

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 24 lutego – 2 marca 2014

Miniony tydzień obfitował w publikacje ważnych danych makro, ale również w wydarzenia, które miały istotny wpływ na wycenę aktywów na rynkach finansowych. Słabsze odczyty wstępnych PMI dla Chin i europejskiej gospodarki, minutes ze styczniowego posiedzenia Fed (FOMC podtrzymał chęć dalszej redukcji QE3 w dotychczasowej skali) oraz eskalacja konfliktu na Ukrainie zwiększyły awersję do ryzyka, co znalazło odzwierciedlenie w przecenie aktywów rynków rozwijających się. Osłabienie było krótkotrwałe, a jego skala dużo mniej znacząca niż pod koniec stycznia. Koniec tygodnia przyniósł odreagowanie na rynkach finansowych.

Na tydzień przed posiedzeniem EBC poznamy dane inflacyjne dla strefy euro. Dane te o tyle mogą okazać się istotne, że głębszy od oczekiwań spadek inflacji może skłonić EBC do działań (co mogliśmy zaobserwować w listopadzie). Z drugiej strony nawet słabe odczyty danych z USA, które są w oczach inwestorów usprawiedliwiane niekorzystnymi warunkami pogodowymi powinny być raczej neutralne dla rynku. Natomiast dane z krajowej gospodarki, potwierdzające kontynuację ożywienia gospodarczego, będą raczej neutralne, sprzyjające konsolidacji złotej i rentowności obligacji. Wciąż głównym czynnikiem ryzyka jest sytuacja na Ukrainie.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W- WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (24 lutego)</b>							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	I	% r/r	4,6	3,1	5,8
10:00	PL	Stopa bezrobocia	I	% r/r	14,0	14,0	13,4
10:00	DE	Indeks Ifo	II	pkt	110,7	-	110,6
11:00	EZ	HICP	I	% r/r	0,7	-	0,8
<b>WTOREK (25 lutego)</b>							
8:00	DE	PKB	IV kw.	% r/r	1,3	-	1,1
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	XII	% m/m	0,6	-	0,88
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	II	pkt	80,0	-	80,7
<b>ŚRODA (26 lutego)</b>							
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	I	tys.	405	-	414
<b>CZWARTEK (27 lutego)</b>							
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	I	% m/m	-1,0	-	-4,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	333	-	336
<b>PIĄTEK (28 lutego)</b>							
10:00	PL	PKB	IV kw.	% r/r	2,7	2,7	1,9
10:00	PL	Spożycie indywidualne	IV kw.	% r/r	2,0	1,9	1,0
10:00	PL	Nakłady na środki trwałe	IV kw.	% r/r	1,2	1,3	0,6
11:00	EZ	Wstępny HICP	II	% r/r	0,7	-	-
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	II	% r/r	-	-	0,5
14:30	US	Drugi szacunek PKB	IV kw.	% kw./kw.	2,5	-	4,1
15:55	US	Indeks Michigan	II	pkt	81,2	-	81,2
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	I	% m/m	2,7	-	-8,7

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

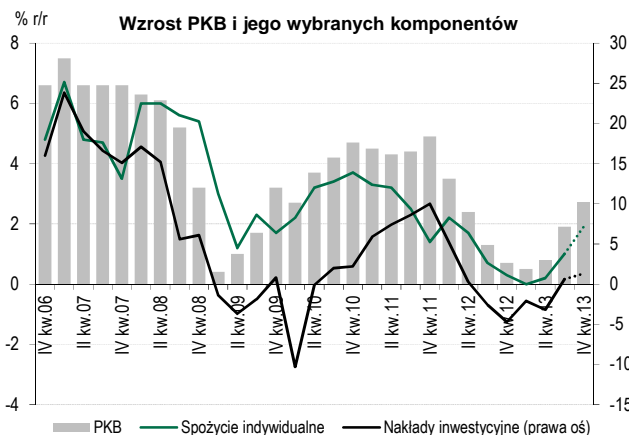
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia, struktura PKB w IV kw. 2013

