

# Tygodnik ekonomiczny

28 stycznia – 3 lutego 2013

Szereg dużo lepszych od oczekiwań danych z Niemiec (indeksy ZEW, PMI, Ifo), dobre kwartalne wyniki spółek z USA (m.in. Google, IBM) oraz fakt, że w tym tygodniu banki oddadzą do EBC jedynie 137 mld € (z nieco ponad 1 bln € pożyczonych około rok temu w ramach dwóch 3-letnich LTRO) sprawiły, że na przestrzeni minionego tygodnia na globalnym rynku panował optymizm. Nie było tego jednak widać w notowaniach złotego. Osłabienie krajowej waluty w reakcji na dużo gorsze dane o grudniowej sprzedaży detalicznej tylko potwierdziło nasze sugestie, że obecnie czynniki wewnętrzne mają dużo większy wpływ na złotego niż wydarzenia globalne. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, zyskały natomiast polskie obligacje, do czego (oprócz kiepskich danych) w największym stopniu przyczyniła się bardzo udana aukcja obligacji 2- i 5-letnich.

Po serii publikacji danych z Europy, w tym tygodniu uwaga inwestorów przesunie się zapewne za ocean. Protokół z grudniowego posiedzenia FOMC wskazał, że część jego członków sugerowała, że pod koniec tego roku zakończony mógłby zostać program skupu obligacji. Z tego powodu rynek będzie uważnie analizował komunikat ze styczniowego spotkania amerykańskich bankierów centralnych w poszukiwaniu wskazówek odnośnie perspektyw dalszej stymulacji gospodarki USA. Poza tym, opublikowany zostanie szereg danych, które pokażą w jakim kierunku zmierza największa gospodarka świata, z pierwszym szacunkiem PKB za IV kw. 2012 na czele. Wstępne dane o polskim PKB za cały 2012 pokażą, że w minionym roku sytuacja w gospodarce wyraźnie się pogorszyła, a w ostatnim kwartale PKB rósł w tempie wyraźnie poniżej 1%. Naszym zdaniem dane z kraju (po raz kolejny) potwierdzą trwałość spowolnienia (minutes ze styczniowego posiedzenia RPP pokazały, że w RPP są jeszcze członkowie potrzebujący potwierdzenia tego faktu) i mogą mieć pozytywny wpływ na wycenę krajowych obligacji.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (28 stycznia)</b>							
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	XII	% m/m	1,7	-	0,8
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	XII	% m/m	0,6	-	1,7
<b>WTOREK (29 stycznia)</b>							
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>PKB</b>	<b>2012</b>	<b>% r/r</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>4,3</b>
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	XI	% m/m	0,6	-	0,7
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	I	pkt	64,0	-	65,1
<b>ŚRODA (30 stycznia)</b>							
14:15	US	Raport ADP	I	tys.	165	-	215
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	IV kw.	% r/r	1,2	-	3,1
20:15	US	Decyzja Fed		%	0,0-0,25		0,0-0,25
<b>CZWARTEK (31 stycznia)</b>							
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Oczekiwania inflacyjne</b>	<b>I</b>	<b>% r/r</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3,4</b>
14:30	US	Dochody osobiste	XII	% m/m	0,8	-	0,6
14:30	US	Wydatki konsumentów	XII	% m/m	0,3	-	0,4
14:30	US	Bazowy PCE	XII	% m/m	0,1	-	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	350	-	330
<b>PIĄTEK (1 lutego)</b>							
2:45	CN	PMI – przemysł	I	pkt	52,0	-	51,5
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI – przemysł</b>	<b>I</b>	<b>pkt</b>	<b>48,6</b>	<b>49,1</b>	<b>48,5</b>
9:53	DE	PMI – przemysł	I	pkt	48,8	-	46,0
9:58	EZ	PMI – przemysł	I	pkt	47,5	-	46,1
11:00	EZ	Wstępny HICP	I	% r/r	2,2	-	2,2
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	I	tys.	155	-	155
14:30	US	Stopa bezrobocia	I	%	7,8	-	7,8%
16:00	US	ISM – przemysł	I	pkt	50,5	-	50,7

