

CitiWeekly

Na razie bez zmiany ratingu

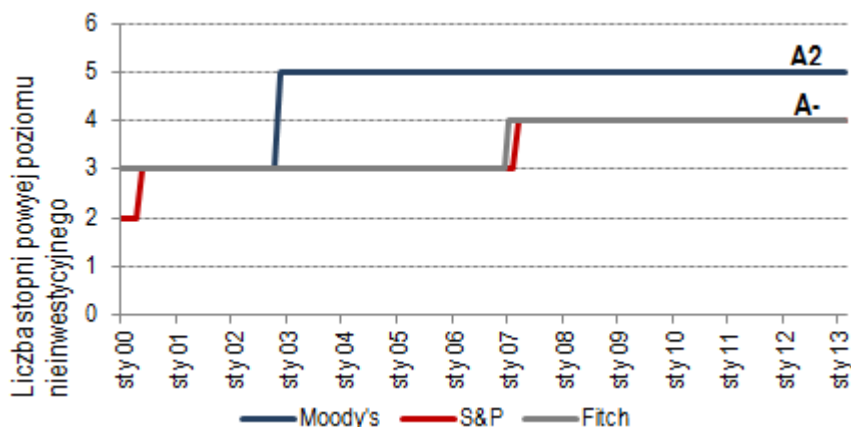
- Głównym wydarzeniem tego tygodnia będą publikacje danych o styczniowej sprzedaży detalicznej oraz PKB w IV kwartale. Oczekujemy wzrostu sprzedaży detalicznej o 1,9% r/r po spadku o 2,5% w grudniu, a więc wyniku nieco wyższego od rynkowego konsensusu. Na podstawie dostępnych już danych o PKB za cały 2012 rok szacujemy, że wzrost gospodarczy wyhamował do zaledwie 1% r/r w IV kwartale, przy spadku konsumpcji prywatnej o 1% r/r.
- Według danych publikowanych w ubiegłym tygodniu produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu do 0,3% r/r, po 10,6% spadku w grudniu. Jednak, choć odreagowanie produkcji okazało się większe od oczekiwań, po korekcie o czynniki sezonowe produkcja wciąż wyraźnie spada w ujęciu rocznym.
- Dane z rynku pracy okazały się słabsze od oczekiwań, wskazując na dalsze spowolnienie realnego funduszu płac. Najnowszy raport NBP o sytuacji gospodarstw domowych sygnalizuje wzrost stopy oszczędności gospodarstw domowych, co negatywnie przekłada się na konsumpcję prywatną.
- Pewnym sygnałem dającym nadzieję na poprawę sytuacji gospodarczej są wskaźniki nastrojów z niemieckiej gospodarki (ZEW i Ifo), które mocno zaskoczyły w górę. Jednak sądzimy, że wzrost gospodarczy odreaguje dopiero w II połowie tego roku.
- Fitch zrewidował perspektywę długoterminowego ratingu Polski do pozytywnej z stabilnej. Biorąc pod uwagę nasze prognozy makroekonomiczne uważamy, że za tą decyzją nie pójdzie podwyżka samego ratingu (przynajmniej nie w 2013 r.).

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	PLGB 10Y	10Y Bund	10Y Treasuries
I KW 13	4,16	3,08	4,84	1,35	3,75	0,75	3,83	4,00	1,55	1,80
I KW 14	4,19	3,20	4,71	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 FX z dnia 22.02.2013 r. Prognozy stóp % z dnia 21.01.2013.

