

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 2 – 8 lutego 2015

Zgodnie z oczekiwaniami, FOMC nie zmienił parametrów swojej polityki pieniężnej i utrzymał wprowadzoną niedawno „cierpliwą” formułę *forward guidance*. Jednak ogólny ton oficjalnego komunikatu był nieco mniej gołębni niż inwestorzy się tego spodziewali. W związku z tym, pierwsza reakcja rynkowa była negatywna, co spowodowało spadek kursu EURUSD, osłabienie walut gospodarek wschodzących i zyski na rynku stopy procentowej. Zarówno bazowy jak i krajowy rynek stopy procentowej były także pod wpływem łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC i zwiększony popyt na polskie aktywa zepchnął rentowności krajowej 10-latki poniżej 2%. Krajowe dane makro pozostawały w cieniu wydarzeń zewnętrznych, choć wzrost PKB w 2014 r. na 3,3% r/r (zgodnie z naszymi oczekiwaniami) był całkiem przyzwoity.

Kalendarz w tym tygodniu jest raczej lekki. Inwestorzy skupią się na spotkaniach banków centralnych w Polsce i w Czechach. Szanse na obniżkę stóp w kraju nie są zerowe, ale naszym zdaniem obydwie banki powstrzymają się od ruchu na posiedzeniach w lutym. Stabilne stopy powinny być wsparciem dla złotego, ale neutralne lub negatywne dla krajowych obligacji (choć tylko w krótkim okresie), jako że spodziewamy się obniżki w marcu. Publikacje indeksów PMI dla przetwórstwa w gospodarkach europejskich i dane z amerykańskiego rynku pracy mogą zwiększyć zmienność rynkową.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (2 lutego)</b>							
2:45	CN	PMI – przemysł	I	pkt	49,8	-	49,6
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI – przemysł</b>	<b>I</b>	<b>pkt</b>	<b>52,8</b>	<b>52,4</b>	<b>52,8</b>
9:55	DE	PMI – przemysł	I	pkt	51,0	-	51,2
10:00	EZ	PMI – przemysł	I	pkt	51,0	-	50,6
14:30	US	Dochody osobiste	XII	% m/m	0,2	-	0,4
14:30	US	Wydatki konsumentów	XII	% m/m	-0,2	-	0,6
16:00	US	ISM – przemysł	I	pkt	54,8	-	55,5
<b>WTOREK (3 lutego)</b>							
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	XII	% m/m	-2,0	-	-0,7
<b>ŚRODA (4 lutego)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		<b>%</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
9:55	DE	PMI – usługi	I	pkt	52,7	-	52,1
10:00	EZ	PMI – usługi	I	pkt	52,3	-	51,6
14:15	US	Raport ADP	I	tys.	220	-	241
16:00	US	ISM – usługi	I	pkt	56,5	-	56,2
<b>CZWARTEK (5 lutego)</b>							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	XII	% m/m	0,8	-	-2,4
<b>11:00</b>	<b>PL</b>	<b>Aukcja obligacji</b>					
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	265
<b>PIĄTEK (6 lutego)</b>							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	0,4	-	-0,1
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	6,7	-	-0,4
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	I	tys.	231	-	252
14:30	US	Stopa bezrobocia	I	%	5,6	-	5,6

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 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:

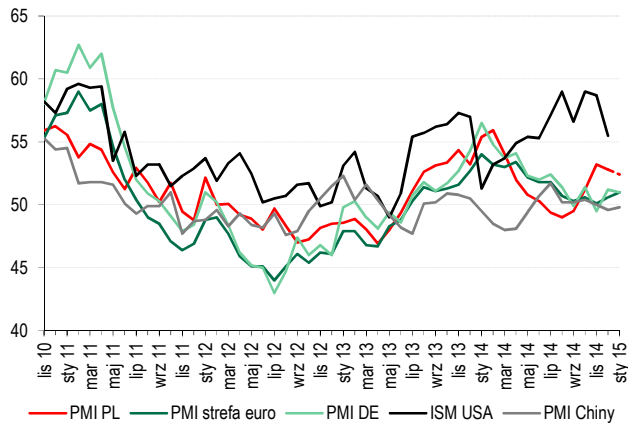
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Indeks PMI i decyzja RPP

