

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 3 – 9 lutego 2014

Ucieczka inwestorów z rynków wschodzących zaowocowała mocną przeceną aktywów. Na koniec tygodnia kurs EURPLN osiągnął 4,25 (wobec 4,20 tydzień wcześniej) a rentowności 10-letnich krajowych obligacji 4,70% (wobec 4,40%). Mimo działań banków centralnych (gwałtowna podwyżka stóp w Turcji, mniejsze w Indiach i RPA, interwencje walutowe w Rumunii i Chorwacji) fali wyprzedzaży nie udało się powstrzymać, dlatego nowy tydzień może również rozpocząć się w nerwowych nastrojach.

W tym tygodniu poznamy ważne dane z gospodarek rozwiniętych – finalne indeksy aktywności z przemysłu i usług, dane z rynku pracy w USA, które mogą wpłynąć na ocenę perspektyw QE3, a przez to na nastawienie wobec rynków wschodzących. Wynik posiedzenia RPP nie wzbudzi raczej wielu emocji. Z dużo większą uwagą inwestorzy będą czekać na decyzję EBC – po niższej od prognoz styczniowej inflacji pojawiły się spekulacje nt. kolejnej obniżki stóp (choć konsensus nadal zakłada jej brak).

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W- WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (3 lutego)</b>							
9:00	PL	PMI – przemysł	I	pkt	54,1	54,1	53,2
9:53	DE	PMI – przemysł	I	pkt	56,3	-	54,3
9:58	EZ	PMI – przemysł	I	pkt	53,9	-	52,7
16:00	US	ISM – przemysł	I	pkt	56,1	-	57,0
<b>WTOREK (4 lutego)</b>							
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	XII	% m/m	-1,5	-	1,8
<b>ŚRODA (5 lutego)</b>							
	PL	Decyzja RPP		%	2,50	2,50	2,50
9:53	DE	PMI – usługi	I	pkt	53,6	-	53,5
9:58	EZ	PMI – usługi	I	pkt	51,9	-	51,0
14:15	US	Raport ADP	I	tys.	190	-	238
16:00	US	ISM – usługi	I	pkt	53,7	-	53,0
<b>CZWARTEK (6 lutego)</b>							
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	9,1	-	6,2
11:00	PL	Aukcja obligacji					
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	XII	% m/m	0,2	-	2,1
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,25	-	0,25
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	338	-	348
<b>PIĄTEK (7 lutego)</b>							
8:00	DE	Eksport	XII	% m/m	0,8	-	0,3
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	0,4	-	1,9
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	I	tys.	185	-	74
14:30	US	Stopa bezrobocia	I	%	6,7	-	6,7

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

#### 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

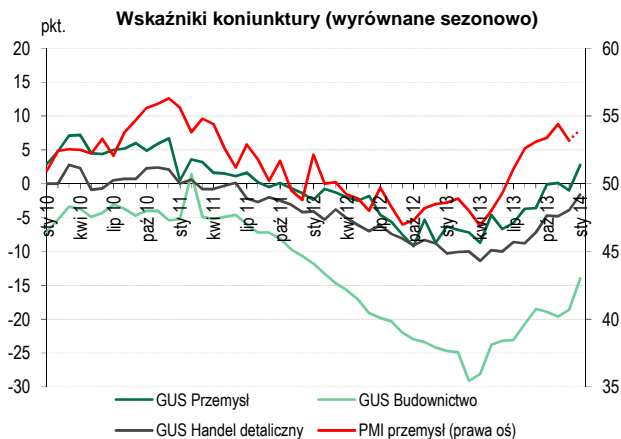
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Koniunktura coraz lepsza, polityka pieniężna (na razie) bez zmian

