

25 listopada 2013 □ 7 stron

CitiWeekly

Zmiany w rządzie, ale nie w ustawie o OFE

- Głównym wydarzeniem minionego tygodnia była rekonstrukcja rządu w wyniku, której nastąpiła zmiana na stanowisku ministra finansów, na którym Mateusz Szczurek zastąpił Jacka Rostowskiego. W swoich pierwszych wypowiedziach minister *in spe* podkreślił, że nie zamierza rezygnować z wprowadzenia zmian w systemie emerytalnym, dla których projekt został przyjęty przez rząd w ubiegłym tygodniu. M. Szczurek zadeklarował, że Ministerstwo Finansów skoncentruje się na przygotowaniu nowej ordynacji podatkowej.
- W tym tygodniu poznamy dane o sprzedaży detalicznej za październik oraz szczegółowe rozbieżności danych o PKB za III kwartał. Spodziewamy się większego niż rynek przyspieszenia wzrostu sprzedaży detalicznej, co jest zgodne ze scenariuszem stopniowego ożywienia konsumpcji w odpowiedzi na poprawę warunków na rynku pracy. Jednocześnie według naszych szacunków dane o PKB pokażą, że wzrost gospodarczy już w III kwartale był napędzany głównie przez ożywienie popytu krajowego. W kolejnych kwartałach oczekujemy dalszego przyspieszenia wzrostu PKB do 3,1% r/r w 2014 r., co jest powyżej konsensusu rynkowego.
- Dane publikowane w ostatnich dniach pokazały nieznaczne spowolnienie wzrostu płac i mniejszy niż we wrześniu spadek zatrudnienia, co odzwierciedla stopniową poprawę popytu na pracę przy niewielkiej presji płacowej. Wzrost produkcji przemysłowej zgodnie z oczekiwaniami nieznacznie spowolnił, a spadek produkcji budowlanej okazał się mniejszy od oczekiwań.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

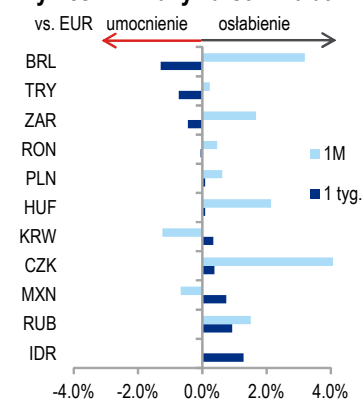
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 22.11.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	22/11/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.20	0.2%	0.3%	3.0%	-8.8%
USD/PLN	3.10	-0.3%	1.9%	0.3%	-10.3%
EUR/USD	1.36	0.5%	-1.6%	2.8%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	2.50	0	0	-175	-25
WIBOR 3M	2.65	0	-1	-148	-86
FRA1x4	2.64	3	-2	-117	-113
FRA3x6	2.62	0	-6	-78	-145
FRA6x9	2.64	0	-8	-40	-168
FRA9x12	2.74	0	-8	-18	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1243.0	-3.6%	-6.7%	-25.8%	7.0%
Ropa	112.1	3.5%	3.8%	2.6%	1.2%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2590.5	1.7%	2.7%	0.3%	20.4%
S&P	1804.8	0.4%	3.3%	26.5%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.75	4	-2	44	-52
10Y Treasuries	2.74	4	25	99	-12

Spis treści

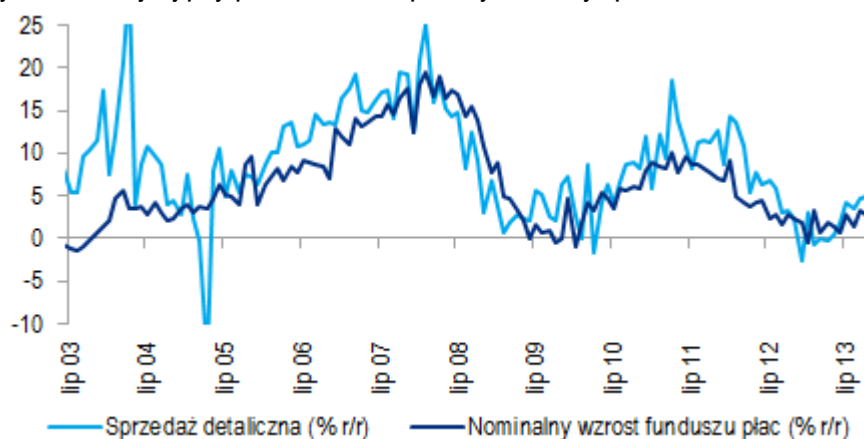
	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	6

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
IV KW 13	4,14	3,00	4,99	1,38	2,50	0,25	2,67	1,80	2,56
IV KW 14	4,06	2,90	5,01	1,40	3,25	0,25	3,71	1,90	3,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 23.10.2013 r.

