

## CitiWeekly

### Oczekiwane słabe dane z rynku pracy i lepsza produkcja

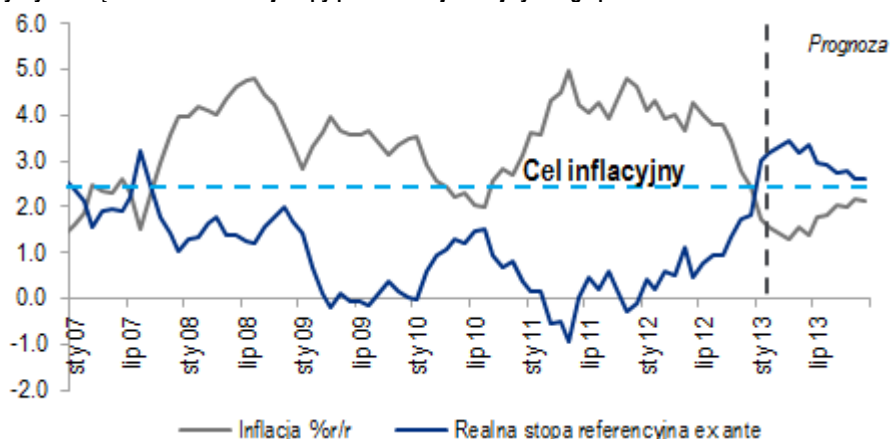
- Głównym wydarzeniem tego tygodnia będzie publikacja danych o produkcji przemysłowej oraz danych z rynku pracy. Oczekujemy mniejszego spadku produkcji niż w grudniu, głównie za sprawą efektu większej liczby dni roboczych. Jednocześnie oczekujemy wyhamowania wzrostu wynagrodzeń oraz głębszego niż spodziewa się rynek spadku zatrudnienia. Istotnym wydarzeniem na rynkach zagranicznych będzie wybór nowego prezesa Banku Japonii.
- Inflacja spadła w styczniu do 1,7% r/r z 2,4% w grudniu, poniżej oczekiwań rynku (2,0%) oraz nieznacznie poniżej naszej prognozy (1,8%). Według naszych prognoz inflacja może obniżyć się do około 1,3% w kwietniu i dopiero w dalszej części roku zacznie powoli piąć się w górę. Widzimy ryzyko w dół dla naszej ścieżki inflacji w związku z rewizją koszyka inflacyjnego przez GUS. Biorąc pod uwagę niską inflację i perspektywy wzrostu PKB poniżej potencjału oczekujemy dalszego łagodzenia polityki pieniężnej.
- Wyrok sądu apelacyjnego uniewinniający J. Winieckiego może ostudzić oczekiwania na to, że RPP mogłaby zacząć szybciej obniżać stopy procentowe. Podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający, że na najbliższym posiedzeniu RPP wstrzyma się ze zmianą stóp procentowych, choć ryzyko obniżki jest bardzo wysokie. Zakładamy, że w kolejnych miesiącach obniży stopy jeszcze dwukrotnie.
- Według naszych szacunków po ubiegłotygodniowej aukcji resort finansów zrealizował już 52% potrzeb pożyczkowych, co potwierdza utrzymanie popytu na krajowy dług i umożliwia elastyczność resortu finansów w kształtowaniu podaży obligacji w kolejnych miesiącach w zależności od warunków rynkowych.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBC	WIBOR 3M	PLGB 10Y	10Y Bund	10Y Treasuries
I KW 13	4,22	3,13	5,02	1,35	3,75	0,75	3,83	4,00	1,55	1,80
I KW 14	4,16	3,18	5,14	1,31	3,25	0,25	3,51	4,70	1,25	2,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 21.01.2013

Wykres 2. Zgodnie z naszą prognozą inflacja spadła bardziej niż wskazywał konsensus rynkowy, co przyczyniło się do wzrostu realnej stopy procentowej do najwyższego poziomu od kilku lat.



Źródło: GUS, NBP.

