

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 17 – 23 lutego 2014

W minionym tygodniu na globalnym rynku panował dość dobry nastrój. Deklaracja Janet Yellen, że zamierza ona kontynuować dotychczasową politykę Fed – łącznie z dalszym ograniczaniem QE3 – nie zatrzymało wzrostów na giełdach czy aprecjacji złota. Większy wpływ na krajowy rynek stopy procentowej niż zagraniczne czynniki miały wydarzenia krajowe – osłabienie wywołane ofertą obligacji na aukcji zostało w części zniwelowane po danych o PKB i inflacji.

Spodziewamy się relatywnie gołych danych styczniowych, jedynie w przypadku zatrudnienia nasza prognoza przekracza konsensus. Odczyt produkcji przemysłowej może wzmocnić wymowę nieznacznie słabszych od oczekiwań danych o polskim PKB w IV kw. i być kolejnym impulsem do spadku IRS i rentowności obligacji. Oprócz danych z Polski, istotny wpływ na krajowy rynek mogą mieć dane z zagranicy, w szczególności te o wstępnych indeksach PMI dla przemysłu. Warto pamiętać, że to właśnie słaby odczyt dla chińskiego przemysłu był jednym z czynników, który wywołał gwałtowne pogorszenie nastroju na rynkach wschodzących i spowodował dynamiczne osłabienie złota, wzrost rentowności obligacji i stawek IRS pod koniec stycznia.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W- WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (17 lutego)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							
<b>WTOREK (18 lutego)</b>							
11:00	DE	Indeks ZEW	II	pkt	44,0	-	41,2
14:00	PL	<b>Płace w sektorze przedsiębiorstw</b>	I	% r/r	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>
14:00	PL	<b>Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw</b>	I	% r/r	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	2,75	-	2,85
<b>ŚRODA (19 lutego)</b>							
14:00	PL	<b>Produkcja przemysłowa</b>	I	% r/r	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>	<b>6,6</b>
14:00	PL	<b>Produkcja budowlana</b>	I	% r/r	<b>1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>5,8</b>
14:00	PL	<b>PPI</b>	I	% r/r	<b>-0,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	I	tys.	950	-	999
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	I	tys.	975	-	968
20:00	US	Minutes FOMC					
<b>CZWARTEK (20 lutego)</b>							
2:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	II	pkt	49,4	-	49,5
9:28	DE	Wstępny PMI – przemysł	II	pkt	56,3	-	56,5
9:58	EZ	Wstępny PMI – przemysł	II	pkt	54,0	-	54,0
14:00	PL	<b>Minutes RPP</b>					
14:30	US	CPI	I	% m/m	0,1	-	0,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	330	-	339
16:00	US	Indeks Philly Fed	II	pkt	10,0	-	9,4
<b>PIĄTEK (21 lutego)</b>							
16:00	US	Sprzedaż domów	I	mln	4,70	-	4,87

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:

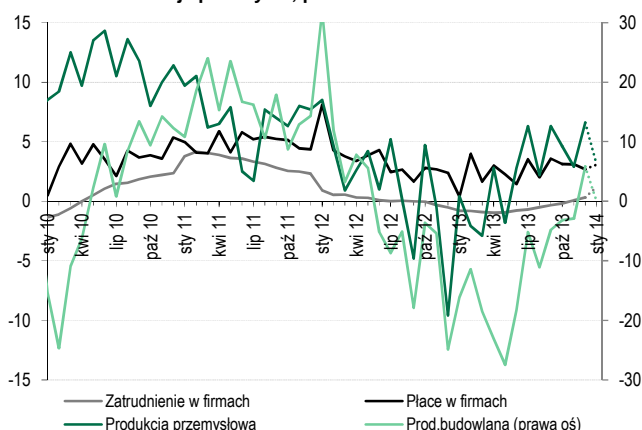
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Dane o zatrudnieniu pod wpływem rewizji próby, spowolnienie produkcji

