

CitiWeekly

W tym tygodniu informacja o rewizji budżetu

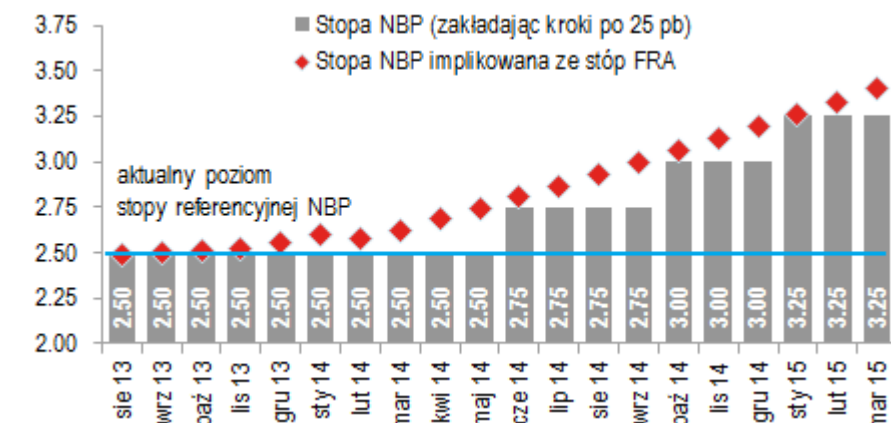
- W tym tygodniu zgodnie z wypowiedziami premiera można oczekiwać komunikatu w sprawie nowelizacji budżetu. Podtrzymujemy nasz długo utrzymywany szacunek, że deficyt budżetowy zostanie zrewidowany o ok. 10 mld zł. Zgodnie z zapowiedziami rząd będzie chciał też znnowelizować ustawę o finansach publicznych oraz zmienić sankcje obowiązujące w przypadku przekroczenia przez dług publiczny progu 50% przy jednoczesnym wprowadzeniu reguły wydatkowej uzależniającej wzrost wydatków od PKB wraz z nowym zestawem sankcji.
- Pod koniec tygodnia NBP opublikuje dane o bilansie płatniczym za maj. Spodziewamy się pogorszenia bilansu obrotów bieżących za sprawą deficytu w bilansie handlowym przy osłabieniu eksportu.
- Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu zgodnie z oczekiwaniami RPP zdecydowała się obniżyć stopy procentowe o 25 bp i zapowiedziała koniec cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, mimo rewizji w dół projekcji NBP wzrostu PKB i inflacji. Mając na uwadze stanowczy przekaz RPP oraz nasze prognozy stopniowego wzrostu inflacji w II połowie tego roku i w 2014 r. oraz przyspieszenia wzrostu PKB oczekujemy, że w ciągu najbliższych kilku kwartałów stopy procentowe zostaną na niezmiennym poziomie.
- Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami EBC pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Nie mniej jednak EBC zaskoczył wprowadzając do komunikacji EBC sygnalizację kształtowania się polityki monetarnej w perspektywie średnioterminowej. Podtrzymujemy oczekiwania jeszcze jednej obniżki stóp procentowych o 25 pb. w IV kwartale bieżącego roku, a ujemna stopa depozytowa nie jest wykluczona.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
III KW 13	4,37	3,19	5,14	1,37	2,50	0,50	2,75	1,50	2,25
III KW 14	4,33	3,14	5,03	1,38	3,00	0,25	3,50	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. Oczekiwana stopa referencyjna NBP implikowana ze stawek FRA. Nasze prognozy dotyczące ścieżki stóp procentowych są zbliżone do oczekiwań rynkowych.