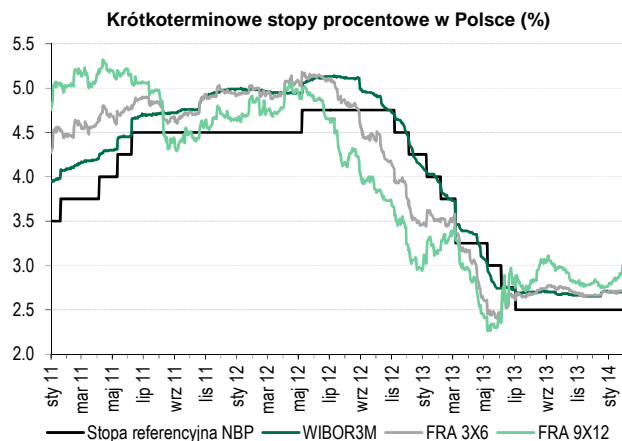


- Indeks PMI dla polskiego przemysłu będzie istotną wskazówką nt. aktywności ekonomicznej w gospodarce na początku roku. Spodziewamy się, że po korekcyjnym spadku w grudniu indeks powróci do trendu wzrostowego, wspierając oczekiwania dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Przemawia za tym kilka argumentów:

- Po pierwsze, wstępne PMI w przetwórstwie strefy euro i Niemiec (a także niemiecki Ifo) zanotowały w styczniu mocne wzrosty, co powinno oznaczać dalszy szybki napływ zamówień dla polskiego przemysłu.

- Po drugie, styczniowe indeksy koniunktury GUS (we wszystkich branżach) zanotowały bardzo wyraźną poprawę.

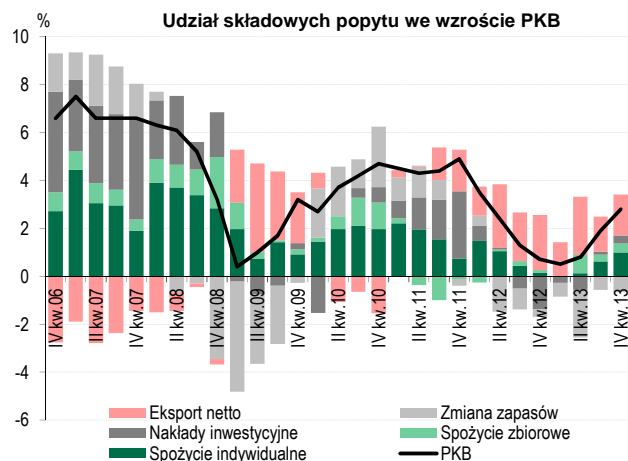
- Po trzecie, osłabienie złotego jest istotnym statystycznie czynnikiem sprzyjającym poprawie nastrojów w przemyśle.



- Ostatnie wydarzenia na rynkach wschodzących pchnęły wiele banków centralnych w kierunku zdecydowanych działań (podwyżki stóp w Turcji, Indiach, RPA; interwencje walutowe w Rumunii, Chorwacji, Rosji).

- Polska RPP nie ma na razie powodu, aby odejść od *forward guidance*, zakładającego stabilizację stóp do połowy roku. Wynik najbliższego posiedzenia będzie więc ponownie mało ekscytujący, a treść komunikatu raczej nie ulegnie większej zmianie. Jednak coraz ciekawiej w tym kontekście zapowiada się posiedzenie marcowe, kiedy Rada będzie już znała wyniki nowych projekcji NBP. Poprawiające się perspektywy wzrostu gospodarczego i słabość waluty zmniejszają szanse na przedłużenie obecnego *forward guidance*, co dla rynku byłoby sygnałem rosnących szans na podwyżki stóp procentowych jeszcze w tym roku.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Wzrost PKB przyspiesza równie szybko jak w 2009 r.



- Wzrost gospodarczy w 2013 r. wyniósł 1,6%, wobec 1,9% w 2012 r. Szacujemy, że wzrost PKB w IV kw. 2013 mógł wynieść 2,8% r/r, czyli był wyraźnie lepszy od oczekiwań.

