

# TRZYTYGODNIK EKONOMICZNY



23 grudnia 2013 – 12 stycznia 2014

Wydarzeniem ubiegłego tygodnia było ograniczenie skali luzowania polityki pieniężnej przez FOMC. W odpowiedzi na tę decyzję wzrosły światowe giełdy oraz osłabiły się obligacje na rynkach bazowych. 10-letnie rentowności Bundów wyrównały szczyt z początku grudnia (1,89%), a Treasuries znalazły się na najwyższym poziomie od połowy września (2,95%). Polski dług był odporny na te wydarzenia, a złoty wyraźnie umocnił się pod koniec tygodnia, co wynikało jednak z aktywności BGK na rynku. Najbliższe tygodnie mogą przynieść zwiększone wahania na rynku ze względu na ograniczoną płynność, przy sporej ilości publikowanych danych. W Polsce styczniowe posiedzenie RPP powinno przejść bez echa, nawet jeśli weźmie w nim udział nowy członek RPP.



## *Na melodię kołędy „Pójdźmy wszyscy do stajenki”*

*Wzrost nam grzeje jak się patrzy  
Malkontent jest coraz bliźszy  
Eksport wciąż nie zwalnia tempa  
W kraju popyt już się zwiększa*

*Strukturalne wciąż problemy  
W Europie - to już wiemy  
Cyklicznie jednak poprawa  
Tańczmy więc póki zabawa*

*Luźne warunki pieniężne  
Utrzymują wszyscy nieźle  
Banki centralne drukują  
Czesi zaś interweniują*

*Co zrobi profesor Belka  
Gdy granica będzie cienką?  
Gdy realna stopa zjedzie  
Blisko zera wkrótce będzie*

*Ministrem Mateusz Szczurek  
Nie ma politycznych piórek  
Więc efektów, mówią dziwnie,  
Mieć nie będzie. Wprost przeciwnie!*

*Z deficytu procedury  
Trzeba wyjść, zalepiać dziury  
Wzrost już nam pięknie odbija  
Reformom fiskalnym sprzyja*



## *Na melodię kołędy „Przybieżeli do Betlejem”*

*ZUS czy OFE – noworoczny dylemat  
Wiele racji w dyskusji nie na temat  
Kto ma rację w tym sporze?  
Kto ma rację w tym sporze?  
Kto wybrać pomoże?*

*Rząd zabiera oszczędności z funduszy  
Bo podobno nie ma kasy przy duszy  
Kto ma rację w tym sporze?  
Kto ma rację w tym sporze?*

*Po co jednak obsługiwać dług własny  
Gdy się budżet robi bardzo za ciasny  
Kto ma rację w tym sporze?  
Kto ma rację w tym sporze?  
Kto wybrać pomoże?*

*Za to dzięki obciążeniu długowi  
Obiecują pobudować nam drogi  
Kto ma rację w tym sporze?  
Kto ma rację w tym sporze?  
Kto wybrać pomoże?*

*Co tu robić przyszły nasz emerycie?  
Jeśli godne i wystawne chcesz życie  
Musisz samemu wybrać  
Musisz samemu wybrać  
I więcej oszczędzać!*



### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

ul. Marszałkowska 142. 00-061 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