Źródło: Reuters, GUS prognozy Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

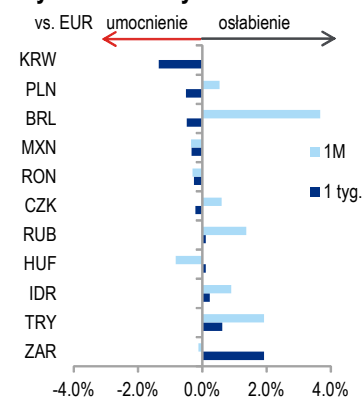
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421
cezary.chrapek@citi.com

przy współudziale

Miłozza Gabryśia

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 5.07.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	5/7/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.30	-0.5%	0.4%	5.7%	-8.8%
USD/PLN	3.35	1.0%	2.5%	8.8%	-10.3%
EUR/USD	1.28	-1.4%	-2.0%	-2.8%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	2.50	-25	-25	-175	-25
WIBOR 3M	2.69	-4	-5	-144	-86
FRA1x4	2.65	3	11	-116	-113
FRA3x6	2.66	2	22	-74	-145
FRA6x9	2.73	4	31	-31	-168
FRA9x12	2.85	3	41	-7	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1223.3	-0.8%	-12.8%	-26.9%	7.0%
Ropa	107.3	4.7%	3.4%	-1.7%	-0.9%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2253.5	0.3%	-8.5%	-12.8%	20.4%
S&P	1631.9	1.6%	1.4%	14.4%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.70	-3	18	40	-52
10Y Treasuries	2.74	25	65	98	-12

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	7

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
8 lip PONIEDZIAŁEK							
	EMU	Spotkanie Eurogrupy					
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	% r/r	V	-1.0	-0.5	1.8
9 lip WTOREK							
	EMU	Spotkanie ECOFIN					
10 lip ŚRODA							
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%			0.3	0.2
20:00	USA	Sprawozdanie ze spotkania FOMC					
21:00	USA	Wystąpienie prezesa Fed					
11 lip CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	365.0	335.0	343.0
14:30	USA	Indeks cen dóbr importowanych	%	VI	-0.2	0.0	-0.6
20:00	USA	Saldo budżetu	mld	VI		40.0	-138.7
12 lip PIĄTEK							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	0.2	-0.2	0.4
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	mIn €	V	-508.0	-190.0	601.0
14:00	PL	Eksport	mIn €	V	12543.0	12790.0	13279.0
14:00	PL	Import	mIn €	V	12687.0	12719.0	12678.0
14:30	USD	PPI	% m/m	VI	0.5	0.5	0.5
15:55	USD	Nastroje konsumenckie - indeks Michigan	pkt	VII	85.0	85.0	84.1

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

Zapowiedź tygodnia

Rewizja budżetu

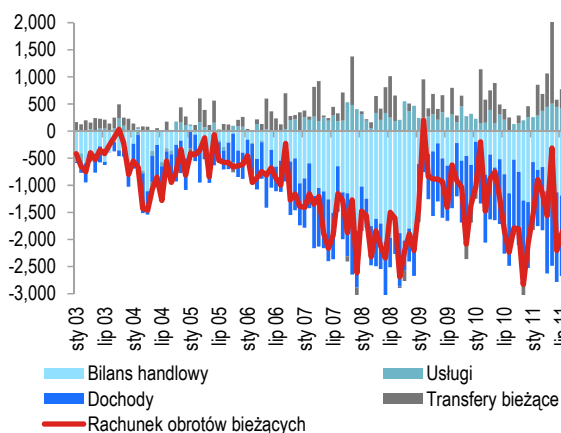
W tym tygodniu rząd ogłosi decyzję w sprawie rewizji deficytu budżetowego. Wzrost PKB oraz inflacja w tym roku będą znacznie poniżej wstępnych założeń do budżetu na obecny rok (nasza prognoza PKB 1,3% r/r vs. 2,2% założone w budżecie; наша prognoza inflacji: 0,8% r/r vs. 2,7% r/r założone w budżecie). Przez długi czas rząd odrzucał potrzebę rewizji budżetu licząc na wyraźne ożywienie w strefie euro w II połowie tego roku, które wsparłoby aktywność gospodarczą w Polsce i przełożyłoby się na realizację zaplanowanych dochodów. Jednak ponieważ sytuacja głównych partnerów handlowych nie jest tak dobra jak sądził rząd ustalając budżet, a po maju deficyt budżetowy został zrealizowany już w 87% rząd ostatecznie przyznał, że nowelizacja budżetu jest prawdopodobna i zrewidował prognozę PKB do 1,5% r/r. W ubiegłym tygodniu premier Donald Tusk powiedział, że komunikat w sprawie rewizji budżetu będzie wydany w tym tygodniu. Od dłuższego czasu oczekujemy rewizji deficytu w górę o ok. 10 mld zł, przy jednoczesnej redukcji wydatków budżetowych. Zgodnie z wypowiedziami ministra finansów zmiany w budżecie miałyby