Wskaźniki aktywności w przetwórstwie przemysłowym

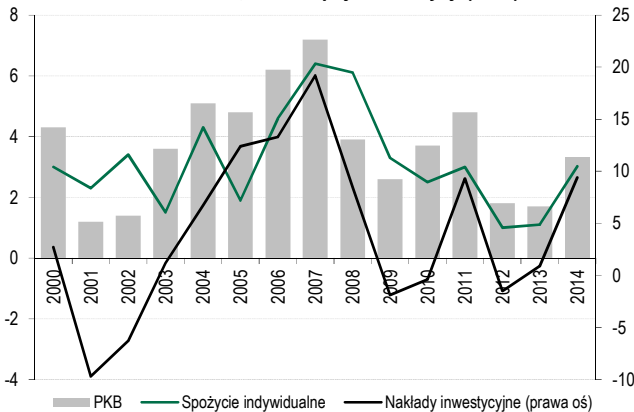


▪ Spodziewamy się, że indeks PMI dla krajowego przetwórstwa spadł nieco w styczniu, ale pozostał powyżej 50 punktów. Naszym zdaniem, ostatnie zamieszanie na rynkach finansowych mogło przejściowo zaważyć na nastrojach. Mimo to, indeks dalej będzie pokazywał nadchodzące ożywienie w gospodarce krajowej.

▪ Ostatnie dane i wydarzenia, takie jak dobre tempo wzrostu produkcji przemysłowej w grudniu i znaczne osłabienie złotego stanowią mocne argumenty, by odłożyć w czasie zmiany stóp procentowych. Z drugiej strony, decyzja EBC o rozpoczęciu programu luzowania ilościowego wspiera obniżkę stóp w kraju. Jednak nawet Andrzej Bratkowski, jeden z dwóch najbardziej gołych członków Rady, który do niedawna proponował cięcia po 100pb, obecnie sugeruje małe ruchy po 25pb. Spodziewamy się, że w lutym stopy pozostaną bez zmian. Marzec będzie natomiast dobrym momentem do obniżki i naszym zdaniem zobaczymy ruch o 25pb w dół.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Dane o PKB sugerują spowolnienie w IV kw.

Wzrost PKB, konsumpcji i inwestycji (% r/r)