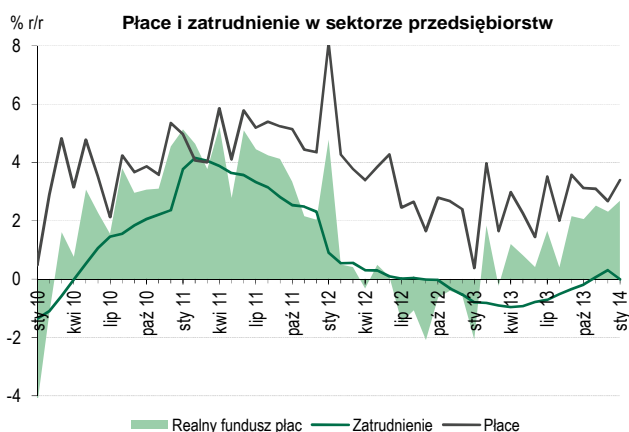


▪ Spodziewamy się spowolnienia wzrostu sprzedaży detalicznej w porównaniu do grudnia, głównie pod wpływem efektu bazy (przesunięcie dopłat dla rolników z grudnia 2012 na styczeń 2013). Nasza prognoza jest wyraźnie niższa od konsensusu rynkowego.

▪ Naszym zdaniem stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w styczniu 14,0% i była niższa w ujęciu r/r po raz pierwszy od lutego 2009 r. Dane potwierdzą, że sytuacja na rynku pracy wciąż się poprawia, mimo rozczarowującego odczytu z sektora przedsiębiorstw (szczegóły poniżej).

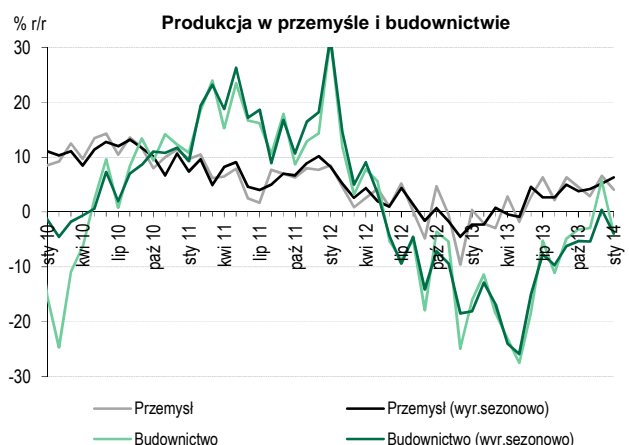
▪ Wstępny szacunek PKB za IV kw. 2013 pokazał wzrost o 2,7% r/r, znacząco przyspieszając w stosunku do wcześniejszych kwartałów roku. Ostateczny odczyt będzie pewnie bliki tej wartości, ważniejsze zatem będą dane o strukturze wzrostu. Spodziewamy się potwierdzenia rosnącej roli popytu krajowego – wzrostu konsumpcji i inwestycji.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Zatrudnienie rozczarowuje, ale produkcja lepsza od oczekiwań



▪ Zatrudnienie w sektorze firm w styczniu rozczarowało wzrostem o 0,0% r/r. W styczniu przybyło zaledwie 15,1 tys. miejsc pracy, czyli najmniej od 10 lat. Jednak naszym zdaniem słaby wzrost jest głównie efektem corocznej zmiany próby przez GUS. Sektor firm obejmuje jednostki zatrudniające od 10 osób wzwyż i co roku w styczniu GUS uaktualnia swoją próbę, usuwając jednostki, które podczas poprzedniego roku spadły poniżej progu 10 zatrudnionych i dodając te, które go przekroczyły. Słaby odczyt w styczniu może zatem być echem słabej sytuacji na rynku pracy w pierwszej połowie 2013 r. W związku z tym uważamy to rozczarowanie za jednorazowe i spodziewamy się lepszych danych w kolejnych miesiącach.