- Dane wskazują na szybsze niż zakładaliśmy ożywienie głównych składowych popytu krajowego. Spożycie indywidualne w całym roku zwiększyło się o 0,8%, czyli w IV kw. wzrost konsumpcji wynosił już blisko 2% r/r. Nakłady inwestycyjne brutto w całym roku 2013 zmniejszyły się o 0,4% i wzrosły o ok. 1,3% r/r w ostatnim kwartale. Eksport netto dodał do wzrostu PKB ok. 1,8 pkt. proc. w całym roku i 1,7 pkt. proc. w IV kw.

- Tempo wychodzenia polskiej gospodarki z dołka jest podobne do tego z 2009: wtedy wzrost przyspieszył z 0,4% w I kw. do 3,2% w IV kw. (obecnie z 0,5% do 2,8%). Jednocześnie jest to wzrost gospodarczy o coraz solidniejszych podstawach, w którym rosnącą rolę pełni popyt krajowy. Spodziewamy się kontynuacji pozytywnych tendencji w kolejnych kwartałach.

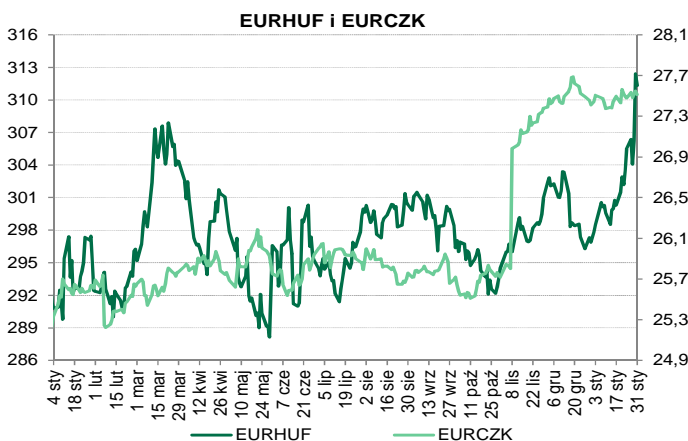
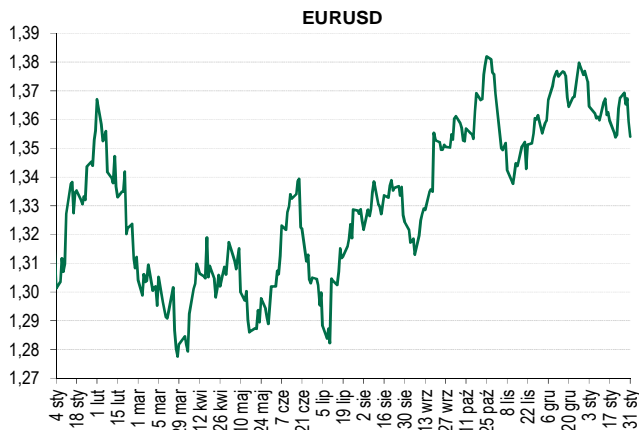
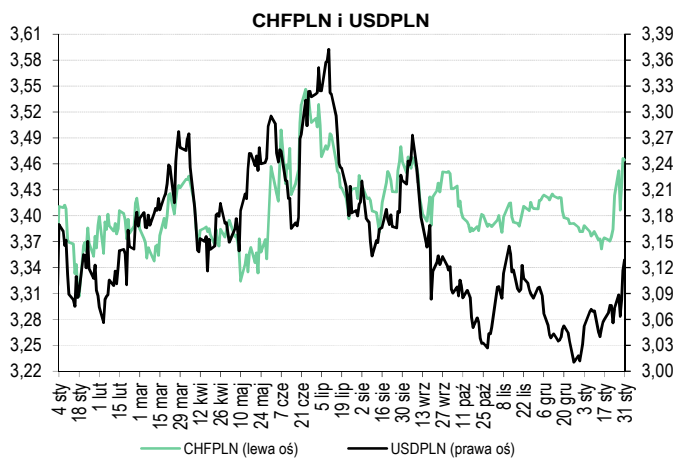
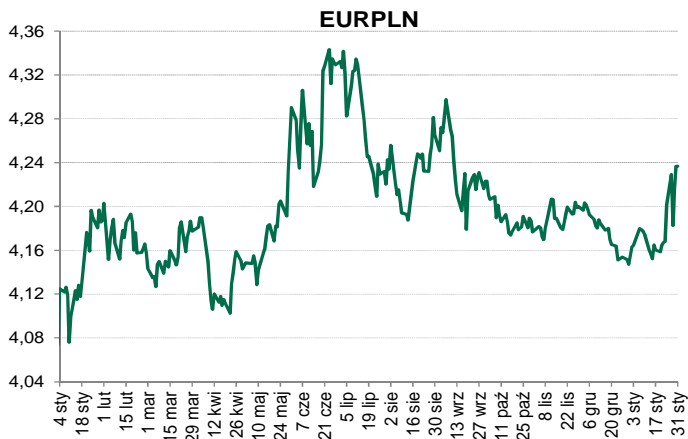
## Cytat tygodnia – NBP jest gotów podejmować odpowiednie decyzje