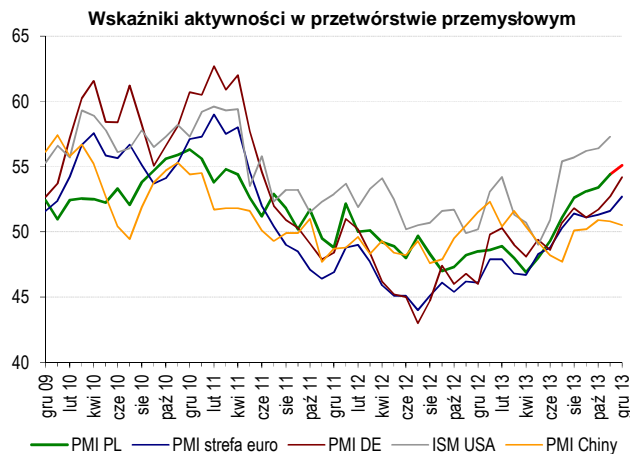
Wrocław 71 369 9400

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W- WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (23 grudnia)</b>							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	XI	% r/r	3,2	3,7	3,2
10:00	PL	Stopa bezrobocia	XI	% r/r	13,2	13,2	13,0
14:30	US	Dochody osobiste	XI	% m/m	0,4	-	-0,1
14:30	US	Wydatki konsumentów	XI	% m/m	0,5	-	0,3
15:55	US	Indeks Michigan	XII	pkt	82,8	-	82,5
<b>WTOREK (24 grudnia)</b>							
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	XI	% m/m	1,6	-	-2,0
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	XI	tys.	0,8	-	25,4
<b>CZWARTEK (26 grudnia)</b>							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	379
<b>WTOREK (31 grudnia)</b>							
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	XII	% r/r	-	-	0,7
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	X	% m/m	-	-	1,0
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	XII	pkt	74,0	-	70,4
<b>CZWARTEK (2 stycznia)</b>							
2:45	CN	PMI – przemysł	XII	pkt	50,5	-	50,8
9:00	PL	PMI – przemysł	XII	pkt	54,8	55,1	54,4
9:53	DE	PMI – przemysł	XII	pkt	54,2	-	52,7
9:58	EZ	PMI – przemysł	XII	pkt	52,7	-	51,6
14:00	PL	Bilans płatniczy	III kw.	mln €	-	-2306	362
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	379
16:00	US	ISM – przemysł	XII	pkt	57,0	-	57,3
<b>PONIEDZIAŁEK (6 stycznia)</b>							
9:53	DE	PMI – usługi	XII	pkt	-	-	55,7
9:58	EZ	PMI – usługi	XII	pkt	-	-	51,7
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	XI	% m/m	-	-	-0,9
16:00	US	ISM – usługi	XII	pkt	-	-	53,9
<b>WTOREK (7 stycznia)</b>							
11:00	EZ	Wstępny HICP	XII	% r/r	-	-	0,9
<b>ŚRODA (8 stycznia)</b>							
	PL	Decyzja RPP		%			
8:00	DE	Eksport	XI	% m/m	-	-	0,2
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	XI	% m/m	-	-	-2,1
14:15	US	Raport ADP	XII	tys.	-	-	215
20:00	US	Minutes FOMC					
<b>CZWARTEK (9 stycznia)</b>							
9:00	CZ	CPI	XII	% r/r	-	-	1,1
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	-	-	3,5
9:00	CZ	PKB	III kw.	% r/r	-	-	-1,3
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	-	-	1,0
13:00	GB	Decyzja BoE		%	0,50	-	0,50
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,25	-	0,25
<b>PIĄTEK (10 stycznia)</b>							
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	XII	tys.	-	-	203
14:30	US	Stopa bezrobocia	XII	%	-	-	7,0

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

## Wydarzenia nowych tygodni – Ostatnie dane listopadowe, PMI i posiedzenie RPP



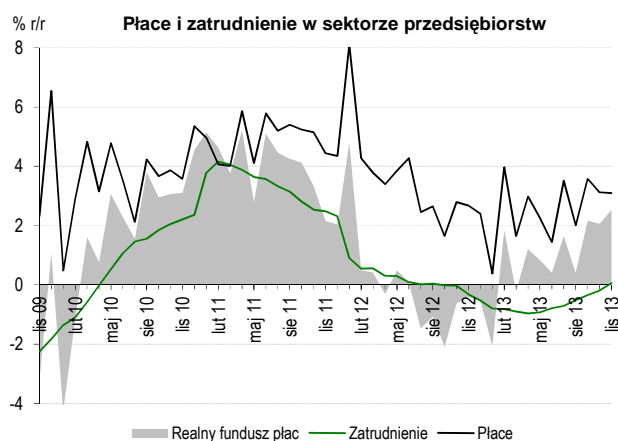
- Spodziewamy się nieznacznego wzrostu stopy bezrobocia rejestrowanego w listopadzie 13,2%, ze względu na efekty sezonowe. Nasza prognoza jest zgodna z szacunkiem Ministerstwa Pracy.

- Naszym zdaniem sprzedaż detaliczna przyspieszyła nieco w listopadzie (konsensus rynkowy zakłada utrzymanie tempa wzrostu z października), potwierdzając ożywienie konsumpcji.