▪ Wzrost płac wyniósł w styczniu 3,4% r/r. Fundusz płac w sektorze firm wzrósł realnie o 2,7% r/r (wobec 2,3% w grudniu), zatem realne tempo wzrostu dochodów ludności przyspiesza, co powinno wspierać wzrost konsumpcji prywatnej w I kw. br.



▪ W styczniu dynamika produkcji sprzedanej przemysłu spowolniła do 4,1% r/r z 6,6% r/r w grudniu. Ten wynik okazał się lepszy od oczekiwań, potwierdzając pozytywne sygnały płynące ze wskaźników wyprzedzających (PMI, indeksy koniunktury GUS).

▪ Negatywną niespodzianką okazały się natomiast dane o produkcji budowlano-montażowej, która w styczniu spadła o 3,9% r/r, kształtując się znacznie poniżej prognoz rynkowych.

▪ Inflacja PPI wyniosła w styczniu -0,9% r/r czyli nieznacznie więcej niż w grudniu (-1,0% r/r).

▪ Ogólny obraz rysujący się z opublikowanych dotychczas danych to kontynuacja bezinflacyjnego ożywienia gospodarczego. Dane te potwierdzają pozytywne tendencje w gospodarce, co powinno znaleźć odzwierciedlenie w nieco wyższej ścieżce wzrostu gospodarczego, jaką w marcu przedstawi RPP.

## Cytat tygodnia – Czy Rada będzie przygotowywać rynki na ewentualne zmiany?

**Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, 19.02, Reuters**

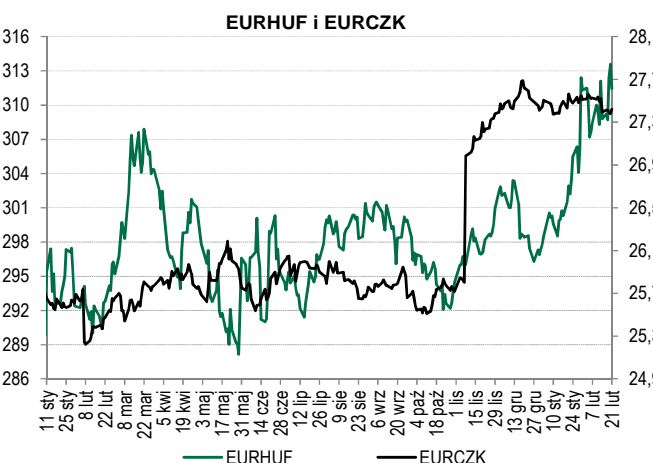
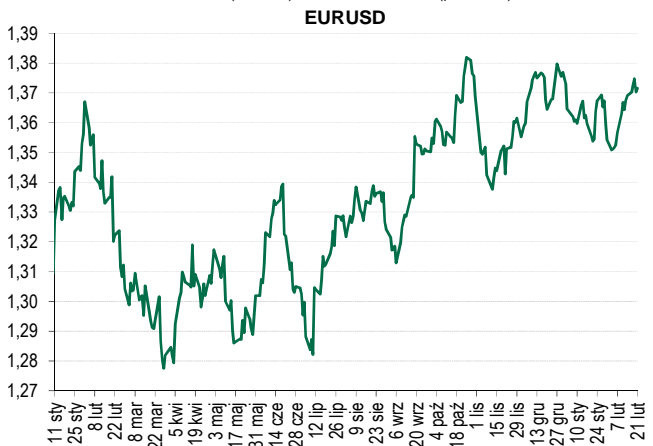
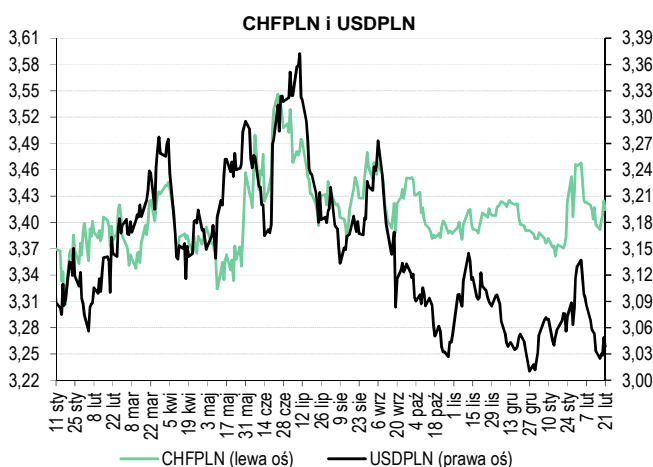
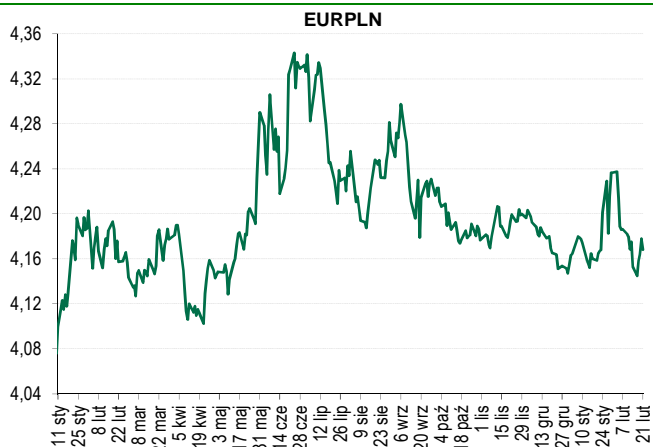
Na pewno będziemy przygotowywać rynki na ewentualne zmiany w 'forward guidance', Myślę, że kwiecień będzie takim miesiącem, w którym Rada może zdecydować co dalej i stopniowo będzie informować inwestorów o swoich zamierzeniach. Skrócenie okresu 'forward guidance' (...) być może byłoby korzystne z punktu widzenia polityki pieniężnej. Natomiast nie zawsze będzie korzystne, jeśli chodzi o stabilizowanie sytuacji dla inwestorów.

