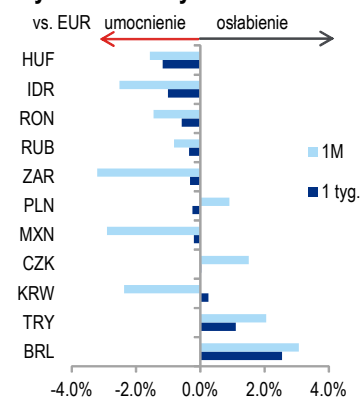
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

przy współudziale

Miłosza Gabrysia

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 5.07.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	12/7/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.30	-0.1%	0.9%	5.6%	-8.8%
USD/PLN	3.29	-2.0%	2.8%	6.6%	-10.3%
EUR/USD	1.31	1.8%	-2.0%	-1.0%	1.9%
	\$	%	%	%	%
Złoto	1284.3	5.0%	-7.5%	-23.3%	7.0%
Ropa	110.1	2.6%	6.5%	0.8%	0.8%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2302.8	2.2%	-7.2%	-10.8%	20.4%
S&P	1680.2	3.0%	4.2%	17.8%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.56	-14	-4	26	-52
10Y Treasuries	2.59	-14	36	84	-12

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	3
- Miniony tydzień	4
- Tabela z prognozami	8

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
15 lip PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Inflacja CPI	% r/r	VI	0.2	0.3	0.5
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	%	VI	0.8	0.7	0.6
14:30	USA	Indeks Empire State	pkt	VII		5.0	7.8
16:00	USA	Zapasy	%	V	-0.1	0.3	0.3
16 lip WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VII	34.5	39.2	38.5
11:00	EMU	Inflacja CPI	% r/r	VI	1.6		1.6
11:00	EMU	Bilans handlowy	mld	V			16.1
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	VI	-0.8	-0.9	-0.8
14:00	PL	Place	% r/r	VI	2.2	2.2	2.3
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VI	0.5	0.3	0.1
15:15	USA	Wykorzystanie mocy wytwórczych	% m/m	VI	77.5	77.7	77.6
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VI	0.1	0.2	0.1
16:00	USA	Nastroje na rynku nieruchomości	pkt	VI		51.0	52.0
17 lip ŚRODA							
	DE	Aukcja obligacji 10-letnich	%				
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI	1.7	1.3	-1.8
14:00	PL	Produkcja budowlano - montażowa	% r/r	VI	-21.3	-21.1	-27.5
14:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	VI	-1.5	-1.8	-2.5
14:30	USA	Pozwolenia na budowę	tys.	VI	990.0	1000.0	974.0
16:00	USA	Nowe budowy	tys.	VI	935.0	954.0	914.0
16:00	USA	Spotkanie Prezesa Fed z Komisją Kongresu					
20:00	USA	Raport FED – Beżowa Księga					
18 lip CZWARTEK							
10:00	EMU	Bilans obrotów bieżących	mld	V			19.5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	340.0		
16:00	USA	Spotkanie Prezesa Fed z Komisją Kongresu	%	VI			
16:00	USA	Indeks Philly Fed	pkt	VII	3.0	7.0	12.5
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	%	VI	0.3	0.3	0.3
19 lip PIĄTEK							
08:00	DE	Inflacja PPI	% r/r	VI		0.4	0.2
14:00	PL	Koniunktura konsumencka					
		Spotkanie grupy G20					

