

4 marca 2013 □ 8 stron

CitiWeekly

Możliwa pauza w cyklu

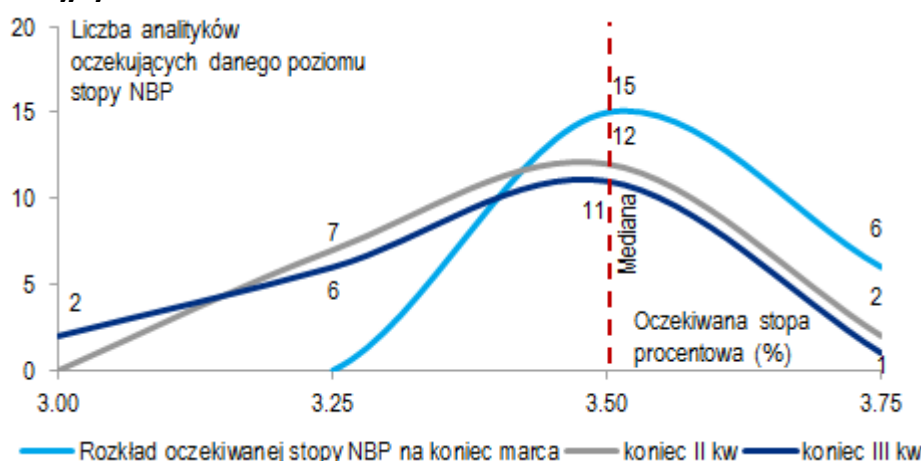
- Sądzymy, że szanse zarówno na obniżkę stóp procentowych, jak i utrzymanie ich na niezmienionym poziomie są bardzo wyrównane. Niemniej skłaniamy się ku pogładowi, że w tym miesiącu RPP zdecyduje się jednak nie zmieniać parametrów polityki pieniężnej. Taka decyzja byłaby zgodna z coraz mniej gołębiym tonem komentarzy członków Rady oraz pozytywnymi niespodziankami w danych makro.
- Naszym zdaniem brak obniżki stóp procentowych nie oznaczałby zakończenia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Podtrzymujemy oczekiwania na dodatkowe obniżenie stóp procentowych w najbliższych miesiącach o 50 pb. Z kolei w przypadku gdyby RPP zdecydowała się na obniżkę już teraz, ton komunikatu mógłby zostać zaostrożony. Naszym zdaniem bardziej jastrzębie komentarze RPP będą negatywnie wpływać na krótki koniec krzywej rentowności.
- Publikowane w ubiegłym tygodniu dane z gospodarki pokazały dalsze wyhamowanie wzrostu gospodarczego w I kwartale do 1,1% r/r z 1,4% w IV kw. 2012 r. przy rekordowym spadku konsumpcji prywatnej o 1% r/r. Co prawda dane o sprzedaży detalicznej zaskoczyły nieco w górę, a konsumpcja prywatna może nieco odreagować, to wciąż oczekujemy dalszego wyhamowania wzrostu gospodarczego w w I kw.2013 r. do 0,5%.
- Według danych resortu finansów w styczniu i w lutym popyt inwestorów zagranicznych pozostał wysoki, co pomaga w szybszej realizacji potrzeb pożyczkowych niż w ubiegłych dwóch latach. Jednocześnie Ministerstwo Finansów podało, że zaoferuje 4-9 mld zł obligacji i bonów skarbowych, co pozwoli zrealizować 55-58% potrzeb pożyczkowych na koniec I kw.

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	3,60	4,00	1,55	1,80
I KW 14	4,19	3,20	4,71	1,31	3,25	0,25	3,51	4,60	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 27.02.2013 r.

Wykres 2. Rozkład oczekiwań ekonomistów ankietowanych przez Parkiet odnośnie poziomu stopy referencyjnej NBP.