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet, Dow Jones, Bloomberg

**Maciej Reluga**

Główny Ekonomista 22 586 8363

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

**Piotr Bielski**

Starszy Ekonomista 22 586 8333

**Marcin Sulewski** Analityk

22 586 8342

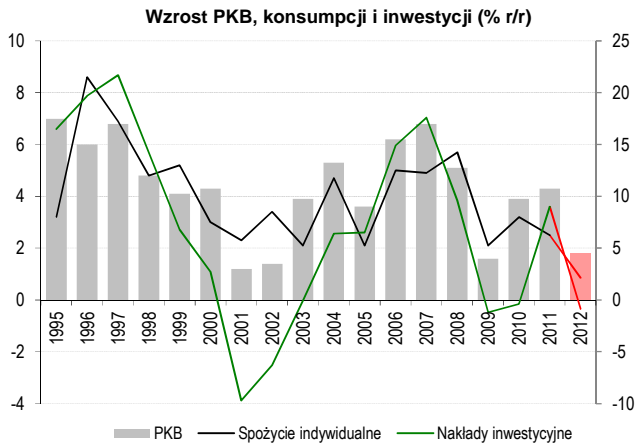
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luziński** Analityk

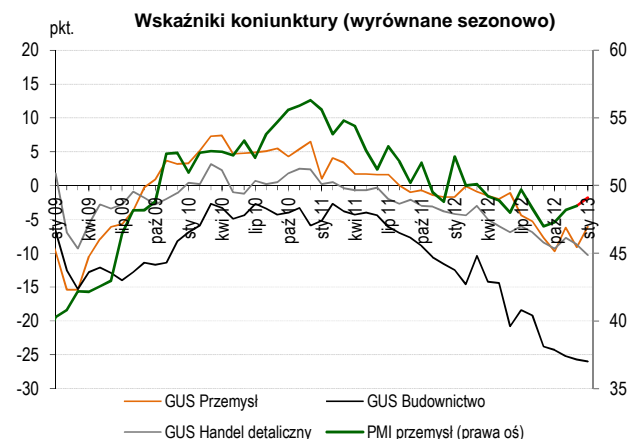
22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Niski PKB, delikatny wzrost PMI



▪ Po ostatniej serii bardzo słabych danych statystycznych za grudzień część analityków obniżyła szacunki ubiegłorocznego PKB w kierunku naszej prognozy, która do niedawna była zdecydowanie najbardziej pesymistyczną na rynku. Nadal jednak większość prognoz jest powyżej oczekiwanego przez nas wzrostu o 1,8%, co sugeruje, że taki odczyt może mieć istotny wpływ na notowania rynkowe.

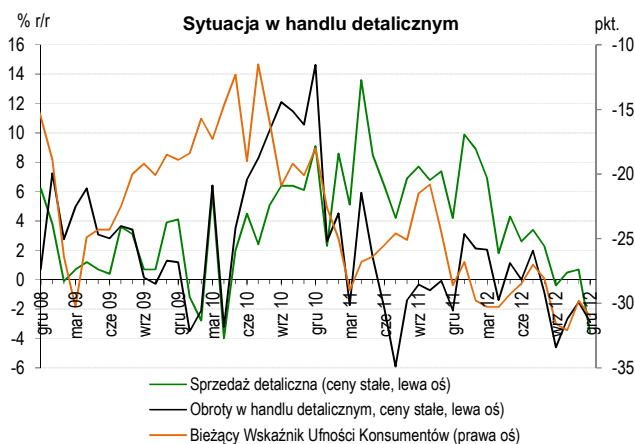
▪ Wynik całoroczny na poziomie 1,8% oznaczał będzie mocne spowolnienie wzrostu gospodarczego w IV kwartale do ok. 0,5% r/r. Za gwałtownym hamowaniem wzrostu gospodarczego w końcu roku stała w naszej ocenie przede wszystkim zapaść popytu krajowego – spadek inwestycji i zapasów oraz stagnacja popytu konsumpcyjnego. Pozytywny wpływ na PKB miał natomiast eksport netto.