- Grudniowy indeks PMI pokaże prawdopodobnie dalsze ożywienie polskiego sektora wytwórczego w IV kw., napędzane przez popyt z zagranicy oraz umacniający się popyt krajowy.

- Pierwsze posiedzenie RPP w nowym roku (i jednocześnie pierwsze, na którym pojawi się następcza Zyty Gilowskiej, Jerzy Osiatyński) nie przyniesie istotnych zmian w polityce pieniężnej, ani w komunikacie Rady.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Dobre dane z rynku pracy i o produkcji, miary inflacji w dół



- Listopad był siódmym miesiącem z rzędu, kiedy zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw lekko rośnie. W porównaniu z październikiem liczba etatów zwiększyła się o 1 tys., mniej niż w poprzednim miesiącu, ale pamiętajmy, że końcówka roku to tradycyjnie okres malejącego popytu na pracę z powodów sezonowych. W efekcie roczna dynamika zatrudnienia osiągnęła wreszcie (po raz pierwszy od ponad roku) wartość dodatnią, wynosząc 0,1% r/r.

- Dynamika płac w sektorze firm przekroczyła oczekiwania, stabilizując się na październikowym poziomie 3,1% r/r. Biorąc pod uwagę efekt krótszego czasu pracy (liczba dni roboczych była w listopadzie o dwa mniejsza niż przed rokiem), to bardzo przyzwoity wynik.

- Dane potwierdzają, że sytuacja na krajowym rynku pracy nadal się poprawia, co powinno sprzyjać dalszemu przyspieszeniu wzrostu popytu konsumpcyjnego.



- Produkcja przemysłowa wzrosła o 2,9% r/r, wyraźnie przewyższając konsensus rynkowy. Wprawdzie wzrost był niższy niż w październiku (4,4% r/r), ale trzeba pamiętać, że w listopadzie tego roku mieliśmy dwa dni robocze mniej niż w tym samym miesiącu 2012 r., więc biorąc ten czynnik pod uwagę, zanotowany wynik należy ocenić bardzo pozytywnie.

- Produkcja w budownictwie była w listopadzie już tylko o 2,9% niższa niż przed rokiem, co jest najlepszym wynikiem od maja 2012 r. Prawdopodobnie częściowo pomogły w tym sprzyjające warunki atmosferyczne, niemniej już od kilku miesięcy sygnały ożywienia aktywności w budownictwie są coraz bardziej wyraźne.

- Inflacja PPI obniżyła się do -1,5% r/r, a inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności do 1,1% r/r. Wszystkie pozostałe miary inflacji bazowej również się obniżyły.

## Cytat tygodnia – Wynik budżetu lepszy niż w nowelizacji

**Ludwik Kotecki, główny ekonomista MF, 19.12, Reuters**

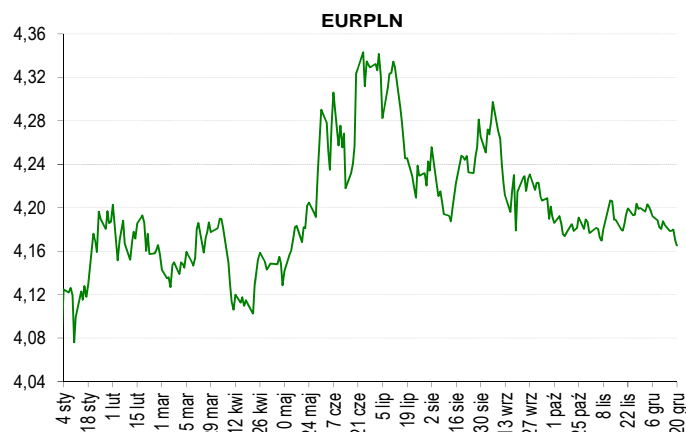
Niecałe 8 mld zł będzie niespodzianką. Ale część tej sumy na pewno będzie. Można powiedzieć, że wynik powinien być lepszy o niepełne 0,5 pkt proc PKB. Oczywiście, jeśli chodzi o wynik całego sektora jest jeszcze kwestia samorządów i ich deficytu. Po trzech kwartałach miały one 8 mld nadwyżki. Pytanie, co się wydarzy w czwartym.