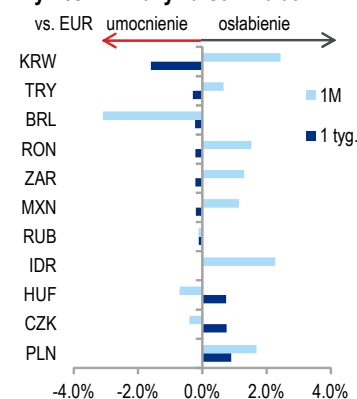
**Piotr Kalisz, CFA**

+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 1.02.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	15/2/13	1 tyg.	1M	YTD	2011
EUR/PLN	4.19	1.0%	1.7%	2.9%	-8.8%
USD/PLN	3.14	0.9%	1.2%	1.6%	-10.3%
EUR/USD	1.34	0.0%	0.5%	1.3%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	3.75	0	-25	-50	-25
WBOR 3M	3.79	-3	-24	-34	-86
FRA1x4	3.60	-8	-23	-21	-113
FRA3x6	3.42	-7	-15	2	-145
FRA6x9	3.30	-3	-2	26	-168
FRA9x12	3.23	-2	-2	31	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1609.1	-3.5%	-4.2%	-3.9%	7.0%
Ropa	118.5	-1.3%	6.1%	8.6%	8.6%
	pkt	%	%	%	%
WG20	2467.6	-1.1%	-3.8%	-4.5%	20.4%
S&P	1519.8	0.1%	3.2%	6.6%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.64	3	14	33	-52
10Y Treasuries	2.01	6	19	25	-12
Renbwność 2Y	3.29	-10	-12	14	-171
Renbwność 5Y	3.60	3	-5	37	-211
Renbwność 10Y	4.03	4	-1	29	-217
	pb	pb	pb	pb	pb
CDS	91.3	0	10	12	-199

#### 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
<b>18 lut</b>							
<b>PONIEDZIAŁEK</b>							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	I	1,3	1,0	2,4
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	I	-1,1	-0,9	-0,5
	USA	Dzień Prezydenta					
<b>19 lut</b>							
<b>WTOREK</b>							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	II	38,5	35,0	31,5
16:00	USA	Indeks nieruchomości NAHB	pkt	II		48,0	47,0
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	-2,8	-2,8	-10,6
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	I	-5,1	-19,7	-24,8
14:00	PL	PPI	% r/r	I	-0,9	-1,1	-1,1
<b>20 lut</b>							
<b>ŚRODA</b>							
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	I	940	923	954
14:30	USA	Liczba pozwoleń na budowę	tys.	I	915	915,0	909,0
14:30	USA	PPI	% m/m	I	0,5	0,3	-0,2
16:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	II	-24,5	-23,1	-23,9
<b>21 lut</b>							
<b>CZWARTEK</b>							
09:00	HU	Płace	% r/r	XII		4,1	5,4
09:28	DE	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	II		50,3	49,7
09:58	EMU	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	II	48,3	48,3	47,9
09:58	EMU	Wstępny PMI dla usług	pkt	II	48,4	49,0	48,6
14:30	USA	CPI	% m/m	II	0,1	0,1	0,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	345	360	341,0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	I	4,95	4,95	4,94
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	%	I	0,4	0,2	0,5
16:00	USA	Indeks Philly Fed	pkt	II	0,0	0,3	-5,8
<b>22 lut</b>							
<b>PIĄTEK</b>							
08:00	DE	Szczegółowe dane o PKB	% kw/kw	IV kw.	-0,6		-0,6
10:00	DE	Indeks Ifo		II	105,9	104,7	104,2