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

Zapowiedź tygodnia

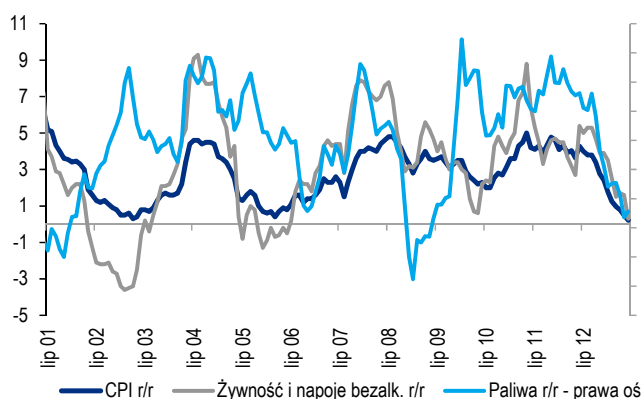
CPI

Według naszych oczekiwań w czerwcu wzrost cen konsumentów spowolnił do 0,2% r/r. Spadek inflacji wynikał naszym zdaniem głównie z czynników statystycznych, w tym w szczególności z eliminacji z indeksu CPI wyjątkowo silnych miesięcznych wzrostów cen żywności. Ponadto presja popytowa w gospodarce pozostaje niska przy braku oznak jej możliwego narastania w najbliższym czasie. Warto jednak zwrócić uwagę na dane o inflacji za czerwiec z regionu dla Czech i Węgier, które zaskoczyły w górę głównie za sprawą cen żywności, co stwarza pewne ryzyko w górę dla naszej prognozy. Sądzymy, że w czerwcu inflacja osiągnie swoje minimum, a w kolejnych miesiącach powinno dojść do jej stopniowego wzrostu w kierunku 1% r/r na koniec roku. Według naszych prognoz inflacja netto pozostała bez zmian w czerwcu na poziomie 1% r/r.

Rynek pracy

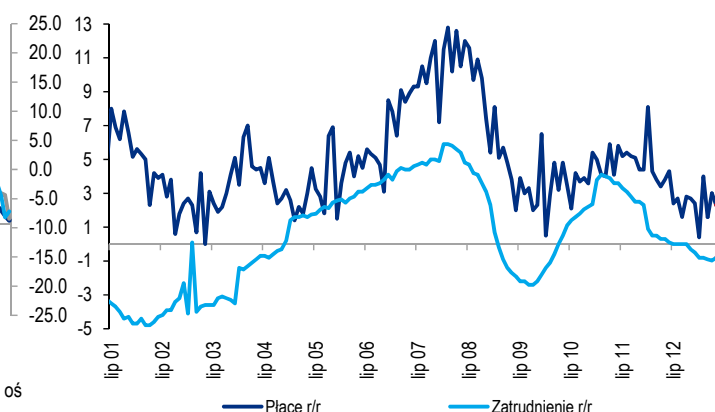
Naszym zdaniem w czerwcu dane z rynku pracy potwierdzą pewną stabilizację z maja, kiedy zatrudnienie spadło mniej niż ожидалось. Oczekujemy niewielkiego wzrostu zatrudnienia w czerwcu w ujęciu miesięcznym, choć w ujęciu rocznym tempo spadku pozostało na poziomie -0,8% r/r. Zgodnie z naszymi szacunkami nominalny wzrost płac wyniósł 2,2% r/r w czerwcu, choć za sprawą niskiej inflacji oznaczałoby to istotne przyspieszenie realnego wzrostu płac. Tak jak sygnalizowaliśmy w poprzednich notkach sądzymy, że ożywienie na rynku pracy będzie bardzo powolne i rozpocznie się gdy wzrost gospodarczy przyspieszy do 2,5% r/r.

Wykres 3. CPI (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 4. Wzrost wynagrodzeń i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (% r/r)



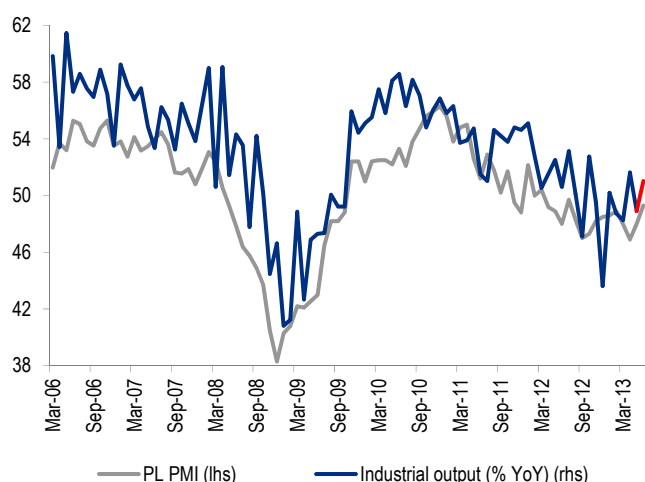
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Produkcja