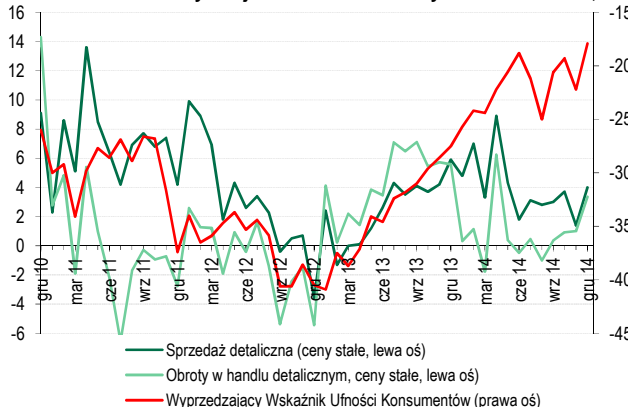


▪ W 2014 r. PKB urosło o 3,3%, zgodnie z oczekiwaniami. Silnikiem wzrostu był popyt krajowy, zwłaszcza konsumpcja prywatna (+ 3,0%) i inwestycje (+9,4%), przy ujemnym wkładzie eksportu netto. Nasz szacunek dla danych za IV kw. sugeruje, że pod koniec roku polska gospodarka nieco spowolniła, do 3,1% r/r z 3,3% r/r w III kw. Konsumpcja prywatna prawdopodobnie rosła nieco wolniej, 3,0% r/r w porównaniu do 3,2% r/r w III kw., podobnie jak inwestycje, które spowolniły do 8,8% r/r z 9,9% r/r, podczas gdy wkład eksportu netto był podobny co w III kw. (ok. -1,5pp). Oczekujemy, że polska gospodarka może dalej hamować w I kw. 2015 r., ale będzie to tylko nieznaczne i krótkotrwałe spowolnienie, gdyż optymizm konsumentów i przedsiębiorców poprawia się, sytuacja rynku pracy jest dobra, a realne dochody do dyspozycji rosną w solidnym tempie, co będzie stanowiło istotne wsparcie dla popytu krajowego, który będzie stabilizował tempo wzrostu w okolicach 3% r/r. W kolejnych kw. oczekujemy stopniowego przyspieszenia, pod wpływem poprawy koniunktury w strefie euro.

▪ W grudniu sprzedaż detaliczna urosła o 1,8% r/r wobec -0,2% miesiąc wcześniej. Realna sprzedaż wzrosła o 4% r/r, najmocniej od maja 2014 r. W całym IV kw. wzrost wyniósł 1,3% r/r, wobec 1,8% r/r w III kw. Bieżąca sytuacja na rynku pracy w połączeniu z utrzymaniem realnego wzrostu dochodów do dyspozycji powinny wspierać dynamikę sprzedaży w nadchodzących miesiącach. Spodziewamy się, że w całym 2015 r. sprzedaż przyspieszy średnio do ok. 5% r/r z ok. 3% r/r w 2014 r.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w grudniu 2014 r. do 11,5% z 11,4% w listopadzie. Wzrost bezrobocia pod koniec roku jest efektem sezonowym, jednak tym razem nie był on najsłabszy od 2007 r., a w skali r/r zanotowano spadek o 1,9 pp – najmocniej do 2008 r. Ogólnie dane pokazują, że rynek pracy jest nadal w dobrej formie.

Sytuacja w handlu detalicznym



## Cytat tygodnia – Deflacja potrwa dłużej

**Andrzej Bratkowski, członek RPP, 26.01.2015, forward-looking.pl**

Istnieje znaczna przestrzeń do obniżek stóp, ale turbulencje związane z umocnieniem fanka przemawiają za obniżkami po 25 pb miesięcznie.

