

CitiWeekly

Oczekujemy dalszej poprawy danych z krajowej gospodarki

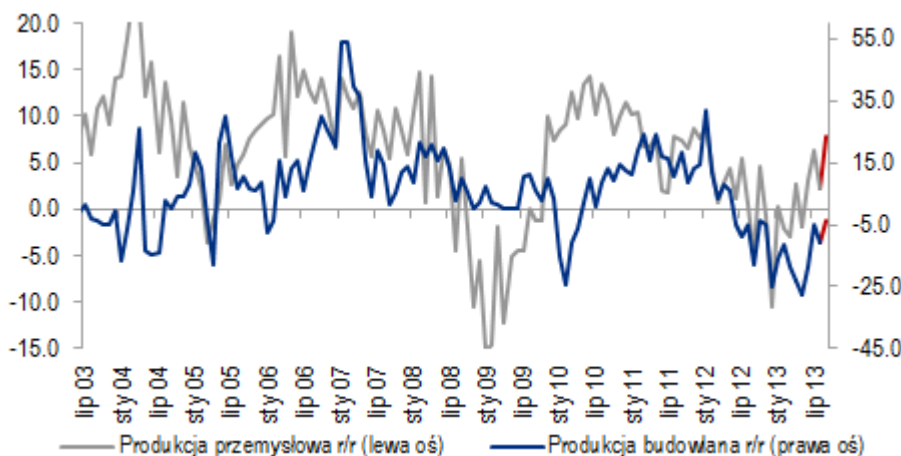
- Według naszych szacunków publikowane w najbliższych dniach dane z gospodarki realnej za wrzesień zaskoczą pozytywnie. Oczekujemy większego niż rynek wzrostu produkcji przemysłowej i plac oraz mniejszego spadku produkcji budowlanej i zatrudnienia. Ponadto oczekujemy stabilizacji inflacji na poziomie 1,1%. Poznamy też dane o podaży pieniądza, które pokażą istotne dla ożywienia gospodarczego trendy w aktywności kredytowej.
- Za granicą w centrum uwagi pozostanie spór w amerykańskim Kongresie o uchwalenie regulacji umożliwiających finansowanie rządu federalnego oraz podwyższenie limitu długu publicznego. Zdaniem ekonomistów Citi najprawdopodobniej amerykańskim politykom uda się ostatecznie wypracować pewną formę kompromisu, która pozwoli uniknąć problemów z obsługą zadłużenia. Jednak możliwe, że brak porozumienia w kwestii finansowania bieżących potrzeb rządu federalnego mógłby wydłużyć się nawet do przyszłego miesiąca, co istotnie obniżyłoby wzrost PKB w IV kw. w USA (nawet do 1%).
- W minionym tygodniu rząd przedstawił projekt zmian w systemie emerytalnym, który pokrywa się z większością wcześniej zaproponowanych propozycji. Transfer 51,5% aktywów OFE miałby nastąpić 3 lutego 2014 r. i według naszych szacunków taki ruch poprawiłby istotnie wskaźniki fiskalne (dług publiczny niższy o ok. 8 pkt proc. PKB oraz możliwa nadwyżka fiskalna w 2014 r. na poziomie ok. 4,5% PKB). To z kolei stworzyłoby odpowiednią przestrzeń fiskalną, którą rząd będzie prawdopodobnie chciał wykorzystać do wsparcia gospodarki.
- Opublikowane w poprzednim tygodniu dane o bilansie płatniczym za sierpień pokazały wyższy od oczekiwań deficyt obrotów bieżących. W relacji do PKB pozostaje on wciąż na historycznie niskich poziomach, a do końca roku oczekujemy jedynie jego niewielkiego wzrostu do ok. 2,1% PKB, co nadal będzie ograniczać zmienność złotego.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
IV KW 13	4,18	3,05	5,04	1,37	2,50	0,50	2,67	1,80	2,70
IV KW 14	4,14	3,00	5,11	1,38	3,25	0,50	3,71	1,90	3,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 27.09.2013 r.