być antycykliczne. Zanim rząd podejmie decyzję w kwestii rewizji budżetu najprawdopodobniej będzie chciał znowelizować ustawę o finansach publicznych oraz zmienić sankcje obowiązujące przy przekroczeniu 50% PKB przez dług publiczny, które blokują możliwość zwiększania relacji deficytu do dochodów. Jednocześnie rząd chciałby wprowadzić do ustawy nową regułę wydatkową, która będzie uzależniała wzrost wydatków budżetowych od średnioterminowego wzrostu PKB. Według komentarzy z Ministerstwa Finansów odpowiednie założenia do nowelizacji ustawy o finansach publicznych miałyby zostać przyjęte przez rząd jeszcze w lipcu.

Bilans płatniczy

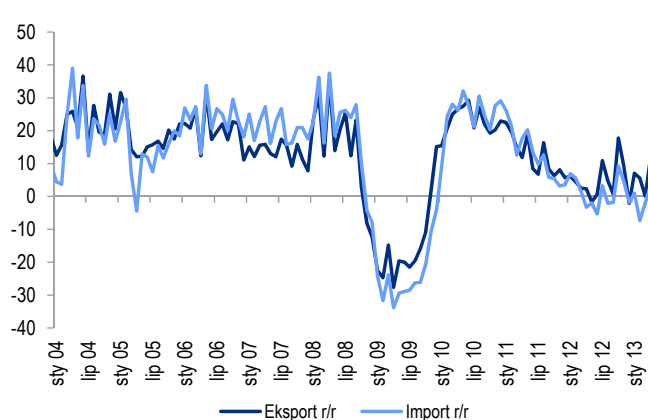
Oczekujemy deficytu obrotów bieżących w maju na poziomie 0,51 mld EUR wobec nadwyżki 0,47 mld EUR w kwietniu. Pogorszenie na rachunku obrotów bieżących nastąpiło najprawdopodobniej z powodu gorszego wyniku w handlu zagranicznym (-100 mln EUR), na co złożyło się oczekiwane przez nas spowolnienie wzrostu eksportu po zaskakująco dobrym wyniku w kwietniu. Niemniej jednak mimo pogorszenia eksportu deficyt handlowy najprawdopodobniej pozostanie blisko historycznie niskich poziomów za sprawą urzymującego się słabego popytu krajowego i importu. Ponadto według naszych szacunków w maju napływ środków z UE był mniejszy niż w kwietniu, choć wciąż pozostał on na bardzo wysokim poziomie.

Wykres 3. Bilans obrotów bieżących (mln EUR)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 4. Eksport i import (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

RPP

Tak jak oczekiwał rynek, biorąc pod uwagę spowolnienie gospodarcze oraz brak presji inflacyjnej RPP zdecydowała się obniżyć stopy procentowe o 25 bp, a stopę referencyjną do 2,50%. RPP stwierdziła w komunikacie, że wciąż utrzymuje się ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim terminie, a najnowsza projekcja NBP przedstawiała skorygowane w dół zarówno prognozy dynamiki wzrostu gospodarczego jak i wzrostu CPI. Mimo to RPP zapowiedziała koniec cyklu obniżek po redukcji stóp łącznie o 225 bp od listopada zeszłego roku i przyjęła nastawienie neutralne. Zdaniem prezesa Belki stopy procentowe w

Polsce powinny być wyższe niż w krajach o wyższej stopie oszczędzania jak np. w Czechach. Ponadto zwrócił uwagę, że rola banku centralnego nie polega na generowaniu nadmiernych bodźców stymulacyjnych. W podobnym tonie wypowiedział A. Bratkowski, najbardziej „gołębi” członek Rady, stwierdzając że następne obniżki stóp mogłyby już mieć charakter procykliczny. Mając na uwadze stanowczy przekaz RPP oraz nasze prognozy stopniowego wzrostu inflacji w II połowie tego roku i w 2014 r. oraz przyspieszenia wzrostu PKB oczekujemy, że w ciągu najbliższych kilku kwartałów stopy procentowe zostaną na niezmiennym poziomie.