**Andrzej Raczek, wiceprezes NBP, 26.01.2015, Reuters**

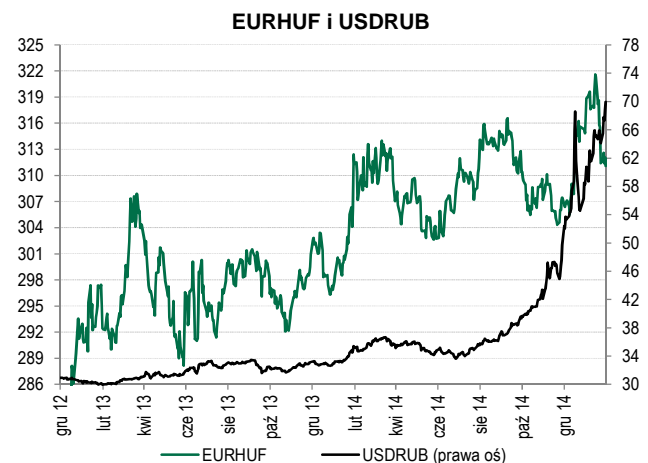
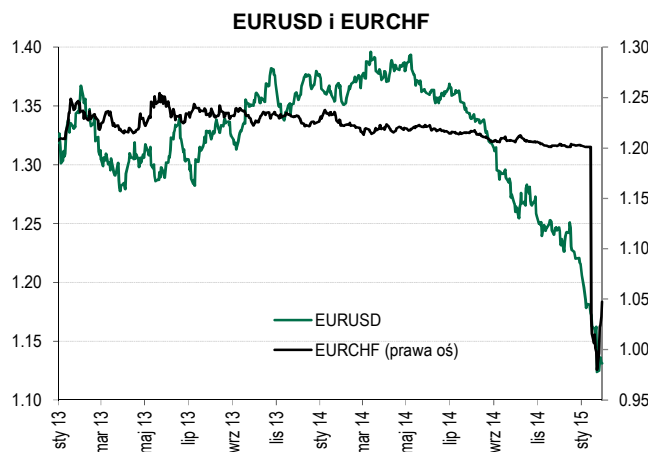
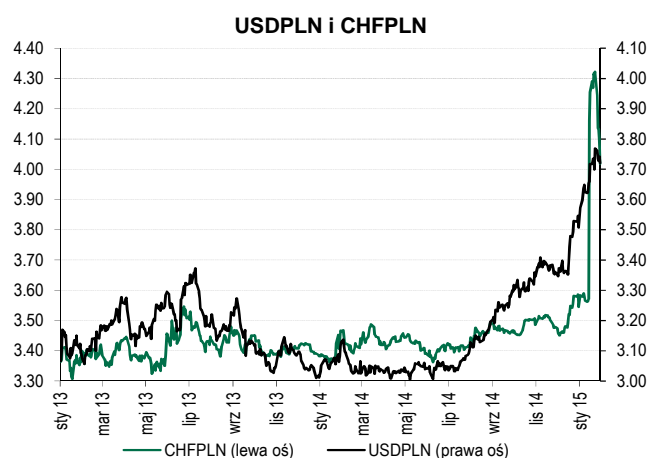
W horyzoncie 2 lat ścieżka inflacyjna będzie kształtować się na niższym poziomie, niż NBP przewidywał w listopadowej projekcji. Sądziłmy, że deflacja utrzyma się do maja. Dziś jest jasne, że potrwa ona dłużej.

**Jerzy Hausner, członek RPP, 29.01.2015, raport IRS**

Deflacja (popytowa jak i kosztowa) jest przejściowa i nie odzwierciedla rzeczywistej równowagi na styku PKB – rynek pracy – procesy cenowe. Wówczas nieco wyższa stopa procentowa NBP jest lepszą strategią wobec możliwości odwrócenia się globalnych tendencji cenowych.

Uważamy, że obniżka stóp jest mało prawdopodobna w lutym wobec dość dobrych danych makro i zamieszaniu na rynku walutowym. Ostatni komunikat RPP zawierał stwierdzenie, że Rada rozważy dostosowanie polityki pieniężnej, jeśli wydłuży się oczekiwany czas pozostawania inflacji poniżej zera, dane potwierdzą spowolnienie gospodarcze, a wzrost w otoczeniu polskiej gospodarki utrzyma się na słabym poziomie. Komentarz Andrzeja Raczki pokazuje, że najbliższa projekcja NBP w marcu pokaże, że deflacja potrwa dłużej. Spowolnienie w IV kw. zostało już potwierdzone przez dane za cały rok 2014, a dane za styczeń będą prawdopodobnie dość słabe. W związku z tym spodziewamy się braku argumentów przeciw obniżce stóp w marcu.

## Rynek walutowy – Pod wpływem ważnych danych i posiedzeń banków centralnych

**Złoty stabilny vs EUR, mocniejszy vs USD i CHF**

Notowania złotego były mieszane w minionym tygodniu. Na początku tygodnia złoty nieco się osłabił w reakcji na wyniki wyborów w Grecji, a następnie stabilizował się na podwyższonym poziomie przed posiedzeniem FOMC. Pierwsza reakcja rynku na wynik posiedzenia Fed była negatywna; EURPLN krótkoterminowo wzrósł powyżej 4,25. W tym samym czasie USDPLN wzrósł do 3,76, w efekcie spadku EURUSD. Jednak koniec tygodnia przyniósł nieznaczną poprawę nastrojów na rynku, co wsparło krajową walutę. W skali tygodnia złoty pozostał względnie stabilny wobec EUR i umocnił się wobec USD pomimo osłabienia rosyjskiej waluty.