**Jerzy Hausner, członek RPP, 21.02, Reuters**

Zacieśnienie polityki pieniężnej jest gdzieś na horyzoncie, najprawdopodobniej w II poł. roku, choć nie jestem wcale pewien, że to się wtedy stanie. Im później podniesiemy stopy, tym lepiej, to by pomogło utrzymać gospodarkę na stosunkowo silnej ścieżce wzrostowej.

W zeszłym tygodniu dwoje członków RPP zasugerowało kiedy Rada może zasignalizować, co będzie się działo z polityką pieniężną po zakończeniu 'forward guidance'. Zdaniem Anny Zielińskiej-Głębockiej będzie to kwiecień, czyli wtedy, gdy Rada będzie znała marcową projekcję inflacji i PKB. Z kolei Jerzy Hausner sugeruje maj. My wątpimy w obydwa terminy – jeśli Rada chce czekać do maja, to może też poczekać do czerwca, kiedy znane będą dane o PKB w pierwszym kwartale (publikacja 30.05), bardzo istotne z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej. Z kolei w lipcu dostępną będzie kolejna projekcja, która również dostarczyć może dodatkowych informacji. Podczas ostatniego posiedzenia prezes Belka powiedział, że Rada ma dużo czasu i nie chce zachęcać rynków finansowych do gry na podwyżki lub obniżki stóp, zatem nie spodziewamy się, by Rada ryzykowała mocne stwierdzenia tuż przed danymi, które potencjalnie mogą zmienić obraz sytuacji.