Wykres 2. Oczekujemy sporej poprawy w danych o produkcji za wrzesień.



Źródło: GUS, prognoza Citi

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

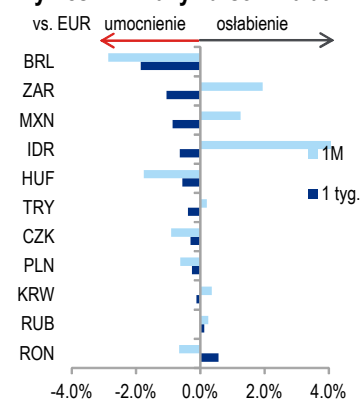
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 13.09.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	11/10/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.19	-0.2%	-0.5%	3.0%	-8.8%
USD/PLN	3.09	-0.2%	-2.3%	0.3%	-10.3%
EUR/USD	1.35	-0.1%	1.7%	2.6%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	2.50	0	0	-175	-25
WIBOR 3M	2.68	0	-2	-145	-86
FRA1x4	2.69	0	-2	-112	-113
FRA3x6	2.72	1	-1	-68	-145
FRA6x9	2.78	-5	-5	-26	-168
FRA9x12	2.91	-2	-9	-1	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1272.6	-2.9%	-6.8%	-24.0%	7.0%
Ropa	112.1	1.1%	-1.9%	2.7%	2.7%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2489.6	4.0%	4.6%	-3.6%	20.4%
S&P	1703.2	0.8%	0.8%	19.4%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.87	4	-14	56	-52
10Y Treasuries	2.69	5	-22	93	-12

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
14 paź		PONIEDZIAŁEK					
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	0.9		-1.5
14:00	PL	Podaż pieniądza	% r/r	IX	6.7	6.7	6.2
	USA	Dzień Kolumba					
15 paź		WTOREK					
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	X	47.3		49.6
14:00	PL	Inflacja	% r/r	IX	1.1	1.1	1.1
14:30	USA	Indeks Empire State	pkt	X		7.3	6.3
16 paź		ŚRODA					
	PL	Aukcja odkupu obligacji EUR					
	EMU	Rejestracje samochodów		IX			-5.0
11:00	EMU	Finalny HICP	% m/m	IX	1.1		1.3
14:00	PL	Place	% r/r	IX	3.5	3.0	2.0
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	IX	-0.2	-0.3	-0.5
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	IX	1.5	1.5	1.4
14:30	USA	CPI	% m/m	IX	0.2	0.2	0.1
17 paź		CZWARTEK					
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	IX	7.9	7.0	2.2
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	IX	-3.9	-6.0	-11.1
14:00	PL	PPI	% r/r	IX	-1.6	-1.4	-1.1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	330	341	374
14:30	USA	Pozwolenia na budowę	tys.	IX	890	910	891
16:00	USA	Indeks Philadelphia Fed	%	X	5.0	15.0	22.3
18 paź		PIĄTEK					
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	%	%	0.7	0.4	0.8

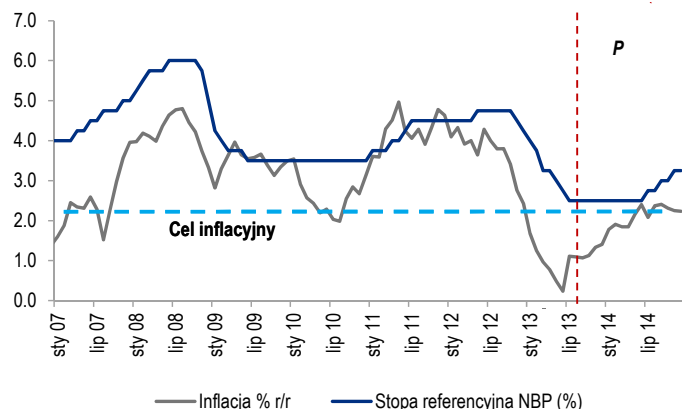
Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Zapowiedź tygodnia