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

## Zapowiedź tygodnia

**W I oczekujemy spadku zatrudnienia o 1,1% r/r i spowolnienia wzrostu płac do 1,3% r/r**

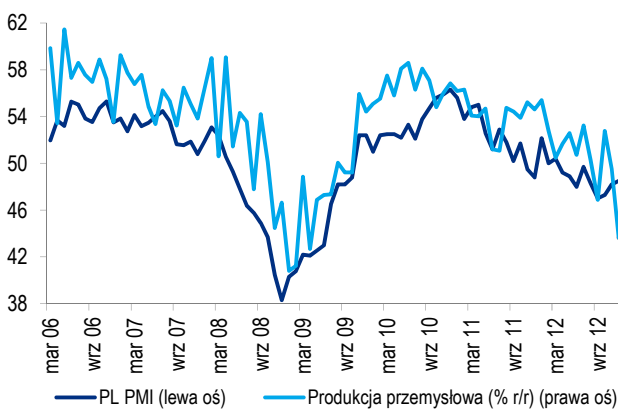
**Oczekujemy spowolnienia wzrostu płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w styczniu.** Rynek pracy wciąż odczuwa skutki spowolnienia wzrostu gospodarczego, co przekłada się na niskie tempo wzrostu płac oraz spadek zatrudnienia. Według naszych szacunków zatrudnienie spadło w styczniu o 1,1% r/r wobec spadku o 0,5% w grudniu. W naszych prognozach zakładamy, że wpłynęła na to zarówno zmiana próby firm dokonana przez GUS jak i faktyczne dalsze pogorszenie sytuacji na rynku pracy. Jednocześnie oczekujemy spowolnienia wzrostu

Oczekujemy odreagowania produkcji do -2,8% r/r za sprawą efektu dni roboczych

płać do 1,3% r/r w styczniu z 2,4% r/r w grudniu, co częściowo wynika z wysokiej bazy poprzedniego roku.

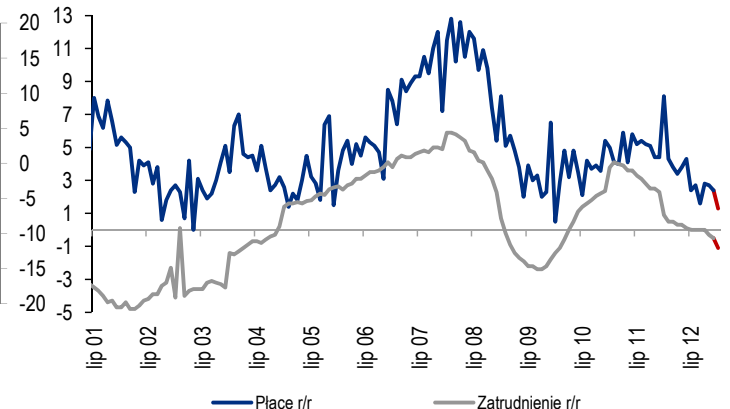
Po znacznym spadku produkcji w grudniu (o 10,6% r/r) sądzimy, że wzrost produkcji przemysłowej odreagował w styczniu do -2,8% r/r. Poprawa wynikała najprawdopodobniej z efektu większej liczby dni roboczych niż w ubiegłym roku. Jednocześnie sądzimy, że grudniowy spadek mógł być nieco przeszacowany z powodu ograniczania produkcji w związku z długą przerwą świąteczną. Jednak lekkie odreagowanie wzrostu produkcji, którego się spodziewamy jest zgodne ze scenariuszem kontynuacji spowolnienia gospodarczego i uważamy, że większa i bardziej trwała poprawa byłaby możliwa tylko w przypadku bardziej przekonujących oznak poprawy sytuacji w krajach rozwiniętych.

Wykres 3. Produkcja przemysłowa i PMI



Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Wzrost płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

## Miniony Tydzień

Inflacja spadła w styczniu do 1,7% r/r

Inflacja w styczniu spadła do 1,7% r/r z 2,4% w grudniu i tym samym okazała się niższa od naszej - i tak już niskiej - prognozy (Citi: 1,8%; konsensus: 2,0%). Powyższy wynik oznacza, że wskaźnik CPI obniżył się poniżej poziomu celu inflacyjnego, a my spodziewamy się, że ten trend będzie kontynuowany również w kolejnych miesiącach. W porównaniu z naszymi oczekiwaniami wzrost cen żywności okazał się zdecydowanie wyższy, podczas gdy zmiany cen w pozostałych kategoriach były mniejsze od przewidywań.

Widzimy ryzyko w dół dla naszych prognoz inflacji z powodu rewizji koszyka CPI

W marcu GUS dokona corocznej rewizji koszyka inflacyjnego, aktualizując wagi poszczególnych produktów, odzwierciedlając zmiany w strukturze konsumpcji gospodarstw domowych. Chociaż dokładny wpływ tych zmian na inflację jest niepewny, w przeszłości podobne rewizje wiązały się zazwyczaj z obniżką styczniowej inflacji o 0,1-0,2 punktu procentowego. Gdyby do tego doszło i tym razem, obniżyłoby punkt startowy tegorocznej inflacji w 2013 roku, stawiając RPP w bardziej komfortowej sytuacji.