Zgodnie z naszymi szacunkami produkcja przemysłowa wzrosła w czerwcu o 1,7% r/r, po spadku o 1,8% r/r w maju. Oczekiwana poprawa w ujęciu rocznym w dużym stopniu jest związana z korzystnym efektem dni roboczych, ale także odzwierciedla poprawę popytu krajowego. Indeks PMI dla strefy euro oraz niemiecki Ifo zanotowały wzrosty w maju i w czerwcu, sugerując możliwe odbicie popytu na polski eksport. Niemniej krajowe zamówienia prawdopodobnie pozostały słabe, gdyż zarówno popyt

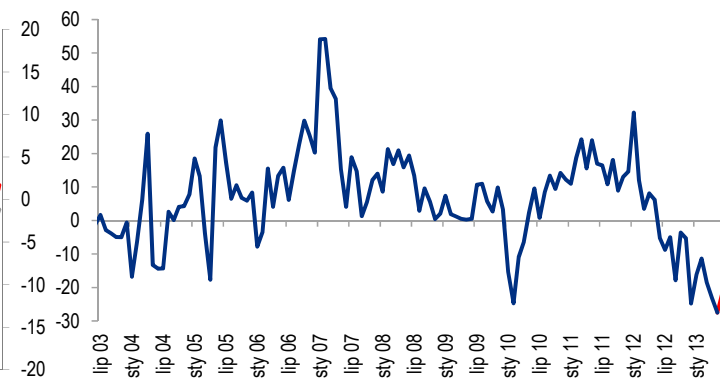
konsumpcyjny jak i inwestycyjny były ostatnio ograniczone. Oczekujemy także zbliżonej do oczekiwań rynkowych poprawy w produkcji budowlanej do -21,3% r/r z -27,5% w maju, co wynika ze stopniowego spadku statystycznej „bazy odniesienia” z ubiegłego roku.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 6. Produkcja budowlana (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Rewizja budżetu

Premier Donald Tusk powiedział, że w tym tygodniu przedstawi propozycje zmian w budżecie. Mimo wcześniejszych zapowiedzi w minionym tygodniu nie padły ze strony rządu żadne szczegóły odnośnie możliwych zmian w budżecie centralnym zaplanowanym na ten rok. Premier powiedział jednak że nastąpi to w tym tygodniu i że zostaną przedstawione propozycje, umożliwiające raczej stymulowanie gospodarki w latach 2013-2014, niż nadmierną konsolidację fiskalną. Wicepremier i minister gospodarki Janusz Piechociński przyznał również, że pierwsze czytanie projektu nowelizacji budżetu zostało zaplanowane na 28 sierpnia, co oznacza, że budżet zostanie zrewidowany dopiero we wrześniu.