Złoty umocnił się również wobec franka szwajcarskiego, głównie w wyniku wzrostu EURCHF, dając nieco oddechu posiadaczom kredytów denominowanych w CHF. CHFPLN obniżyło się tymczasowo poniżej 4,00 z 4,32 na koniec poprzedniego tygodnia. W skali tygodnia złoty zyskał ok. 6% wobec franka i 3,8% od nieoczekiwanej decyzji banku Szwajcarii, znoszącej minimalny poziom EURCHF na 1,20 (15 stycznia).

W centrum uwagi inwestorów na rynku FX będzie posiedzenie krajowej RPP i styczniowy odczyt indeksu PMI dla sektora przemysłowego. Brak redukcji stóp procentowych powinno wesprzeć złotego. Obecnie wsparcie na 4,20 efektywnie powstrzymuje EURPLN przed bardziej znaczącymi spadkami. Uważamy, że jeśli nasze prognozy się zmaterializują ten poziom może zostać przełamany w tym tygodniu. Z drugiej strony dane makro z Europy i USA (w tym dane z amerykańskiego rynku pracy) mogą dodać nieco zmienności rynkowi, w tym złotemu.

**Nieznaczące zmiany EURUSD, EURCHF w górę**

Europejska waluta nieznacznie zyskała na wartości w minionym tygodniu; EURUSD wzrósł do 1,136 z 1,124 na koniec poprzedniego tygodnia. Jednak zmiany w ciągu sesji były dość znaczące, w tym EURUSD krótkoterminowo spadł poniżej 1,13 po publikacji komunikatu FOMC. W tym samym czasie euro zyskało wobec franka szwajcarskiego w wyniku interwencji banku centralnego Szwajcarii (wg nieoficjalnych informacji). EURCHF wzrósł w kierunku 1,05 z ok. 0,98 tydzień wcześniej.

Z technicznego punktu widzenia jest miejsce na wzrost EURUSD w kierunku 1,16 w nadchodzących tygodniach. Jednak dalsza poprawa na rynku pracy w USA może wygenerować impuls do umocnienia dolara i pchnąć kurs w kierunku silnego wsparcia na 1,10. Podsumowując, oczekujemy, że EURUSD będzie pozostawał w przedziale 1,10-1,16 (silny poziom oporu) w oczekiwaniu na kolejne dane makro i informacje z banków centralnych.

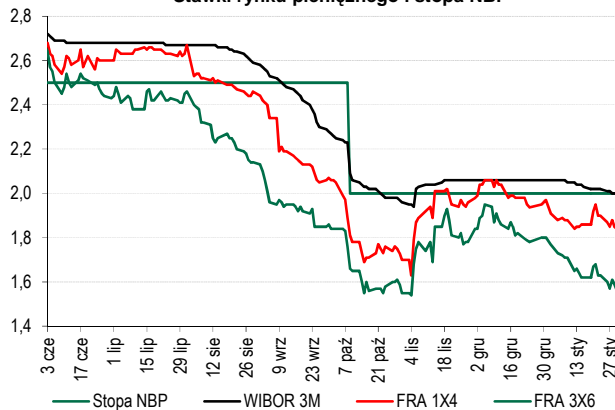
**Znaczne wahania rubla, mocniejszy forint**

W minionym tygodniu rubel osłabił się w wyniku decyzji S&P obniżającej rating Rosji do śmieciowego poziomu i decyzji banku centralnego Rosji do obniżeniu stopy referencyjnej o 2 pp do 15% z 17%. W efekcie USDRUB powyżej 70 na koniec tygodnia. W tym samym czasie HUF zyskał na wartości po decyzji bank centralnego, utrzymującej stabilne stopy procentowe w styczniu. Komunikat FOMC krótkoterminowo negatywnie wpłynął na waluty krajów EM, w tym na CZK.