Źródło: Parkiet.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

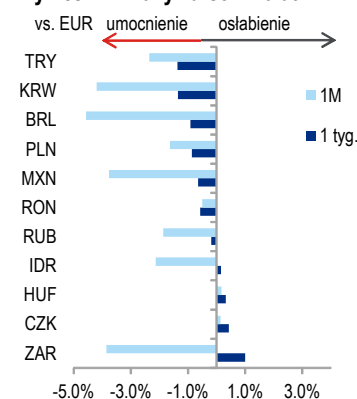
piotr.kalisz@citi.com

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

	1/3/13	1 tyg.	1M	YTD	2011
EUR/PLN	4.13	-0.8%	-1.6%	1.4%	-8.8%
USD/PLN	3.18	0.7%	2.7%	3.0%	-10.3%
EUR/USD	1.30	-1.3%	-4.0%	-1.3%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	3.75	0	-25	-50	-25
WBOR 3M	3.73	-2	-23	-40	-86
FRA1x4	3.61	0	-17	-20	-113
FRA3x6	3.50	5	3	10	-145
FRA6x9	3.40	5	19	36	-168
FRA9x12	3.34	5	21	42	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1574.9	-0.3%	-6.1%	-5.9%	7.0%
Ropa	111.3	-3.1%	-4.6%	1.9%	1.9%
	pkt	%	%	%	%
WG20	2452.9	0.6%	-1.7%	-5.0%	20.4%
S&P	1518.2	0.2%	1.1%	6.5%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.42	-16	-30	11	-52
10Y Treasuries	1.84	-12	-15	9	-12
Rentowność 2Y	3.51	8	26	36	-171
Rentowność 5Y	3.64	6	21	42	-211
Rentowność 10Y	3.98	-2	1	24	-217
	pb	pb	pb	pb	pb
CDS	95.8	2	4	16	-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
4 mar PONIEDZIAŁEK							
11:00	EMU	PPI	% r/r	I	2.3	1.8	2.2
12:00	PL	Aukcja bonów skarbowych					
5 mar WTOREK							
09:58	EMU	PMI dla usług	pkt	II	47.3	47.3	47.3
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	0.3	-2.8	-0.9
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	I	54	55.0	55.2
6 mar ŚRODA							
11:00	EMU	PKB zrewidowany	% r/r	IV kw.	-0.4		-0.4
	PL	Decyzja RPP	%	III	3.75	3.50	3.75
14:15	USA	Raport ADP	tys.	II		173	192
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	%	I	-2.1	-1.5	1.8
7 mar CZWARTEK							
03:00	JP	Decyzja Banku Japonii	%	III			0.1
12:00	PL	Aukcja zamiany					
12:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	III	0.6	0.5	0.8
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	III	0.5	0.5	0.5
13:45	EMU	Decyzja EBC	%	III	0.75	0.75	0.75
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	I	-45	-43.0	-38.5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	345		344
8 mar PIĄTEK							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	II	150.00	148.0	157
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	tyg.	7.8	7.9	7.9
14:30	USA	Zapasy hurtowe	%	I	0.3	0.4	-0.1

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

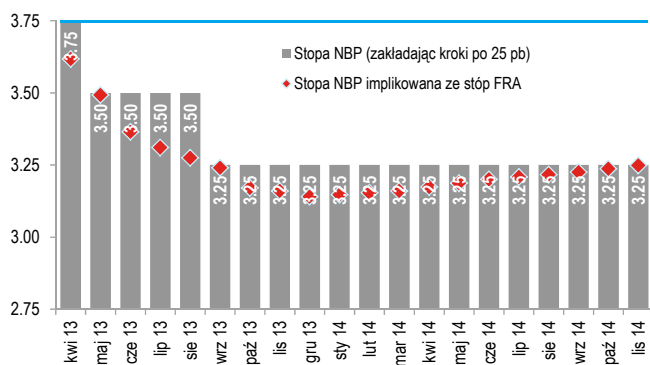
Zapowiedź tygodnia

Oczekujemy przerwy w łagodzeniu polityki pieniężnej...
... ale szanse na obniżkę, są niemal równe