▪ Wskaźniki koniunktury GUS (wyrównane sezonowo) zanotowały w styczniu kolejne spadki w większości sektorów gospodarki. Wyjątkiem jednak były branże związane z eksportem - transport i przetwórstwo przemysłowe. Spodziewamy się, że również indeks PMI obrazujący aktywność w sektorze przetwórczym pokaże lekki wzrost w styczniu, idąc w ślad za wskaźnikami aktywności ekonomicznej w Niemczech i strefie euro. Niemniej, dynamika produkcji przemysłowej pozostanie wg wstępnych prognoz nadal na wyraźnym minusie (mimo większej liczby dni roboczych), potwierdzając, że sytuacja w polskim przemyśle w I kw. nadal jest niekorzystna.

▪ Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych prawdopodobnie zanotowały w styczniu kolejny spadek, głównie dzięki wyraźnemu obniżeniu inflacji obserwowanej w okresie badania (z 3,4% do 2,8%).

## Ostatni tydzień w gospodarce – Wyraźne załamanie popytu konsumentów



▪ Sprzedaż detaliczna w grudniu obniżyła się o 2,5% r/r w cenach bieżących i o 3,6% r/r w ujęciu realnym. Na tak słaby wynik, znacznie poniżej prognoz, spory wpływ miało załamanie na rynku samochodowym (-12,4% r/r), ale trzeba zauważyć, że dynamika sprzedaży obniżyła się w większości kategorii, co wskazuje na ogólne i znaczące osłabienie popytu konsumentów, wynikające ze spadku realnych dochodów i niepewnej sytuacji na rynku pracy.

▪ Słabe nastroje konsumentów w styczniu (wyrzedzający indeks ufności konsumenckiej najniższej od marca 2009) wskazują, że trudno liczyć na wyraźną poprawę popytu na początku tego roku.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w grudniu do 13,4%, potwierdzając pogarszającą się sytuację na rynku pracy. W kolejnych miesiącach należy się spodziewać dalszego wzrostu bezrobocia (w styczniu powyżej 14%).

## Cytat tygodnia – Nie ma żadnego ryzyka nawrotu tendencji inflacyjnych

**Marek Belka, Prezes NBP, PAP, 23.01**

W polityce pieniężnej próbujemy wyważyć między utrzymaniem dodatniej realnej stopy procentowej, a niedopuszczeniem, aby dysparytet stóp pomiędzy Polską a powieźmy strefą euro był zbyt duży.