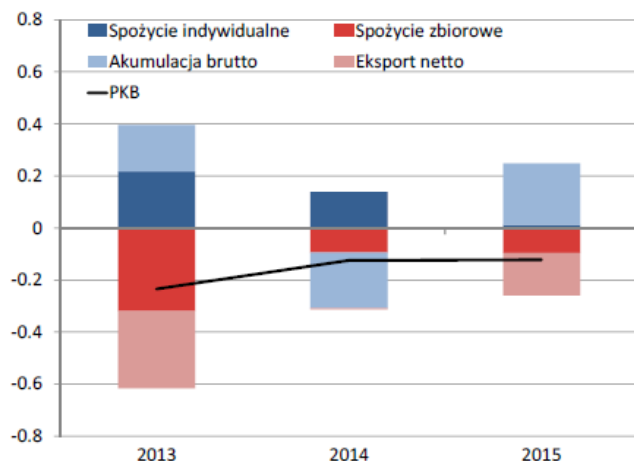
Tabela 3. Prognozy PKB i inflacji NBP vs. rynkowy konsensus i vs. oczekiwania Citi

	PKB (% r/r)			CPI (% r/r)		
	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P
NBP (marzec)	1.3	2.6	3.2	1.6	1.6	1.6
NBP (lipiec)	1.1	2.4	2.9	0.9	1.2	1.6
rynkowy konsensus*	1.2	2.5	3.2	1.1	2.2	2.5
Citi	1.3	2.8	3.5	0.8	1.9	2.5

Źródło: NBP, Reuters, Citi Research. * mediana prognoz rynkowych według ankiety Reutersa

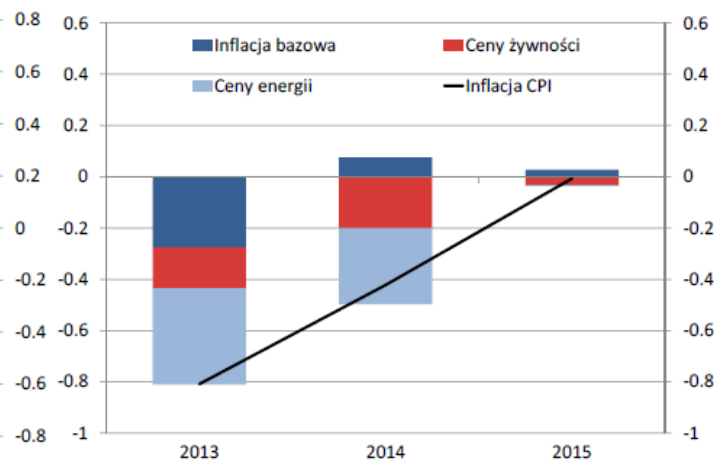
Raport o inflacji opublikowany w poniedziałek pokazał, że na obniżenie prognozy wzrostu PKB w 2014 r. złożyła się korekta w dół prognozy wzrostu konsumpcji publicznej i akumulacji brutto. Z kolei szacunek inflacji w 2014 r. została zrewidowany w dół głównie za sprawą obniżonej ścieżki cen żywności oraz energii, podczas, gdy szacunek inflacji bazowej został nieco podwyższony.