Myślę, że [wzrost PKB w 2014 r.] wyniesie około 3 proc. Czyli więcej, niż bardzo bezpieczna prognoza z budżetu, która zakłada 2,5-proc. Strona dochodowa budżetu z tego względu jest absolutnie bezpieczna. Deficyt też będzie niższy.

Tak jak szacowaliśmy przed kilkoma miesiącami, deficyt budżetowy na koniec roku może okazać się wyraźnie niższy niż założono w nowelizacji ustawy budżetowej (51,6 mld zł). Lepszy od założeń może być także deficyt całego sektora finansów publicznych, o ile samorządy utrzymały dobry wynik z trzeciego kwartału.

Ludwik Kotecki spodziewa się, że także wynik przyszłoroczny może być lepszy od oczekiwań, gdyż konserwatywna prognoza wzrostu gospodarczego daje szansę na lepsze od oczekiwań dochody budżetowe. Warto jednak zauważyć, że o ile rządowa prognoza realnego wzrostu jest poniżej naszej (2,5% wobec 3,1%), to inflacja będzie zapewne niższa niż założył rząd (2,4%).

## Rynek walutowy – Fed bez wpływu na złotego, ale BGK działa

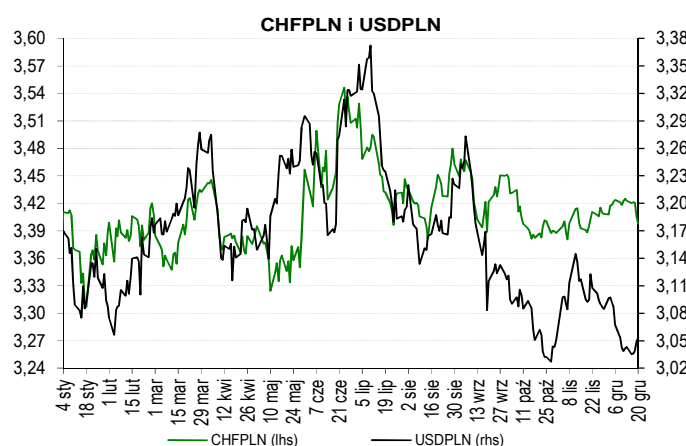


## Złoty nieco silniejszy w relacji do euro

W minionym tygodniu najważniejszym wydarzeniem na rynku walutowym była decyzja Fed. Do posiedzenia FOMC EURPLN pozostawał w wąskim przedziale 4,17-4,19. Decyzja Fed o ograniczeniu QE3 (o 10 mld \$) nie wpłynęła negatywnie na złotego. Krajowa waluta zyskała na wartości w relacji do euro, w czym pomogła aktywność BGK na rynku. W efekcie EURPLN osiągnął na chwilę 4,153, najniższy poziom od połowy listopada, by zakończyć tydzień nieco powyżej 4,16.

Zmiany złotego w relacji do innych walut były mieszane. O ile w skali tygodnia złoty zyskał w relacji do franka szwajcarskiego (0,7%), to stracił w relacji do amerykańskiej i brytyjskiej waluty odpowiednio 0,3% oraz 0,4%.

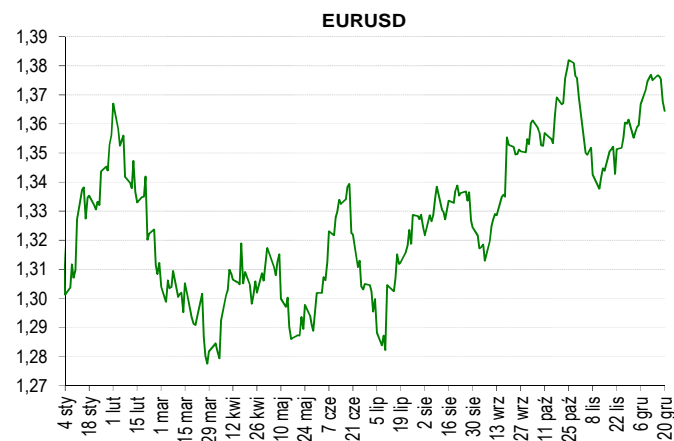
W perspektywie do końca roku nie wykluczamy, że złoty może nieco stracić w relacji do głównych walut, ponownie powracając do poziomu 4,18 za euro. Spadek aktywności inwestorów na rynku w okresie świątecznym będzie sprzyjał zmienności na rynku i większym zmianom dziennym kursu. Z drugiej strony zmienność ta może być ograniczana przez aktywność BGK na rynku. Warto przypomnieć, że w uzasadnieniu do nowelizacji ustawy budżetowej na 2013 Ministerstwo Finansów założyło zwiększone dochody z tytułu sprzedaży walut bezpośrednio na rynku. Początek roku może przynieść nieznaczne umocnienie złotego – wsparciem dla złotego powinny być dane makro (oczekujemy dalszego wzrostu indeksu PMI dla sektora przemysłu).