**Jerzy Hausner, członek RPP, PAP, 21.01**

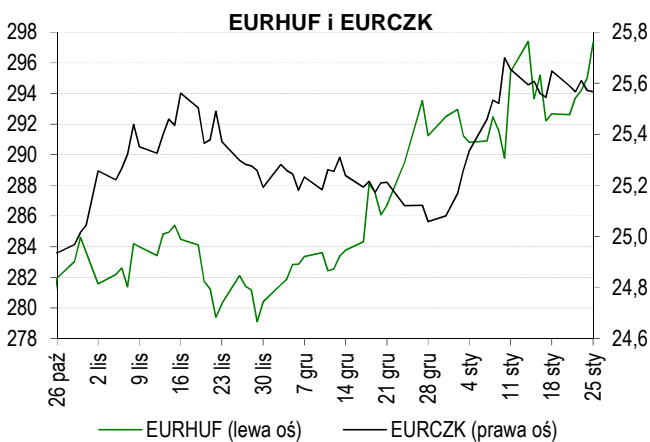
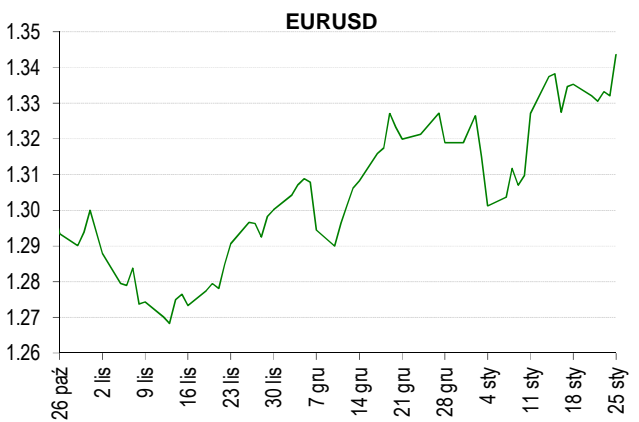
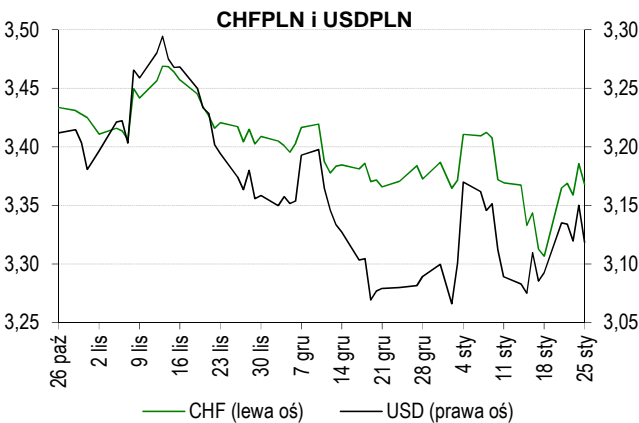
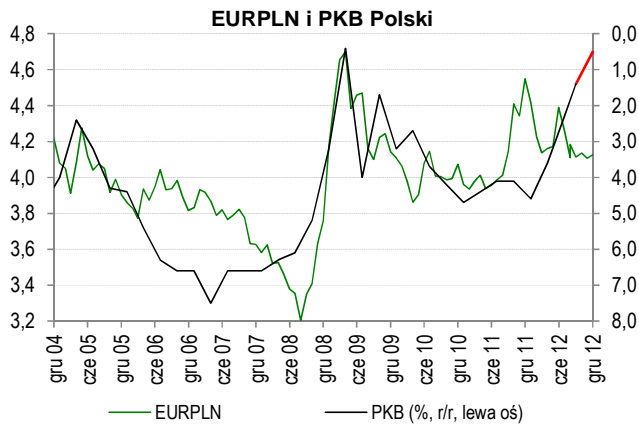
Należy odnotować, że po raz pierwszy od dłuższego czasu osiągnęliśmy cel. Prognozy wskazują na to, że nie ma dzisiaj żadnego ryzyka, abyśmy mieli mieć nawrót tendencji inflacyjnych. (...) Jeśli następną projekcją, którą otrzymamy w marcu – mimo dokonanych obniżek stóp – potwierzymałyby ten scenariusz, to z całą pewnością będzie to uzasadnienie dla dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. (...) W przypadku lutego nie wiem za czym się opowiem. Zarówno obniżka stóp, jak i pozostawienie ich bez zmian jest możliwe.

**Adam Glapiński, członek RPP, Reuters, 21.01**

Ja będę prawdopodobnie za obniżką stóp procentowych w lutym, a potem przerwą.

Wg minutes z ostatniego posiedzenia RPP w styczniu niektórzy członkowie Rady uważali, że kolejne obniżki stóp nie są potrzebne, bo nie będą już miały dużego wpływu na aktywność gospodarczą. Niektórzy twierdzili też, że inflacja bazowa „może utrzymać się na podwyższonym – jak na tę fazę cyklu koniunkturalnego – poziomie” (przypomnijmy, że w styczniu spadła ona z 1,8% do 1,4%!). Niemniej, większość Rady nie wykluczyła dalszego łagodzenia polityki, w zależności od kolejnych danych, w szczególności tych o PKB. Tymczasem ostatnie dane z krajowej gospodarki wyraźnie wskazują, że przerwa w cyklu obniżek stóp nie ma większego sensu, a dane o PKB przypieczętują te wnioski. Obniżka stóp w lutym wydaje się więc bardzo prawdopodobna, szczególnie, że nie wykluczają jej nawet ci członkowie Rady, którzy wcześniej nie byli zwolennikami łagodzenia polityki.