Naszym zdaniem na śródownym posiedzeniu RPP decyzja w sprawie stóp procentowych będzie się ważyła do ostatniej chwili. Choć szanse obniżki oraz szanse pozostawienia stóp bez zmian wydają się wyrównane, skłaniamy się ku scenariuszowi zakładającemu stabilne stopy. Jastrzębie komentarze członków RPP z ostatnich tygodni oraz zapis dyskusji z lutowego posiedzenia wydają się sygnalizować, że Rada chciałaby tym razem zrobić przerwę w cyklu. Ponieważ w przeszłości RPP często czuła się zobowiązana, aby podjąć wcześniej zapowiadane kroki (np. podnosząc stopy procentowe w maju 2012) uważamy, że tym razem Rada wstrzyma się od obniżek. Ostatnie dane makroekonomiczne (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna oraz PKB w IV kw.) powinny dać RPP dobre uzasadnienie dla takiej decyzji.

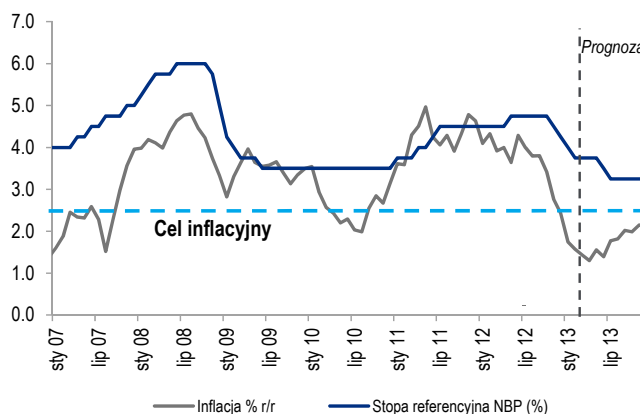
Potencjalnym źródłem niepewności jest wynik najnowszej projekcji makroekonomicznej, którą członkowie Rady otrzymają przed decyzją. Spodziewamy się, że projekcja pokaże niższy przebieg inflacji w krótkim okresie oraz wyższą niż wcześniej oczekiwano i bliższą celowi RPP w 2014 r. Z kolei w przypadku wzrostu gospodarczego spodziewamy się niewielkiego podniesienia projekcji PKB na przyszły rok. Obie zmiany powinny dać RPP argumenty uzasadniające pozostawienie stóp bez zmian w marcu.

Wykres 3. Implikowany poziom stóp procentowych ze stawek FRA



Źródło: Reuters, GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Prognoza stóp procentowych i inflacji



Źródło: Reuters, GUS, prognozy Citi Handlowy.

Miniony Tydzień

Wzrost PKB spowolnił w IV kw. do 1,1% r/r., choć był nieco wyższy od oczekiwań

Dane GUS potwierdziły wcześniejsze przypuszczenia dotyczące spowolnienia gospodarczego. W IV kw. PKB wzrosło o 1,1% r/r, a więc wolniej niż 1,4% w III kw., choć nieco szybciej niż oczekiwaliśmy (1%). W porównaniu z poprzednim kwartałem wzrost wyniósł 0,2%. Ponieważ dane o PKB były nieco lepsze od oczekiwań rynkowych trudno je traktować jako rozczarowujące, choć patrząc z dalszej perspektywy są one wciąż słabe.