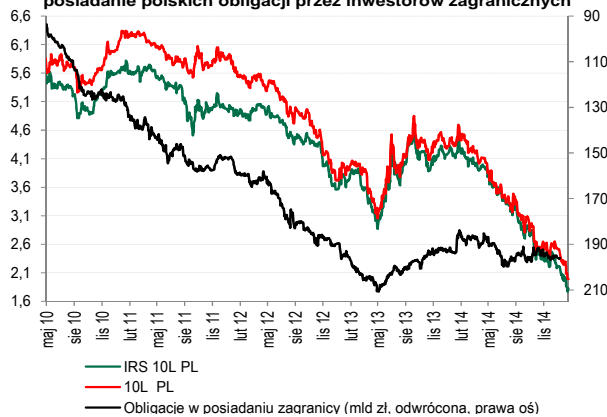
W tym tygodniu nie ma istotnych publikacji danych makro dla Czech i Węgier. Publikacja indeksów PMI dla obu tych krajów może dodać zmienności notowaniom forinta i koronie. CZK może także stracić po posiedzeniu banku Czech (CNB). W ostatnim okresie pojawiły się informacje, że CNB może podwyższyć obecny limit EURCZK na 27. W naszej ocenie czynniki zewnętrzne, głównie dane makro z USA, mogą mieć istotne przełożenie na waluty CEE, biorąc pod uwagę niezdecydowanie inwestorów odnośnie terminu rozpoczęcia podwyżek stóp przez Fed.

## Rynek stopy procentowej – Dalsze umocnienie i wyplaszczanie możliwe

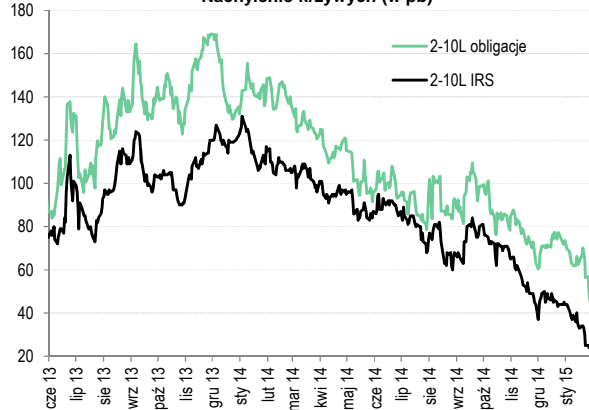
### Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



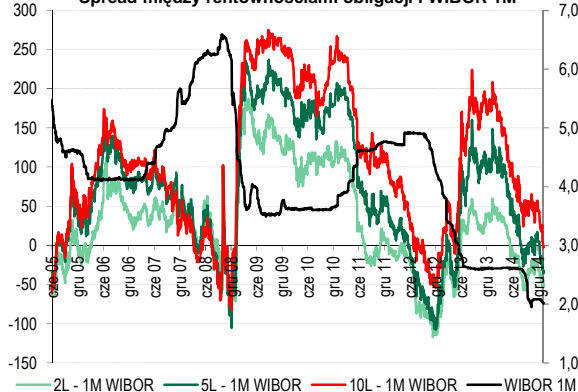
### Polskie 10-letnie IRS i rentowności obligacji oraz posiadanie polskich obligacji przez inwestorów zagranicznych



### Nachylenie krzywych (w pb)



### Spread między rentownościami obligacji i WIBOR 1M



### Obligacje dalej zyskują, wszystkie stawki spadają

Stawki WIBOR obniżyły się w zeszłym tygodniu o 1-3 pb, najmocniej dla 12 miesięcy, a FRA zwiększyły skalę obniżek stóp w Polsce – teraz rynek oczekuje redukcji o 75 pb w ciągu 6 miesięcy. Rentowności obligacji dalej spadały i w przypadku 10-letniego benchmarku zeszły poniżej 2%. W ciągu tygodnia, krzywa IRS przesunęła się w dół o 3-6 pb, a obligacyjna o 4-10 pb dzięki utrzymaniu się pozytywnego wpływu ostatniej decyzji EBC o znacznym poluzowaniu polityki pieniężnej i niezerowym szansom na obniżkę stóp przez RPP w lutym.