## Rynek walutowy – Kurs EURPLN jeszcze wyżej po danych o PKB?



### Złoty coraz bliżej 4,20 za euro

W minionym tygodniu notowania złotego po raz kolejny były bardziej pod wpływem krajowych danych niż sytuacji na rynkach globalnych. Dane o sprzedaży detalicznej rozczarowały, co przełożyło się na wzrost kursu EURPLN w kierunku 4,20 (najwyższego poziomu od początku września 2012). Poprawa nastrojów na globalnym rynku, w wyniku lepszych odczytów wskaźników wyprzedzających koniunkturę dla Niemiec, miała bardzo ograniczony wpływ na kwotowania złotego wobec euro.

W przypadku pozostałych głównych walut złoty, w skali tygodnia, zyskał tylko nieznacznie w relacji do GBP (o 0,2%), gdy w relacji do USD osłabił się o 0,8%, a wobec CHF o 1,9%. Wzrost kursu EURUSD w czasie piątkowej sesji w okolicach 1,35 pozwolił złotemu odrobić część strat, a kurs USDPLN zbliżył się do 3,10.

Pomimo osłabienia złotego sytuacja techniczna na wykresie EURPLN nie uległa większym zmianom. W tym tygodniu uwaga inwestorów z rynku walutowego skupiła się na danych o PKB za 2012 (publikacja 29.01). Nasze oczekiwania na poziomie 1,8% r/r kształtują się poniżej konsensusu rynkowego, który po danych o produkcji i sprzedaży detalicznej przesunął się w kierunku 2,0% z 2,1% jeszcze na początku miesiąca. Materializacja naszej prognozy może wygenerować impuls do wzrostu kursu EURPLN powyżej 4,20 (silny opór dla kursu). Przełamanie na stałe tego poziomu otworzyłoby drogę w kierunku 4,24. Pierwsze wsparcie znajduje się na 4,15.

### EURUSD blisko 1,35, wsparty informacjami z EBC

Miniony tydzień przyniósł kontynuację umocnienia wspólnej waluty. Wsparciem okazały się publikacje danych makroekonomicznych, w szczególności zdecydowanie lepszych od prognoz wskaźników wyprzedzających koniunkturę dla Niemiec (ZEW, PMI, Ifo). Kurs EURUSD, po kilkudniowej konsolidacji nieco poniżej 1,34, w czasie piątkowej sesji przełamał ten poziom i zbliżył się do 1,35. Wsparciem dla wspólnej waluty była również informacja z EBC, który poinformował, że 287 banków komercyjnych zwróci środki w wysokości 137,2 mld € pożyczone w ramach pierwszego LTRO.

W tym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje na USA – publikacja wstępnego PKB za IV kw. 2012, posiedzenie Fed i dane z rynku pracy. Realizacja zysków po ostatnich dość znaczących wzrostach kursu nie jest wykluczona. W naszej ocenie, dopiero przełamanie wsparcia na 1,3350 może oznaczać odwrócenie tendencji wzrostowych na EURUSD.

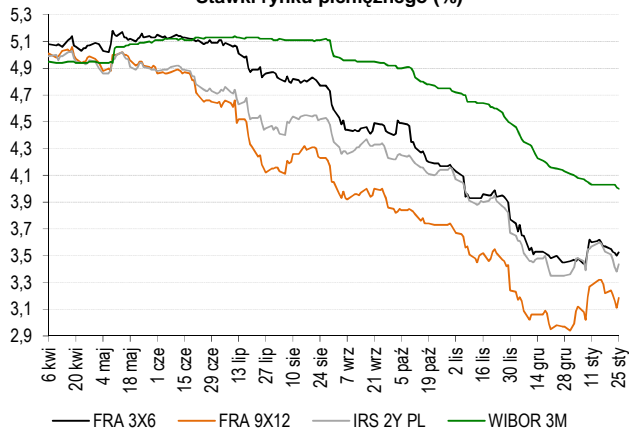
### Węgierska waluta wciąż pod presją

Miniony tydzień okazał się relatywnie stabilnym dla kursu EURCZK. Natomiast węgierska waluta, podobnie jak złoty traciła na wartości, w czasie piątkowej sesji kurs EURHUF wzrósł do nieco powyżej 298 (najwyższego poziomu od połowy 2012). Węgierskiej walucie nie pomogły informacje o tym, że rząd spłacił przed czasem część pożyczki zaciągniętej w 2008 r. w MFW, w wysokości 607 mln €, która w większym stopniu zareagowała na słabe dane o sprzedaży detalicznej (spadek o 4,1% r/r w listopadzie).

