

CitiWeekly

Rząd zapowiedział rewizję budżetu, w tym tygodniu sprzedaż

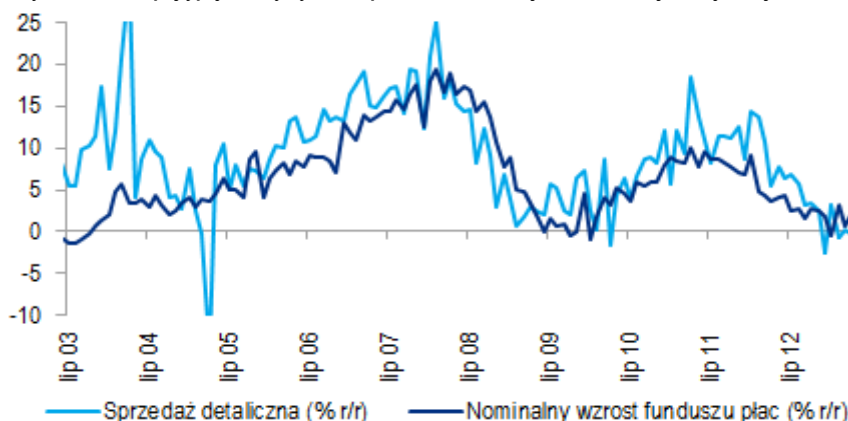
- W tym tygodniu poznamy dane o sprzedaży detalicznej za czerwiec. Oczekujemy przyspieszenia wzrostu sprzedaży do 2,6% r/r, co jest powyżej mediany prognoz rynkowych. Za granicą kluczowe będą dane, które najprawdopodobniej pokażą dalszą poprawę sytuacji na rynku nieruchomości w USA, indeks Ifo dla Niemiec oraz wstępne odczyty indeksów aktywności w strefie euro.
- Publikowane w ubiegłym tygodniu dane o płacach zaskoczyły negatywnie, dane o produkcji zaskoczyły pozytywnie, a inflacja spadła do rekordowo niskiego poziomu 0,2% r/r. Spodziewamy się stopniowego wzrostu inflacji (do ok. 1% na koniec roku) oraz ożywienia w gospodarce w kolejnych miesiącach, choć tempo wzrostu PKB (1,5%-2,0% w II poł. roku) pozostanie wyraźnie poniżej tempa potencjalnego. Jednocześnie podtrzymujemy prognozę zakładającą, że RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian przynajmniej do II poł. 2014, a możliwe, że nawet do 2015.
- Rząd zapowiedział rewizję deficytu budżetowego w górę o 16 mld zł, co było w okolicy górnej granicy przedziału prognoz rynkowych. Jednocześnie zapowiedziano zawieszenie sankcji za przekroczenie przez dług publiczny prognozy 50% PKB.
- Ubiegłotygodniowe komentarze Bena Bernanke okazały się „gołębie”, co wsparło oczekiwania, że program skupu aktywów nie zostanie wycofany przedwcześnie. Lekko pozytywny wpływ na nastroje inwestorów miała wygrana w wyborach do wyższej izby japońskiego parlamentu koalicji premiera Japonii S. Abe, co zwiększa szanse na kolejny program stymulacyjny. Jednak sukces ten zaburza fakt, że partii rządzącej nie udało się uzyskać samodzielnej większości.

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	1,55	2,25
III KW 14	4,22	3,22	4,80	1,31	3,00	0,25	3,40	1,70	3,15

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 17.07.2013 r.

Wykres 2. Oczekujemy przyspieszenia wzrostu sprzedaży detalicznej w czerwcu. Niemniej w kolejnych miesiącach konsumpcję prywatną będzie wspierać niska inflacja i wzrost akcji kredytowej.



Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

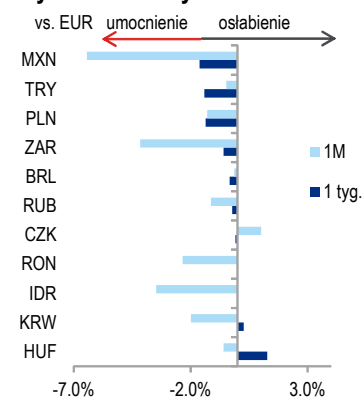
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

przy współudziale

Miłosza Gabrysia

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 19.07.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	19/7/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.24	-1.4%	-1.2%	4.1%	-8.8%
USD/PLN	3.22	-2.0%	-0.1%	4.5%	-10.3%
EUR/USD	1.31	0.6%	-1.1%	-0.4%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	2.50	0	-25	-175	-25
WIBOR 3M	2.70	1	-4	-143	-86
FRA1x4	2.63	-3	4	-118	-113
FRA3x6	2.62	-1	10	-78	-145
FRA6x9	2.61	-3	7	-43	-168
FRA9x12	2.69	-5	8	-23	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1295.7	0.9%	-4.1%	-22.6%	7.0%
Ropa	110.4	0.3%	4.3%	1.1%	1.1%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2313.3	0.5%	-4.1%	-10.4%	20.4%
S&P	1692.1	0.7%	3.9%	18.6%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.52	-5	-4	21	-52
10Y Treasuries	2.48	-11	13	73	-12

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
22 lip PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VI	5.35	5.25	5.18
23 lip WTOREK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VI	2.6	1.0	0.5
10:00	PL	Stopa bezrobocie	%	VI	13.2	13.2	13.5
16:00	EMU	Nastroje konsumenckie	pkt	VI	-18.3	-18.3	-18.8
24 lip ŚRODA							
09:30	DE	Wstępny indeks PMI dla przemysłu	pkt	VII		49.2	48.6
09:30	DE	Wstępny indeks PMI dla usług	pkt	VII		50.7	50.4
10:00	EMU	Wstępny indeks PMI dla przemysłu	pkt	VII	49.0	49.1	48.8
10:00	EMU	Wstępny indeks PMI dla usług	pkt	VII	47.9	48.7	48.3
15:00	USA	Chicago PMI	pkt	VII		52.5	51.9
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku pierwotnym	tys.	VI	470	484	476
25 lip CZWARTEK							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	VII	105.9	106.1	105.9
10:00	EMU	Podaż pieniądza M3	% y/y	VII	2.8	3.0	2.9
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	VI	3.6	1.2	3.6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tydz.	340.0	340.0	334.0
26 lip PIĄTEK							
15:55	USA	Rewizja wskaźników Uniwersytetu Michigan			84.0	84.0	83.9

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

Zapowiedź tygodnia

Sprzedaż detaliczna

Oczekujemy przyspieszenia wzrostu sprzedaży detalicznej w czerwcu do 2,6% r/r z 0,5% w maju. Lepszy wynik sprzedaży w czerwcu będzie wynikiem w dużej mierze większej liczby dni oboczych. Jednak pozytywny wpływ na sprzedaż będzie miał też wzrost cen paliw oraz dobre dane o rejestracji nowych samochodów według Instytutu Samar, które okazały się znacznie lepsze od naszego założenia w modelu. Przyspieszenie wzrostu sprzedaży wpisuje się w scenariusz stopniowego ożywienia popytu konsumpcyjnego, jednak zakładamy że będzie ono większe dopiero w II połowie tego roku

Miniony tydzień

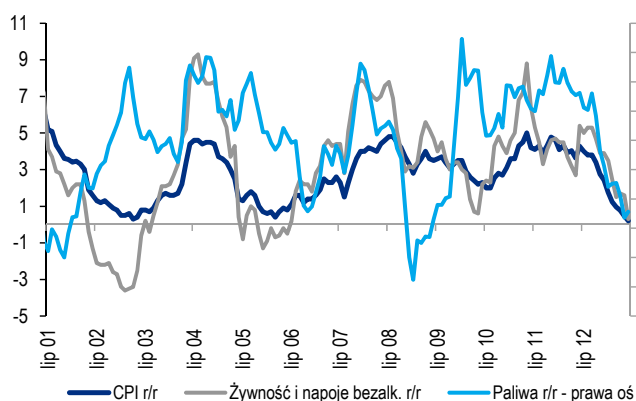
CPI

Inflacja spadła w czerwcu do 0,2% r/r z 0,5% r/r w maju osiągając historycznie niski poziom. Skala spadku inflacji okazała się zgodna z

naszymi oczekiwaniami i była nieco większa niż zakładał rynek (0,3% r/r). Szczegółowe rozbięcie danych potwierdza, że presja popytowa pozostaje słaba, choć w ostatnich miesiącach także ceny paliw i energii przyczyniły się do spadku inflacji. Inflacja netto po wyłączeniu cen żywności i energii za czerwiec osiągnęła poziom 0,9% r/r.