Wykres 2. Oczekujemy przyspieszenia wzrostu sprzedaży detalicznej w październiku.



Źródło: GUS, Citi Research

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
25 lis		PONIEDZIAŁEK					
16:00	USA	Sprzedaż domów	% m/m	X		1,5	-5,6
26 lis		WTOREK					
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XI	4,9	4,3	3,9
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	XI	13,0	13,0	13,0
16:00	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	XI	890	920	910
16:00	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	XI	920	930	920
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	XI	70,5	72,4	71,2
27 lis		ŚRODA					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	320	330	323
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	X	-1,6	-1,8	3,8
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	XI	73,0	73,0	72,0
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	pkt	X	-0,2	0,0	0,8
28 lis		CZWARTEK					
11:00	EMU	Indeks nastrojów gospodarczych		XI	98,3		97,8
	USA	Święto Dziękczynienia – dzień wolny					
29 lis		PIĄTEK					
10:00	PL	PKB	% r/r	XI	1,9	1,9	0,8
10:00	PL	Konsumpcja prywatna	% r/r	XI	1,1		0,2
10:00	PL	Inwestycje	% r/r	XI	-2,5		-3,8
11:00	EMU	Wstępny indeks HICP		XI	0,9		0,8

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

Zapowiedź tygodnia

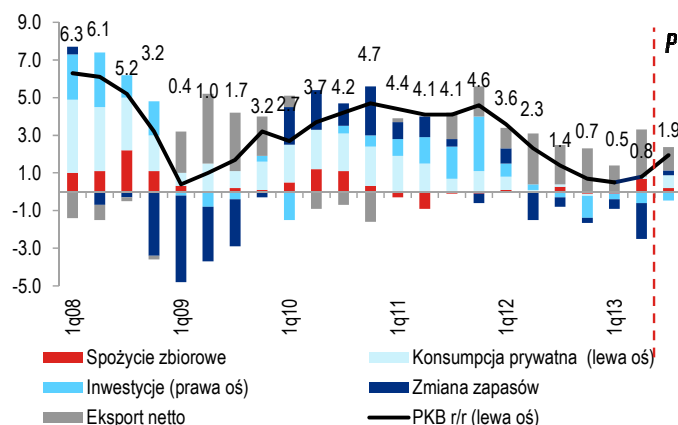
Sprzedaż detaliczna

Według naszych szacunków wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył w październiku do 4,9% r/r z 3,9% r/r we wrześniu, co jest powyżej konsensusu rynkowego. Przyspieszenia wzrostu sprzedaży jest wspierane przez dalszą poprawę zaufania konsumentów w październiku, pomimo osłabienia płac nominalnych w poprzednim miesiącu. Wzrost sprzedaży detalicznej powinien być także wspierany przez znaczny wzrost sprzedaży samochodów - według Polskiego Związku Przemysłu Motoryzacyjnego liczba rejestracji nowych samochodów wzrosła w październiku o 23% m/m wobec założonego w naszym modelu wzrostu na poziomie 9%.