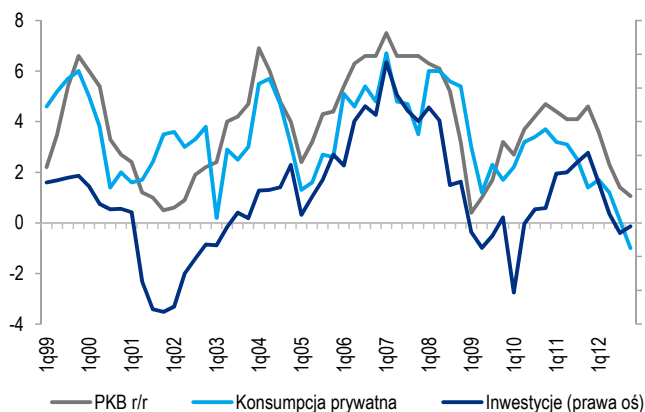
Konsumpcja spadła (o 1% r/r) po raz pierwszy od momentu rozpoczęcia publikacji danych

Prawdopodobnie najważniejszą informacją w publikowanych danych jest dalsze osłabienie popytu krajowego, w tym spadek konsumpcji indywidualnej o 1% r/r (pierwszy taki spadek w historii danych sięgających 1996 r.). Słaba konsumpcja odzwierciedla kilka czynników, w tym niższe zatrudnienie, spadające płace realne oraz dążenie gospodarstw domowych do zwiększenia oszczędności, po tym jak ich zasoby uległy nadwyrężeniu w 2012. Oczekujemy, że ożywienie konsumpcji będzie powolne i będzie zależało między innymi od tego, jak szybko zmiany rekomendacji KNF dotyczących udzielania kredytów konsumpcyjnych wejdą w życie. Zakładając, że uda się je wprowadzić relatywnie szybko, konsumpcja indywidualna w całym 2013 roku powinna wzrosnąć o około 1% r/r.

Ostatni kwartał ubiegłego roku był czwartym z kolei kwartałem spadku inwestycji (w ujęciu kwartał-do-kwartału), a tempo ich spadku przyspieszyło. Biorąc to pod uwagę trudno znaleźć przekonujące argumenty świadczące o nadchodzącym odbiciu w inwestycjach. Oczekujemy, że w całym roku nakłady inwestycyjne spadną o około 3% r/r.

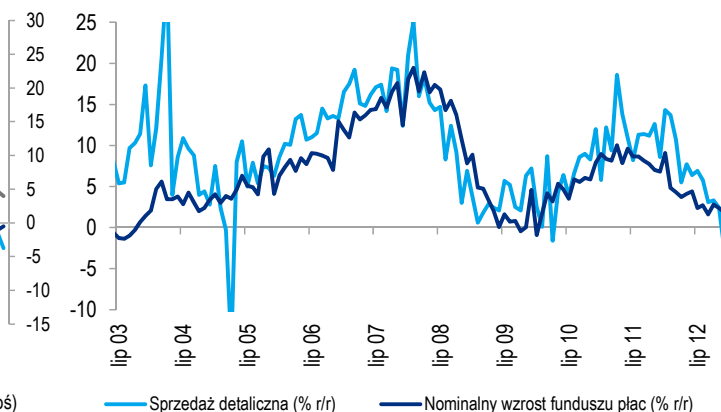
Potencjalnym źródłem niepewności w tym przypadku jest tempo z jakim rozpisywane będą przetargi związane z przyszłymi projektami infrastrukturalnymi.

Wykres 4. Główne składowe wzrostu PKB



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 3. Wzrost sprzedaży detalicznej



Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył do 3,1% r/r, powyżej oczekiwań

Oczekujemy dalszego spowolnienia PKB do 0,5% r/r w I kw. i odreagowania w kolejnych kwartałach