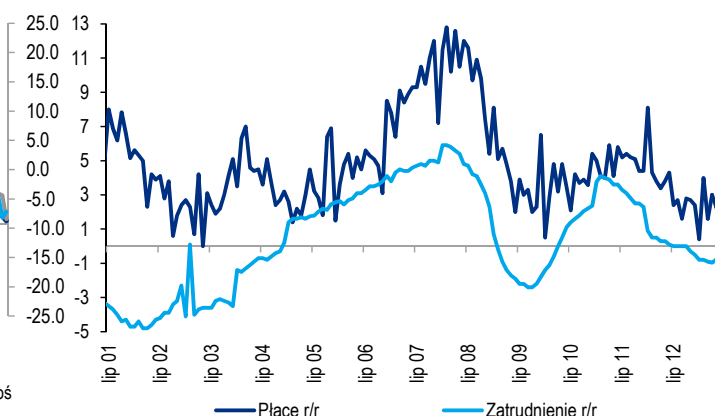
Oczekujemy powolnego wzrostu inflacji w II połowie roku. Według naszych szacunków trend spadkowy inflacji zostanie odwrócony w najbliższych miesiącach mimo ograniczonej presji popytowej oraz ujemnej luki popytowej. Przyspieszenie wzrostu cen konsumenckich będzie wynikało częściowo z osłabienia waluty, wyższych cen paliw oraz czynników statystycznych (stosunkowo wysokie miesięczne zmiany indeksu CPI zostaną wyeliminowane z indeksu rocznego w najbliższych miesiącach). Istotne dla inflacji będą także przyszłe zmiany kursu złotego, gdyż 10% trwałego osłabienia złotego może podwyższyć inflację o ok. 1,5 pkt. proc. W sumie oczekujemy wzrostu inflacji do ok. 1% r/r na koniec tego roku oraz do 2-2,5% r/r w IV kwartale 2014 r. To oznaczałoby, że cel inflacyjny NBP na poziomie 2,5% zostałby trwale przekroczony dopiero w 2015 r.

Wykres 3. Inflacja i jej główne składowe (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

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



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Rynek pracy

Nominalne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w czerwcu o 1,4% r/r w czerwcu, a zatrudnienie zmalało o 0,8% r/r. Choć wzrost płac okazał się niższy niż oczekiwania rynku i nasze prognozy to zasadniczo dane z rynku pracy cechuje stosunkowo duża stabilność. Ogólnie rzecz biorąc, na rynku pracy ciągle mamy do czynienia ze stagnacją, choć w kolejnych miesiącach nie oczekujemy już pogorszenia sytuacji. Dzięki bardzo niskiej inflacji (0,2% r/r w czerwcu) realny wzrost płac pozostaje wysoki, co powinno przełożyć się na wyższą konsumpcję w II połowie 2013 r.

Oczekujemy stopniowej poprawy na rynku pracy w dalszej części roku. Naszym zadaniem upływie jeszcze trochę czasu zanim nastąpi widoczna i trwała poprawa na rynku pracy. Odczyty wskaźników gospodarczych z ostatnich miesięcy sygnalizują stabilizację, a badania koniunktury sugerują, że do polepszenia nastrojów na rynku pracy i wzrostu popytu na pracę może dojść pod koniec roku. Według kwartalnej ankiety NBP

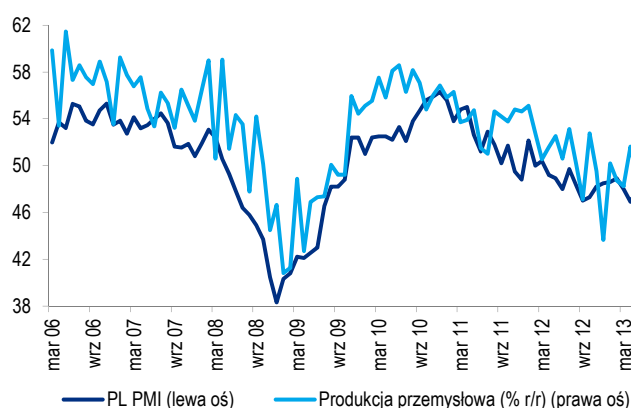
przeprowadzonej wśród firm, wzrost odsetek przedsiębiorstw planujących zwiększenie zatrudnienia przy jednoczesnym spadku udziału tych, rozważających zwolnienia. Niemniej jednak strukturalne dostosowania w budownictwie pozostają największą przeszkodą stojącą na drodze odbicia w zatrudnieniu. Badanie NBP pokazało także, że w krótkim okresie wzrost płac pozostanie pod kontrolą i będzie wolniejszy niż wzrost produktywności. Naszym zdaniem poprawi to pozycję konkurencyjną eksporterów przekładając się na zwiększenie dynamiki PKB w przyszłym roku.