Wykres 2. Agencja Fitch podwyższyła perspektywę ratingu Polski do pozytywnej i utrzymała rating A-



Źródło: GUS, NBP.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

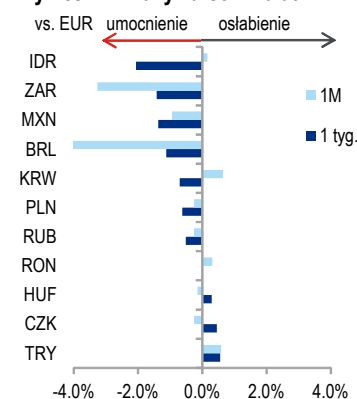
piotr.kalisz@citi.com

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

	22/2/13	1 tyg.	1M	YTD	2011
EUR/PLN	4.16	-0.6%	-0.2%	2.3%	-8.8%
USD/PLN	3.15	0.6%	0.7%	2.3%	-10.3%
EUR/USD	1.32	-1.3%	-1.0%	0.0%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	3.75	0	-25	-50	-25
WBOR 3M	3.75	-4	-28	-38	-86
FRA1x4	3.61	1	-18	-20	-113
FRA3x6	3.45	3	-5	5	-145
FRA6x9	3.35	5	16	31	-168
FRA9x12	3.29	6	19	37	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1580.3	-1.8%	-6.2%	-5.6%	7.0%
Ropa	114.9	-3.1%	0.4%	5.2%	5.2%
	pkt	%	%	%	%
WG20	2437.2	-1.2%	-4.7%	-5.6%	20.4%
S&P	1515.6	-0.3%	1.4%	6.3%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.57	-7	2	27	-52
10Y Treasuries	1.96	-4	13	21	-12
Rentowność 2Y	3.38	8	14	23	-171
Rentowność 5Y	3.59	-1	18	36	-211
Rentowność 10Y	3.99	-4	16	25	-217
	pb	pb	pb	pb	pb
CDS	93.0	2	10	13	-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
25 lut PONIEDZIAŁEK							
09:00	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	I	-3.9	-3.7	-4.1
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	I	1.9	0.4	-2.5
16:00	IT	Koniec wyborów parlamentarnych we Włoszech					
26 lut WTOREK							
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller 20	% m/m	XII		-0.2	-0.1
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	I	375	380	369
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	XII	61.0	61.2	58.6
27 lut ŚRODA							
08:00	DE	Indeks nastrojów konsumentów GfK	pkt	III		5.9	5.8
10:00	EMU	Podaż pieniądza	% r/r	I	2.7	3.2	3.3
11:00	EMU	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	II	90.5	89.7	89.2
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	I	-6.2	-4.4	4.3
16:00	USA	Niesfinalizowana sprzedaż domów	%	I		1.7	-4.3
28 lut CZWARTEK							
11:00	EMU	Inflacja HICP	% r/r	I	1.6	2.0	2.0
14:30	USA	Wzrost PKB	% kw/kw	IV kw.	0.20	0.5	-0.1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	365.0		362.0
15:45	USA	Indeks Chicago PMI	pkt	II	53.0	54.5	55.6
1 mar PIĄTEK							
09:28	DE	Indeks PMI dla przemysłu	pkt	II		50.1	50.1
11:00	EMU	Indeks PMI dla przemysłu	pkt	II	47.8	47.8	47.9
11:00	EMU	Wstępna inflacja HICP	% r/r	II	1.8	1.9	2.0
10:00	PL	PKB	% r/r	IV kw	1.0	1.0	1.4
10:00	PL	Konsumpcja prywatna	% r/r	IV kw	-1.0	-	0.1
10:00	PL	Inwestycje	% r/r	IV kw	-0.5	-	-1.5
16:00	USA	Indeks ISM dla przemysłu	pkt	II	51.0	52.8	53.1

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

Zapowiedź tygodnia

Oczekujemy wyższego od konsensusu wzrostu sprzedaży o 1,9% r/r, dzięki silniejszej sprzedaży samochodów

Oczekujemy niewielkiego odreagowania wzrostu sprzedaży detalicznej do 1,9% r/r z -2,5% r/r w grudniu. W ostatnich miesiącach ubiegłego roku doszło do znaczącego osłabienia popytu konsumenckiego, co zostało odzwierciedlone w danych o sprzedaży detalicznej. Sądzymy, że ten trend będzie kontynuowany na początku 2013 r., choć jak w przypadku produkcji przemysłowej w styczniu, również dane o sprzedaży mogą być pod wpływem efektu kalendarzowego. Według naszych szacunków sprzedaż detaliczna wzrosła w styczniu w ujęciu nominalnym o 1,9% r/r a po uwzględnieniu inflacji (1,7% r/r) w ujęciu realnym wzrosła jedynie o