## Rynek walutowy – Waluty państw rozwijających się znowu pod presją



## Słaby nastrój na rynkach wschodzących osłabia złotego

W drugiej połowie lutego, podobnie jak w pierwszym miesiącu roku, nastroje na rynkach wschodzących pogorszyły się dość znacząco. Tak jak w styczniu, presję wywierały obawy o dalsze ograniczanie QE3 (po opublikowanych minutes FOMC) oraz o kondycję chińskiej gospodarki (w tym miesiącu rozczarowały też wstępne PMI dla Niemiec i strefy euro). Czynnikiem, który w minionym tygodniu dodatkowo przyczynił się do deprecjacji walut (nie tylko z naszego regionu), było zaostrzenie się konfliktu na Ukrainie. W rezultacie, w pierwszej części tygodnia złoty i inne waluty krajów rozwijających się były pod wyraźną presją. Krajowa waluta – podobnie jak przy poprzedniej fali osłabienia – radziła sobie całkiem dobrze, plasowała się w połowie rankingu walut z rynków wschodzących, dotyczącego zmian w relacji do euro i dolara. Kurs EURPLN ustanowił tygodniowe maksimum na 4,185, podczas gdy USDPLN na prawie 3,06. Mimo słabych danych z Europy, na koniec tygodnia nastąpiło lekkie odregowanie.

Pod koniec tygodnia pojawiły się nadzieje na uspokojenie sytuacji na Ukrainie i wpływ tego czynnika był widoczny w notowaniach złotego. Widzimy szanse na dalsze umocnienie krajowej waluty, jeżeli kolejne dni pokażą, że jest szansa na trwalszą stabilizację za naszą wschodnią granicą. Jeżeli dane ze strefy euro pokażą dalszy spadek inflacji, wtedy może to być kolejny czynnik wspierający złotego do euro, ale spadek EURUSD, jaki mogą one wywołać, może wywierać presję na wzrost USDPLN.

## Niewielkie zmiany EURUSD, uwaga na ważne dane

Kurs EURUSD wahał się w minionym tygodniu w relatywnie wąskim przedziale 1,368-1,377. Tak jak podczas nasilenia się awersji do ryzyka na rynkach wschodzących w drugiej połowie stycznia, tak i tym razem główna para walutowa pozostała dość stabilna. Spory wpływ na notowania miały w ubiegłym tygodniu wstępne PMI dla przemysłu i minutes FOMC. Indeksy mocno rozczarowały, a protokół ze styczniowego posiedzenia Fed wskazał, że QE3 nadal będzie ograniczane w dotychczasowej skali. Euro znalazło się pod presją tych czynników i EURUSD ustanowił w reakcji na te publikacje tygodniowe minimum.

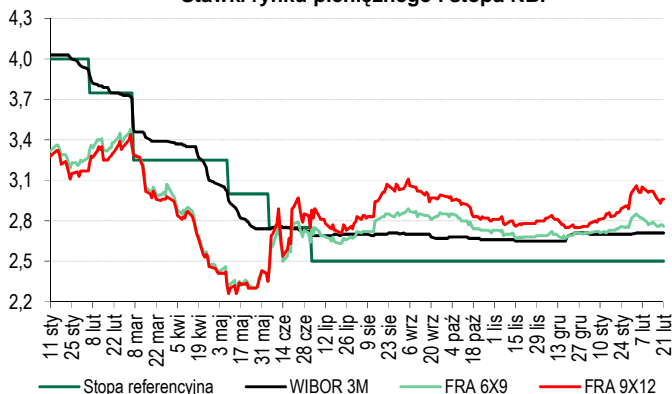
W najbliższych dniach, tydzień przed decyzją EBC, poznamy istotne dane inflacyjne ze strefy euro – ostateczny odczyt za styczeń i wstępny szacunek za luty. HICP na poziomie 0,7% r/r skłonił w listopadzie EBC do nieoczekiwanej obniżki stóp o 25 pb, stąd dane te mogą wpłynąć na oczekiwania rynku odnośnie ruchu banku centralnego na marcowym posiedzeniu. W przypadku danych z USA, negatywne odczyty będą zapewne uzasadniane srogą zimą, dlatego istotny wpływ na rynek mogą mieć raczej tylko ewentualne pozytywne niespodzianki. Granice przedziału wahań z zeszłego tygodnia to ważne poziomy na najbliższe dni.