### Eugeniusz Gatnar, członek zarządu NBP, 29.01, PAP

Na rynku panuje nerwowość, inwestorzy działają pod wpływem emocji, panuje efekt stadny. Nasze fundamenty są jednak mocne i z tego powodu nie ma przesłanek, żeby złoty się osłabiał. Jak zawsze bacznie monitorujemy sytuację. Negatywnym zjawiskiem byłaby nadmierna zmienność kursu złotego. Na razie nie widzimy jednak powodu do niepokoju. Należy podkreślić, że nasza sytuacja jest bezpieczna, biorąc pod uwagę poziom naszych rezerw walutowych z punktu widzenia relacji do krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego. [W razie pojawienia się nadmiernej zmienności NBP] jest gotów podejmować odpowiednie decyzje.

Banki centralne w naszym regionie bardzo różnie zareagowały na wyprzedzący kurs na rynkach wschodzących. W Rumunii i Chorwacji pojawiły się interwencje walutowe, ale np. prezes węgierskiego MNB nie wykluczył dalszych obniżek stóp (!), przyczyniając się do pogłębienia spadków kursu. W Polsce mieliśmy na razie do czynienia z interwencją werbalną. Wypowiedź przedstawiciela NBP jest jednak jasną wskazówką, że należy się liczyć obecnością banku centralnego na rynku. Na konferencji RPP zapewne pojawią się pytania na ten temat. Pamiętajmy, że w czerwcu 2013 interwencja NBP nastąpiła wkrótce po tym, jak Marek Belka powiedział na konferencji RPP, że osłabienie złotego nie jest niepokojące.

## Rynek walutowy – Czy nowe dane dadzą nieco wytchnienia rynkowi?

**Złoty słaby, ale czynniki fundamentalne są wspierające**

■ Za nami kolejny tydzień wyprzedaży walut rynków wschodzących, w tym złotego. W trwałej poprawie nastrojów nie pomogły działania banków centralnych z krajów rozwijających się, ani interwencja słowna NBP. Fed, decydując się na dalszą redukcję programu QE3, podtrzymał słabe nastroje, a w konsekwencji i presję na waluty rynków wschodzących. Lepsze od oczekiwań dane o krajowym wzroście PKB za 2013 nie miały przełożenia na notowania złotego. Natomiast słabsze dane z Chin, dalsza przecena forinta i rubla oraz wyprzedaż krajowych obligacji przez zagranicznych inwestorów, dodały zmienności rynkowi na koniec tygodnia. W efekcie kurs EURPLN testował w ciągu sesji 4,26 (najwyższy poziom od początku września 2013), by zakończyć tydzień bliżej 4,25.