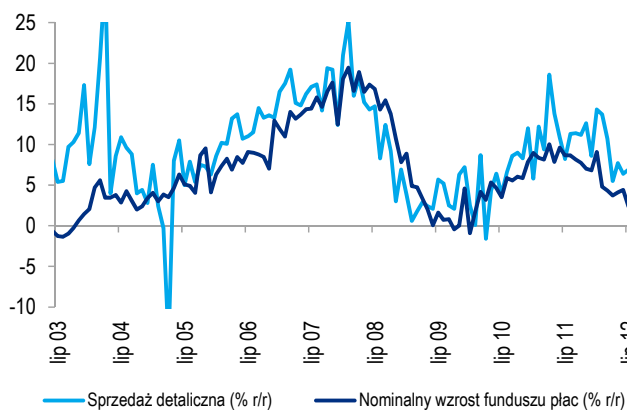
Oczekujemy wzrostu PKB o 1% r/r przy spadku konsumpcji o 1%

ok. 0,2% r/r. Wsparciem dla naszego szacunku są dobre dane o rejestracji samochodów opublikowane przez Samar.

Bazując na danych za rok 2012 oczekujemy spowolnienia wzrostu PKB do 1% r/r, przy spadku konsumpcji prywatnej o 1% r/r. Byłby to pierwszy historyczny spadek konsumpcji od momentu, gdy dane zaczęły być publikowane w 1996 r. Naszym zdaniem odzwierciedlałoby to stopniowe pogorszenie sytuacji na rynku pracy, wyraźne ograniczenie akcji kredytowej oraz pogorszenie nastrojów konsumentów.

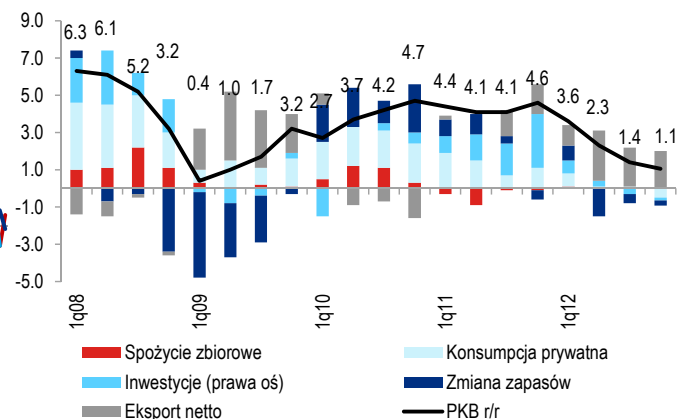
Sądzymy, że wzrost gospodarczy osiągnie dołek w I kwartale tego roku na poziomie 0,5% r/r, a w kolejnych kwartałach stopniowo odzyskuje. Oczekujemy, że wzrost gospodarczy pozostanie w tym roku wyraźnie poniżej potencjalnego tempa wzrostu, co pozwoli utrzymać inflację pod kontrolą. Jednak biorąc pod uwagę serię stosunkowo dobrych danych ze strefy euro (w szczególności indeks ZEW oraz indeks Ifo), sądzymy, że sytuacja gospodarcza może ulec poprawie, gdyby doszło do przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Niemczech.