## Decyzja MNB dodatkowo osłabia forinta

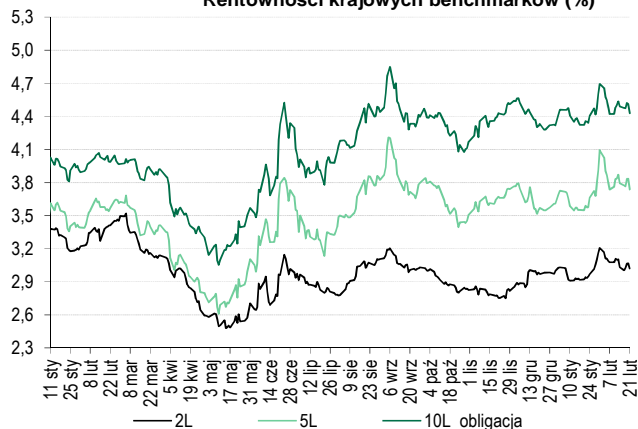
W notowaniach czeskiej korony nie zaszły w zeszłym tygodniu znaczne zmiany, natomiast forint był pod wpływem czynników globalnych i krajowych. Dodatkową presję na węgierską walutę w pierwszych dniach tygodnia wywierała decyzja tamtejszego banku centralnego, który ponownie zaskoczył inwestorów. Na lutowym posiedzeniu stopy zostały obniżone o 15 pb, a nie o 10 pb, jak oczekiwał rynek. Główna stopa wynosi obecnie 2,70% i jest na najniższym poziomie w historii. W komunikacie podkreślono, że decyzja o kontynuacji cyklu luzowania polityki pieniężnej będzie podjęta w marcu po zapoznaniu się z nowymi prognozami dla węgierskiej gospodarki. EURHUF znalazł się na chwilę na niemal 315, ale dzięki udanej aukcji węgierskich obligacji odrobił połowę strat z wcześniejszych dni tygodnia.

## Rynek stopy procentowej – Krajowy dług relatywnie odporny na czynniki zewnętrzne

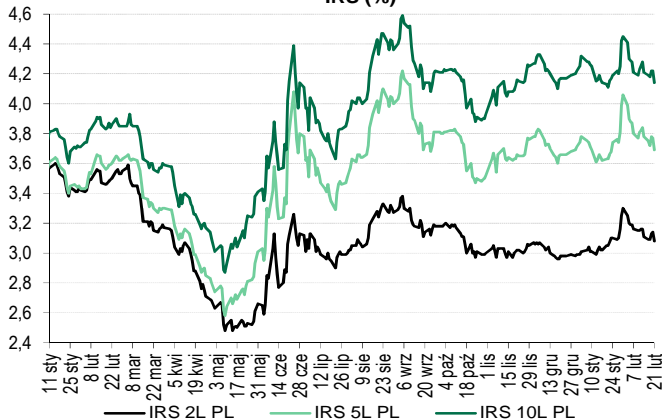
### Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



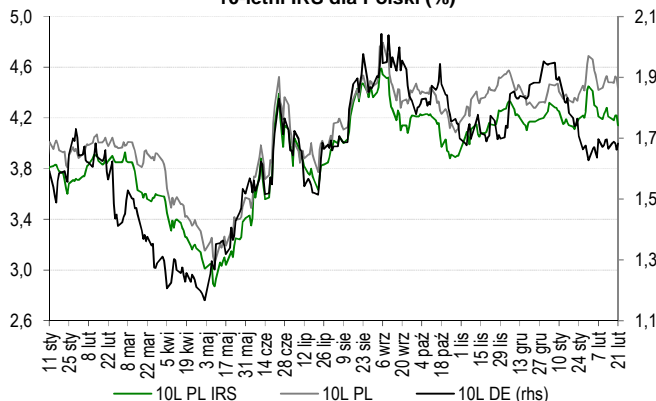
### Rentowności krajowych benchmarków (%)



### IRS (%)



### Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)



### Rynek pieniężny pozostaje stabilny

Miniony tydzień nie przyniósł zmian stawek WIBOR 1M-12M, które pozostały stabilne pomimo nieco lepszych od oczekiwań danych o produkcji przemysłowej. Stawki FRA wykazywały większą wrażliwość na publikowane dane makro. Początek tygodnia przyniósł kontynuację spadków zainicjowanych po publikacji CPI i PKB za IV kw. 2013. Ruch w dół został jeszcze nieco wzmocniony przez słabsze dane z rynku pracy. Dopiero dane o wyższym wzroście produkcji przemysłowej za styczeń spowodowały lekki wzrost stawek (głównie na dłuższe terminy). Ostatecznie, FRA9x12 spadł nieco w tygodniowym rozrachunku, krótsze stawki pozostały stabilne.