**Produkcja przemysłu, płace i zatrudnienie w firmach**

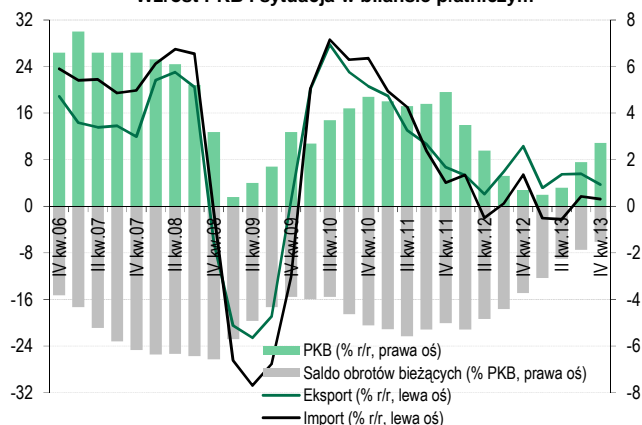


▪ Najciekawszą krajową publikacją tego tygodnia będą dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw. W styczniu GUS zawsze uaktualnia swoją próbę firm i spodziewamy się, że ten efekt może skokowo podbić tempo wzrostu zatrudnienia. Nasza prognoza jest wyraźna powyżej oczekiwań rynkowych. Spodziewamy się także umiarkowanego wzrostu płac, podobnego do tego obserwowanego w zeszłym roku.

▪ Oczekujemy nieznacznego spowolnienia tempa wzrostu produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w styczniu. Negatywny wpływ na produkcję miał ujemny efekt dni roboczych. Z kolei wpływ niskich temperatur w styczniu jest niejednoznaczny, np. mogły mieć negatywny wpływ na produkcję budowlaną, ale pozytywny na produkcję energii. Dane wciąż jednak będą miały pozytywny wydźwięk i będą sugerowały dalszą poprawę aktywności gospodarczej.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Gospodarka przyspiesza, a inflacja wciąż niska

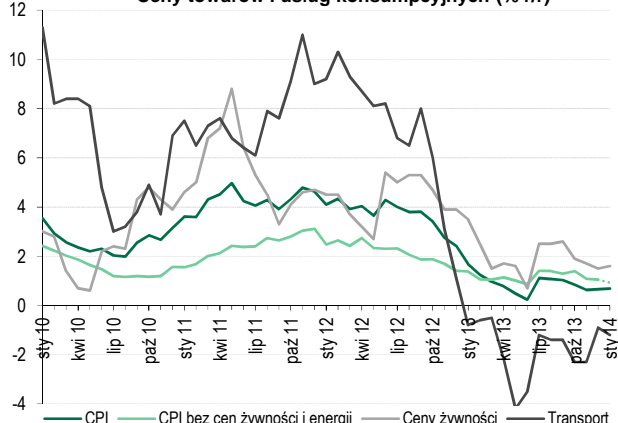
**Wzrost PKB i sytuacja w bilansie płatniczym**



▪ Deficyt obrotów bieżących w grudniu 2013 był mniejszy od oczekiwań i wyniósł 843 mln €. Dobry wynik to przede wszystkim efekt przyspieszenia wzrostu eksportu (10,6% r/r). W całym roku deficyt obrotów bieżących wyniósł 1,5% PKB, najmniej od 1995 r. Ożywienie gospodarcze w strefie euro i niezbyt szybka aprecjacja krajowej waluty powinny pozwolić na utrzymanie dwucyfrowego wzrostu eksportu w tym roku, dzięki czemu utrzyma się nadwyżka handlowa, a deficyt obrotów bieżących będzie dalej spadał.

▪ Wzrost PKB w IV kw. 2013 wyniósł 2,7% r/r i 0,5% kw/kw po korekcie sezonowej. Wynik był nieznacznie słabszy niż szacowaliśmy, ale potwierdza, że proces ożywienia krajowej gospodarki jest kontynuowany. Bardziej szczegółowe dane o PKB za IV kw. poznamy pod koniec lutego.

**Ceny towarów i usług konsumpcyjnych (% r/r)**



▪ Stopa inflacji pozostała w styczniu na poziomie 0,7% r/r, zgodnie z naszą prognozą i poniżej konsensusu rynkowego. W porównaniu z grudniem najbardziej wzrosły ceny żywności (o 1,4% m/m) oraz alkoholu i tytoniu (0,8% m/m). Nie wszystkie składowe CPI zostały podane z pełną szczegółowością, ponieważ – jak co roku – publikacja styczniowego wskaźnika inflacji ma charakter wstępny i zostanie zrewidowana za miesiąc, po uwzględnieniu zmian wag w koszyku CPI. Bazując na tych danych szacujemy wstępnie, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła w styczniu 1,0% r/r, czyli tyle samo co w grudniu.

▪ Wzrost podaży pieniądza spowolnił wprawdzie w styczniu do 5,5% r/r, ale dane sugerują kontynuację stopniowego ożywienia na rynku kredytów, zarówno dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw, co powinno wspierać dalsze ożywienie gospodarcze.