W kwietniu wzrost CPI może spowolnić do 1,3% lub nieco niżej

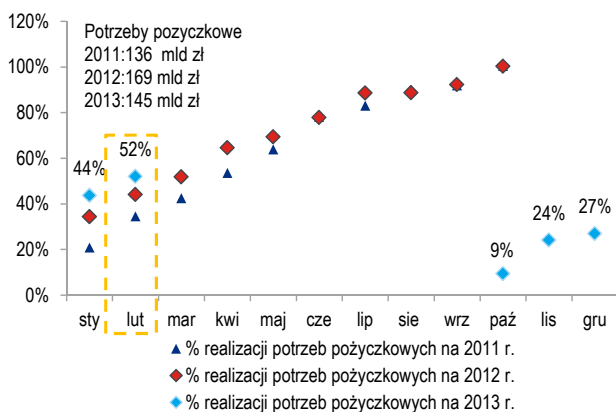
Według naszych prognoz inflacja może obniżyć się do około 1,3% w kwietniu i dopiero w dalszej części roku zacznie powoli piąć się w górę. Jeżeli jednak rewizja obniży punkt startowy, wskaźnik inflacji może

nawet spaść do około 1,1% w kwietniu. Niezależnie od tego jak niskie będzie minimum ścieżki inflacyjnej, publikowane dotychczas dane wyraźnie potwierdzają, że presja popytowa jest wyjątkowo słaba. Biorąc pod uwagę perspektywy wzrostu PKB poniżej potencjału, trudno znaleźć uzasadnienie, czemu ta sytuacja miałaby w najbliższym czasie ulec zmianie.

**Brak zmian w RPP po uniewinniającym wyroku w sprawie J. Winieckiego**

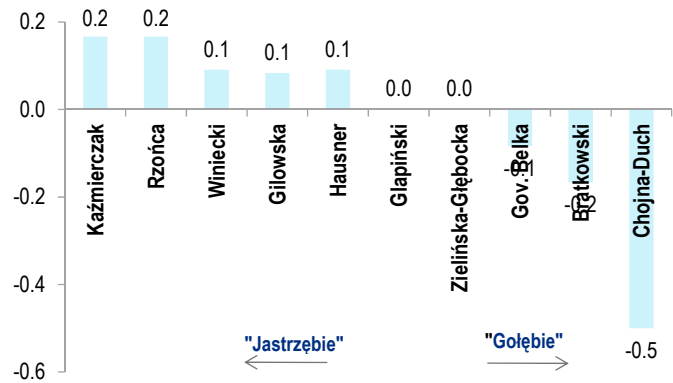
**Wyrok uniewinniający w procesie przeciw J. Winieckiemu oznacza brak zmian w składzie RPP.** Jednym z oczekiwanych wydarzeń w minionym tygodniu był wyrok sądu w sprawie przeciw prof. Janowi Winieckiemu, który został oskarżony o zniesławienie byłego prezesa NBP Sławomira Skrzyпка. Wyrok skazujący oznaczałby, że Senat mógłby odwołać prof. Winieckiego ze stanowiska członka Rady Polityki Pieniężnej, powołując na to miejsce innego kandydata. Wbrew wcześniejszym obawom sąd apelacyjny uznał prof. Winieckiego za niewinnego stawianych zarzutów, co w praktyce oznacza, że nie dojdzie do zmian w składzie RPP. Biorąc pod uwagę, że prof. Winiecki jest jednym z najbardziej jastrzębich członków w RPP, wyrok sądu apelacyjnego może ostudzić oczekiwania na to, że RPP w przyszłości mogłaby zacząć szybciej obniżać stopy procentowe. Podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający, że na najbliższym posiedzeniu RPP wstrzyma się ze zmianą stóp procentowych. Niemniej jednak zakładamy, że w kolejnych miesiącach obniży stopy procentowe jeszcze dwukrotnie do 3,25%.