Wykres 3. Sprzedaż detaliczna vs. wzrost nominalnego funduszu płac



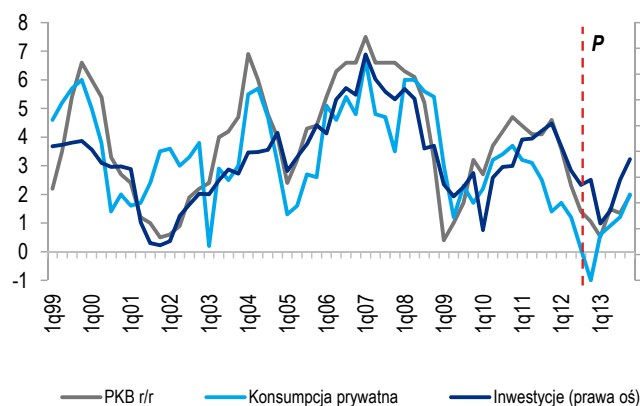
Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Oczekujemy wyhamowania wzrostu PKB w IV kw. do 1,1% r/r ...



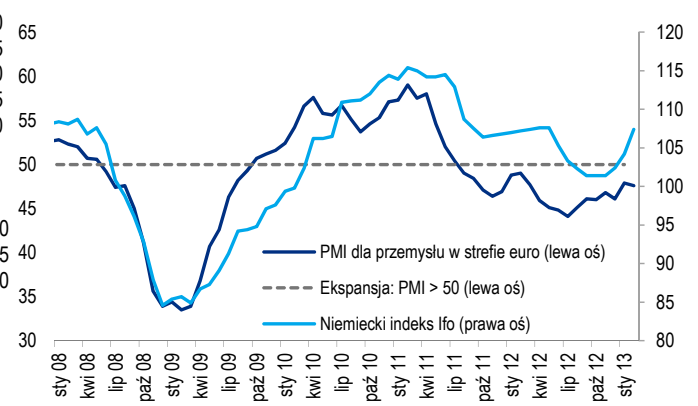
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 3. ... przy spadku konsumpcji prywatnej aż o 1% r/r



Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Wzrost niemieckiego indeksu Ifo daje nadzieję na poprawę sytuacji gospodarczej w dalszej części roku



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Miniony Tydzień

Produkcja wzrosła o 0,3% r/r...

... ale dane po korekcie o czynniki kalendarzowe wciąż pokazują wyraźny spadek

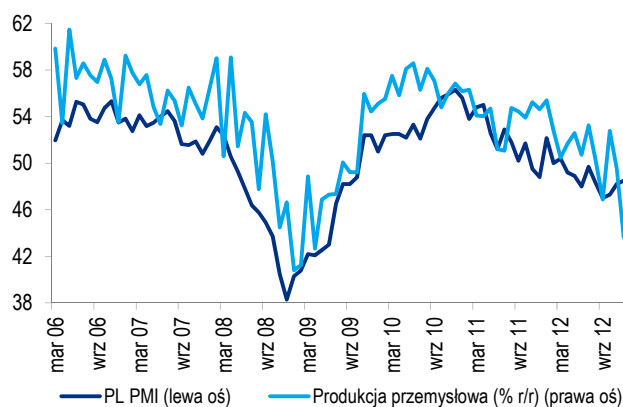
Wzrost płac spowolnił do 0,4%, a zatrudnienie spadło o 0,8% r/r

Realny spadek funduszu płac okazał się głębszy od oczekiwań

Wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył w styczniu do 0,3% r/r z -10,6% r/r w grudniu. Dane okazały się nieco lepsze w porównaniu do rynkowego konsensusu oraz naszej podstawowej prognozy na poziomie ok. -3%. Jednak w naszych analizach sygnalizowaliśmy możliwość takiej pozytywnej niespodzianki ze względu na lepsze niż można było wcześniej zakładać wyniki produkcji samochodów. Stosunkowo duży wzrost został odnotowany w górnictwie, a w przemyśle przetwórczym mimo przyspieszenia produkcja wciąż spadała w ujęciu rocznym. Dane potwierdziły, że wyjątkowa słabość produkcji w grudniu była w dużej mierze wynikiem efektów jednorazowych i mniejszej liczby dni roboczych. Jednak nawet po uwzględnieniu tych czynników produkcja wciąż jest słaba, a po korekcie o czynniki kalendarzowe (różnice w liczbie dni roboczych) spadła ona o 2,1% r/r, wobec spadku o 5,1% r/r miesiąc wcześniej.