## Cytat tygodnia – Mamy jeszcze parę miesięcy

### Elżbieta Chojna-Duch, członek RPP, 10.02, PAP

Nie jest wykluczone, że określony przez Radę okres stabilizacji stóp procentowych co najmniej do końca tego półrocza może się wydłużyć. Wyobrażam sobie sytuację, w której stopy mogą pozostać stabilne przez cały ten rok. Stabilne stopy procentowe są zjawiskiem pozytywnym w gospodarce.

### Andrzej Rzońca, członek RPP, 11.02, Reuters

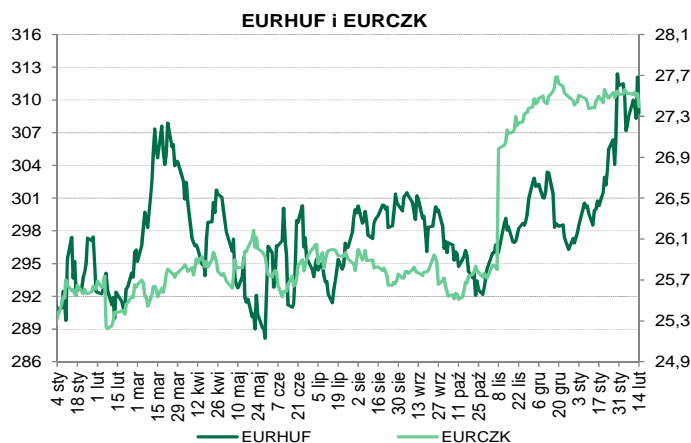
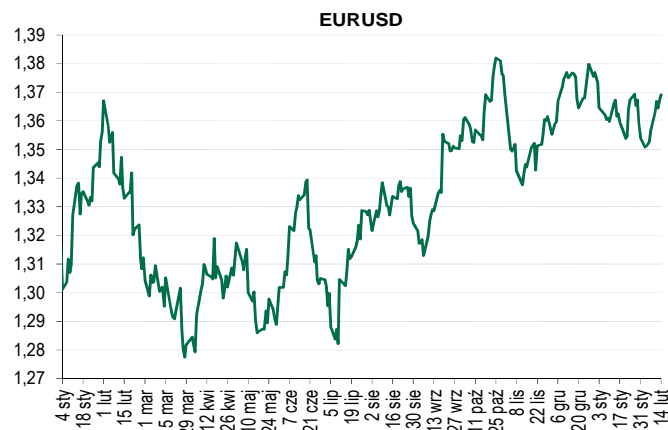
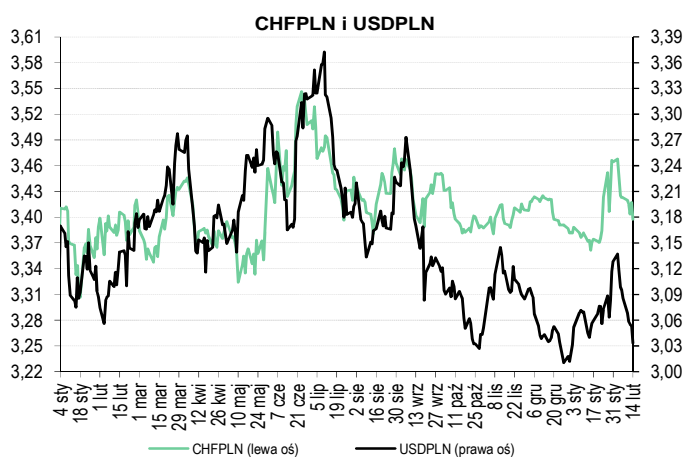
Nie pojawiły się żadne dane, które przemawiałyby za skróceniem okresu, w którym Rada deklaruje, że stopy procentowe pozostaną niezmiennione. Ale w pełni podzielam również te oceny, wedle których nie ma najmniejszego powodu, żeby dzisiaj wydłużać horyzont deklarowanej stabilności stóp.

### Marek Belka, prezes NBP, 14.02, DGP

Mamy jeszcze parę miesięcy, żeby zobaczyć, jak będzie wyglądała sytuacja gospodarki w II półroczu.