Oczekiwana stabilizacja inflacji

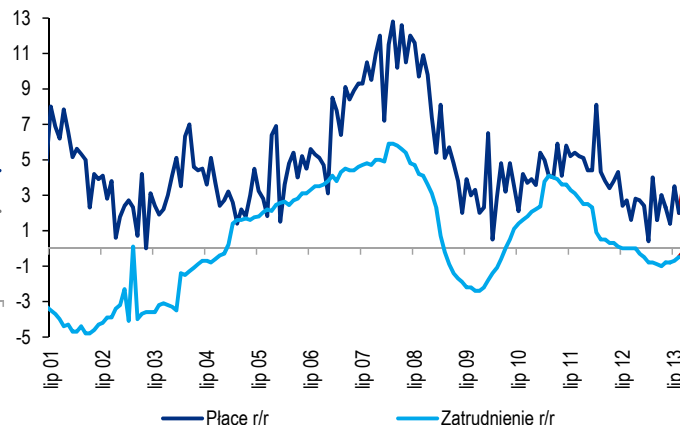
Oczekujemy stabilizacji inflacji we wrześniu na poziomie 1,1% r/r. Biorąc pod uwagę dane Ministerstwa Rolnictwa nt. cen żywności spodziewamy się ich spadku w nieco większej skali niż w ubiegłym roku. To najprawdopodobniej zrównoważyło wzrost cen paliw (nasz szacunek: 1,2% m/m). W przypadku innych kategorii nie spodziewamy się istotnych niespodzianek i zmian. Presja popytowa jest wciąż słaba i raczej nie będzie oddziaływała w kierunku szybkiego wzrostu inflacji w najbliższym czasie.

Wykres 3. Inflacja i stopy procentowe



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 4. Płace i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wzrost płac prawdopodobnie przyspieszył

Po znacznym spowolnieniu w sierpniu spodziewamy się przyspieszenia nominalnego wzrostu płac we wrześniu do 3,5% r/r. Jednocześnie oczekujemy niewielkiego wzrostu zatrudnienia w ujęciu miesięcznym, o 0,2% m/m, co byłoby zgodne ze spadkiem w ujęciu rocznym jedynie o 0,2% wobec -0,5% r/r w sierpniu. Uwzględniając wciąż niską inflację realny wzrost funduszu płac wyniósłby ponad 2% r/r wobec 0,4% r/r w sierpniu.

Produkcja przemysłowa może zaskoczyć pozytywnie

Indeks aktywności w przemyśle opublikowany na początku miesiąca zaskoczył w górę, co wspiera scenariusz przyspieszenia wzrostu produkcji we wrześniu. Według naszych szacunków po stosunkowo słabym wyniku produkcji w sierpniu we wrześniu produkcja wzrosła o 7,9% r/r. W dużej mierze tak znaczna poprawa jest wynikiem przede wszystkim wpływu efektu kalendarzowego, ale także rosnącego popytu krajowego oraz zagranicznego. W przypadku produkcji budowlanej oczekujemy spadku produkcji o 3,9% r/r, co oznaczałoby znaczącą poprawę wobec spadku o 11,1% w sierpniu.