Miniony tydzień

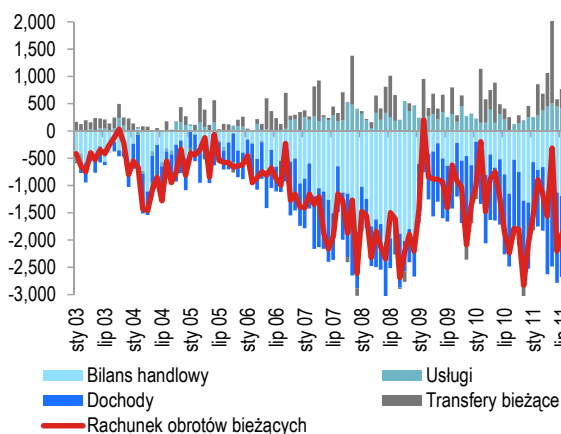
Bilans płatniczy

Majowy odczyt bilansu obrotów bieżących na poziomie 574 mln EUR był mniejszy niż rekordowe 714 mln EUR (po rewizji z poziomu ok. 0,5 mld EUR) odnotowane w kwietniu. Wynik ten znacząco przewyższył oczekiwania rynkowe (ok. 160 mln EUR) oraz naszą prognozę (-0,5 mld EUR). Na majowy odczyt bilansu płatniczego złożyło się pogorszenie bilansu handlowego (spadek z 581 mln EUR w kwietniu do 113 mln EUR w maju), czemu towarzyszyła słabsza niż oczekiwano dynamika eksportu oraz importu (3% i -4,6% w porównaniu odpowiednio z 12,7% i 4,1% w kwietniu). Jednocześnie zanotowano mniejszą nadwyżkę w usługach oraz transferach. Nie mniej jednak największa niespodzianka nastąpiła na rachunku dochodów, gdzie deficyt w maju obniżył się do 766 mln EUR w porównaniu z 1224 mln EUR w kwietniu. Co ciekawe, poprawa salda dochodów nie wynikała z mniejszego niż zazwyczaj odpływu środków z tytułu dywidend, reinwestowanych zysków i odestek, ale z dużych

przychodów. Sądzymy, że to ograniczenie deficytu na rachunku dochodów może mieć charakter incydentalny i oczekujemy jego pogorszenia w kolejnych miesiącach.

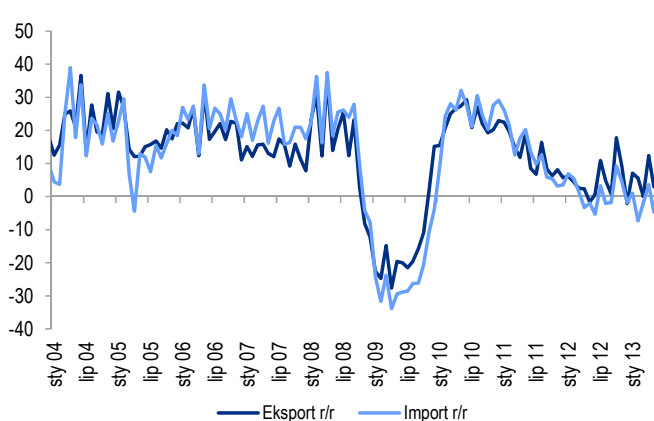
Dwunastomiesięczny skumulowany deficyt obrotów bieżących pozostanie na niskim poziomie w II połowie 2013 r., co w naszej opinii będzie ograniczało zmienność złotego. Po maju dwunastomiesięczny skumulowany deficyt obrotów bieżących spadł do poziomu ok. 2,2% PKB (w porównaniu do 3,5% PKB w grudniu 2012). Biorąc dodatkowo pod uwagę rosnący deficyt na rachunku błędów i opuszczeń bilans obrotów bieżących ukształtował się na stałym poziomie 3,2 % PKB w porównaniu z kwietniem. Ponadto, sumując bilans obrotów bieżących i saldo rachunku kapitałowego, odnotowana została pierwsza w historii nadwyżka w kwocie ponad 1 mld EUR. Oznacza to że obroty bieżące są całkowicie pokryte przez kapitał długoterminowy (choć należy zaznaczyć że jest to przede wszystkim napływ środków z UE, wobec bezpośrednich inwestycji zagranicznych na poziomie ok. 20% deficytu obrotów bieżących).