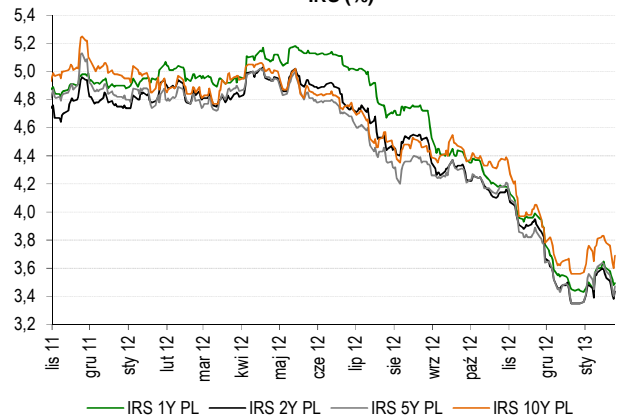
W tym tygodniu uwaga skoncentruje się na posiedzeniu banku centralnego Węgier. Oczekuje się, że bank centralny obniży stopy o kolejne 25 pb (w tym stopa bazowa do 5,50% z 5,75% obecnie). To może wygenerować dodatkowy impuls do wzrostu kursu EURHUF w najbliższych dniach. Kluczowy opór dla kursu znajduje się na 300.

## Rynek stopy procentowej – Dane o PKB mogą wzmocnić trend spadkowy rentowności

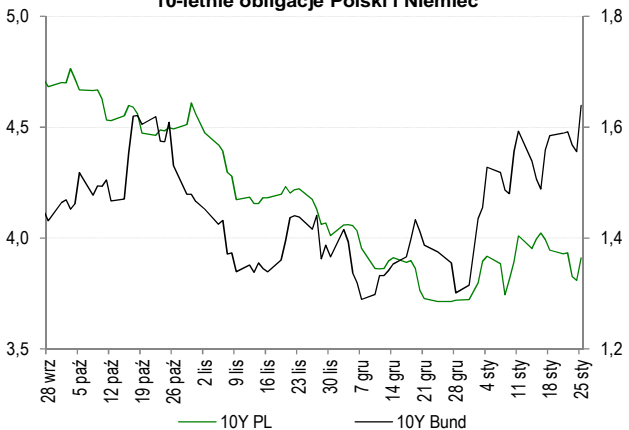
Stawki rynku pieniężnego (%)



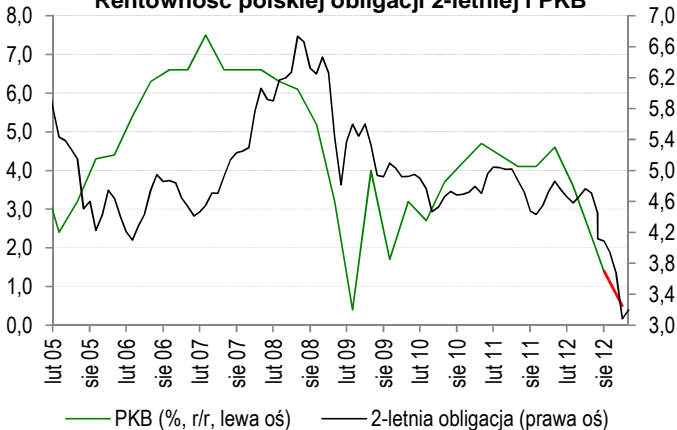
IRS (%)