PKB

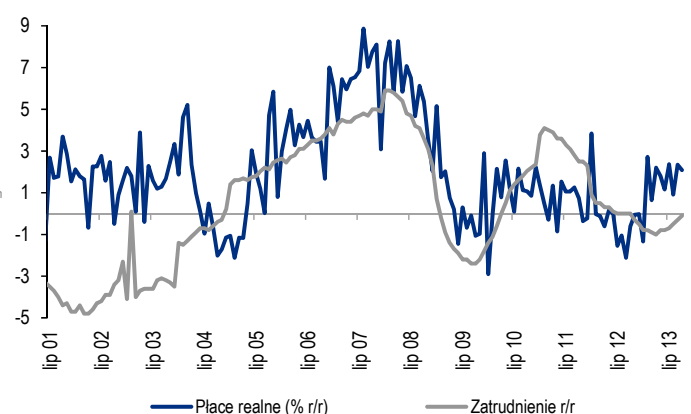
Nie oczekujemy rewizji PKB za III kwartał wobec wstępnego szacunku na poziomie 1,9% r/r opublikowanego w połowie listopada. Spodziewamy się za to, że szczegóły danych GUS pokażą, że wyższe tempo wzrostu PKB wynikało głównie z poprawy popytu krajowego do 0,7% r/r z -1,9% w II kwartale, na co złożyło się przyspieszenie zarówno w konsumpcji prywatnej do 1,1% r/r z 0,2% r/r w II kwartale oraz w inwestycjach do -2,5% r/r z -3,8% w II kwartale. Oczekujemy także spadku kontrybucji eksportu netto do 1,2 pkt proc. z 2,4 pkt proc w II kwartale.

Wykres 3. Wzrost PKB i główne składowe



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Wzrost płac i zatrudnienia (% r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

Rynek pracy

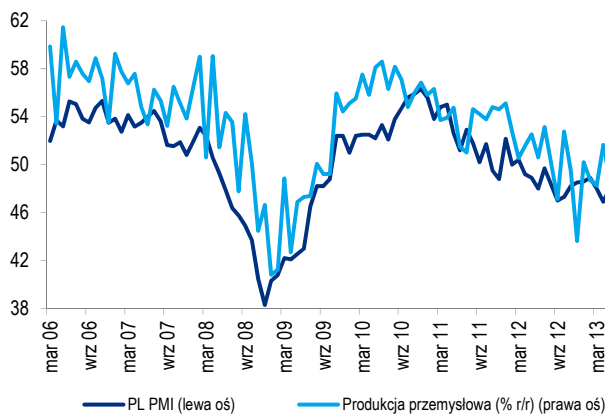
Tempo wzrostu wynagrodzeń spadło w październiku do 3,1% r/r z 3,6% r/r we wrześniu, co było powyżej rynkowego konsensusu (2,9% r/r) oraz nieznacznie powyżej naszej prognozy (3%). Ponadto, zatrudnienie spadło w październiku o 0,2% r/r wobec -0,3% r/r we wrześniu i było zgodne z oczekiwaniami rynku i nieco słabsze niż nasz szacunek. W sumie, dane z rynku pracy były nieznacznie lepsze niż oczekiwał rynek i potwierdziły powolne ożywienie popytu na pracę w obliczu braku istotnej presji płacowej. Wzrost funduszu płac spowolnił w październiku do 2,9% r/r z 3,2% r/r we wrześniu, choć kolejne miesiące powinny przynieść dalszą stopniową poprawę warunków na rynku pracy z pozytywnym wpływem na konsumpcję prywatną.

Produkcja przemysłowa

Wzrost produkcji przemysłowej spowolnił w październiku do 4,4% r/r z 6,2% r/r we wrześniu, co jest zgodne z rynkowym konsensem i nieco poniżej naszego szacunku 4,7% r/r. Tymczasem spadek produkcji budowlanej w październiku (-3,2% r/r) okazał się mniejszy niż we wrześniu (-4,8% r/r) oraz mniejszy niż oczekiwał tego rynek -5,5% r/r. Oczekujemy stopniowego ożywienia produkcji przemysłowej w kolejnych miesiącach wraz ze wzrostem krajowych i eksportowych zamówień jak również dalszej poprawy produkcji budowlanej, co przełoży się na dalsze odreagowanie wzrostu inwestycji. Spodziewamy się dalszego przyspieszenia wzrostu

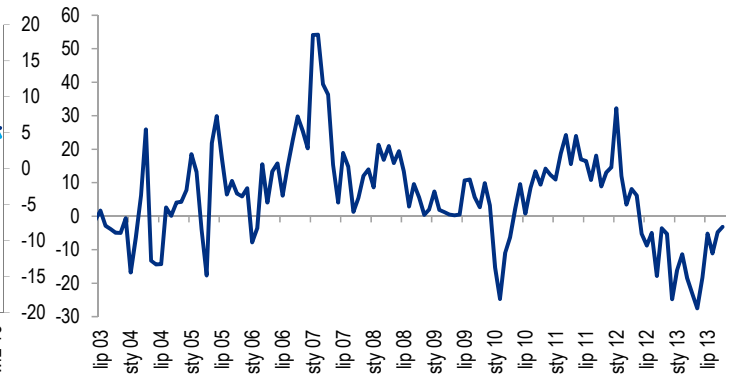
PKB o 3,1% r/r, czyli powyżej konsensusu rynkowego wobec 1.3% w 2013 roku.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa i PMI