Wykres 7. Bilans obrotów bieżących (mln EUR)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 8. Eksport i import (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

RPP

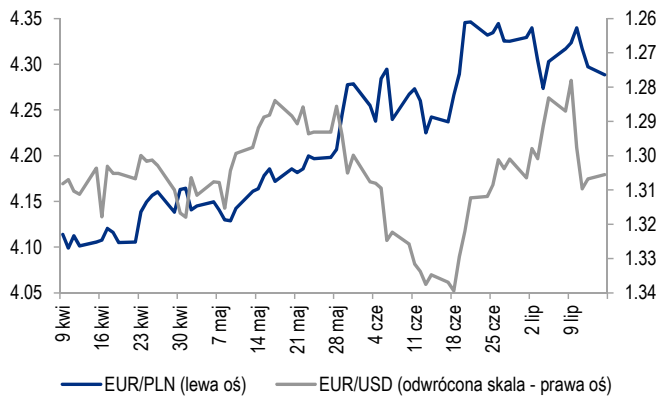
Komentarze najbardziej gołębih członków RPP wspierają nasz scenariusz, zakładający że cykl łagodzenia polityki pieniężnej został już zakończony. W udzielonym w minionym tygodniu wywiadzie Andrzej Bratkowski przyznał, że preferował obniżkę stóp o 50 pb w lipcu, jednak na taką decyzję nie udałooby się zebrać niezbędnej większości. Niemniej obecnie A. Bratkowski uważa cykl łagodzenia za definitywnie zakończony. Jego zdaniem dokonane obniżki stóp będą wspierać gospodarkę najsilniej w połowie 2014 r. W podobnym tonie wypowiadała się E. Chojna-Duch, która powiedziała, że są bardzo niewielkie szanse na zmianę decyzji RPP w kwestii kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej. Jej zadaniem choć stan gospodarki nie jest najlepszy, to powinien się stopniowo poprawiać. E. Chojna-Duch powiedziała, że Rada ponownie dokona przeglądu sytuacji pod koniec roku, ale wyraziła wątpliwości co do powrotu do obniżek stóp. Komentarze RPP wspierają nasze oczekiwania stabilizacji stóp procentowych w najbliższych kwartałach.

Protokół z posiedzenia FOMC i wypowiedzi prezesa Fed

Sprawozdanie Komitetu Otwartego Rynku potwierdziło wcześniejsze sugestie ze strony Fed o stopniowym przygotowywaniu do ograniczenia programu QE3. Niemniej jednak członkowie Komitetu nie są zgodni co do terminu i tempa redukcji skupu aktywów. Jak można przeczytać w sprawozdaniu, pewna grupa opowiada się za tym, aby rozpocząć zmniejszanie skali zakupu aktywów jeszcze w tym roku, podczas gdy inni członkowie FOMC opowiadają się za kontynuowaniem skupu obligacji do następnego roku.

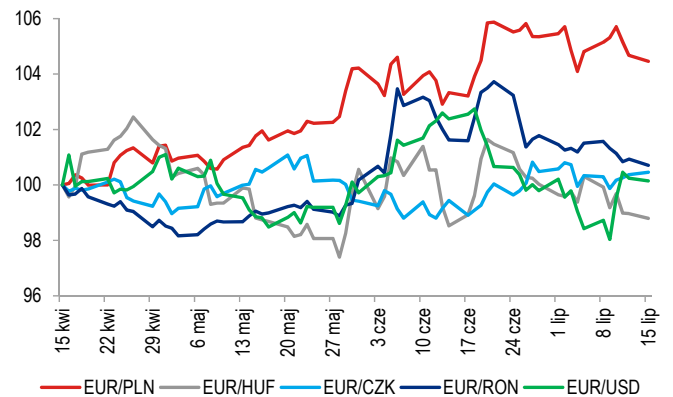
Po publikacji minutes Fed prezes banku centralnego Ben Bernanke powiedział, że Stany Zjednoczone nadal „potrzebują silnie akomodacyjnej polityki monetarnej”. Wypowiedzi szefa Fed ograniczyły obawy rynku o szybkie ograniczanie QE3 i poprawiły globalne nastroje, umacniając rynki akcji i osłabiając dolara.