Wykres 5. Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 6. Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

EBC

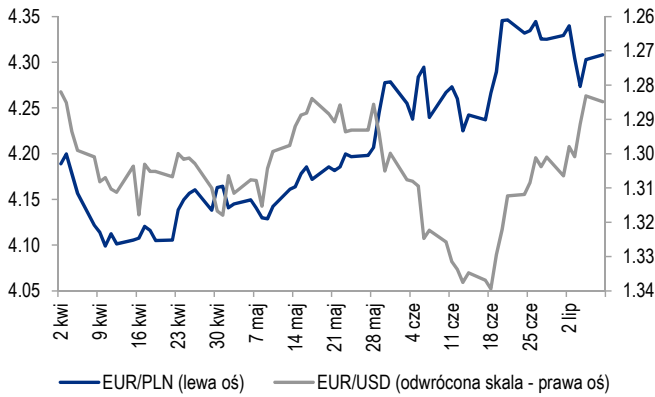
Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami EBC pozostawiło stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Nie mniej jednak EBC zaskoczyło wprowadzając do komunikacji EBC sygnalizację dla kształtu polityki monetarnej dla strefy euro w perspektywie średnioterminowej poprzez umieszczenie w komunikacie sformułowanie, że stopy procentowe pozostaną na „obecnym lub niższym poziomie przez dłuższy czas”. Przypuszczamy że tego rodzaju retoryka wynika m.in. z faktu, że prognozy

inflacji po roku 2014 wskazują na jej dalsze utrzymywanie się poniżej celu „poniżej, ale blisko 2%”. EBC ma również na uwadze ciągle pogłębiającą się lukę popytową oraz spadający popyt na kredyt, co oddziałuje na dalszy spadek inflacji. Co więcej, pomimo oczekiwanej stabilizacji i zwiększenia aktywności gospodarczej w strefie euro, wydaje się, że ostatnia zwiększona zmienność na rynkach, wywołana komunikatem Fed o stopniowym wycofywaniu się z QE3, ograniczyła pewność członków Rady co do realizacji tego scenariusza i zaowocowała „intensywną dyskusją” nad kolejnym cięciem stóp. Zdaniem ekonomistów Citi istnieje możliwość, że sytuacja zmusi EBC do wykorzystania niestandardowych narzędzi polityki monetarnej, takich jak łagodzenie ilościowe czy ujemne stopy depozytowe. Podtrzymujemy też naszą prognozę obniżki stóp procentowych o 25 pb. w IV kwartale bieżącego roku.

Rynek pracy w USA

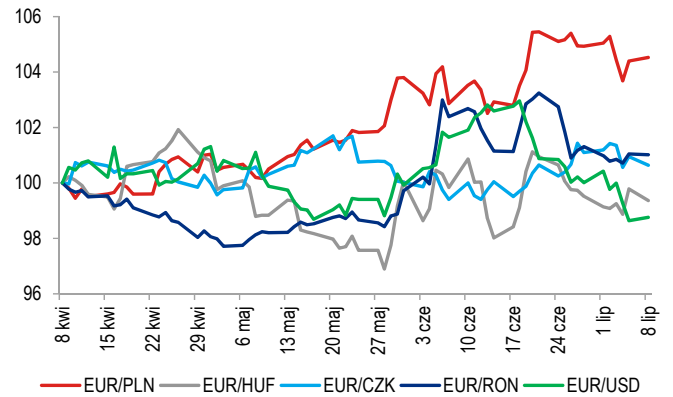
Raport o zatrudnieniu w gospodarce amerykańskiej poza sektorem rolniczym był stosunkowo pozytywny. Zatrudnienie poza rolnictwem w USA wzrosło w czerwcu o 195 tys., a raport zawierał znaczące rewizje w górę (o ok. 70 tys.) dla poprzednich dwóch miesięcy. Stopa bezrobocia pozostała w czerwcu na poziomie 7,6% (choć przy zaokrągleniu 7,557%) drugi miesiąc z rzędu. Przy znacznym wzroście zatrudnienia w I połowie roku, ożywienie na rynku pracy następuje mimo kulminacyjnego momentu w zacieśnieniu fiskalnym w amerykańskiej gospodarce. Według ekonomistów Citi przedstawiciele Fed prawdopodobnie podtrzymają plany rozpoczęcia redukcji programu skupu aktywów QE3 we wrześniu. Jednak stabilizacja stopy procentowej na wciąż stosunkowo wysokim poziomie najprawdopodobniej nie wpłynie na moment całkowitego wyjścia z programu ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej czy też pierwszych podwyżek stóp procentowych i nie nastąpi to wcześniej niż w 2015 r.