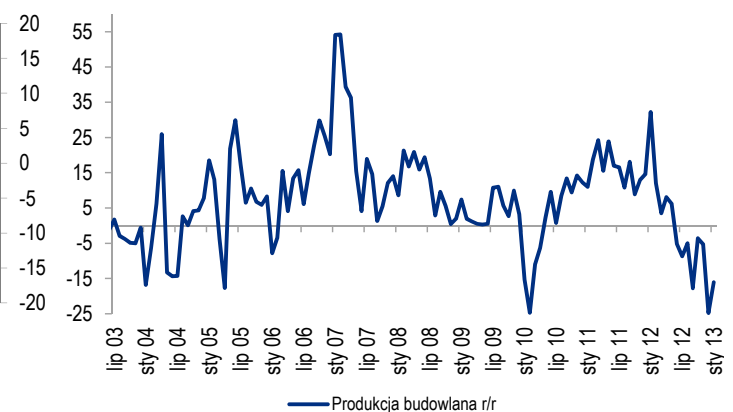
Dane z rynku pracy pokazały dalsze spowolnienie wzrostu realnego funduszu płac, co jest negatywnym sygnałem dla konsumpcji prywatnej. Wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw osłabił się w styczniu do -0,8% r/r z -0,5% r/r w grudniu, co było nieznacznie powyżej rynkowego konsensusu na poziomie -0,9% r/r oraz naszej prognozy -1,1% r/r. Jednocześnie wzrost płac spowolnił do 0,4% r/r z 2,4% r/r, co było powyżej rynkowego konsensusu (ok. 1%). W sumie dane okazały się słabsze od oczekiwań, gdyż wzrost funduszu płac spowolnił w styczniu do -0,4% r/r z 1,9% r/r, a realny wzrost funduszu płac spowolnił do -2,1% r/r z -0,6% r/r w grudniu.

Wykres 3. Produkcja przemysłowa i PMI



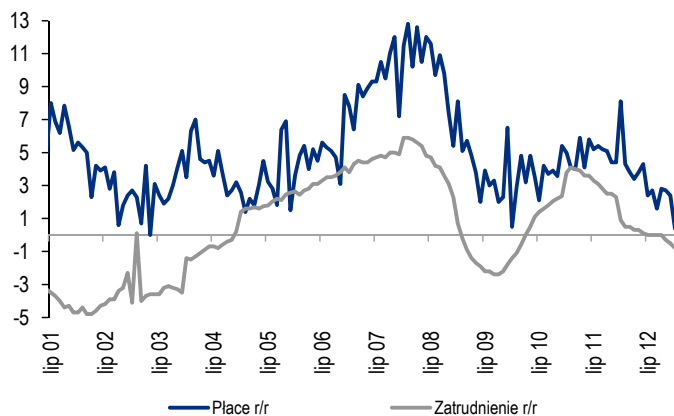
Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Wzrost produkcji budowlanej



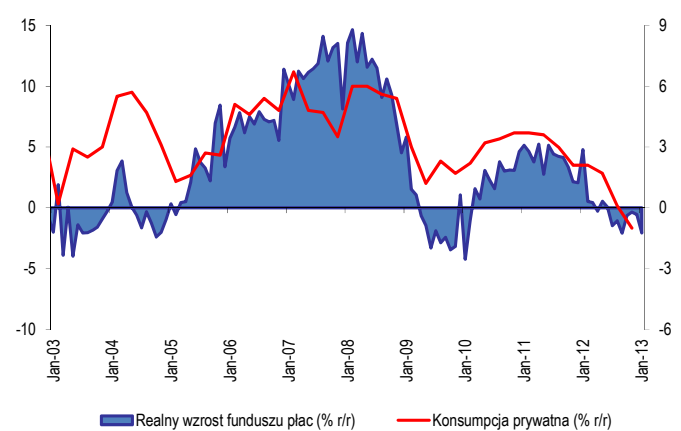
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 3. Wzrost płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Konsumpcja prywatna vs. realny wzrost funduszu płac (% r/r)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wzrost stopy oszczędności gospodarstw domowych negatywny dla konsumpcji

