

CitiWeekly

Nadwyżka zamiast deficytu

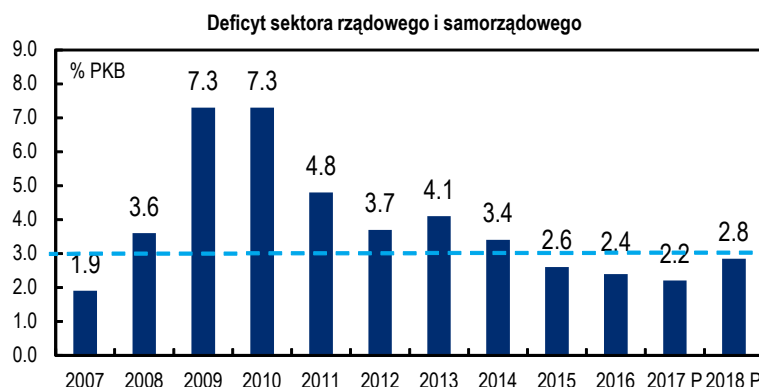
- Dobrych informacji na temat sytuacji budżetowej nie brakuje. W piątek Ministerstwo Finansów poinformowało, że po lipcu budżet wciąż odnotowywał nadwyżkę – tym razem w wysokości 2,4 mld zł. Oprócz 24,4% r/r wzrostu dochodów z VAT, uwagę zwraca ponad 13% wzrost dochodów z CIT oraz niemal 8% wzrost wpływów z PIT. Biorąc pod uwagę, że są to dane za ponad pół roku, zapowiadają one bardzo dobry wynik w całym 2017 r.
- Powyższe dane wpisują się w nasz scenariusz zakładający, że tegoroczny deficyt wyniesie około 30 mld zł, a więc zaledwie połowę pierwotnie planowanej kwoty. Istnieje duża niepewność dotycząca wielkości zwrotów VAT w IV kwartale, gdyż w ten sposób MF może próbować zwiększyć deficyt w br. i dzięki temu zwiększyć sobie przestrzeń fiskalną w 2018 r. Nie zmienia to jednak faktu, że sytuacja budżetowa jest wyjątkowo dobra, głównie dzięki temu, że polska gospodarka jest w pobliżu szczytu gospodarczego boomu.
- Projekt ustawy budżetowej zakłada na przyszły rok limit deficytu na poziomie 41,5 mld zł oraz deficyt sektora finansów publicznych na poziomie 2,7% PKB (według metodologii UE). Założenia te nie odbiegają nadmiernie od naszych wcześniejszych prognoz, które zakładały deficyt na poziomie 2,8% PKB. Niemniej wzrost deficytu do tego poziomu (z około 2% PKB w 2017 r.) świadczy o istotnym poluzowaniu polityki fiskalnej. W rzeczywistości biorąc pod uwagę bardzo wysokie tempo wzrostu PKB, po raz kolejny przekraczające poziom wzrostu potencjalnego, nawet utrzymanie deficytu bez zmian oznaczałoby rozluźnienie polityki fiskalnej.
- Tak jak sygnalizowaliśmy wielokrotnie w poprzednich miesiącach, w okresie boomu gospodarczego sytuacja fiskalna zazwyczaj jest lepsza od oczekiwanej. Jednak prawdziwym testem będzie dopiero zachowanie deficytu w okresie spowolnienia. Prawdopodobnie wówczas deficyt znacznie przekroczyłby poziom 3%, a dług mógłby niebezpiecznie szybko zbliżyć się do 55% PKB.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 17	4,23	3,68	4,75	1,15	1,50	0,00	1,74	0,35	2,05
III KW 18	4,13	3,79	4,69	1,09	2,00	0,00	2,45	0,60	2,73

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 19.07.2017.