10-letnie obligacje Polski i Niemiec



Rentowność polskiej obligacji 2-letniej i PKB



## WIBOR w dół, ale wolniej niż w poprzednich tygodniach

- W minionym tygodniu stawki rynku pieniężnego spadły o 2 do 4 pb, najczęściej WIBOR 6-miesięczny. Warto zwrócić uwagę, że od styczniowego posiedzenia RPP tygodniowe tempo spadku WIBOR-ów obniżyło się. W poprzednim tygodniu był to ledwie 1 pb (3- i 6-miesięczne stawki były stabilne), podczas gdy wcześniej (grudzień, sam początek roku) tygodniowa skala spadków sięgała średnio 9 pb.
- Spowolnienie tempa spadku może wynikać ze zmiany oczekiwań rynku odnośnie skali redukcji stóp po styczniowym posiedzeniu. Od końca sierpnia 3-miesięczny WIBOR spadł już o 111 pb, a stopy NBP o 75 pb.

## Udana aukcja umacnia polskie obligacje...

- Krajowa krzywa obligacyjna przesunęła się w minionym tygodniu o 5-11 pb w dół, najmocniej w przypadku długu 5- i 2-letniego. Największy wpływ na spadek rentowności miała bardzo udana aukcja obligacji. Grudniowy odczyt sprzedaży detalicznej wsparł nieznacznie panujący na rynku trend. 10-latka oddała na koniec tygodnia część zysków (9 pb w skali dziennej) z powodu wzrostu rentowności 10-letnich Bundów po danych z Niemiec.
- Ministerstwo Finansów z sukcesem uplasowało na rynku nową 2-latkę OK0715 za ok. 1,3 mld zł (w sumie na aukcji podstawowej i dodatkowej) przy rentowności 3,285% oraz 5-letni benchmark PS0418 za 12,4 mld zł przy rentowności 3,437%. Łączny popyt na obu aukcjach wyniósł 28,1 mld zł (w tym 23,2 mld zł na 5-latkę). Wg MF rekordowy popyt zgłosili zarówno krajowi, jak i zagraniczni inwestorzy. Po aukcji resort ma już sfinansowane ok. 40% tegorocznych potrzeb pożyczkowych i coraz bardziej prawdopodobny jest scenariusz resortu, że po 1 kw. będzie to już 50%.

## ... a dane o PKB mogą ten trend wzmocnić

- W trakcie 2 pierwszych tygodni 2013 rentowności obligacji dość szybko wzrosły o 30 pb dla 2 i 10 lat i 40 pb dla 5 lat. W reakcji na gołębie dane inflacyjne oraz słabe o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej trend wzrostowy został odwrócony. Od połowy stycznia rentowności spadły o 20 pb dla 2 i 5 lat spadły, a dla 10 lat o ok. 13 pb.
- W ślad za umocnieniem obligacji, spadły też IRS, chociaż w tym przypadku skala ruchu w dół była już bardziej wyrównana (o 16-17 pb dla 2 i 5 lat i o 14 pb dla 10 lat od połowy stycznia i o ok. 10 pb dla całej krzywej w tym tygodniu).
- Pozytywnym impulsem dla polskiego długu będą naszym zdaniem wtorkowe dane o PKB za cały 2012. Potwierdzą one, że w ubiegłym roku sytuacja w gospodarce wyraźnie się pogorszyła, a w ostatnim kwartale PKB rósł w tempie wyraźnie poniżej 1%. Taki odczyt może (ponownie) rozbudzić oczekiwania rynku na dalsze obniżki stóp NBP, w tym na kolejną już w lutym (bez sugerowanej przerwy). Będzie to następny bardzo słaby odczyt krajowych danych w tak krótkim czasie i oczekujemy, że może to wesprzeć 6,2 obserwowane od dwóch tygodni spadki rentowności. Jeśli 5,8 nastroj na rynku globalnym nadal będzie dobry (wzrost 5,4 rentowności Bundów), to długi koniec krzywej może zyskać tylko nieznacznie w reakcji na dane. Rentowności w pozostałych segmentach krzywej mogą się jeszcze bardziej zbliżyć do poziomów z końca grudnia.

---

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl