

20 maja 2013 □ 7 stron

CitiWeekly

Słaby wzrost odcisnął piętno na budżecie

- Rozpoczynający się tydzień przyniesie serię publikacji danych o płacach, zatrudnieniu, produkcji oraz sprzedaży detalicznej. Oczekujemy poprawy dynamiki tych wskaźników, częściowo dzięki odwróceniu niekorzystnych efektów kalendarzowych z poprzedniego miesiąca. Nasze prognozy dla płac, produkcji oraz sprzedaży są nieco wyższe niż konsensus rynkowy.
- Publikowane w minionym tygodniu dane o wykonaniu budżetu potwierdzają, że spowolnienie gospodarcze przyczynia się do powstania poważnego ubytku w dochodach. W związku z tym rośnie ryzyko rewizji budżetu i podniesienia limitu deficytu o około 10 mld zł. Ponadto, słabe wyniki budżetowe zwiększają prawdopodobieństwo ograniczenia transferów netto do OFE.
- Inflacja w kwietniu okazała się nieco wyższa od prognoz, przede wszystkim ze względu na wzrost cen w kategoriach zaliczanych do inflacji bazowej (odzież i obuwie, rekreacja). Mimo to zrewidowaliśmy w dół naszą prognozę CPI i obecnie zakładamy, że przez większość pozostałych miesięcy 2013 roku wskaźnik CPI pozostanie poniżej 1%.
- Ponieważ Rada Polityki Pieniężnej koncentruje się na perspektywach CPI, niska inflacja wydaje się uzasadniać kolejną obniżkę stóp procentowych w czerwcu (o 25pb), a możliwe, że również w lipcu (o kolejne 25pb).

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

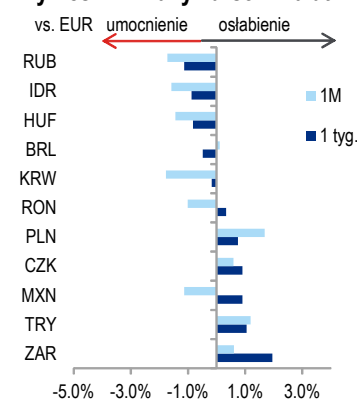
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 17.05.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

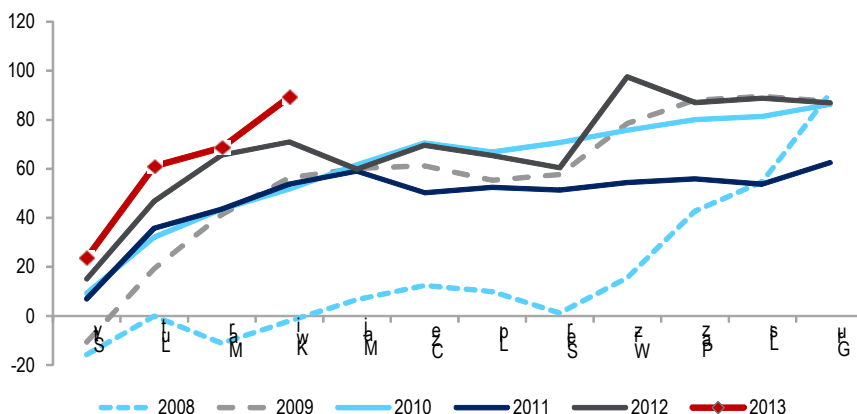
	17/5/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.17	0.7%	1.6%	2.5%	-8.8%
USD/PLN	3.25	2.0%	3.3%	5.4%	-10.3%
EUR/USD	1.28	-1.2%	-1.5%	-2.7%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	3.00	0	-25	-125	-25
WIBOR 3M	2.82	-11	-53	-131	-86
FRA1x4	2.61	-6	-56	-120	-113
FRA3x6	2.41	-6	-58	-99	-145
FRA6x9	2.31	-1	-53	-73	-168
FRA9x12	2.28	-1	-52	-64	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1358.7	-6.1%	0.4%	-18.9%	7.0%
Ropa	104.3	3.1%	3.8%	-4.5%	-4.4%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2391.1	2.3%	1.7%	-7.4%	20.4%
S&P	1667.5	2.1%	7.4%	16.9%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.32	-4	7	1	-52
10Y Treasuries	1.95	5	27	20	-12

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
II KW 13	4,20	3,28	4,88	1,28	2,75	0,50	2,82	1,40	1,86
II KW 14	4,15	3,32	4,77	1,25	2,75	0,25	3,00	1,40	2,83

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 17.04.2013 r.

Wykres 2. Ubytek po stronie dochodowej powoduje, że deficyt budżetowy rośnie w stosunku do planu szybciej niż Ministerstwo Finansów zakładało.



Źródło: MF Citi Handlowy

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
20 maj							
PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Płace	% r/r	IV	2.3	2.2	1.6
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	IV	-0.8	-0.9	-0.9
21 maj							
WTOREK							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	IV	3.0	3.0	-2.9
14:00	PL	PPI	% r/r	IV	-1.5	-1.5	-0.6
22 maj							
ŚRODA							
16:00	USA	Sprzedaż istniejących domów	mln	IV	5.0	5.0	4.9
20:00	USA	Zapis dyskusji z posiedzenia FOMC	-	-	-	-	-
23 maj							
CZWARTEK							
10:00	Euro	PMI w sektorze przemysłowym	pkt	V	47.0	47.0	46.7
10:00	Euro	PMI w sektorze usług	pkt	V	47.2	47.2	47.0
14:00	PL	Zapis dyskusji z posiedzenia RPP	-	-	-	-	-
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	IV	420.0	425.0	417.0
24 maj							
PIĄTEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IV	2.9	1.1	0.1
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	IV	13.9	13.9	14.3
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	V	104.5	104.4	104.4
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	IV	0.1	1.5	-5.8

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

Zapowiedź tygodnia

Oczekujemy nieco silniejszego wzrostu płac w kwietniu

Korzystne efekty kalendarzowe powinny być wsparciem dla produkcji oraz sprzedaży detalicznej

W rozpoczynającym się tygodniu inwestorzy otrzymają solidną „paczkę” istotnych danych makroekonomicznych z kraju. Już w poniedziałek poznamy dane z rynku pracy. Oczekujemy niewielkiego odbicia wzrostu przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw do poziomu 2,3% r/r w kwietniu z 1,6% w marcu, a także spodziewamy się nieznacznego wyhamowania tempa spadku zatrudnienia (do -0,8% r/r).

Zaplanowane na wtorek dane o produkcji przemysłowej oraz budowlanej powinny tchnąć nieco większym optymizmem. Produkcja przemysłowa zapewne wzrosła o 3% r/r po spadku o 2,9% w marcu najprawdopodobniej pod wpływem efektów kalendarzowych, gdyż kwiecień 2013 miał więcej dni roboczych niż analogiczny miesiąc 2012 roku. Na poprawę produkcji wskazują również dane Samar o produkcji samochodów, choć wskaźniki koniunktury sugerują dalszą słabość w sektorze przetwórczym.

Efekt dni roboczych, korzystniejsze warunki pogodowe oraz niewielka poprawa na rynku pracy zapewne przyczyniły się do przyspieszenia

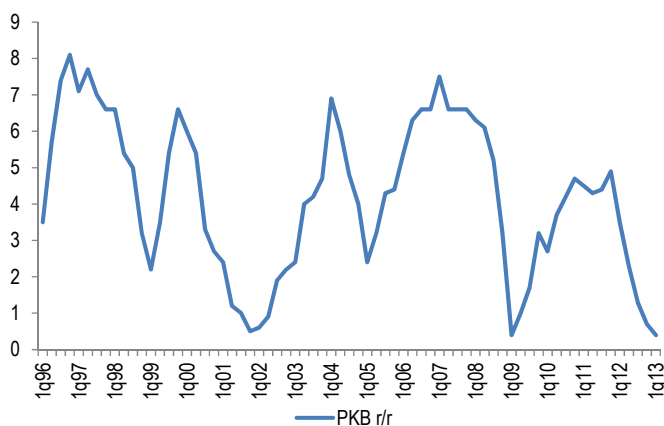
dynamiki sprzedaży detalicznej. W ujęciu nominalnym spodziewamy się jej wzrostu o 2,9% r/r, wobec 0,1% w marcu.

Miniony tydzień

Słaby wzrost zaważył na wynikach budżetu

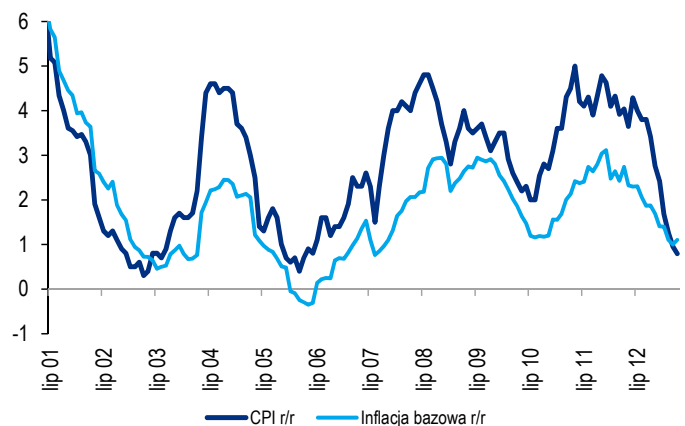
Począwszy od ubiegłego tygodnia Główny Urząd Statystyczny rozpoczął publikację wstępnych częściowych danych o PKB. Innymi słowy, coś co od lat było praktykowane przez urzędy statystyczne na świecie wreszcie doczekało się wprowadzenia w życie w Polsce. Opublikowane dane pokazały wzrost PKB o 0,4% r/r w 1Q, wobec 0,7% w 4Q 2012, a w ujęciu kwartalnym gospodarka wzrosła o 0,1%, tym samym ledwo unikając recesji. Dokładne rozbięcie danych nie jest dostępne na tym etapie i będzie opublikowane dopiero 29 maja. Niemniej pomimo gorszych od prognoz wyników PKB za pierwsze trzy miesiące roku, nie zmieniamy naszych prognoz i wciąż spodziewamy się przyspieszenia PKB do 1,5-2% pod koniec bieżącego roku.

Wykres 3. Wzrost PKB (r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Inflacja i inflacja bazowa



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Dane o wykonaniu budżetu Państwa potwierdzają, że dochody podatkowe poważnie ucierpiały na skutek słabości wzrostu gospodarczego. Deficyt po czterech miesiącach roku sięgnął 31,7 mld zł, przekraczając 89% całorocznego planu. Co więcej, wynik ten jest o około 5 punktów procentowych gorszy niż zakładał opublikowany zaledwie miesiąc temu harmonogram. Dane te utwierdzają nas w przekonaniu, że Ministerstwo Finansów zapewne będzie rozważać scenariusz rewizji budżetu i podniesienia limitu deficytu o około 10 mld zł. Oprócz (albo zamiast) tego rząd najprawdopodobniej zdecyduje się na ograniczenie transferów netto do OFE, ograniczając w ten sposób deficyt oraz spowalniając tempo przyrostu długu. Na tym etapie dokładne rozwiązania dotyczące zmian w OFE nie są jeszcze znane, ale przypuszczamy, że zostaną one zaprojektowane w sposób, który nie będzie zmuszał funduszy emerytalnych do wyprzedaży obligacji na rynku.

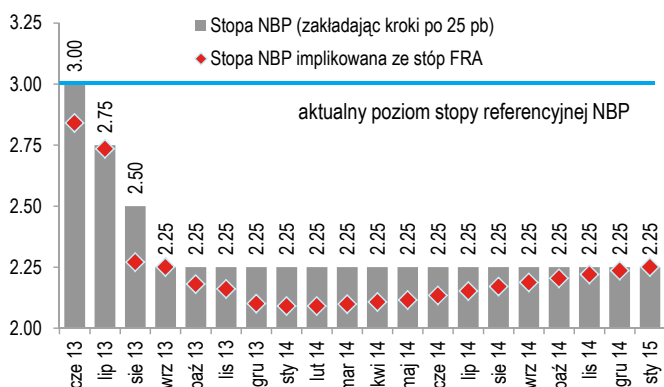
Niska inflacja do końca roku

Publikowane w minionym tygodniu dane pokazały, że inflacja może zaskakiwać nie tylko w dół. W kwietniu wskaźnik CPI obniżył się do 0,8% r/r i był nieco wyższy niż oczekiwania rynkowe oraz nasza prognoza

(odpowiednio: 0,7% oraz 0,6%). Niespodzianka pochodziła przede wszystkim z szybszego wzrostu cen odzieży i obuwniczych oraz podwyżek cen usług i towarów z kategorii „rekreacja”. Pozostałe komponenty były zbliżone do naszych oczekiwań oraz scenariusza zakładającego zupełny brak presji popytowej.

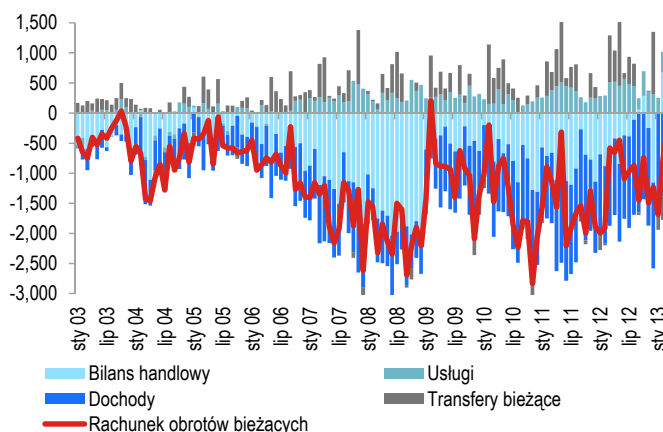
Pomimo nieco wyższej od oczekiwanej inflacji, w minionym tygodniu obniżyliśmy naszą prognozę CPI na 2013 rok. Przyczyniło się do tego ostatnie wezwanie firm energetycznych przez URE do obniżenia cen energii. Według naszych szacunków, zakładając obniżkę o 6-7%, wskaźnik CPI mógłby okazać się niższy o około 0,3 punkty proc. Przy takim scenariuszu inflacja mogłaby pozostać poniżej 1% przez większość pozostałych miesięcy 2013 roku, sięgając tego poziomu dopiero około listopada-grudnia. Nasza nowa prognoza wciąż jednak zakłada, że w 2014 wskaźnik CPI wzrośnie średnio do około 2%.

Wykres 5. Ścieżka stóp procentowych implikowana przez rynek FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 6. Rachunek obrotów bieżących – składowe (EUR mn)



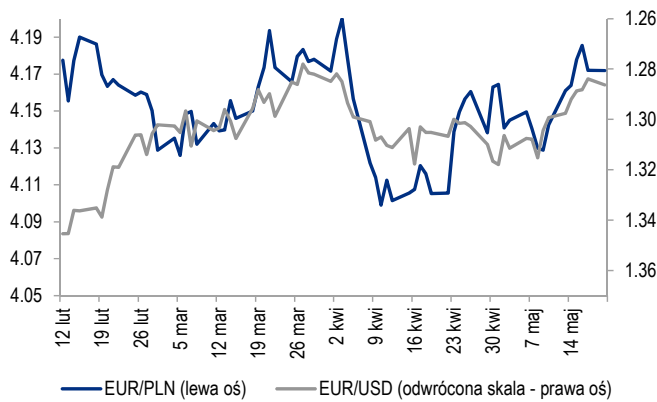
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Biorąc pod uwagę, że według ostatniego komunikatu RPP przyszła decyzja w sprawie stóp mają być uzależnione przede wszystkim od perspektyw inflacyjnych, spadek inflacji zwiększa szanse na kolejne cięcie stóp. W naszym bazowym scenariuszu oczekujemy kolejnej obniżki o 25pb w czerwcu oraz możliwe, że również w lipcu (o kolejne 25pb, choć w tym przypadku naszym zdaniem szanse są zbliżone do 50%).

Ślaby popyt ogranicza deficyt w rachunku bieżącym

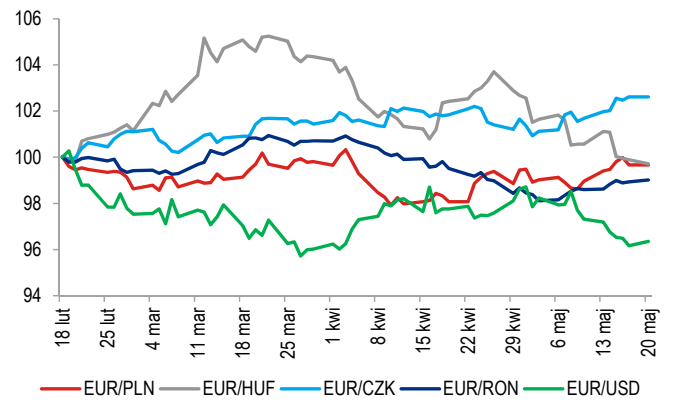
Dane o bilansie płatniczym pokazały zmniejszenie deficytu w rachunku obrotów bieżących w marcu do 0,2 mld euro z 0,8 mld w lutym. Wynik okazał się gorszy od oczekiwań rynkowych i lepszy od naszej prognozy. Jeżeli chodzi o poszczególne komponenty, to zgodnie z naszymi przewidywaniami bilans handlowy uległ wyraźnemu pogorszeniu na skutek wyhamowania eksportu oraz wolniejszego spadku importu (w ujęciu r/r). Zaskoczeniem okazał się większy niż zakładaliśmy deficyt w rachunku dochodów (-1,44 mld euro). Dwunastomiesięczny skumulowany deficyt w rachunku bieżącym zawężał się do około 3% PKB, a my spodziewamy się jego dalszego spadku pod wpływem słabości popytu krajowego – w 2013 roku do około 2,7% PKB. Spadek deficytu oraz fakt, że jest on praktycznie w pełni finansowany napływem FDI oraz funduszy unijnych (oba typy finansowania wydają się relatywnie stabilne) powinny ograniczyć wrażliwość kursu złotego na spadku awersji do ryzyka.