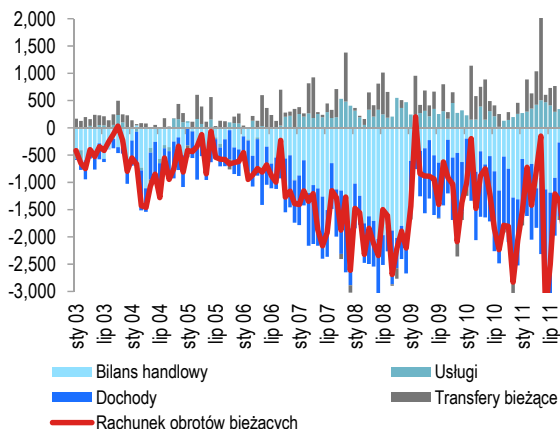
Miniony tydzień

Deficyt obrotów bieżących zaskoczył w górę

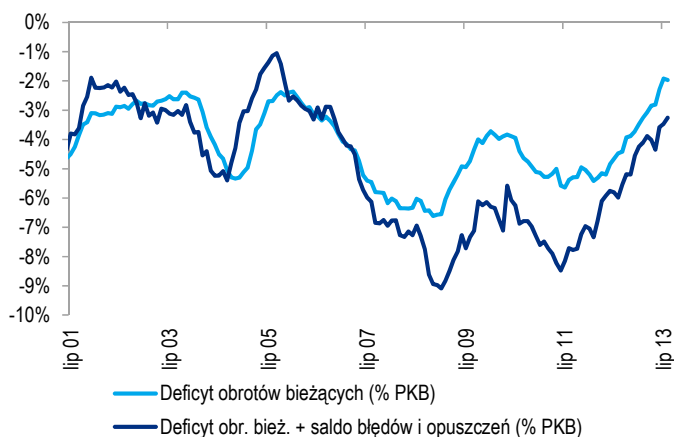
Deficyt obrotów bieżących okazał się wyższy niż oczekiwano i wzrósł w sierpniu do 719 mln EUR ze zrewidowanych w górę 497 mln EUR w lipcu. Deficyt był wyższy niż zakładał rynek 213 mln EUR oraz niż wskazywała nasza prognoza na poziomie 375 mln EUR, co głównie wynikało w wyższego deficytu na rachunku dochodów oraz mniejszej niż oczekiwaliśmy nadwyżki w handlu zagranicznym. W dosyć dużym stopniu za tak duże odchylenie od konsensusu i naszej prognozy odpowiedzialne były rewizje za poprzednie miesiące. Wzrost eksportu w sierpniu (2,1% r/r wobec 5,6% w lipcu) był bliski naszych oczekiwań, podczas gdy wzrost importu (-0,7% r/r wobec 1,1% w lipcu) był nieco wyższy niż szacowaliśmy. Deficyt obrotów bieżących skumulowany za 12 miesięcy ustabilizował się na poziomie ok. 2% PKB wobec ponad 3% na koniec ubiegłego roku, co powinno oddziaływać w kierunku zmniejszenia wrażliwości złotego na wahania apetytu na ryzyko. Oczekujemy jedynie minimalnego wzrostu

deficytu obrotów bieżących do końca roku oraz dalszego stopniowego wzrostu w przyszłym roku.

Wykres 5. Bilans obrotów bieżących – składowe (mln EUR)



Wykres 6. Deficyt obrotów bieżących (% PKB)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

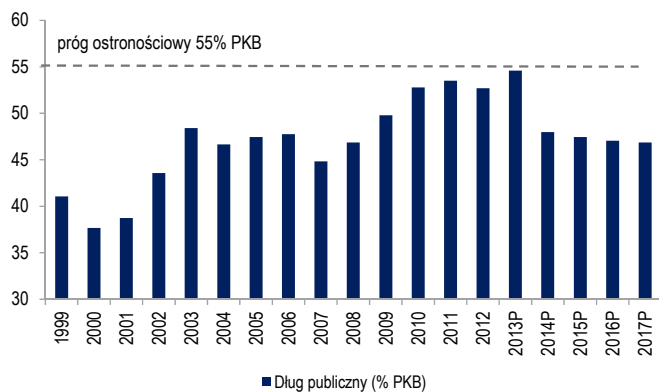
Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy.

Rząd przedstawił projekt zmian w systemie emerytalnym

Projekt zmian w systemie emerytalnym opublikowany przez rząd w ubiegłym tygodniu jest w znacznej mierze zgodny z wcześniejszymi zapowiedziami. Projekt zakłada transfer 51,5% aktywów OFE (według wyceny z końca stycznia 2014 r.) do ZUS-u. Transfer nastąpi 3 lutego 2014 r. a w skład przekazanych aktywów wejdą przede wszystkim obligacje rządowe, a także obligacje gwarantowane przez rząd oraz gotówka. Począwszy do 1 kwietnia 2014 r. członkowie OFE będą mieli 3 miesiące na deklarację, czy chcą, aby ich przyszłe składki dalej trafiały do OFE. W przypadku braku deklaracji składki trafią do ZUS. Biorąc pod uwagę, że OFE mają zakaz reklamy swoich usług ok. 75% obecnych członków OFE zostanie przeniesiona do ZUS.