■ Złoty tracił również w relacji do pozostałych walut. W skali tygodnia krajowa waluta najbardziej osłabiła się w relacji do USD (o 1,8%) oraz do CHF (o 1,2%), podczas gdy do EUR i GBP osłabienie wyniosło 0,8%. Natomiast w skali miesiąca deprecjacja krajowej waluty wyniosła 3,9% wobec dolara, 3,3% wobec funta oraz nieco powyżej 2% wobec euro i franka szwajcarskiego.

■ Osłabienie złotego w relacji do głównych walut (z małymi przerwami obserwowane od początku tego roku, choć nasilenie tej tendencji nastąpiło w drugiej połowie stycznia) to efekt głównie czynników zewnętrznych. Z punktu widzenia czynników fundamentalnych tak znacząca przecena krajowej waluty nie jest uzasadniona. Dlatego też uspokojenie nastrojów na globalnych rynkach powinno sprzyjać wzmocnieniu złotego. Impulsem do odreagowania potencjalnie mogą się okazać publikacje danych z USA (jeśli np. okażą się słabsze od prognoz, generując oczekiwania łagodniejszej polityki Fed) lub posiedzenie EBC (jeśli zdecyduje się na obniżkę stóp, co jednak nie jest naszym bazowym scenariuszem). Ewentualna aktywność NBP na rynku walutowym może nieco ograniczyć zmienność złotego. Istotne poziomy dla EURPLN to 4,21 i 4,25.

**Dolar stopniowo rośnie w siłę**

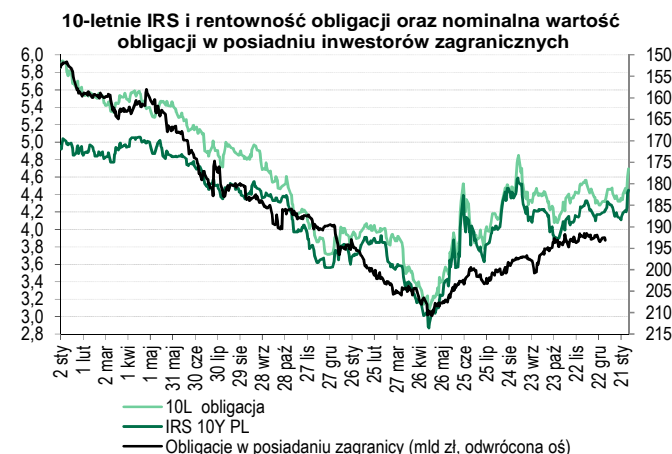
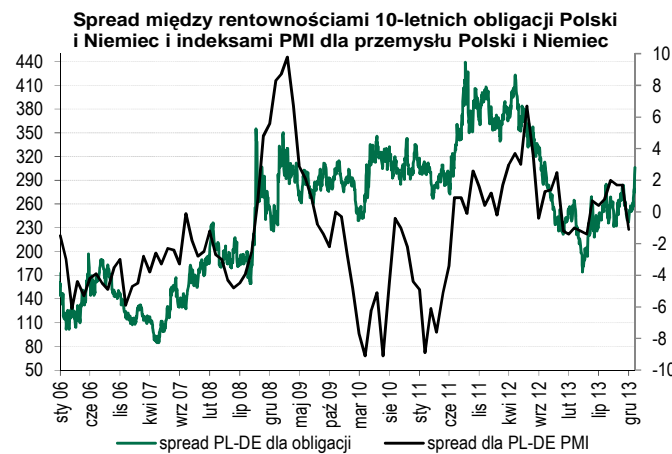
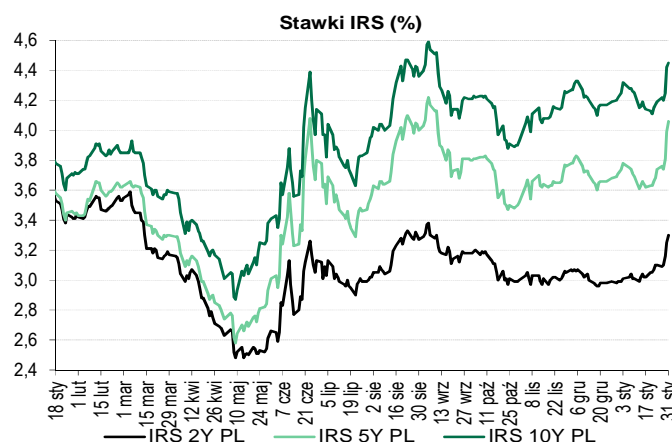
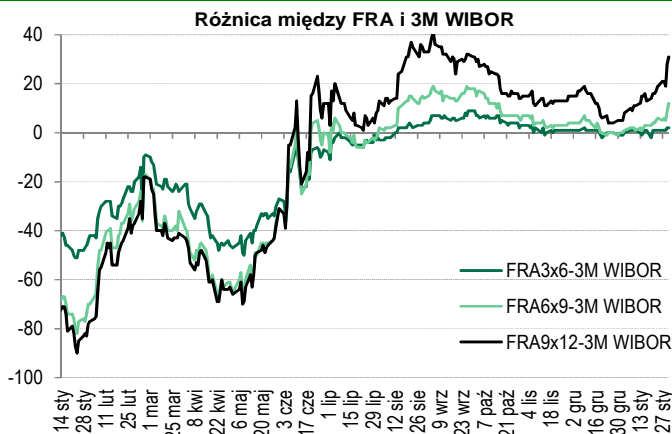
■ W minionym tygodniu amerykańska waluta zyskiwała na wartości w relacji do głównych walut. Był to efekt decyzji FOMC, który zdecydował się na dalszą redukcję programu QE3, ale również relatywnie dobrych danych makro napływających z amerykańskiej gospodarki. Z drugiej strony europejska waluta traciła m.in. w wyniku wzrostu oczekiwań na dalsze luzowanie polityki monetarnej po słabych danych o podaży pieniądza M3 oraz danych inflacyjnych. W efekcie kurs EURUSD spadł do prawie 1,35 na koniec tygodnia.

