

CitiWeekly

Rząd przedstawił propozycję zmian w systemie emerytalnym

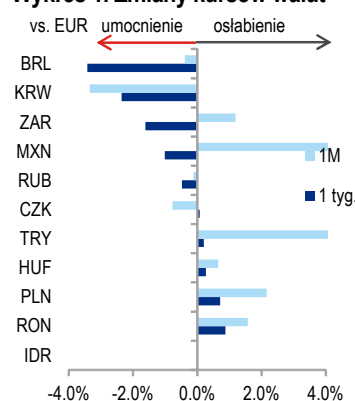
- Głównym wydarzeniem ostatnich dni była prezentacja planowanych przez rząd zmian dotyczących systemu emerytalnego. Według nich nieakcyjna część portfeli OFE (ok. 140 mld zł, tj. ok. 8% PKB) zostanie przekazana do ZUS, a przyszłość dalszych składek będzie zależała od indywidualnej deklaracji uczestników systemu emerytalnego. Według naszych szacunków dług publiczny zostanie obniżony o ok 7 pkt proc. PKB do 48% PKB w 2014 r. Jednocześnie deficyt *general government* zostanie obniżony przynajmniej o 0,5-1% PKB wobec wcześniejszych szacunków. Ponadto w przypadku braku zmian w metodologii ESA95 w 2014 r. transfer kapitałowy aktywów OFE poprawi bilans fiskalny o kolejne 7-8% PKB. W efekcie Polska zanotowałaby nadwyżkę fiskalną w 2014 r. na poziomie ok. 3% PKB.
- Posiedzenia RPP ani EBC nie przyniosły niespodzianek. RPP stwierdziła, że mimo poprawy danych wzrost PKB jest wciąż poniżej potencjału, a inflacja jest wyraźnie poniżej celu inflacyjnego, co sprawia, że stopy procentowe pozostaną bez zmian przynajmniej do końca tego roku. Oczekujemy pierwszej podwyżki stóp najwcześniej w II połowie 2014 r. Z kolei stopy procentowe w strefie euro pozostaną bez zmian najprawdopodobniej do 2016 r.
- Po znaczącym wzroście inflacji w lipcu naszym zdaniem wzrost cen konsumentów ustabilizował się w sierpniu na poziomie 1,1% r/r. Z kolei dane o bilansie płatniczym prawdopodobnie pokażą, że lipiec był czwartym z rzędu miesiącem z nadwyżką na rachunku obrotów bieżących.
- Dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA okazały się słabsze od oczekiwań i zmniejszyły oczekiwania co do skali redukcji programu skupu aktywów przez Fed pozytywnie wpływając na apetyt na ryzyko. Z kolei spotkanie G20 nie przyniosło przełomu w kwestii interwencji w Syrii.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
IV KW 13	4,21	3,17	4,84	1,33	2,50	0,50	2,72	1,70	2,70
IV KW 14	4,12	3,10	4,74	1,33	3,25	0,50	3,83	1,90	3,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 22.08.2013 r.

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 6.09.2013

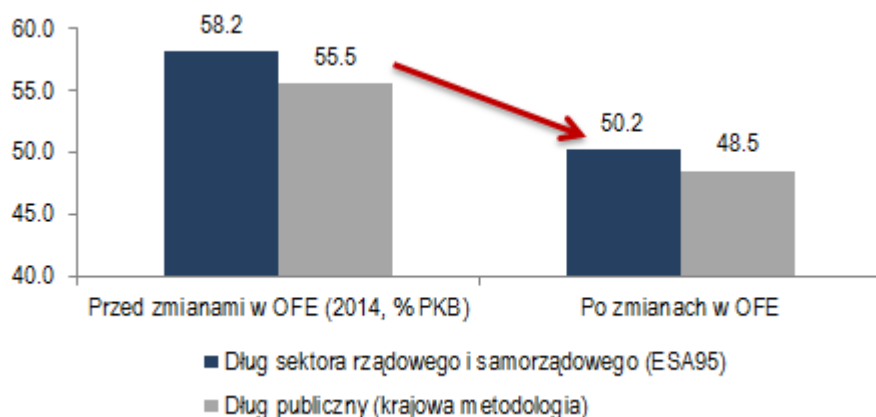
Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	6/9/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.28	0.3%	1.8%	5.2%	-8.8%
USD/PLN	3.25	0.5%	2.7%	5.3%	-10.3%
EUR/USD	1.32	-0.3%	-1.0%	-0.1%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	2.50	0	0	-175	-25
WIBOR 3M	2.70	0	0	-143	-86
FRA1x4	2.71	0	4	-111	-113
FRA3x6	2.74	2	8	-66	-145
FRA6x9	2.84	2	14	-21	-168
FRA9x12	3.03	2	22	11	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1390.9	-0.3%	8.6%	-16.9%	7.0%
Ropa	119.1	1.0%	8.5%	9.1%	8.5%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2239.0	-6.1%	-5.4%	-13.3%	20.4%
S&P	1655.2	1.4%	-2.5%	16.1%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.97	12	27	67	-52
10Y Treasuries	2.93	14	29	118	-12

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	6

Wykres 2. Zmiany w OFE obniżą dług publiczny w relacji do PKB.



