

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 16 – 22 lutego 2015

W minionym tygodniu niepewność i awersja do ryzyka w związku z rozmowami na temat Grecji i Ukrainy wciąż ciążyły rynkom finansowym. W drugiej połowie tygodnia pojawił się jednak pozytywny impuls w postaci zawieszenia broni uzgodnionego w Mińsku i możliwości osiągnięcia porozumienia w sprawie Grecji, łagodząc nieco obawy inwestorów co do eskalacji kryzysu na Ukrainie i problemów z finansowaniem Grecji. Decyzja agencji S&P o zmianie perspektywy ratingu kredytowego Polski na pozytywny pozostała w cieniu wiadomości z zagranicy.

W tym tygodniu rynek wciąż będzie bacznie obserwował sytuację w Grecji, jako że Eurogrupa spotyka się w tej sprawie w poniedziałek a porozumienie odnośnie warunków pomocy wciąż wydaje się być mocno niepewne. Nie zobaczymy wielu nowych danych za granicą (choć istotne będą wstępne indeksy PMI), ale sporo nowych danych zostanie opublikowanych w Polsce, co będzie stanowić istotną wskazówkę na temat stanu gospodarki na początku roku. Spodziewamy się dobrych danych z rynku pracy, mocnego odczytu sprzedaży detalicznej, ale produkcji przemysłowej poniżej konsensusu (choć widzimy ryzyko w górę dla naszej pesymistycznej prognozy). Krajowe dane opublikowane w poprzednim tygodniu były bliskie oczekiwaniom, pokazując spowolnienie wzrostu PKB do 3,0% r/r w IV kw. 2014 (drugi najlepszy wynik w UE), pogłębienie deflacji w styczniu (-1,4% r/r) oraz pewne odbicie wzrostu eksportu na duże rynki strefy euro (Niemcy, Francja, Wielka Brytania, Szwecja, Holandia). W krótkim okresie polska waluta i obligacje pozostaną zapewne wrażliwe na zmiany w globalnej awersji do ryzyka (głównie ze względu na sytuację w Grecji) niż na krajowe dane makro.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (16 lutego)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							
<b>WTOREK (17 lutego)</b>							
11:00	DE	Indeks ZEW	II	pkt	27,0	-	22,4
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	I	% r/r	3,3	3,3	3,7
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	I	% r/r	1,5	1,4	1,1
<b>ŚRODA (18 lutego)</b>							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	2,3	-0,5	7,9
14:00	PL	Produkcja budowlana	I	% r/r	2,1	1,1	5,0
14:00	PL	PPI	I	% r/r	-2,9	-3,4	-2,5
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna	I	% r/r	0,9	1,3	1,8
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	I	tys.	1073	-	1089
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	I	tys.	1070	-	1032
15:15	US	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	0,4	-	-0,1
20:00	US	Minutes FOMC					
<b>CZWARTEK (19 lutego)</b>							
	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	304
16:00	US	Indeks Philly Fed	II	pkt	8,5	-	6,3
<b>PIĄTEK (20 lutego)</b>							
2:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	II	pkt	49,5	-	49,7
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	II	pkt	51,4	-	50,9
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	II	pkt	51,4	-	51,0

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

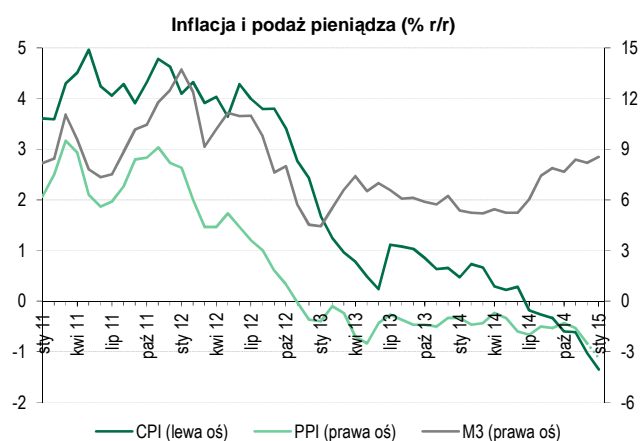
Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Dane mogą zaskoczyć



- Dane publikowane w tym tygodniu mogą dostarczyć wielu niespodzianek. Stycyniowy wzrost zatrudnienia jest wyjątkowo trudny do przewidzenia, ze względu na coroczną zmianę próby statystycznej, co w znaczący sposób wpływa na odczyt. Spodziewamy się wyraźnego wzrostu zatrudnienia i płac, co potwierdzi kontynuację ożywienia na rynku pracy.
- Nasza prognoza produkcji przemysłowej jest niższa od konsensusu rynkowego. Z jednej strony, informacja o dobrej sprzedaży samochodów stanowi pewne ryzyko w górę dla naszej prognoz, ale z drugiej GUS zrewidował w dół dane za grudzień. Nawet jeśli odczyt będzie powyżej naszej prognozy, to powinien być poniżej optymistycznego konsensusu.
- Widzimy pewne pole do zaskoczenia w górę w przypadku sprzedaży detalicznej, jako że dane o nowych rejestracjach samochodów były bardzo dobre, sugerując dobry wzrost popytu konsumpcyjnego.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Głębsza deflacja, słabszy wzrost PKB