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 6. Produkcja budowlana



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Minutes RPP

Według zappisu dyskusji z ostatniego posiedzenia (*minutes*) RPP oceniła, że mimo oczekiwanego ożywienia gospodarczego inflacja najprawdopodobniej pozostanie niska, a presja inflacyjna ograniczona. To z kolei doprowadziło do wydłużenia zapowiedzianego okresu stabilizacji stóp procentowych do końca I połowy 2014 r. wobec końca 2013 r. Oczekujemy pierwszych podwyżek stóp w III kwartale, najprawdopodobniej we wrześniu i oczekujemy łącznie dwóch podwyżek stóp w 2014 r.

Rząd zatwierdził projekt OFE

W ubiegłym tygodniu rząd zatwierdził projekt zmian w systemie emerytalnym, który zakłada transfer 51,5% aktywów z prywatnych funduszy emerytalnych (głównie obligacji rządowych oraz obligacji gwarantowanych przez rząd) do sektora publicznego. Obligacje rządowe zostaną umorzone co zmniejszy dług publiczny o ok. 8 pkt proc. PKB w 2014 r. do ok. 47,4% i pozwoli rządowi na wsparcie gospodarki. Inne instrumenty zostaną przetransferowane do Funduszu Rezerwy Demograficznej. Ponadto, projekt zakłada, że 10 lat przed emeryturą aktywa emerytalne zostaną przetransferowane do ZUS. Każda osoba będzie miała prawo zdecydować czy pozostać w OFE, jednak w przypadku braku decyzji w ciągu 3 miesięcy od rozpoczęcia programu przyszłe składki zostaną automatycznie przetransferowane do ZUS. OFE nie będą mogły inwestować obligacje rządowe, podczas gdy minimalny limit inwestycyjny dla akcji zostanie stopniowo obniżony w następnych latach z początkowego poziomu 75%. Jednocześnie OFE będą mogły stopniowo zwiększać swoją alokację aktywów w zagraniczne inwestycje do 30% w 2016 r.

Rekonstrukcja rządu i nowy minister finansów

W minionym tygodniu doszło do długo zapowiadanej "rekonstrukcji" rządu. Z punktu widzenia rynków finansowych najważniejsza zmiana dotyczy odwołania ministra finansów Jacka Rostowskiego i desygnowania

na jego miejsce Mateusza Szczurka. W swoich pierwszych wypowiedziach minister *in spe* podkreślił, że nie zamierza rezygnować z wprowadzenia zmian w systemie emerytalnym. Oznacza to, że wbrew sugestiom pojawiającym się w krajowej prasie prace nad ustawą „emerytalną” będą kontynuowane w niezmienionej formie. Ponadto Mateusz Szczurek zadeklarował, że MF skoncentruje się na przygotowaniu nowej ordynacji podatkowej, choć sam poziom stawek podatkowych nie zostanie obniżony. Nowy szef resortu finansów ewidentnie nie spieszy się z planami przyjęcia euro i w tej konkretnej sprawie wypowiada się w sposób jeszcze bardziej eurosceptyczny niż J. Rostowski. Wśród pozostałych zmian w rządzie na uwagę zasługuje fakt, że Elżbieta Bieńkowska ma zostać nowym wicepremierem odpowiedzialnym zarówno za kwestie rozwoju regionalnego (wykorzystanie środków unijnych), jak i transportu.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	517	590
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,638	1,727
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,405	15,315
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	3.1
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-3.3	-3.8	4.0
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	2.3
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	1.4	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.0	2.1
Płace nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.25
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.62	3.57
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.40	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.00	2.90
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	2.94
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.14	4.06
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-10.9	-17.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.8	-3.5	-2.1	-3.0
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-0.7	-4.3
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	199.4	214.8
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	200.2	219.1
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	-25.8
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	42.8	44.5	49.2	51.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-4.3	4.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.6	7.4
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.6	47.7
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.5	31.0

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