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



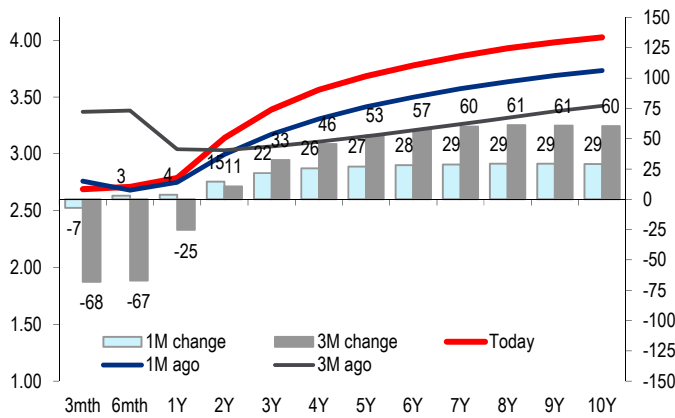
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



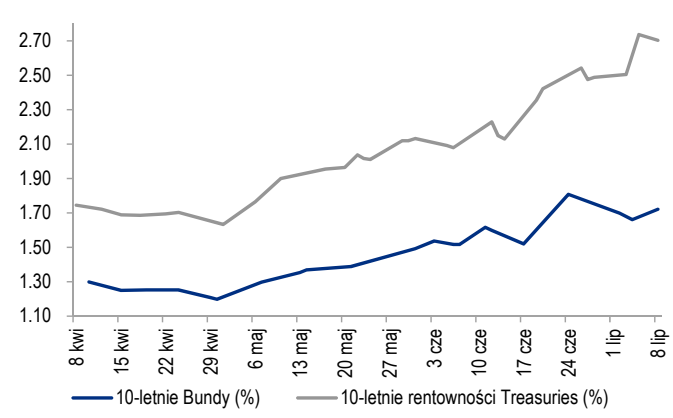
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Krzywa swap



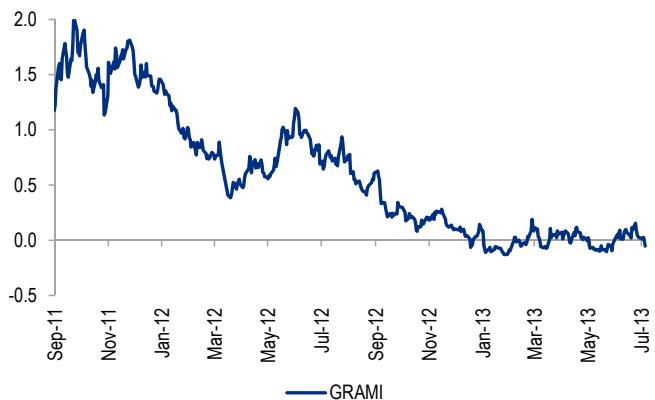
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 10. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



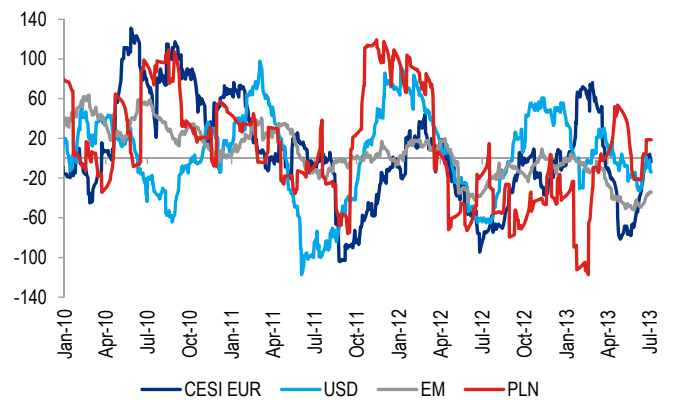
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.77	3.72
WIBOR1M, (% koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	4.20	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.09	3.22	3.09
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.25	3.19	3.18
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.08	4.38	4.30
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.18	4.26	4.36
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.