Produkcja

Dynamika produkcji przemysłowej przyspieszyła w czerwcu do 3,0% r/r w porównaniu z odczytem majowym na poziomie -1,8% r/r. Ten wynik przewyższył naszą prognozę która i tak kształtowała się powyżej oczekiwań rynkowych. Co więcej, po korekcie wynikającej z różnicy w liczbie dni roboczych czerwcowy odczyt wzrósł jeszcze bardziej, do 4,5% r/r. Lepszy wynik w produkcji sygnalizowała wcześniej pozytywna niespodzianka w danych o PMI (wzrost do 49,3 pkt), choć słabe dane z Instytutu Samar o produkcji samochodów częściowo oddziaływały w drugą stronę. Poza tym, opublikowano też dane o produkcji budowlanej, które pokazały mniejszy od oczekiwań spadek produkcji budowlano-montażowej (-18,3 r/r w porównaniu z konsensusem na poziomie -21,1% i -27,5% r/r w maju).

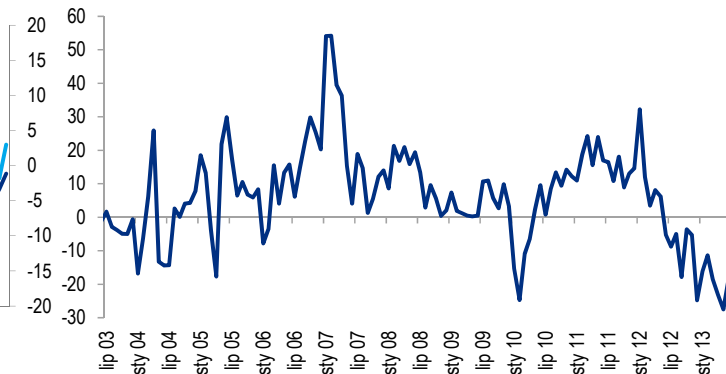
Dwa kolejne miesiące wzrostu indeksu PMI oraz pozytywna niespodzianka w produkcji przemysłowej to dobry prognostyk dla aktywności gospodarczej w dalszej części roku. Szczególnie obiecujący jest wzrost nowych zamówień sygnalizowany przez subindeks PMI. W tym kontekście oczekujemy stopniowego przyspieszania wzrostu gospodarczego w II połowie 2013 r. i bardziej dynamicznego wzrostu aktywności w 2014 r., o ile ziści się scenariusz poprawy koniunktury w Niemczech. Naszym zdaniem w kolejnych miesiącach zaobserwujemy także stopniowe zmniejszenie skali spadku produkcji budowlanej, ale na wzrost aktywności najprawdopodobniej trzeba będzie poczekać do przełomu roku.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 6. Produkcja budowlana (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Zgodnie z naszymi przewidywaniami, po relatywnie słabym I i II kwartale, wzrost gospodarczy powinien przyspieszyć do 1,5-2,0% r/r w II połowie 2013 r. Przyspieszenie dynamiki PKB napędzać będzie wzrost

konsumpcji prywatnej, wynikający z przyspieszenia wzrostu płac realnych, oraz możliwa większa dostępność kredytu konsumenckiego. Zwiększeniu siły nabywczej gospodarstw domowych będzie sprzyjać oczekiwany spadek cen energii. Z drugiej strony, mimo pozytywnego zaskoczenia w czerwcu, budownictwo ciągle pozostaje słabe, na zapowiadając ruchłego użytkownika w inwestycjach. W 2013 r. oczekujemy wzrostu PKB na poziomie 1,3% i dalszego przyspieszenia do 2,5% w 2014 r. Niemniej jednak będzie to wciąż zbyt wolny wzrost, aby zamknąć lukę popytową.