### Na aukcji długi koniec, Azja dalej kupuje polski dług

Ministerstwo Finansów podało, że w lutym zaoferuje obligacje za łączną kwotę 6-11 mld zł. W tym tygodniu do sprzedaży przedstawiony zostanie dług długoterminowy – WZ0124, DS0725, WS0428 – za łączną kwotę 3-5 mld zł. Oferta na kolejną aukcję będzie zależała od warunków rynkowych, ale nie będą na niej sprzedawane obligacje z tego tygodnia.

Wg danych resortu o posiadaczach polskich rynkowych złotych obligacji, w grudniu stany posiadania nie uległy dużym zmianom. Zagranica sprzedała obligacje o nominalnej wartości 623 mln zł, a krajowe banki pozbyły się długu wartego 181 mln zł, tj. 0,12% ich całego portfela. W grupie nierezydentów, największe zmiany zaszły w przypadku azjatyckich banków centralnych (wyłączając Bliski Wschód), które kupiły polskie obligacje za ponad 1,4 mld zł (+12% m/m). Był to trzeci największy miesięczny przyrost odnotowany w historii (maj 2014). Dyrektor w Ministerstwie Finansów, Piotr Marczak, powiedział natomiast, że w trzeciej dekadzie stycznia odnotowano jeden z największych w historii napływów zagranicznego kapitału na polski rynek długu.

### Dalsze umocnienie i wyplaszczanie możliwe

Krzywe obligacyjna i IRS w dalszym ciągu wyplaszczają się w wyniku większego umocnienia na środku i długim końcu, niż na krótkim. Spreads 2-10 i 2-5 dla obligacji zacieśniły się o 45-55 pb od połowy grudnia, a dla IRS spadki wyniosły 30-35 pb. Wyplaszczanie się krzywych to tendencja obserwowana obecnie na globalnym rynku. Polskie 2-letnie IRS i rentowność obligacji są blisko 1,50% i wg nas ewentualne dalsze spadki poniżej tego poziomu nie będą uzasadnione. Spodziewamy się, że RPP raczej nie zmieni stóp w tym tygodniu, a dostosowania o tylko 25 pb oczekujemy w marcu. Brak obniżki na najbliższym posiedzeniu może nieco schłodzić oczekiwania inwestorów odnośnie skali możliwego poluzowania polityki pieniężnej przez RPP.

Jednocześnie, nie można wykluczyć, że dalszy spadek spreadów 2-10 i 2-5 będzie też wynikiem dalszego umocnienia w sektorze 5 i 10 lat. Znaczne zwiększenie skali programu skupu aktywów przez EBC miało istotny pozytywny wpływ na globalny rynek stopy procentowej i sądzimy, że efekt ten utrzyma się na polskim rynku i będzie szczególnie widoczny na środku i długim końcu krzywych.

Przybliżając koszt finansowania 1-miesięcznym WIBORem, widać że rentowności obligacji do 10 lat są blisko lub poniżej tej stawki. Warto jednak zauważyć, że od 2005 były już przypadki kiedy rentowność utrzymywała się poniżej kosztu finansowania. Te okresy nie były długie, ale obecna sytuacja nie jest wyjątkowa, więc dalsze umocnienie nie powinno dziwić zwłaszcza w kontekście spodziewanego zastrzyku płynności ze strony EBC w ciągu najbliższych lat.

Dodatkowo, sądzimy że styczniowe dane z Polski pokażą dalszy spadek CPI jeszcze bardziej poniżej zera, a produkcja przemysłowa będzie słaba. To powinno podtrzymać oczekiwania na cięcia stóp w Polsce i powstrzymać IRS i rentowności obligacji przed wyraźniejszymi wzrostami.

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, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)