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



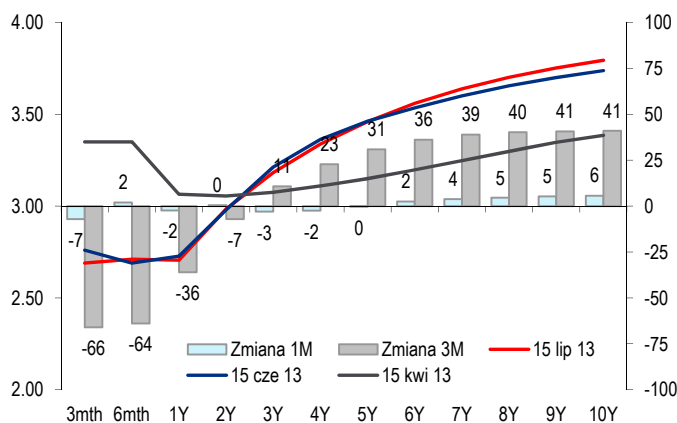
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



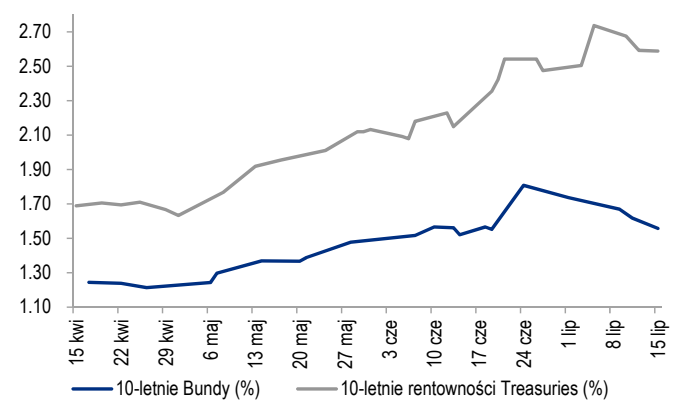
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Krzywa swap



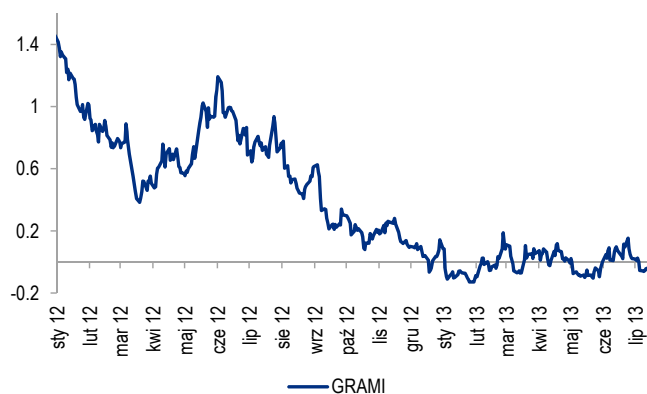
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 10. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



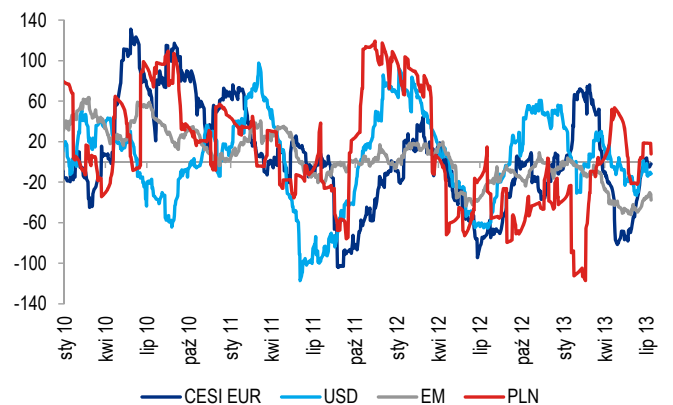
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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 4. 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
WIBOR1M, (% koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	2.77	3.72
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.09	3.36	3.14
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.25	3.24	3.30
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.08	4.33	4.15
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.18	4.25	4.28
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 jakiegokolwiek 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.