## EURUSD pod presją decyzji Fed

W oczekiwaniu na grudniową decyzję FOMC wspólna waluta zyskiwała na wartości, wspierana napływającymi danymi ze strefy euro. Dało to impuls do testowania poziomu 1,38 przez EURUSD. Fed na grudniowym posiedzeniu zdecydował się na rozpoczęcie ograniczania programu QE3 od stycznia 2014 (wbrew oczekiwaniom większości inwestorów). Skala redukcji okazała się niska (10 mld \$), co zostało pozytywnie przyjęte przez rynki finansowe. Może to wynikać z faktu, że możliwy jest dłuższy okres niskich stóp procentowych, a jednocześnie FOMC ocenia pozytywnie perspektywy amerykańskiej gospodarki. W efekcie EURUSD obniżył się w kierunku 1,36.

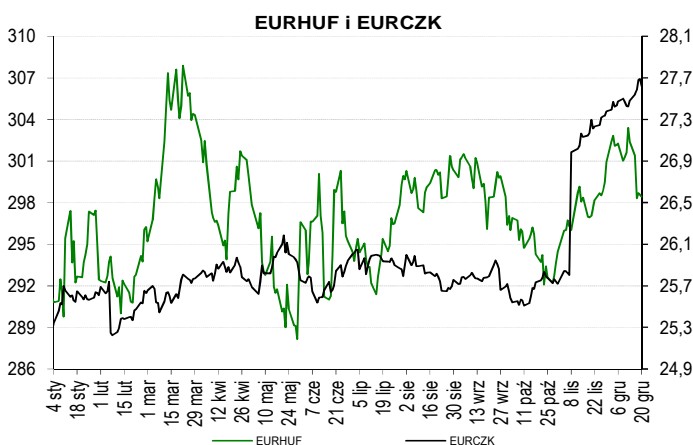
W naszej ocenie koniec roku nie przyniesie znaczących zmian w notowaniach EURUSD. Sądymy, że dane makro, które napłyną do tego czasu mogą przyczynić się do nieznacznego wzrostu kursu do poziomu 1,37 na koniec roku. Na początku stycznia kluczowe będą dane z amerykańskiego rynku pracy – dane te powinny potwierdzić zasadność grudniowej decyzji Fed. Z drugiej strony dane dla strefy euro (dobre odczyty indeksów wyprzedzających) powinny potwierdzać dalsze stopniowe ożywienie, co może neutralizować lepsze odczyty z amerykańskiej gospodarki.



## Spokojny przełom roku

Forint i czeska korona były pod wpływem decyzji banków centralnych. Bank centralny Czech zadeklarował utrzymywanie kursu EURCZK na poziomie ok. 27 do 2015 roku, co spowodowało chwilowe osłabienie korony (powyżej 27,7). Natomiast forint na wieści, że bank centralny może ograniczyć skalę przyszłych redukcji stóp, a nawet zakończyć cykl łagodzenia monetarnego umocnił się w relacji do euro. Wsparciem dla węgierskiej waluty był też wyrok Sądu Najwyższego w sprawie kredytów walutowych. W efekcie kurs EURHUF spadł poniżej 299.