Wykres 3. Deficyt sektora rządowego i samorządowego



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

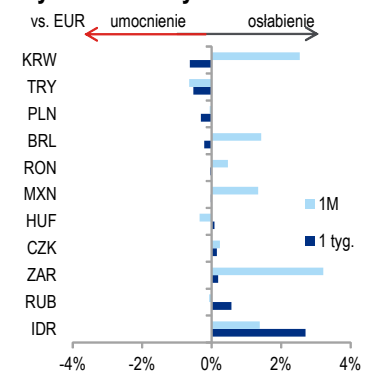
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

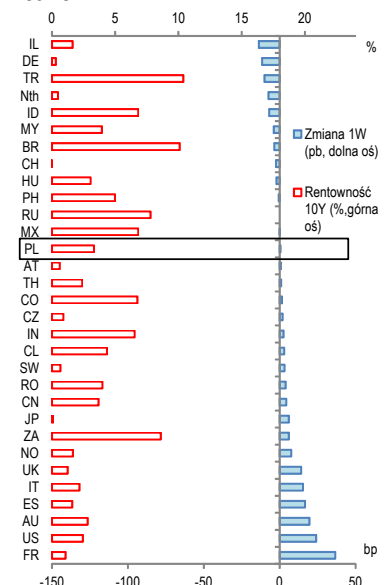
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 24.8.2017 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



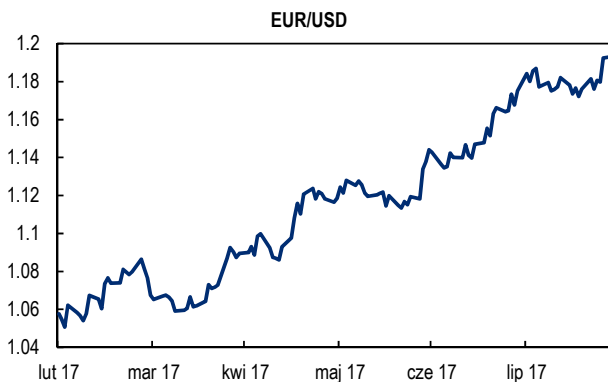
Według stanu na dzień 24.8.2017 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

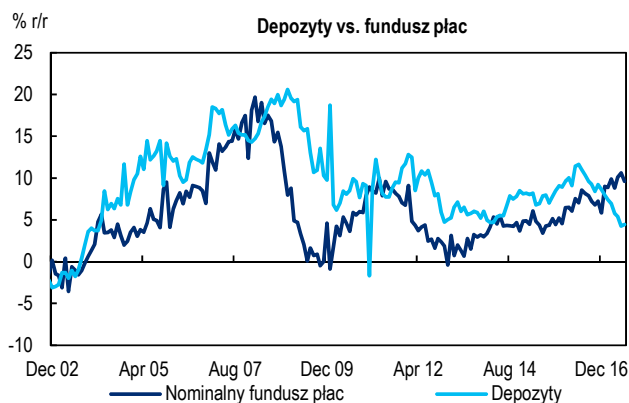
Wykres 4. Dalsze osłabienie dolara po sympozjum w Jackson Hole



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Ubiegłotygodniowe posiedzenie bankierów centralnych w Jackson Hole nie przyniosło nowych informacji na temat przyszłych decyzji Fed oraz EBC.
- Nie spełniły się obawy niektórych uczestników rynku, którzy spodziewali się, że Janet Yellen może wysłać bardziej jastrzębi sygnał, zapowiadając szybsze zacieśnianie polityki pieniężnej. Ten fakt, w połączeniu z relatywnie optymistycznym tonem M. Dragiego, wystarczył aby mocniej popchnąć EUR/USD w górę.

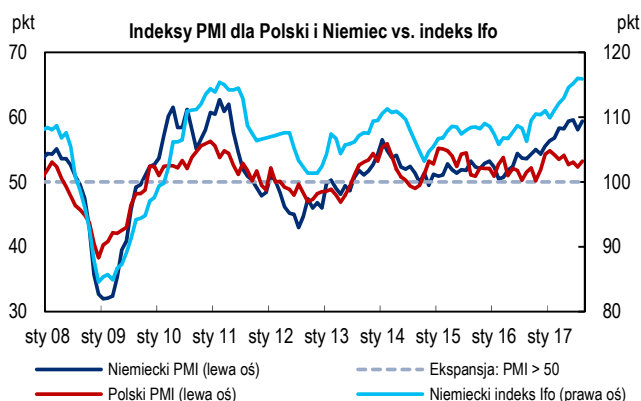
Wykres 5. Depozyty rosną wolno mimo wysokiego wzrostu funduszu płac