Z raportu NBP o sytuacji finansowej gospodarstw domowych za III kwartał wynika, że w III kw. ub.r. doszło do wzrostu stopy oszczędzania do 6,5% z 3,8% w II kwartale. W dużej mierze wynikało to ze zmiany wyceny udziałów w rezerwach funduszy emerytalnych. Jednocześnie nastąpił również pierwszy od IV kw. 2009 r. wzrost oszczędności dobrowolnych. Według raportu NBP doszło również do spadku wykorzystania kredytów w finansowaniu konsumpcji, co znalazło odzwierciedlenie w danych o PKB za III i IV kw. 2012 r.

Fitch zrewidował perspektywę ratingu do pozytywnej ...

Fitch zrewidował perspektywę długoterminowego ratingu Polski do pozytywnej z stabilnej, podczas gdy sam rating długoterminowy dla walut obcych pozostał niezmienny na poziomie A-. Agencja uzasadniła rewizję ratingu znacznym spadkiem deficytu sektora rządowego i samorządowego, jak również stabilizacją długu publicznego. Fitch sygnalizował, że rating Polski mógłby zostać podwyższony w przyszłości w przypadku dalszej konsolidacji fiskalnej, a także spadku wskaźników długu zagranicznego. Z drugiej strony agencja zasygnalizowała, że ewentualne osłabienie wzrostu gospodarczego, jak również złagodzenie polityki fiskalnej (zagrożające średnioterminowemu celowi redukcji deficytu) mogłyby odwrócić decyzję o poprawie perspektywy ratingu i przywrócić perspektywę stabilną.

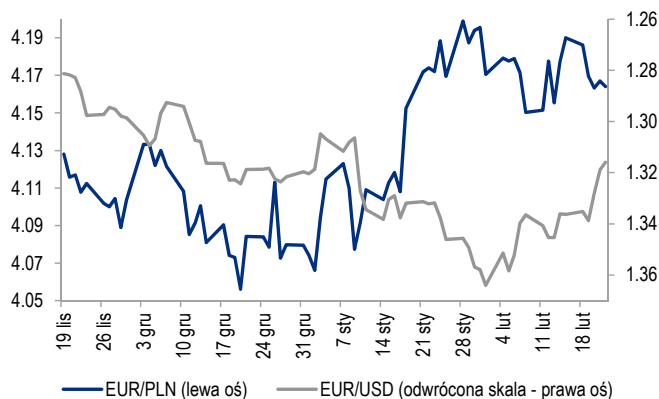
... dzięki spadkowi deficytu fiskalnego i dobrych perspektyw dla długu...

... ale nie oczekujemy zmiany ratingu w najbliższych kwartałach

Komentarz opublikowany przez Fitch pokazuje, że decyzje w kwestii ratingów będą zależać od kształtowania się zadłużenia publicznego oraz zagranicznego Polski. Choć nie oczekujemy znacznej poprawy wskaźników deficytu i długu, nie spodziewamy się również istotnego pogorszenia sytuacji. Mając to na uwadze sądzimy, że agencja Fitch utrzyma rating Polski oraz perspektywę pozytywną w kolejnych miesiącach. Z kolei w przypadku innych agencji, Moody's sygnalizował, że wysoki deficyt obrotów bieżących oraz wysoki dług zewnętrzny są istotnymi czynnikami ograniczającymi podwyższenie ratingu. Choć nie wykluczamy możliwej rewizji perspektywy ratingu do pozytywnej przez Moody's to sądzimy, że sama zmiana ratingu jest mało prawdopodobna w tym roku. Tym bardziej, że słaba sytuacja w popycie krajowym przełoży się na pogorszenie sytuacji fiskalnej.