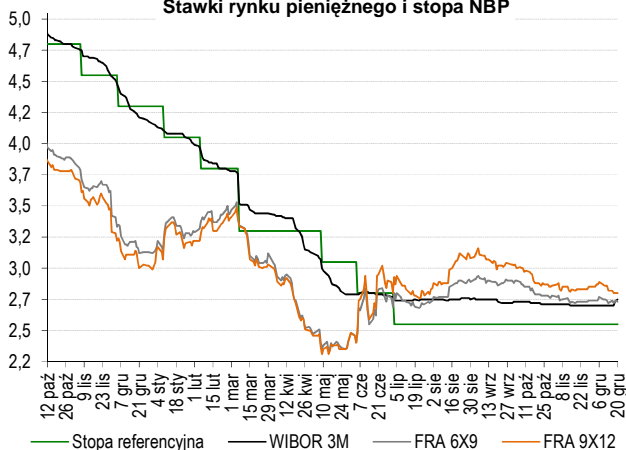
Koniec roku nie powinien przynieść znaczących zmian w notowaniach kursów EURCZK i EURHUF. Dane, które poznamy na początku przyszłego roku powinny wskazywać na kontynuację pozytywnych tendencji w tamtejszych gospodarkach, co powinno wspierać forinta oraz stabilizować czeską koronę nieco powyżej 27 za euro.



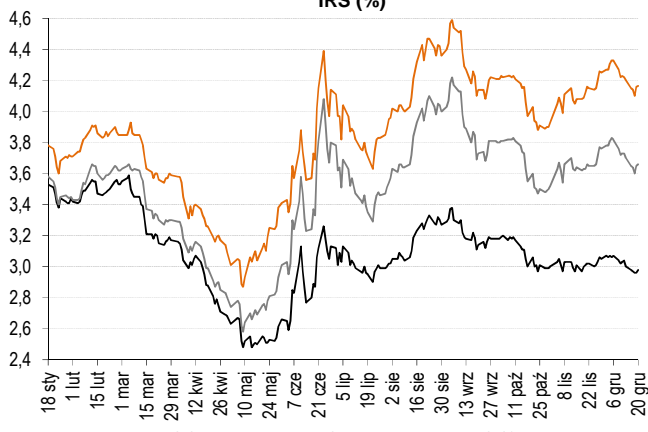


## Rynek stopy procentowej – Polskie obligacje (na razie) odporne na ograniczenie QE3

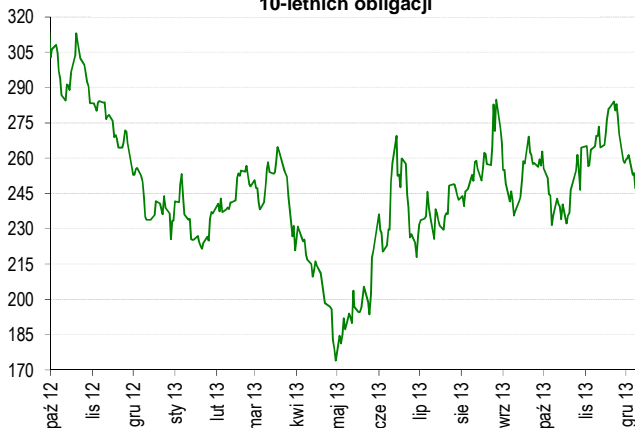
### Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



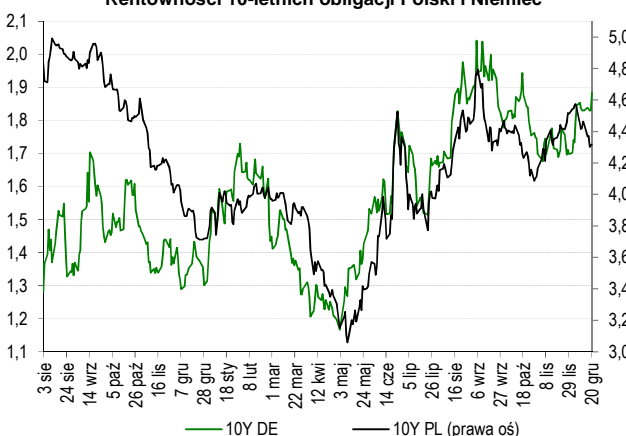
### IRS (%)



### Spread między rentownościami polskich i niemieckich 10-letnich obligacji



### Rentowności 10-letnich obligacji Polski i Niemiec



### Wyraźniejsze ruchy WIBOR-ów

Przedostatni pełny tydzień roku stał pod znakiem całkiem wyraźnego wzrostu 3-miesięcznego WIBOR-u. Stawka ta, po 24 sesjach na poziomie 2,65%, wzrosła w trakcie trzech sesji do 2,70%, najwyższego poziomu od połowy września. O 1 pb w górę przesunęła się stawka miesięczna (do 2,61%), a o 2 pb 6-miesięczna (do 2,72%).