Źródło: Ministerstwo Finansów, prognoza Citi

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
9 wrz		PONIEDZIAŁEK					
10:30	EUR	Indeks nastrojów Sentix	pkt	IX	-7.4	-2.8	-4.9
20:00	USA	Kredyt konsumencki	mld \$	VII		12.4	13.8
10 wrz		WTOREK					
11 wrz		ŚRODA					
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	mIn EUR	VII	124	58	574
14:00	PL	Eksport	mIn EUR	VII	13489	13000	12735
14:00	PL	Import	mIn EUR	VII	12986	12678	12174
16:00	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	VII		0.3	-0.2
19:00	USA	Aukcja 10-letnich obligacji					
	DE	Aukcja 10-letnich obligacji					
12 wrz		CZWARTEK					
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% r/r	VII			
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys	tyg	330.0	330.0	323.0
14:30	USA	Ceny w imporcie	% m/m	VIII	0.3	0.5	0.2
13 wrz		PIĄTEK					
14:00	PL	CPI	% r/r	VIII	1.1	1.1	1.1
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	VIII	6.5	6.3	6.5
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	0.4	0.4	0.2
14:30	USA	PPI	% m/m	VIII	0.2	0.2	0.0
16:00	USA	Nastroje konsumenckie (UoM)	pkt	XI	80.0	82.0	80.0

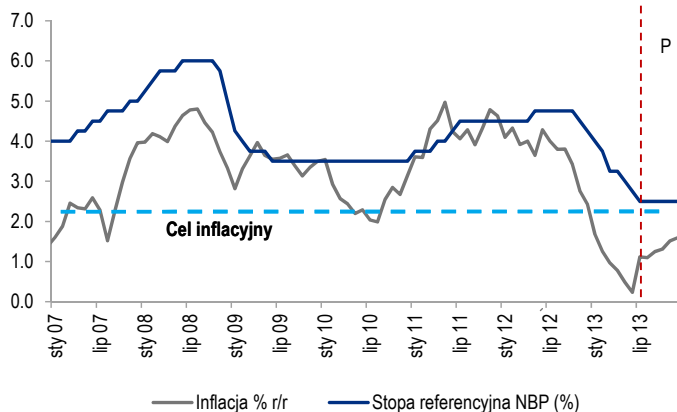
Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Zapowiedź tygodnia

Oczekujemy stabilizacji inflacji na poziomie 1,1% r/r

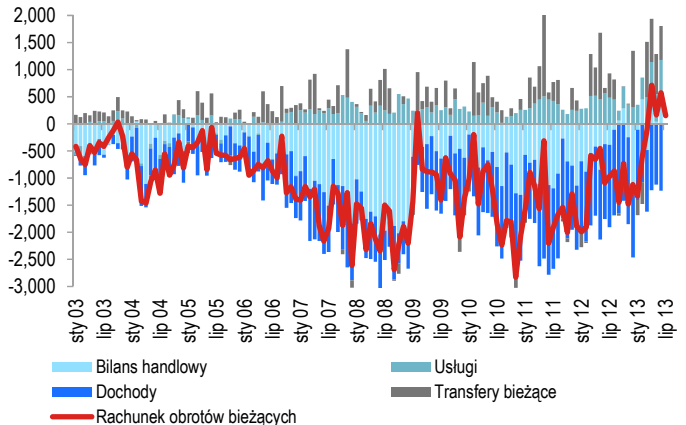
Po znaczącym wzroście inflacji w lipcu naszym zdaniem wzrost cen konsumentów ustabilizował się w sierpniu na poziomie 1,1% r/r. Oczekujemy mniejszego niż wynikałoby to z sezonowych trendów spadku cen żywności oraz niewielkiego spadku cen paliw w ujęciu miesięcznym. W sumie presja popytowa jest wciąż znikoma, gospodarka rośnie wyraźnie poniżej potencjalnego tempa wzrostu a popyt konsumpcyjny mimo niewielkiej poprawy jest wciąż bardzo słaby. Według naszych szacunków inflacja bazowa netto po wyłączeniu cen żywności oraz energii również się ustabilizowała na poziomie 1,4% r/r.

Wykres 3. Inflacja i główna stopa procentowa NBP



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Bilans obrotów bieżących – główne składowe



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Oczekiwane niewielkie pogorszenie w obrotach bieżących

Według naszych szacunków lipiec był prawdopodobnie czwartym z rzędu miesiącem kiedy saldo na rachunku obrotów bieżących utrzymało się powyżej zera. Oczekujemy spadku nadwyżki w obrotach bieżących do 0,12 mld EUR z 0,57 mld EUR w czerwcu. Biorąc pod uwagę mocne dane o produkcji przemysłowej za lipiec oczekujemy dobrych danych o eksporcie, które przyczyniły się do utrzymania nadwyżki w handlu zagranicznym. Ta z kolei wciąż niwelowała mniejszy napływ środków EU na rachunek transferów.

Miniony tydzień

Zmiany w systemie emerytalnym

Polski rząd ogłosił główne założenia dla długo oczekiwanych zmian w systemie emerytalnym. Według nich nieakcyjna część portfeli OFE (całkowite aktywa: 284,2 mld zł, tj. ok 17% PKB) zostanie przekazana do ZUS, podczas gdy część akcyjna oraz dług korporacyjny pozostanie w OFE. Przetransferowane środki wyniosą prawdopodobnie ok. 138,4 mld zł (ok. 49% aktywów, tj. 8% PKB). W przyszłości to czy składki będą trafiały do ZUS lub OFE będzie zależało od indywidualnej deklaracji uczestników systemu emerytalnego. Biorąc pod uwagę to, że domyslną opcją będzie przejście do ZUS oczekujemy, że efektem reformy będzie wyraźne zmniejszenie transferu do OFE. W przypadku braku zmian transfer wyniósłby ok. 12 mld zł.

Reforma systemu emerytalnego zakłada, że benchmarki inwestycyjne OFE zostaną zniesione, a fundusze będą mogły dowolnie ustalać alokację w akcje, obligacje korporacyjne i gotówkę. Ponadto co roku OFE będzie przekazywało do ZUS wszystkie aktywa osób, którym pozostało mniej niż 10 lat do emerytury. W przyszłym roku według wypowiedzi wiceministra finansów W. Kowalczyka może to być ok 4,4 mld zł.

Zaproponowane zmiany poprawią wskaźniki fiskalne. Według naszych szacunków dług publiczny zostanie obniżony o ok 7 pkt proc PKB do 48% PKB w 2014 r. Jednocześnie deficyt *general government* może zostać obniżony z tytułu mniejszych odsetek od niższego długu oraz transferu

części aktywów OFE o 0,5%-1% PKB wobec wcześniejszych szacunków. Ponadto zgodnie z metodologią ESA95 transfer kapitałowy aktywów OFE może zostać potraktowany jako dochód sektora finansów publicznych, co poprawiłoby bilans fiskalny o ok. 7-8 pkt proc PKB. W efekcie Polska zanotowałaby nadwyżkę fiskalną na poziomie ok. 3% w 2013 r. lub 4% PKB w 2014 r. w zależności kiedy zmiany zostały by uchwalone. Obniżenie długu do 48% zmniejszyłoby obawy oznaczająceby eliminację ryzyka przekroczenia przez dług publiczny progu 55% PKB. Mogą one stworzyć pewną przestrzeń fiskalną, choć rząd zapowiada, że całej operacji towarzyszyłoby odpowiednie zmniejszenie progów długu publicznego.

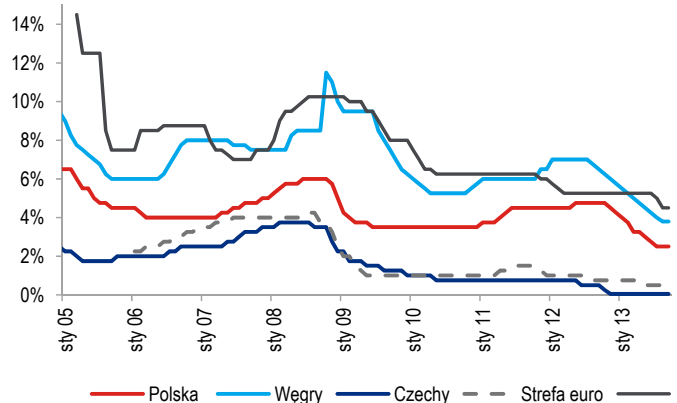
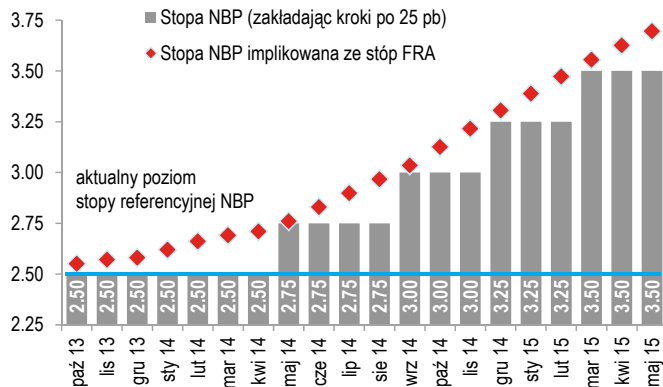
Rząd przyjął projekt budżetu na 2014 r.