Popyt inwestorów zagranicznych na polski krajowy dług skarbowy jest wciąż wysoki

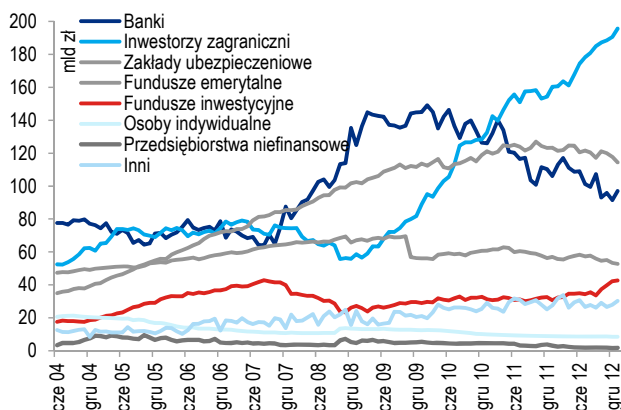
Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył do 3,1% r/r po spadku o 2,5% w grudniu. Choć nasza prognoza była jedną z najwyższych na rynku, powyższy wynik okazał się (niewielką) pozytywną niespodzianką. Poprawa sprzedaży nastąpiła w kilku kategoriach, szczególnie w sprzedaży samochodów (11,9% r/r). Z drugiej strony patrząc na dane o dobrach trwałego użytku wyraźnie spowolnił wzrost sprzedaży w kategorii meble, RTV, AGD poniżej zera. Mimo pozytywnej niespodzianki, nie przecenialibyśmy odreagowania w styczniowych danych o sprzedaży, podobnie jak nie przecenialiśmy osłabienia w grudniu. Sądzymy, że dane za styczeń są zgodne z zakładanym przez nas niewielkim odreagowaniem konsumpcji prywatnej w ujęciu kwartalnym.

Podtrzymujemy nasze oczekiwania, że w I kwartale tego roku wzrost PKB osiągnie dołek na poziomie 0,5% r/r jednak stopniowo odreaguje w kolejnych kwartałach. Sądzymy, że wzrost gospodarczy wyhamuje w 2013 r. do 1,3% r/r, co jest nieco poniżej rynkowego konsensusu (1,5% według Reutersa), ale powyżej najnowszej prognozy Komisji Europejskiej (1,2% r/r). Sądzymy, że wzrost PKB stopniowo odreaguje w II połowie roku za sprawą niskiej bazy. Scenariusz odreagowania wspiera także stopniowy wzrost indeksu PMI. Choć indeks aktywności wzrósł do 48,9 pkt, co było poniżej prognoz rynkowych, to był to piąty z rzędu miesiąc wzrostowy. Ponadto pozytywne sygnały napływają z zagranicy. Biorąc pod uwagę pozytywne niespodzianki w Niemczech i wyższy od oczekiwań wzrost indeksu Ifo dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu PKB na drugą połowę roku.

Pomimo nienajlepszych danych popyt inwestorów zagranicznych na polskie aktywa utrzymuje się na dosyć wysokim poziomie. Według danych Ministerstwa Finansów w styczniu inwestorzy zagraniczni zwiększyli zaangażowanie w krajowy dług skarbowy o 5,1 mld zł do 195,6 mld zł. Ponadto, według komentarzy wiceministra finansów Wojciecha Kowalczyka duży napływ kapitału na rynek długu był kontynuowany w lutym, a 85% napływu kapitału pochodziło od inwestorów „real money”, którzy preferują strategię „kupuj i trzymaj”. Sądzymy, że napływ kapitału

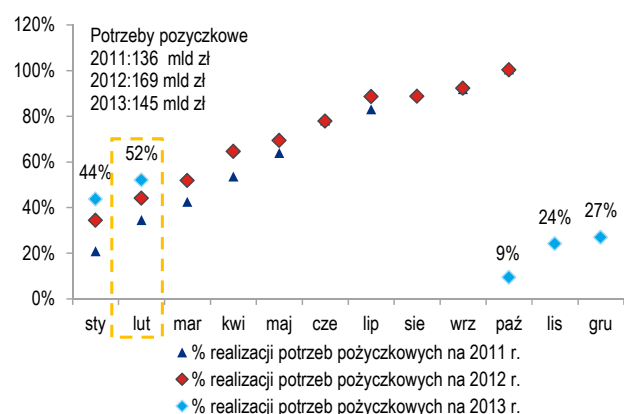
będzie kontynuowany dopóki nie nastąpi znaczący odpływ środków z globalnych funduszy rynków wschodzących. Jednak, w kolejnych miesiącach można raczej oczekiwać presji na całą krzywą rentowności za sprawą coraz mniej gołych komentarzy członków RPP oraz oczekiwanego wzrostu rentowności amerykańskich Treasuries. Ta presja byłaby ograniczona przez stosunkowo dobrą ocenę sytuacji kredytowej Polski, która została odzwierciedlona w ostatniej rewizji w górę perspektywy ratingu kredytowego Polski do pozytywnej przez Fitch oraz szybką realizację potrzeb pożyczkowych.