Różnice opinii wśród członków RPP nt. możliwości wydłużenia *forward guidance* wyraźnie są związane z ich przewidywaniami dot. tempa ożywienia gospodarczego – Hausner, Bratkowski i Rzońca, którzy sugerowali w ostatnim okresie brak poparcia dla wydłużenia deklarowanej stabilizacji stóp, spodziewają się stosunkowo szybkiego i mocnego przyspieszenia wzrostu PKB (do ok. 4% r/r już w III kwartale br.) i w efekcie relatywnie szybkiego domykania luki popytowej. W tym kontekście, nowe dane dot. aktywności gospodarczej i nowe projekcje NBP mogą faktycznie mieć istotny wpływ na punkt widzenia Rady Polityki Pieniężnej odnośnie dalszych działań. Podtrzymujemy opinię, że RPP powstrzyma się od wydłużania horyzontu obecnego *forward guidance* i dopiero w lipcu może wyraźniej zasugerować kierunek dalszych zmian w zakresie polityki pieniężnej, a na jesieni dokonać pierwszej podwyżki stóp procentowych.

## Rynek walutowy – Złoty silniejszy dzięki danym makro z kraju



## Umocnienie złotego wspierane lepszymi danymi

Miniony tydzień przyniósł umocnienie krajowej waluty w relacji do większości głównych walut. Wspieraniem dla złotego było uspokojenie nastrojów na globalnych rynkach, ale przede wszystkim dobre dane z krajowej gospodarki (niższy deficyt na rachunku obrotów bieżących za grudzień). Lepsze od prognoz odczyty PKB dla Czech i Węgier za IV kw. 2013 rozbudziły nadzieje inwestorów, że z podobną sytuacją mieliśmy do czynienia także w Polsce. Nieco słabsze od prognoz krajowe dane o PKB chwilowo wstrzymały umocnienie złotego, ale w piątek po południu mieliśmy do czynienia z dalszą aprecjacją.

Notowania złotego w relacji do amerykańskiej waluty i funta brytyjskiego charakteryzowały się większą zmiennością. O ile początek tygodnia przyniósł dość istotny wzrost kursu USDPLN w wyniku spadku EURUSD, to w kolejnych dniach złotemu udało się odrobić straty i na zamknięcie tygodnia krajowa waluta zyskała 1,7% względem dolara. W przypadku kursu GBPPLN odnotowano wzrost powyżej 5,08, co było efektem umocnienia funta na rynkach międzynarodowych. W skali tygodnia złoty stracił 0,8% wobec funta, podczas gdy wobec franka szwajcarskiego zyskał 0,2%.

Złotemu udało się odrobić prawie wszystkie straty poniesione w czasie wzrostu awersji do ryzyka pod koniec stycznia. W tym tygodniu krajowa waluta będzie pod wpływem kolejnych publikacji danych makro z krajowej gospodarki. Nasze oczekiwania co do wzrostu produkcji są niższe od rynkowych prognoz, co może lekko negatywnie odbić się na notowaniach złotego. Większe znaczenie dla notowań krajowej waluty mogą mieć publikacje z zagranicy, w szczególności wstępne PMI dla Chin i strefy euro (publikowane w drugiej połowie tygodnia). Słabsze odczyty mogą przyczynić się do przecenienia walut regionu, w tym złotego. Jednak do publikacji tych danych sądzimy, że EURPLN będzie pozostawał powyżej wsparcia na 4,14-4,15, opór to 4,18.

## Poprawa perspektyw wzrostu wspiera EUR i GBP

W minionym tygodniu EURUSD wzrósł w kierunku 1,37 po publikacji słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiej gospodarki. W efekcie wspólna waluta odrobiła większość strat z pierwszej połowy tygodnia. Lepsze od prognoz odczyty PKB dla strefy euro pchnęły EURUSD powyżej 1,37.

Miniony tydzień przyniósł silne umocnienie funta w relacji do głównych walut (GBPUSD wzrósł do 1,6672, a EURGBP spadł do 0,8176). Był to efekt publikacji raportu kwartalnego nt inflacji, w którym Bank Anglii dość znacząco podwyższył prognozy wzrostu gospodarczego. Co więcej, bank częściowo zrezygnował z dotychczasowego *forward guidance*, wskazując, że będzie patrzył nie tylko na stopę bezrobocia, ale również na inne wskaźniki makroekonomiczne. Na rynku pojawiły się różne interpretacje – dla jednych było to sygnałem oddalenia, dla innych przybliżenia możliwych podwyżek stóp.

Napływające dane z amerykańskiej gospodarki i strefy euro będą rozpatrywane pod kątem przyszłych działań banków centralnych. Strefa oporu dla EURUSD znajduje się na 1,37-1,374, której przełamanie otwierałoby drogę w kierunku 1,38.