**Wykres 3. Szacunkowa realizacja potrzeb pożyczkowych w Polsce**



Źródło: Reuters, szacunek Citi Handlowy.

**Wykres 4. Oszacowanie nastawienia członków RPP (według głosowań od początku kadencji)\***

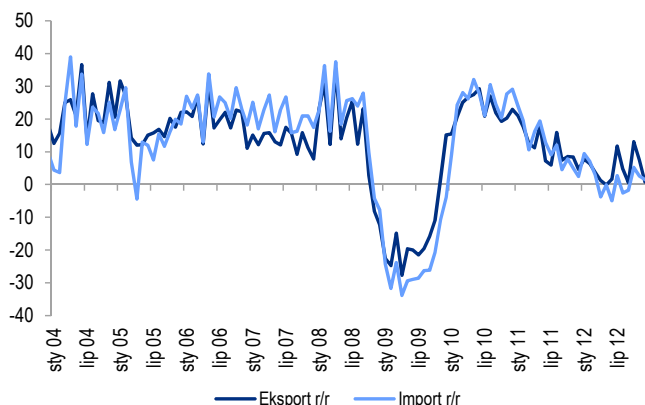


Źródło: EBC, Citi Handlowy. \* nastawienie mierzone jako średnie odchylenie głosowania poszczególnych członków od decyzji RPP)

**Resort finansów zrealizował 52% potrzeb pożyczkowych**

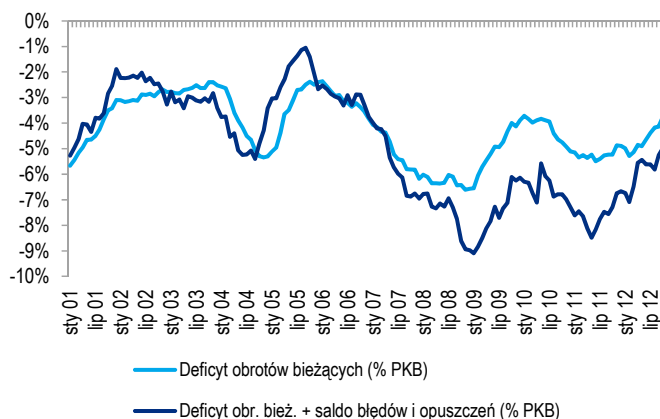
**Po ubiegłotygodniowej aukcji Ministerstwo Finansów zrealizowało 52% potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na ten rok na poziomie 145 mld zł.** Na aukcji resort finansów sprzedał 4 mld zł obligacji 2-letnich OK0715 przy wskaźniku popyt-do-sprzedaży 2,2 oraz 0,6 mld zł obligacji zmiennokuponowych WZ0124 przy wskaźniku popyt-do-sprzedaży 3,1 wobec wstępnej podaży 3-5 mld zł. Realizacja potrzeb pożyczkowych przebiega szybciej niż w ostatnich dwóch latach i potwierdza utrzymanie się popytu na polski dług. Jednocześnie taka sytuacja naszym zdaniem sprawia, że resort finansów może elastycznie podchodzić do emisji długu w kolejnych miesiącach, a wysoki stopień realizacji potrzeb ogranicza negatywny wpływ oczekiwanego pogorszenia sytuacji budżetu centralnego.

Wykres 3. Eksport i import (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 4. Deficyt obrotów bieżących (% PKB)



Źródło: NBP, Citi Handlowy

**Mniejszy od prognoz spadek deficytu obrotów bieżących w grudniu za sprawą słabego eksportu**

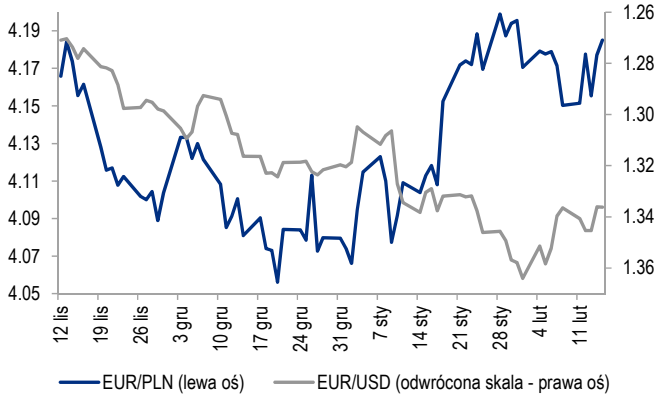
**W relacji do PKB deficyt obrotów bieżących spadł do 3,5%**