W ubiegłym tygodniu rząd przyjął projekt przyszłorocznego budżetu, zakładający deficyt na poziomie 47,7 mld zł, a więc nieco mniejszy niż 51,6 mld w 2013 (po rewizji). Zmiany w systemie OFE przekładają się na ograniczenie wydatków o około 9 mld zł, z tego 4,8 mld na skutek niższych kosztów obsługi (po umorzeniu obligacji z portfeli OFE) oraz 4,5 mld zł na skutek mniejszych transferów do OFE. Plan zakłada również podwyżkę akcyzy na wyroby spirytusowe o 15% oraz wpływ z dywidend ze spółek z udziałem SP w wysokości 4,6 mld zł. Według MF zmiany w systemie emerytalnym pomogą obniżyć potrzeby pożyczkowe netto o około 16,5 mld zł w 2014 oraz 6,9 mld zł w 2015.

Decyzja RPP bez niespodzianek

Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu RPP zdecydowała się pozostawić stopę procentową na niezmiennym poziomie 2,5% oraz zasygnalizowała, że stopy procentowe nie ulegną zmianie przynajmniej do końca roku. W oficjalnym komunikacie RPP dostrzegła przyspieszenie wzrostu PKB oraz poprawę aktywności w gospodarce, choć jednocześnie podkreśliła, że wzrost gospodarczy pozostał poniżej potencjału, popyt krajowy jest wciąż słaby a wzrost kredytów dla sektora prywatnego ograniczony. Choć Rada zwróciła uwagę na wzrost inflacji to stwierdziła, że efekt wzrostu inflacji w lipcu nie będzie już widoczny w II połowie 2014 r., a aktualne projekcje NBP pokazują, że inflacja będzie kształtować się poniżej celu NBP do 2015 r. RPP stwierdziła w komunikacie, że stopy procentowe jak również nastawienie nie ulegną zmianie przynajmniej do końca tego roku. Według naszych prognoz biorąc pod uwagę niską presję inflacyjną oraz umiarkowany wzrost PKB oczekujemy, że pierwsze podwyżki sTMóp procentowych mogą nastąpić dopiero w II połowie 2014 r.

Wykres 4. Implikowana ze stóp FRA oczekiwana stopa referencyjna NBP Wykres 6. Stopy procentowe w regionie



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Brak zmian w polityce EBC

EBC nie zmienił stóp procentowych na wrześniowym posiedzeniu i powtórzył, że pozostaną one na niskim poziomie przez dłuższy czas. W trakcie konferencji prasowej prezes EBC powiedział, że Rada EBC dyskutowała nad obniżką stóp procentowych, co zostało odebrane jako gołębi akcent. Jednocześnie EBC zwrócił uwagę na obawy związane ze zmniejszeniem nadpłynności, a prezes M. Draghi powiedział, że jest gotów do działania w razie jej spadku do zbyt niskiego poziomu (poniżej 100-200 mld EUR z obecnych 250 mld EUR). Ponadto EBC nieco zrewidował prognozy wzrostu PKB o 0.2 pkt proc. do -0,4% r/r na 2013 r. oraz do 1% z 1,1% na 2014 r. Analitycy Citi oczekują, że stopy procentowe w strefie euro pozostaną bez zmian przez dłuższy czas do 2016 r.

Dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA rozczarowały

Zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło w sierpniu o 169 tys. a dane za poprzednie miesiące zostały istotnie zrewidowane w dół. Niższe od oczekiwań rynkowych dane zmniejszyły oczekiwaną co do skali redukcji programu skupu aktywów i wsparły apetyt na ryzyko. Według ekonomistów Citi, Fed bardziej zwraca uwagę na trend i całkowitą poprawę danych w gospodarce od pewnego czasu niż na dane z pojedynczego miesiąca. W związku z tym stopniowy wzrost zatrudnienia, spadek stopy bezrobocia oraz spadek liczby nowych bezrobotnych sugerują, że nadzwyczajna akomodacja w polityce pieniężnej nie jest potrzebna.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	493	526
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	12,805	13,656
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	0.0	0.0	2.4	1.0	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)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.67	3.62
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.17	3.10
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.18	3.20
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.21	4.12
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.20
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	-3.6
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 publicz.*	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	37.2

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy, *prognoza nie uwzględnia jeszcze zmian w OFE.

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.