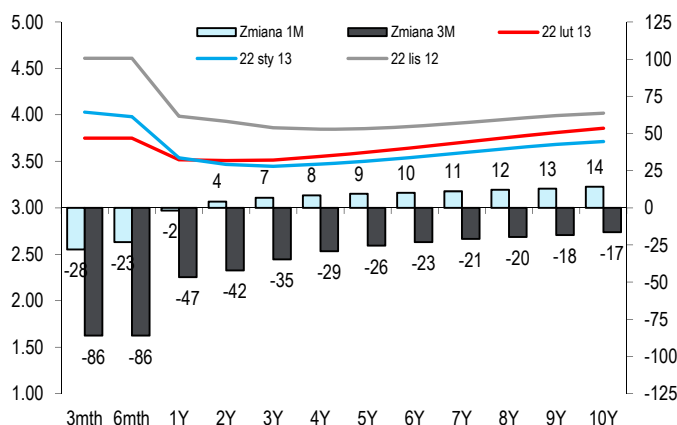
Kolejne decyzje zależne od spadku nierównowag zewnętrznych

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 7. Krzywa swap



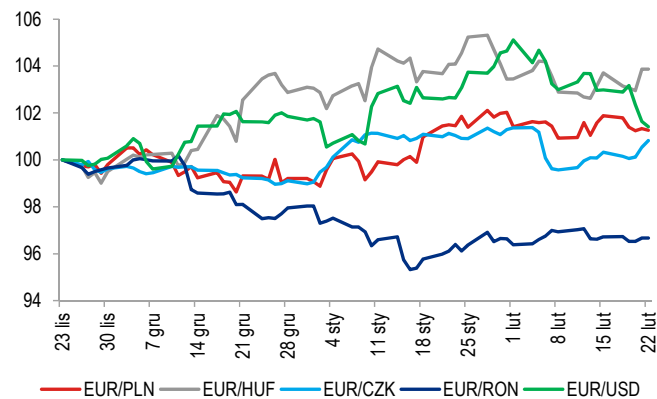
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI



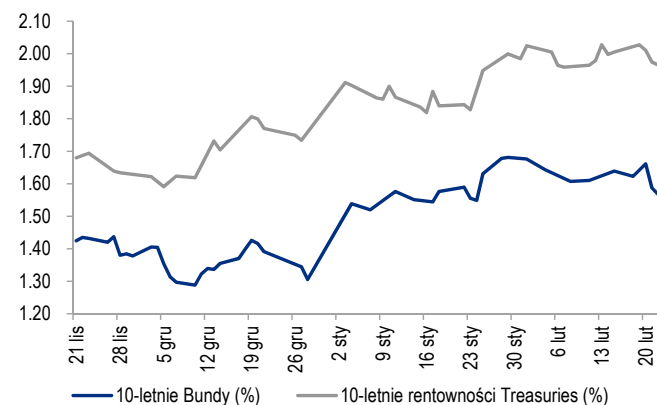
Źródło: Bloomberg, Citi Research.

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



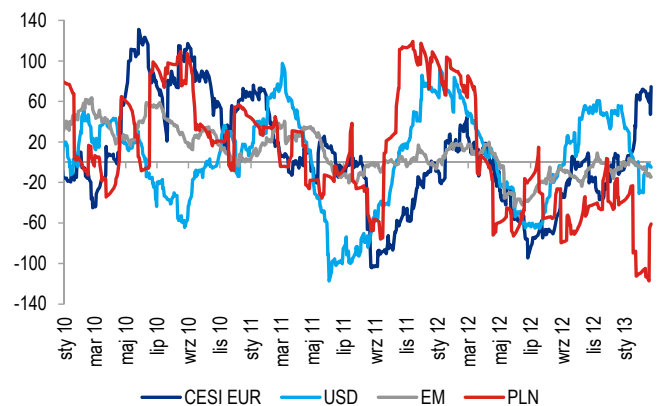
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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
Najważniejsze wskaźniki								
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
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	2.7
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.5	0.4	1.1	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.5	0.5	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
Ceny, pieniądź i kredyt								
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
Bilans płatniczy (mld USD)								
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
Finanse publiczne (% PKB)								
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

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 jakiejkolwiek 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 zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.