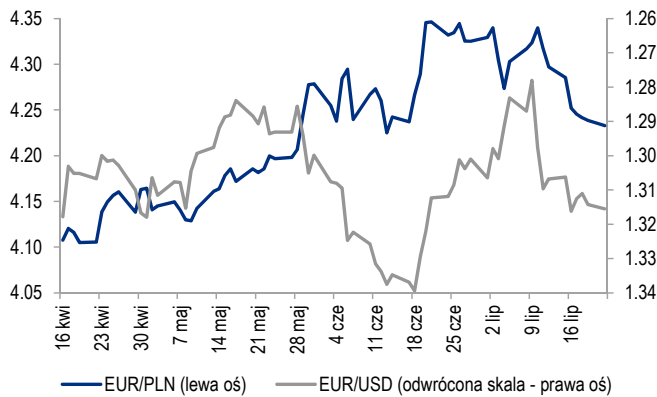
Rewizja budżetu

Wyższy deficyt budżetowy. Premier Donald Tusk zaprezentował plan rewizji budżetu na rok 2013 zakładający zwiększenie deficytu budżetowego o dodatkowe 16 mld PLN (z poziomu 35,6 mld). Według wyliczeń Ministerstwa Finansów ubytek w dochodach wyniesie ok. 24 mld zł, co w znacznym stopniu pokrywa się z naszymi wcześniejszymi szacunkami na poziomie 26 mld zł (więcej: Fiscal slippage makes budget revision almost unavoidable, 2 April). Rząd zdecydował, że niedobór dochodów zostanie tylko częściowo skompensowany po przez redukcję wydatków. Oznacza to, że deficyt będzie musiał wzrosnąć o ok. 16 mld PLN czyli ok. 1% PKB.

Dla przeprowadzenia procedury rewizji budżetu konieczna jest zmiana zapisów w Ustawie o finansach publicznych, które zakazują zwiększenia relacji deficytu do dochodów w sytuacji, kiedy dług publiczny przekracza poziom 50% PKB. Minister Finansów zapowiedział, że działanie progu na poziomie 55% PKB zostanie zawieszone w roku 2013 i 2014, lecz jednocześnie sam zapis pozostanie w Ustawie. Rząd zamierza również wprowadzić nową regułę fiskalną, która umożliwi prowadzenie bardziej elastycznej polityki fiskalnej przy jednoczesnym dyscyplinowaniu finansów publicznych w średnim okresie. Nowa reguła fiskalna zakłada, że wzrost wydatków publicznych będzie uzależniony od średnioterminowego tempa wzrostu gospodarczego, co pozwala upatrywać w niej narzędzia realizacji polityki antycyklicznej. Mimo pojawienia się pewnych krytycznych głosów w lokalnej prasie, zaproponowany mechanizm regulacji tempa wzrostu wydatków budżetowych postrzegamy pozytywnie. Naszym zdaniem daje on rządowi szersze pole manewru przy prowadzeniu polityki fiskalnej.

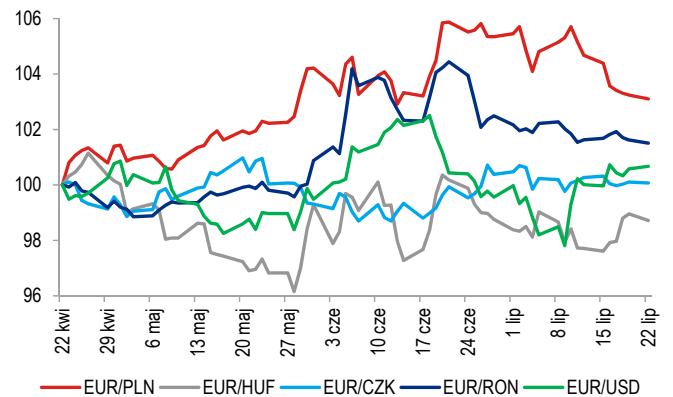
Zapowiedziany wzrost deficytu o 16 mld PLN w 2013 roku jest bliski górnej granicy widełek oczekiwań rynkowych. Jednakże taki kierunek działań nie powinien stanowić zaskoczenia dla rynków. Naszym zdaniem jest to pozytywny sygnał, który będzie wspierał wzrost gospodarczy, ponieważ rząd wstrzymał się z realizacją zacieśnienia fiskalnego. Ten ruch powinien pomóc utrzymać się wzrostowi gospodarczemu powyżej 1% w całym 2013 r. i dlatego podtrzymujemy naszą prognozę dynamiki PKB w 2013 r. na poziomie 1,3% (przy prognozie Ministerstwa Finansów na poziomie 1,5%).