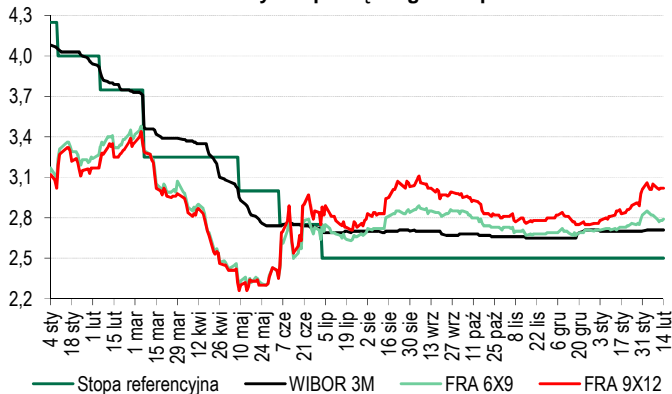
## Dane o PKB za IV kw. wsparły nastroje w regionie

Najważniejszym wydarzeniem dla walut CEE3 okazały się wstępne odczyty PKB za IV kw. Lepsze od prognoz dane dla Węgier i Czech dały impuls do umocnienia tamtejszych walut. Po publikacji tych danych kurs EURHUF spadł do poniżej 308 z 311, a EURCZK do ok. 27,3 z 27,5.

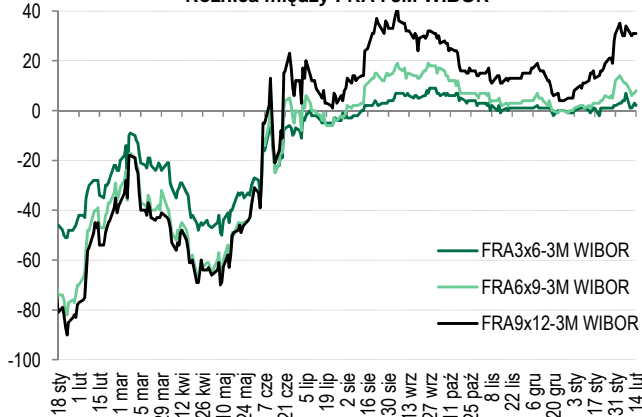
W tym tygodniu uwaga inwestorów będzie skierowana na posiedzenie banku centralnego Węgier. Kolejna obniżka stóp procentowych może po raz kolejny wygenerować impuls wzrostu EURHUF powyżej 310. W przypadku EURCZK oczekujemy stabilizacji w okolicach 27,5.

## Rynek stopy procentowej – Produkcja powinna wspierać rynek, uwaga na wstępne PMI

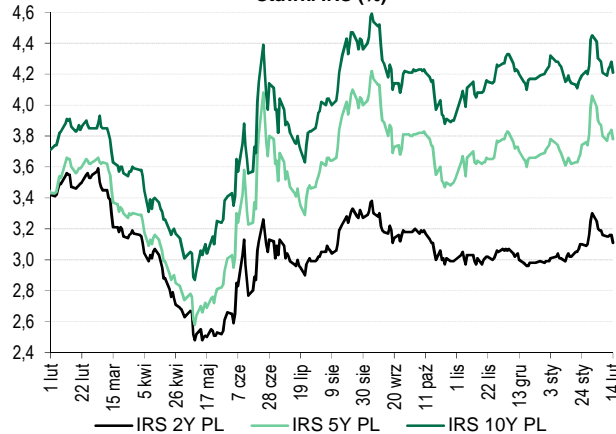
### Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



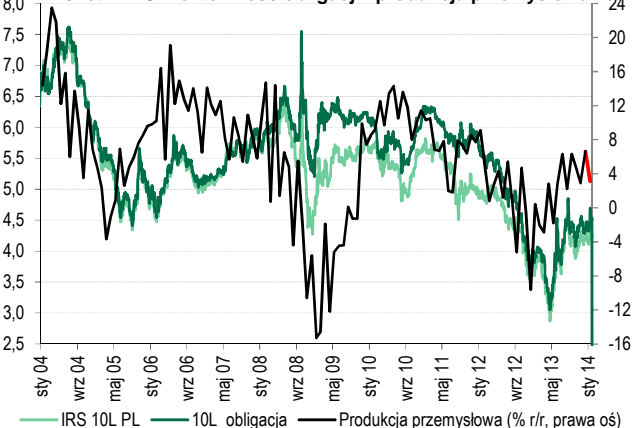
### Różnica między FRA i 3M WIBOR



### Stawki IRS (%)



### 10-letni IRS i rentowność obligacji i produkcja przemysłowa



### WIBOR-y lekko w górę, FRA dalej wysoko

W kolejnym tygodniu po posiedzeniu RPP, na którym prezes NBP sugerował, że marzec wcale nie musi być przełomowy w komunikacji z rynkiem ws. kształtowania się stóp w kolejnych miesiącach roku, WIBOR-y od 6 do 12 miesięcy wzrosły o 1 pb. Pozostałe stawki w przedziale 1-12 miesięcy nie zmieniły się.