■ W tym tygodniu uwaga inwestorów będzie skierowana na dane o aktywności gospodarczej w strefie euro oraz na posiedzenie EBC, a także na dane z rynku pracy w USA. Potwierdzenie wstępnych odczytów PMI (które pokazały wzrost optymizmu producentów) oraz utrzymanie parametrów polityki monetarnej bez zmian powinno wspierać wspólną walutę. W efekcie kurs EURUSD mógłby powrócić powyżej 1,36. Koniec tygodnia będzie pod wpływem danych z USA, które mogą mieć przełożenie na dalsze działania Fed. Ważne wsparcie znajduje się na 1,35.

**Forint pod presją, korona dość stabilna**

■ Węgierski forint należał do grupy najbardziej tracących walut regionu EM. Był to efekt wypowiedzi prezesa banku centralnego, który potwierdził możliwość kolejnych redukcji stóp ze względu na niską inflację. W efekcie EURHUF wzrósł do prawie 314. Bardziej stabilnie zachowywała się czeska korona. Relatywna odporność na zmiany globalnych nastrojów mogła wynikać m.in. z niskiego zaangażowania zagranicznych inwestorów na rynku długu. Sytuacja na tych walutach nie uległa większym zmianom w tym tygodniu.

## Rynek stopy procentowej – Ważne dane z USA, pierwsza aukcja obligacji bez OFE



### WIBOR-y lekko w górę

Stawki WIBOR od 1 do 12 miesięcy wzrosły o 1 pb w zeszłym tygodniu. Towarzyszył temu dość wyraźny ruch w górę stawek FRA, głównie 6x9 i 9x12 (o 10 pb i 15 pb). Rynek oczekuje teraz wzrostu WIBOR3M za 9 miesięcy o 35 pb wobec ok. 10 pb na początku roku i ok. 4 pb pod koniec 2013. Inwestorzy zaczęli wyceniać, że w kontekście działań innych banków centralnych (podwyżki stóp w celu wsparcia walut) i przyspieszającej gospodarki szanse na zacieśnienie krajowej polityki pieniężnej przed końcem roku rosną.

Nie spodziewamy się, aby RPP zmieniła swoją retorykę i wynik posiedzenia nie powinien wyrzucić dodatkowej presji na wzrost WIBOR-u. W najbliższym czasie kluczowe dla rynku FRA będą nastroje na świecie.

### Znaczny wzrost IRS i osłabienie obligacji

Wysoka awersja do ryzyka utrzymująca się na rynku już drugi tydzień wywarła bardzo negatywną presję na polski dług i IRS. Poza tym, obligacje traciły w oczekiwaniu na przekazanie przez OFE obligacji do ZUS (3 lutego). Rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich wzrosły o 24-30 pb, a analogiczne IRS o 20-32 pb, do odpowiednio 3,30%, 4,06% i 4,45% (najwyżej od września w każdym przypadku).

### Ważne dane z USA, pierwsza aukcja bez OFE

W tym tygodniu poznamy ostateczne PMI dla przemysłu strefy euro i Niemiec za styczeń oraz indeks dla Polski. Analiza danych historycznych (wykres obok) sugeruje, że szybsze tempo ekspansji polskiego przemysłu niż niemieckiego zwykle sprzyjało rozszerzeniu spreadów między rentownościami polskich obligacji i Bundów. Nasza prognoza wskazuje, że w styczniu pogłębiła się przewaga niemieckiego indeksu nad krajowym PMI, co – zgodnie z powyższą zasadą – powinno sprzyjać zawężeniu spreadu rentowności. Globalny nastrój na rynkach jest jednak niekorzystny i rentowności krajowych obligacji rosną w wyniku odrotu inwestorów z rynków wschodzących. Dodatkowo, ostatnie ruchy niektórych banków centralnych (podwyżki stóp w celu obrony walut) mogły nasilić oczekiwania, iż znaczna deprecjacja złotego skłoni RPP do wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej.

Wynik najbliższego posiedzenia RPP nie powinien mieć jednak kluczowego znaczenia dla rynku obligacji. Zakładamy, że Rada powstrzyma się od wyraźnych deklaracji i wskazówek nt. ewentualnych zmian w przyszłej polityce pieniężnej, czekając na marcowe posiedzenie, na którym zapozna się z nowymi projekcjami NBP.

Większe znaczenie dla krajowego rynku stopy mogą mieć dane z amerykańskiego rynku pracy, publikowane pod koniec tygodnia. Jak wskazuje kolejny wykres obok, zapowiedź ograniczenia QE3 przez Fed (po raz pierwszy wyartykułowana przez Bernanke w maju ub.r.) zatrzymała napływ zagranicznego kapitału na polski rynek długu, co przełożyło się na wzrostowy trend rentowności. Amerykański bank centralny uzależnia tempo dalszego ograniczania skupu obligacji od rozwoju sytuacji na rynku pracy i perspektyw inflacji. Dlatego dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA mogą mieć duży wpływ na zachowanie inwestorów. Grudniowe dane były słabe (w części z powodu srogiej zimy), a jednak nie powstrzymały FOMC przed ograniczeniem QE3. Jeśli dane zaskoczą pozytywnie, wówczas polski dług może dalej być pod presją.

W czwartek odbędzie się pierwsza aukcja obligacji bez udziału OFE. W kontekście ostatnich dynamicznych zmian na rynku jej wyniki będą dobrym miernikiem nastroju panującego w stosunku do polskich obligacji.

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)