Lekkie wzrosty WIBOR-ów połączone z kilkupunktowym spadkiem FRA doprowadziły do zauważalnego ograniczenia oczekiwań rynku dotyczących przyszłego wzrostu stóp. Spread pomiędzy FRA9x12, a 3-miesięcznym WIBOR-em spadł z 12 pb na koniec ubiegłego tygodnia (czy nawet 40 pb na początku września) do 6 pb, a dla FRA6x9 odnotowano 0 pb wobec prawie 20 pb pod koniec września. Wycena ta jest poniżej naszych oczekiwań (zakładamy pierwszą podwyżkę stóp NBP we wrześniu).

### Krajowy rynek odporny na osłabienie rynków bazowych

Na krajowym rynku stopy procentowej rentowności obligacji zanotowały dość wyraźne spadki. Wpływ na notowania w dalszym ciągu wywierały zaskakująco niskie dane o inflacji, korzystnie na wycenę długu wpłynął również komunikat o przeprowadzeniu nieplanowanego odkupu zapadających w pierwszej połowie 2014 obligacji (szczegóły poniżej). Ruch w przypadku IRS był wyraźnie mniejszy, co doprowadziło do znacznego spadku spreadów asset swap – z 24 pb do 10 pb dla 10 lat i z 6 pb do -10 pb dla 5 lat. Decyzja FOMC (oraz wzrosty na światowych giełdach) miała dość zauważalny negatywny wpływ na notowania 10-letnich Bundów oraz Treasuries – rentowności tych pierwszych wyrównały szczyt z początku grudnia na 1,89%, a tych drugich znalazły się na najwyższym poziomie od połowy września (2,95% wobec 2,84% na początku tygodnia). Polski dług pozostał odporny na te wydarzenia.

Dwa tygodnie temu wskazywaliśmy, że krzywe IRS oraz obligacyjna znacznie się wystrymiły. Od tamtego czasu w obu przypadkach odnotowano korektę tego trendu, głównie w przypadku rynku długu. Spready 2-10 oraz 2-5 spadły dla obligacji o ok. 30 pb, w przypadku danych dla IRS nastąpił ruch w skali niemal 10 pb.

Na początku grudnia spread pomiędzy rentownościami 10-letnich obligacji Polski i Niemiec przyniósł do najwyższego poziomu od września. Kolejne tygodnie przyniosły zawężenie prawie do dolnego ograniczenia, w którym spread porusza się od sierpnia.

Ministerstwo Finansów odkupiło obligację OK0114 za 4,6 mld zł (wobec niemal 4,9 mld zł zgłoszonych do odkupu) i PS0414 za 3,2 mld zł (wobec także prawie 4,9 mld, jakie inwestorzy chcieli odsprzedać). Po zesztotygodniowej aukcji na rynku pozostało 13,7 mld zł OK0114 oraz 21,5 mld zł PS0414.

### Rynki bazowe sugerują trend na osłabienie długu

Nasza prognoza listopadowej sprzedaży detalicznej jest powyżej oczekiwań rynku i może to być kolejny sygnał – po danych o produkcji przemysłowej – który potwierdzi trwające ożywienie gospodarcze. Nie spodziewamy się jednak, aby wywarły one istotną presję na krótki koniec krzywych, który pozostanie relatywnie stabilny dzięki deklaracji RPP.

Trend wzrostowy rentowności i IRS dla 5 i 10 lat – trwający od maja – nieco wyhamował w ostatnich tygodniach. Wg nas, zachowanie rynków bazowych po decyzji FOMC może sugerować jakie nastroje będą panować na rynku długu w najbliższym czasie – zmniejszenie skali QE3 interpretowane jako wiara Fed w gospodarkę USA oraz spadek popytu na bezpieczne aktywa może osłabiać Bundy i Treasuries. Nie pozostanie to bez wpływu na polskie obligacje ze środka i długiego końca krzywej.

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 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)