Co ciekawe, mimo odreagowania na rynku obligacji i IRS (na środku i długim końcu tych krzywych odnotowano spadki o 25-28 pb od szczytów z przełomu stycznia i lutego), FRA 6x9 oraz 9x12 spadły tylko ok. 10 pb od ostatnich szczytów, uwzględniając wyraźniejszy ruch po piątkowych dane z kraju. Niemniej, widzimy jeszcze potencjał do dalszego spadku dłuższych FRA. W tym tygodniu impulsem mogą okazać się dane o produkcji przemysłowej.

### Spore wahania IRS i obligacji, czynniki krajowe kluczowe

Stawki IRS i rentowności obligacji ze środka i długiego końca krzywych rosły systematycznie od początku tygodnia. Trend był wspierany przez decyzję Ministerstwa Finansów o zaofiarowaniu na aukcji 5- oraz 10-letnich benchmarków. Poza tym, rynek był pod presją wystąpienia nowej prezes Fed, która zapowiedziała kontynuację dotychczasowej polityki banku centralnego, także części dotyczącej dalszego ograniczania QE3. Dopiero dane z samego końca tygodnia – o nieco niższych od oczekiwań PKB za IV kw. i styczniowej inflacji – zatrzymały wzrosty i pomogły obligacjom odrobić około połowy strat z wcześniejszych dni. IRS zakończyły tydzień na poziomach zbliżonych od zamknięcia poprzedniego tygodnia. Krzywa IRS przesunęła się już o 20-28 pb w dół od ostatnich szczytów.

Ministerstwo Finansów sprzedało obligację DS1023 za prawie 1,8 mld zł przy rentowności 4,54% (blisko poziomu z rynku wtórnego) oraz PS0718 za ponad 2,2 mld zł przy rentowności 3,882% (także blisko poziomu z rynku wtórnego). Łączny popyt wyniósł ponad 8 mld. Z naszych szacunków wynika, że po tej aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe pokryte są w prawie 60%. Wyniki można ocenić jako umiarkowanie pozytywne – nie osiągnięto wprawdzie górnej granicy planowanej sprzedaży (5 mld zł), ale Ministerstwo może sobie na to pozwolić, biorąc pod uwagę wysoki stopień pokrycia potrzeb pożyczkowych.

### Produkcja powinna wspierać rynek, uwaga na wstępne PMI

Rozpoczęty w maju 2013 trend wzrostowy IRS i rentowności obligacji – w reakcji na pierwszą sugestie Bernanke o planach ograniczenia QE3 – zatrzymał się w ostatnich tygodniach. Jak pokazuje wykres, roczna dynamika produkcji przemysłowej też ustabilizowała się w ostatnich miesiącach po dość imponującym przyspieszeniu z pierwszej połowy 2013. Spodziewamy się, że styczniowe tempo wzrostu wpisze się jeszcze w trend boczny. Nasza prognoza jest nieznacznie poniżej konsensusu, co razem z piątkowymi danymi o PKB i CPI może być kolejnym impulsem do ruchu w dół IRS i rentowności obligacji. W dalszej części tego roku spodziewamy się jednak wyraźnego przyspieszenia dynamiki produkcji przemysłowej (nieznacznie poniżej 10% r/r), co będzie miało w naszej ocenie wpływ na wznowienie trendu wzrostowego IRS i rentowności obligacji.

Oprócz danych z Polski, istotny wpływ na krajowy rynek stopy procentowej mogą mieć w tym tygodniu dane z zagranicy, w szczególności te o wstępnych indeksach PMI dla przemysłu Chin, Niemiec oraz strefy euro za luty. Warto pamiętać, że to właśnie słaby odczyt dla chińskiego przemysłu był jednym z czynników, który wywołał gwałtowne pogorszenie nastroju na rynkach wschodzących i spowodował dynamiczne osłabienie złotego, wzrost rentowności obligacji i stawek IRS pod koniec stycznia.

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)