Wykres 3. Portfel krajowych obligacji skarbowych według typu inwestora



Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

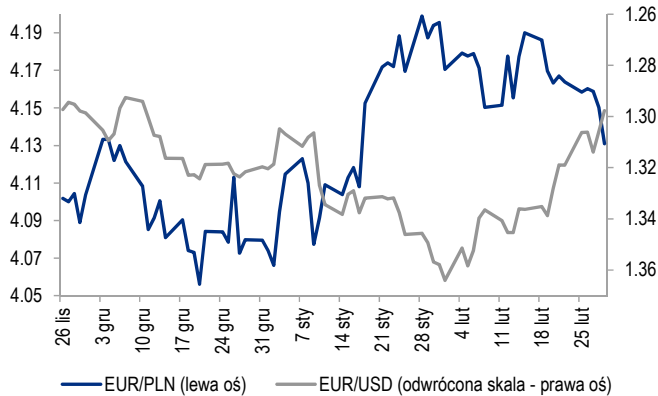
Wykres 4. Realizacja potrzeb pożyczkowych



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

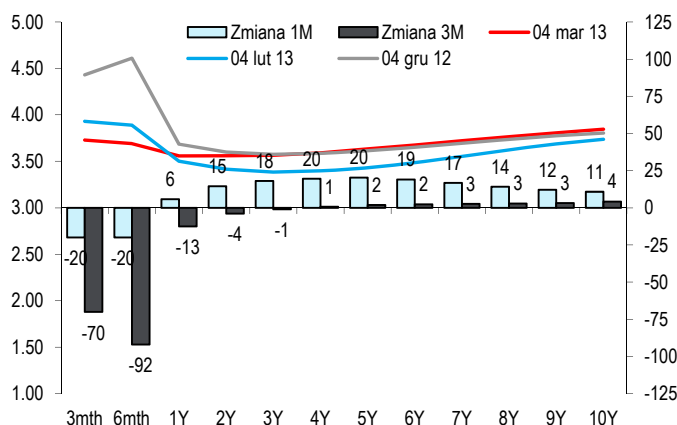
Według planu podaży długu na marzec resort finansów ma zamiar zaoferować ok. 4-9 mld zł papierów skarbowych i zorganizuje przetarg zamiany, co pozwoli zabezpieczyć 55-58% potrzeb pożyczkowych. Ministerstwo Finansów zaoferuje 2-6 mld zł obligacji oraz 2-3 mld zł 25-tygodniowych bonów skarbowych. W związku z tym, że bony skarbowe będą zapadały jeszcze w tym roku nie obniżą one tegorocznych potrzeb pożyczkowych.

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



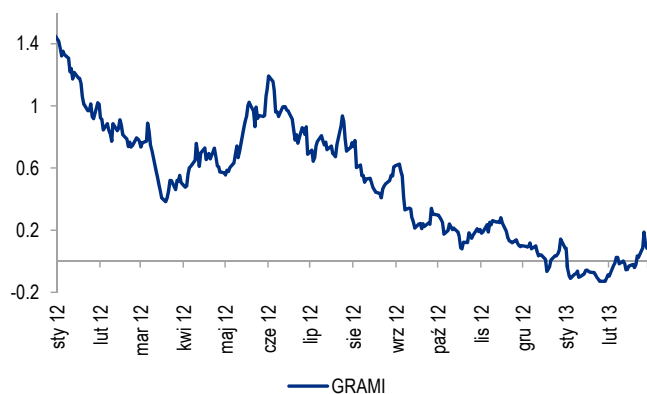
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 7. Krzywa swap