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



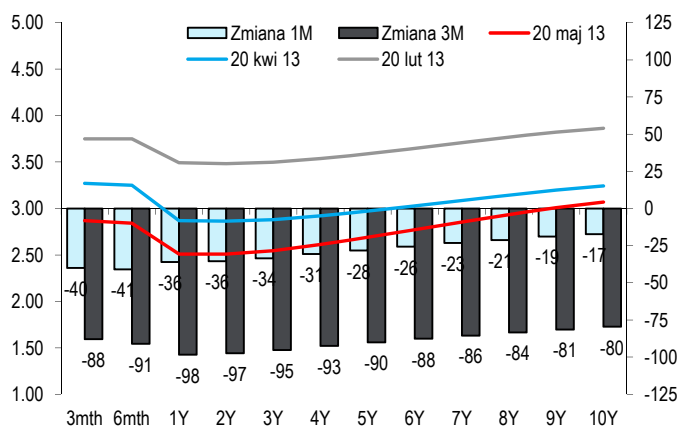
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



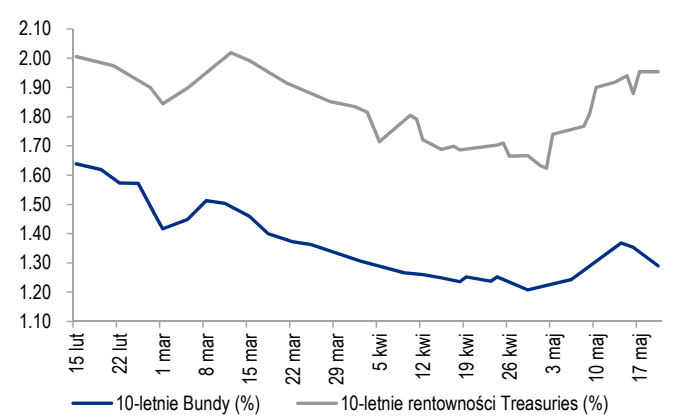
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Krzywa swap



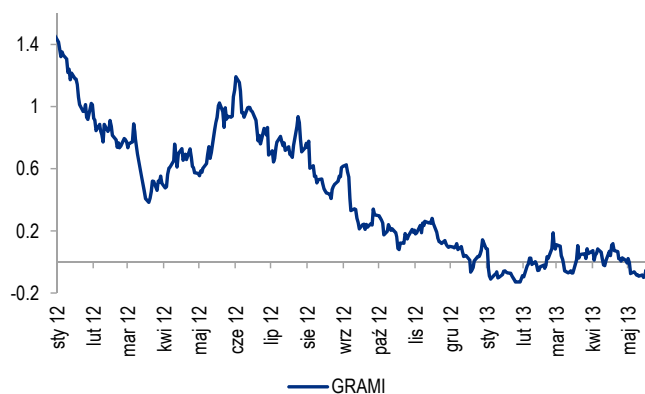
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 10. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



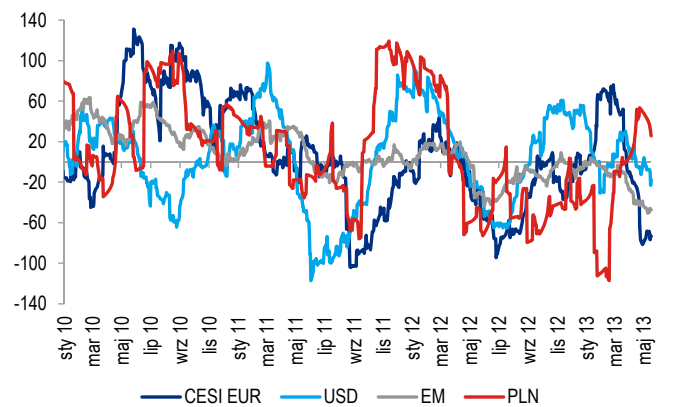
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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	2011	2012P	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	515	490	506	524
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,523	1,596	1,644	1,734
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,361	12,724	13,118	13,609
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	13.3	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.3	2.0	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	9.0	0.6	-3.1	2.6
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.5	0.4	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.5	0.5	1.0	2.2
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	1.6	3.1	4.0
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-2.5	0.3	2.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.2	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.0	2.4
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.0	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.75	3.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.93	3.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.37	3.25
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.25	3.31
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.24	4.06
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.15
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-14.0	-19.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.9	-3.5	-2.8	-3.7
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-3.8	-5.8
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	205.7	225.2
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	209.5	231.0
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	-26.0
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

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.