■ Oczekiwanie inwestorów co do podwyżek stóp procentowych nie uległy większym zmianom. Rynek dyskontuje pierwszą podwyżkę w perspektywie 9 miesięcy. Oczekiwany przez nas słabszy odczyt danych o sprzedaży detalicznej może w krótkim terminie dodać nieco zmienności na rynku FRA.

### Odreagowanie na koniec tygodnia

■ Po stabilnym otwarciu tygodnia (efekt nieobecności amerykańskich inwestorów), kolejne dni charakteryzowały się zwiększoną zmiennością. Mocniejsze od oczekiwań dane z krajowego przemysłu w połączeniu z pogorszeniem nastrojów na globalnych rynkach (efekt m.in. sytuacji na Ukrainie) spowodowały wzrost rentowności 10-letniego benchmarku do ok. 4,56% i 10-letniej stawki IRS do 4,22%. Warto zauważyć, że wzrosty były większe na krótkim końcu krzywych (rentowność 2-letniego benchmarku osiągnęła 3,07%, a 2-letniego IRS-a 3,14%), co spowodowało nieznaczne ich spłaszczenie. Poprawa globalnych nastrojów na koniec tygodnia wpłynęła na umocnienie krajowego rynku długu – rentowności obligacji i stawki IRS spadły wzdłuż krzywych, w tym rentowność 10-latkki do 4,44%, a 10-letniego IRS do 4,14%.

■ Zmiany w poziomach rentowności przy pogorszeniu nastrojów na rynkach globalnych w minionym tygodniu nie były tak znaczące w porównaniu z końcem stycznia (zmiany intraday wyniosły maksymalnie 5 pb wobec ponad 10 pb w styczniu). Co więcej, w naszej ocenie, niektórzy inwestorzy wykorzystali wzrost rentowności do lokalnych maksimów do akumulacji papierów. To może sugerować, że krajowy dług jest względnie odporny na wpływ czynników zewnętrznych. Warto zauważyć, że również wpływ wzrostu rentowności niemieckich obligacji na krajowy rynek był krótkotrwały. Niemniej różnica pomiędzy rentownością krajową a niemiecką 10-latkki pozostała na poziomie z poprzedniego tygodnia tj. 281 pb, czyli 20 pb poniżej poziomu z końca stycznia, ale 45 pb powyżej poziomu z końca 2013 roku.

### Umiarkowana podaż SPW w marcu

■ W tym tygodniu nastroje inwestorów pozostaną pod wpływem publikacji krajowych danych. Materializacja naszych prognoz odnośnie dynamiki sprzedaży detalicznej za styczeń może wygenerować impuls do spadków rentowności wzdłuż krzywej.

■ Pod koniec tygodnia nastroje inwestorów będą pod wpływem publikacji podaży SPW na marcowe aukcje. Wcześniej wiceminister finansów Wojciech Kowalczyk podtrzymał, że w przyszłym miesiącu odbędą się dwie aukcje: jedna regularna i jedna zmiany. Na aukcji regularnej oczekujemy umiarkowanej podaży SPW (w wysokości ok. 3-5 mld zł). Poziom realizacji potrzeb pożyczkowych na ten rok (nieco powyżej 60%) daje możliwość dopasowania oferowanych obligacji do warunków rynkowych i oczekiwań inwestorów, stąd też oczekujemy dość dużej różnorodności oferowanych papierów.

■ Wiceminister Kowalczyk oczekuje realizacji potrzeb pożyczkowych na ok. 80% po kwietniu przy założeniu "konserwatywnej" sprzedaży SPW w marcu i zrolowania papierów zapadających w kwietniu.

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)