Źródło: GUS, Citi Handlowy

- GUS opublikuje w tym tygodniu wstępny szacunek inflacji za sierpień. Naszym zdaniem inflacja wzrosła po raz kolejny do 1,9% r/r z 1,7%, głównie za sprawą wzrostu cen paliw i efektu bazy w tej kategorii koszyka CPI.
- Minutes z ostatniego posiedzenia RPP wskazały, że według większości członków Rady w najbliższych kwartałach najbardziej prawdopodobna jest stabilizacja stóp. Niektórzy członkowie RPP wskazywali, że jeśli kolejne dane pokażą większą presję inflacyjną wówczas uzasadnione będzie rozważenie podwyżek stóp.
- Dane NBP o podaży pieniądza za lipiec pokazały, że mimo utrzymującej się dobrej sytuacji na rynku pracy wzrost depozytów utrzymał się blisko najniższego poziomu od wielu lat i spowalnia od ponad roku.

Wykres 6. Oczekujemy odreagowania PMI



Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy.

- Po zaskakującym spadku PMI w lipcu do 52,2, tym razem w sierpniu oczekujemy odreagowania indeksu do 53,2. Wsparciem dla naszej prognozy są kolejne i zaskakujące wzrosty analogicznych indeksów dla strefy euro i Niemiec w sierpniu. Co prawda niemiecki indeks Ifo spadł z rekordowo wysokiego poziomu 116 do 115,9, jednak był to wynik wciąż wyższy od prognoz.
- Publikowane w tym tygodniu szczegółowe rozbieżności PKB najprawdopodobniej pokaże, że wysoki wzrost gospodarczy w II kw. na poziomie 3,9% był napędzany przez wyraźne przyspieszenie inwestycji powyżej zera w ujęciu rocznym i dalsze przyspieszenie konsumpcji do ponad 5%.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
28.08. PONIEDZIAŁEK							
14:30	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	VII	--	0.3	0.7
29.08. WTOREK							
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	VII	--	120.4	121.1
30.08. ŚRODA							
11:00	EMU	Indeks nastrojów gospodarczej	pkt	VIII	112.0	111.3	111.2
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	VIII	--	188.0	178.0
14:30	USA	PKB, annualizowane	r/r	II kw.	--	2.7	2.6
31.08. CZWARTEK							
10:00	PL	PKB	% r/r	II kw.	3.9	3.9	4.0
14:00	PL	Inflacja	% r/r	VIII	1.9	--	1.7
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	VII	0.3	0.3	0.0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	230	237	234
14:30	USA	Wydatki osobiste	% m/m	VII	0.4	0.4	0.1
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	VIII	--	59.2	58.9
16:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	% m/m	VII	--	0.5	1.5
1.09. PIĄTEK							
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	--	56.8	54.2
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	53,2	--	52.3
09:00	CZ	PKB	% r/r	VIII	--	4.5	4.5
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	--	55.8	55.3
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	--	59.4	--
10:00	EMU	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	57.3	57.4	56.6
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VIII	170	180	209
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VIII	4.3	4.3	4.3
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	--	52.6	52.5
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VIII	57.0	56.5	56.3
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	VIII	--	97.3	97.6

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	477	469	520	548
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,799	1,851	1,962	2,075
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,417	12,226	13,569	14,345
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,8	6,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,6	3,3	3,8	2,7	4,0	3,2
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	5,2	7,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,6	3,9	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,5	3,0
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	7,7	9,0	6,2	5,1
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	8,9	7,5	6,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,4	2,9
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,9	2,3
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,5	6,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	13,9	2,4	4,5	7,6	7,4	5,0	6,5	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,63	2,90
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,50	4,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,74	3,75
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,78	3,78
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,12
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,22	4,14
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,4	-2,8	-5,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,5	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	2,2	0,3	-2,4
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,7	198,1	205,7
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,6	197,8	208,1
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	12,1	12,1	15,2	15,8	16,7
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-18,6	-16,6	-17,6	-17,4	-17,6
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	115,0	123,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,4	-2,2	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,6	-1,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,5	49,8

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Biuro Głównego Ekonomisty

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

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań, by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.