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



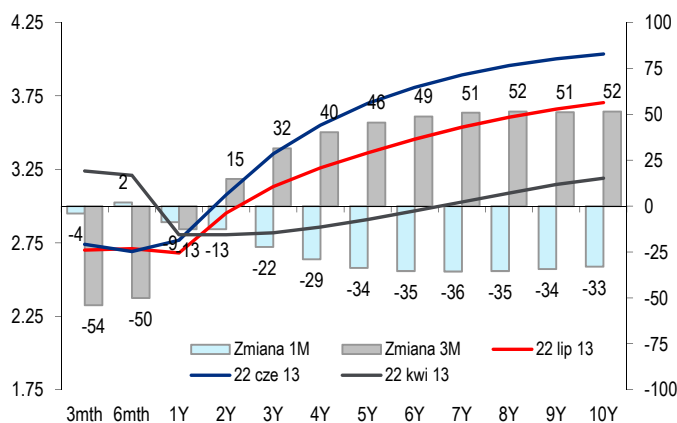
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



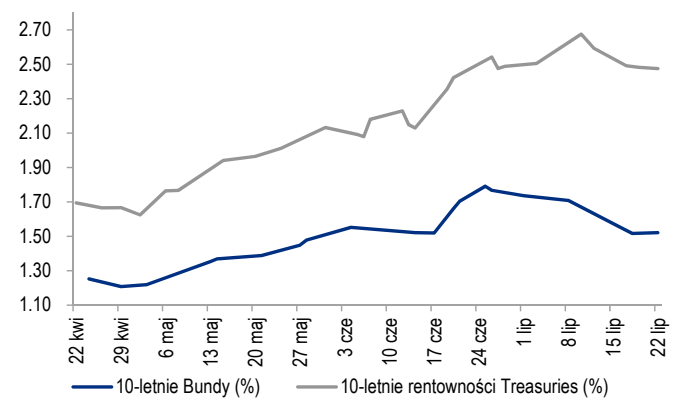
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Krzywa swap



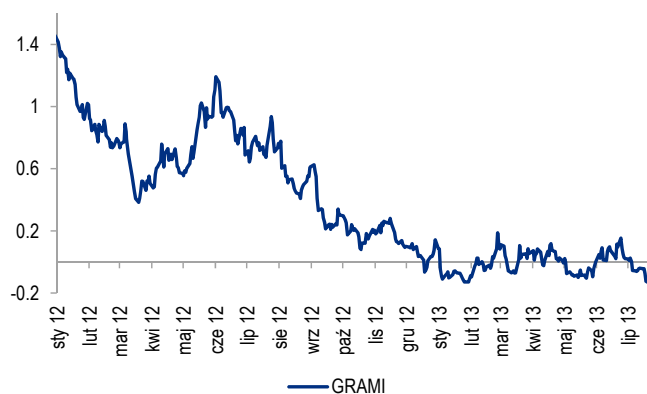
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 10. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



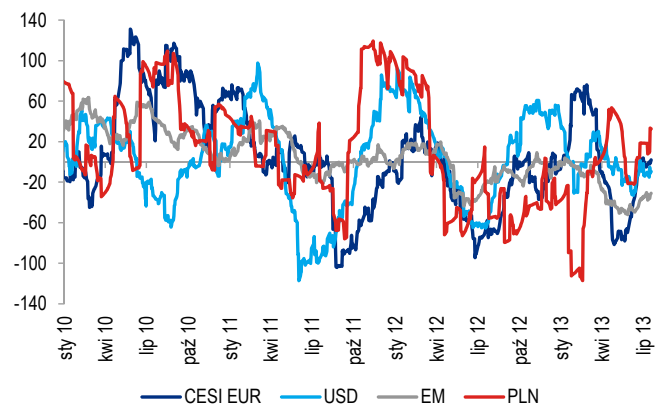
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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
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.