**Deficyt obrotów bieżących obniżył się w grudniu do 1,2 mld € z ok. 1,5 mld € w listopadzie**, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynkowych oraz naszej prognozy nieco powyżej 0,8 mld €. To wynikało ze znacznie słabszego niż oczekiwano eksportu (-0,2% r/r). Choć zakładaliśmy osłabienie eksportu z powodu załamania produkcji w grudniu skala spowolnienia eksportu była niespodzianką. Jednocześnie dane o imporcie były nieco lepsze od oczekiwań do doprowadziło do wzrostu deficytu handlowego do 1,2 mld €. Został on częściowo zniwelowany przez znaczny napływ środków unijnych na rachunek transferów.

**W ujęciu rocznym deficyt obrotów bieżących spadł w grudniu do 3,5% PKB wobec ok. 5% na koniec 2011 r.**, co wynikało przede wszystkim z dużego osłabienia importu za sprawą osłabienia popytu krajowego. Tak znaczny spadek deficytu był zgodny z naszym scenariuszem przedstawianym od dłuższego czasu. W tym roku oczekujemy dalszego spadku deficytu do 3%.

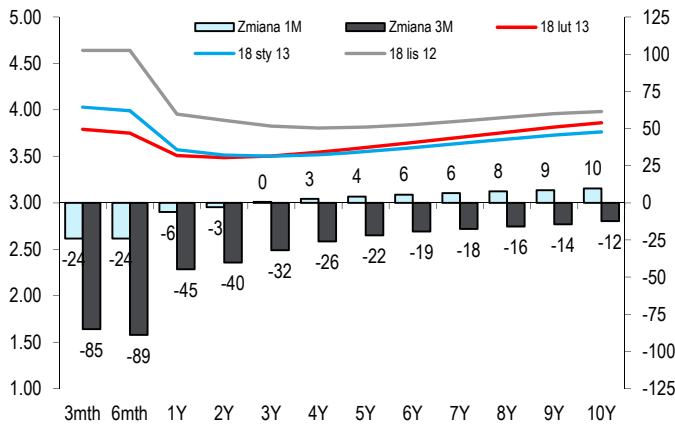
**Złoty wciąż pozostaje wrażliwy na wahania apetytu na ryzyko.** W grudniu nastąpił także znaczny odpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (1,5 mld €) oraz niewielki napływ na rachunek kapitałowy, co doprowadziło do spadku pokrycia deficytu obrotów bieżących napływem kapitału długoterminowego do najniższego poziomu od maja 2012 r. Tym samym mimo spadku deficytu w ujęciu nominalnym oraz w relacji do PKB sądzimy, że złoty pozostanie wrażliwy na wahania apetytu na ryzyko.

Wykres 5. EUR/PLN i EUR/USD (dane dzienne)



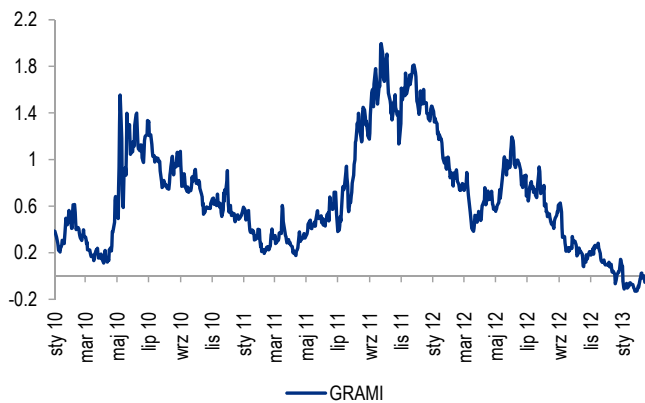
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 7. Krzywa swap