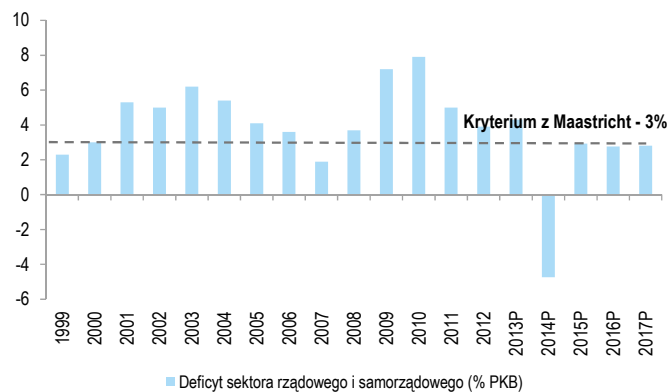
Planowane zmiany najprawdopodobniej będą miały pozytywny wpływ na główne wskaźniki fiskalne. Ministerstwo Finansów szacuje, że dług sektora rządowego i samorządowego obniży się w rezultacie zmian w systemie emerytalnym o ok. 9,2 pkt proc. PKB. Jednocześnie deficyt fiskalny zostanie najprawdopodobniej obniżony o ok. 1 pkt proc. PKB w kolejnych latach, a w 2014 r. saldo fiskalne może nawet osiągnąć nadwyżkę 4,5% PKB (jeśli Eurostat uzna transfer z OFE jako dochód). Potrzeby pożyczkowe zostaną obniżone o prawie 1,5% PKB (20-25 mld zł) rocznie w okresie 2014-2017. Zmiany w polityce fiskalnej stworzą przestrzeń fiskalną, którą rząd może wykorzystać do pobudzenia wzrostu gospodarczego. Mimo redukcji długu publicznego (wg naszych szacunków do ok. 48% PKB) dwa progi fiskalne na poziomie 55% i 60% PKB najprawdopodobniej nie zostaną obniżone. W oficjalnym komunikacie rząd podkreśla, że limity dotyczące długu publicznego zostaną obniżone jedynie w odniesieniu do reguły wydatkowej, która zostanie wprowadzona w przyszłym roku. Naszym zdaniem nowa reguła wydatkowa będzie znacznym usprawnieniem w konstrukcji polityki fiskalnej, ale nie będzie tak istotnym ograniczeniem dla łagodzenia polityki fiskalnej, jakim były dotychczas limity zadłużenia.

Wykres 7. Dług publiczny (% PKB)



Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 8. Deficyt sektora rządowego i samorządowego (% PKB)



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

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	432	470	517	490	516	561
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,342	1,417	1,528	1,595	1,638	1,723
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,314	12,210	13,404	12,722	13,378	14,575
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	1.7	3.9	4.5	1.9	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.1	9.3	11.2	-3.3	-3.8	3.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	0.6	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5.0	5.9	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)	4.0	3.3	3.5	3.2	4.6	2.4	1.6	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.5	3.5	2.6	4.3	3.7	1.1	2.2
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.6	4.9	3.4	2.6	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	2.62	3.57
	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	4.40	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.05	3.00
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.08
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.18	4.14
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	-10.9	-17.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.8	-3.5	-2.1	-3.2
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-0.7	-4.3
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	199.4	214.8
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	200.2	219.1
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.2	7.4	8.5
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-22.9	-21.9	-22.6	-25.8
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	-7.2	-7.9	-5.0	-3.9	-4.3	4.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.2	-5.2	-2.3	-1.1	-1.6	7.3
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	47.0	49.9	52.8	53.4	52.7	54.6	48.0
Dług krajowy	34.3	34.9	36.9	38.4	36.5	36.1	37.3	30.8

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.