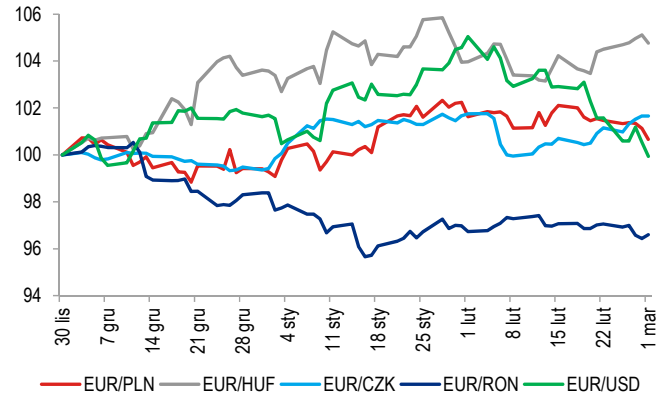
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI



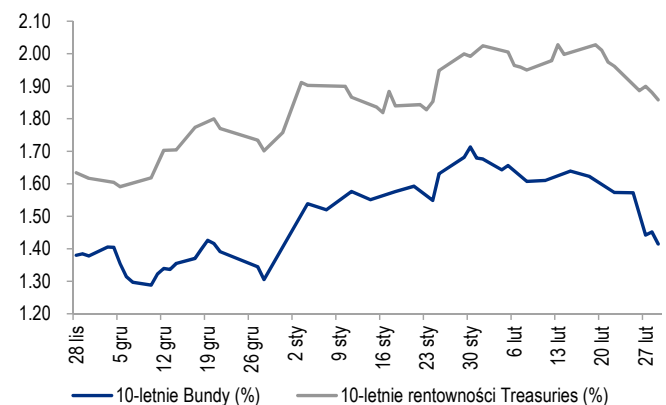
Źródło: Bloomberg, Citi Research.

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



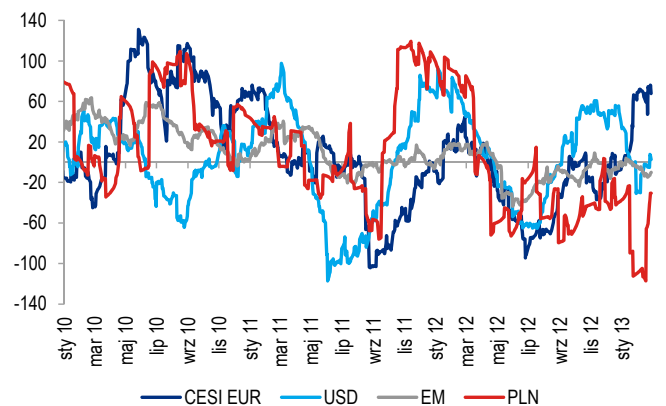
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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	522	562
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,523	1,610	1,663	1,754
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,209	13,362	12,837	13,554	14,609
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	2.7
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	1.6	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	2.2	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.8	2.4
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.3	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	4.45	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.26	3.04
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.17	3.15
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.27	3.95
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.21	4.11
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-21.9	-25.0	-17.3	-14.0	-19.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-4.7	-4.9	-3.5	-2.7	-3.5
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.0	-7.1	-3.8	-5.8
Eksport	145.3	178.7	142.1	166.3	194.7	187.6	205.7	225.2
Import	162.4	204.7	146.4	178.1	208.7	194.8	209.5	231.0
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.6	6.2	7.4	8.5
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-17.0	-22.8	-21.9	-22.6	-26.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	3.6	11.4	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	-3.5	-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	52.2	52.6	51.3
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.6	36.5	35.7	35.5

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.