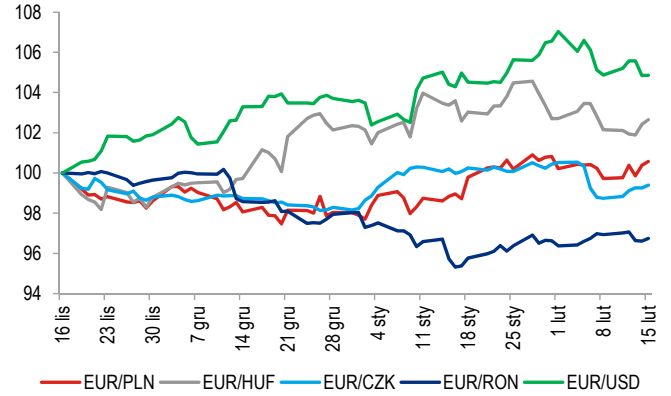
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI



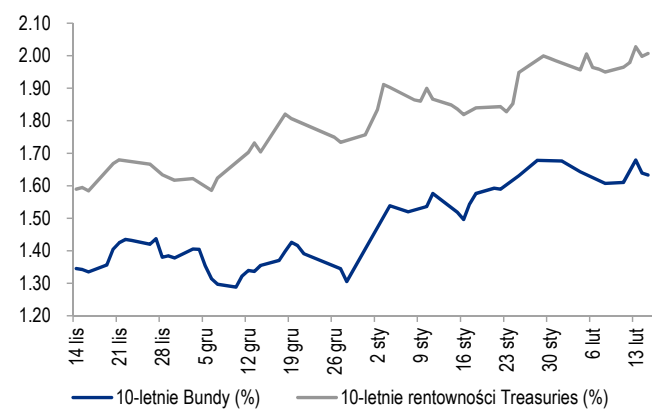
Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Wykres 6. Kursy walutowe (zmiana w okresie trzech miesięcy)



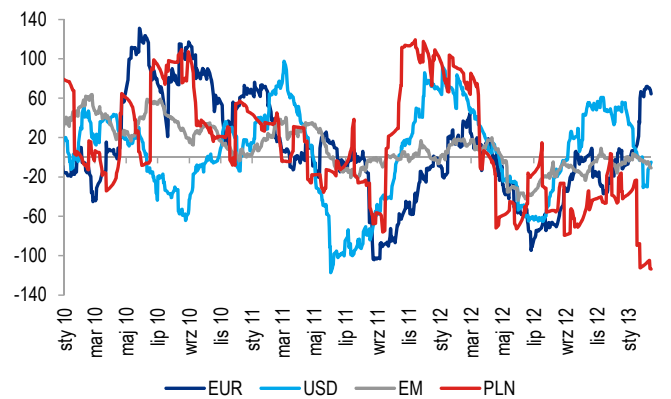
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 8. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 10. Indeks niespodzianek makroekonomicznych Citi (CESI - Citi Economic Surprise Index)



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 5. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	515	495	526	573
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,523	1,612	1,676	1,768
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,209	13,362	12,854	13,640	14,871
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
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.3	1.9	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	9.0	-1.1	-3.1	2.7
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.5	0.7	1.1	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.5	0.9	1.1	3.1
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	1.5	2.2	8.5
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-2.5	-0.1	9.0
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	2.5	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	2.1	2.4
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	1.8	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	3.25	3.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	3.47	3.97
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	4.55	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.21	3.02
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.18	3.12
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.24	3.92
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.23	4.08
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-21.9	-22.1	-16.5	-15.6	-20.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-4.7	-4.3	-3.3	-3.0	-3.6
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-5.5	-1.4	-3.0
Eksport	145.3	178.7	142.1	166.3	193.4	188.7	207.2	216.0
Import	162.4	204.7	146.4	178.1	207.5	194.2	208.7	219.0
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	6.0	6.4	7.7	8.3
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-17.0	-20.1	-21.6	-25.6	-28.1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	3.6	9.1	4.2	8.0	10.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	94.0	102.0	106.0
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	37.6	39.6	41.1	44.3
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.5	-3.5	-2.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-0.8	-0.8	-0.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.5	52.3	52.6	51.3
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.6	36.5	36.0	35.8

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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[cezary.chrapek@citi.com](mailto: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.*