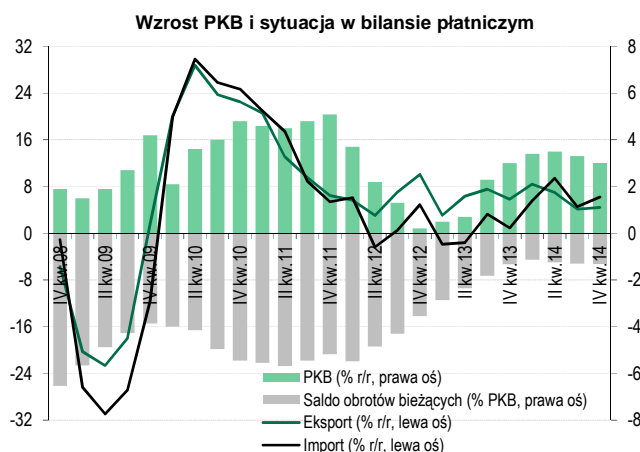


- Inflacja spadła w styczniu do -1,3% r/r, głównie za sprawą cen żywności (-3,9% r/r) i paliw (-9,7% r/r). Publikacja ma charakter wstępny i może być zrewidowana za miesiąc po obliczeniu przez GUS nowych wag w koszyku CPI. Nie spodziewamy się jednak znaczącej korekty. Wstępnie szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła lekko do 0,6% r/r. Deflacja może się jeszcze pogłębić w lutym i dynamika CPI raczej nie powróci powyżej zera przed końcem III kw. br.

- Wzrost wartości kredytów przyspieszył w styczniu, jednak wynikało to głównie z osłabienia złotego. Po eliminacji tego czynnika oceniamy, że dynamika kredytów pozostała stabilna.

- Deficyt obrotów bieżących w grudniu osiągnął 633 mln € i był głębszy od oczekiwań, głównie za sprawą słabszego eksportu. Mimo pewnego zaskoczenia w dół, wartość eksportu rośnie w całkiem szybkim tempie (6,6%), w dodatku NBP zrewidował w górę dane za listopad. Spodziewamy się, że poprawa sytuacji gospodarczej w strefie euro będzie miała pozytywny wpływ na wzrost krajowego eksportu w nadchodzących miesiącach. Sygnały ożywienia eksportu do największych krajów strefy euro były już widoczne w październiku zeszłego roku.

- Według przyspieszonych danych GUS, wzrost PKB spowolnił w IV kw. 2014 r. do 3,0% r/r, wobec 3,3% r/r w III kw. To minimalnie mniej niż wynosił nasz szacunek na podstawie opublikowanych wcześniej danych rocznych (3,1%), ale nie zmienia to istotnie naszej oceny sytuacji. Naszym zdaniem wzrost PKB w I kw. 2015 może jeszcze lekko spowolnić, ale kolejne kwartały powinny już przynieść przyspieszenie rozwoju gospodarczego, zwłaszcza, że widzimy dane wskazujące na stopniowe przyspieszenie wzrostu polskiego eksportu do głównych krajów zachodniej Europy.



## Cytat tygodnia – Deficyt fiskalny w 2014 r. raczej powyżej 3,3% PKB

**Mateusz Szczurek, minister finansów, 11.02.2015, DGP**

Nie widzę takiej możliwości [aby deficyt był mniejszy niż 3% PKB]. A jest ryzyko, że to będzie więcej niż 3,3%. Wstępne dane z samorządów wskazują, że mimo nadwyżki, która utrzymywała się do listopada, cały rok zamknął się deficytem. Po drugie wygląda na to, że projekty PKP PLK trafią do sektora finansów publicznych, co też przełoży się na wynik 2014 r. [...] Ale już dużo wcześniej było wiadomo, że deficyt będzie większy, choćby z powodu wypłaty 3,2 mld zł klientom dwóch upadłych SKOK-ów przez BFG. Do tego dochodzi kwestia stosunkowo słabych dochodów z VAT w styczniu, bo będziemy mieli przesunięcie między styczniem a lutym. Natomiast według zasad unijnych styczniowe dochody są wliczane do wyników poprzedniego roku.

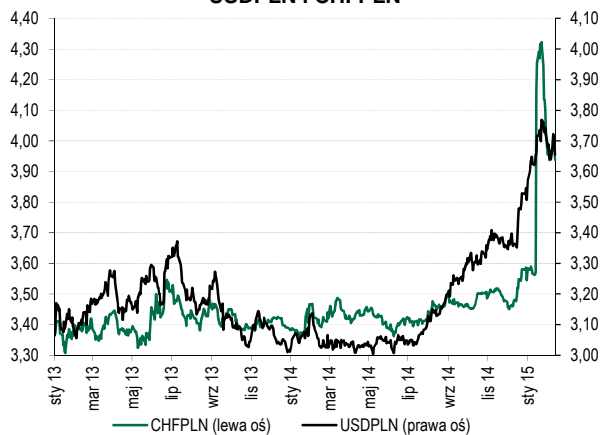
Deficyt sektora finansów publicznych (wg ESA2010) wyniósł 30,9 mld zł, tj. 2,5% PKB po trzech kwartałach 2014 r. Pomimo bardzo dobrego wyniku po trzech kwartałach oczekujemy, że czwarty kwartał przyniesie dość znaczące pogłębienie deficytu, głównie w wyniku zdarzeń jednorazowych. Uważamy, że tegoroczny deficyt będzie mniejszy niż 3% PKB, co pozwoli Polsce wyjść z procedury nadmiernego zadłużenia w 2016 r. Nasza prognoza jest zgodna z szacunkiem Ministerstwa Finansów. Jak zauważył minister Szczurek, zdjęcie tej procedury umożliwiłoby obniżenie stopy podatku VAT. Minister potwierdził też, że średniookresowym celem jest osiągnięcie deficytu finansów publicznych na poziomie 1% PKB w 2018 r.

## Rynek walutowy – Grecja i dane w centrum uwagi

EURPLN



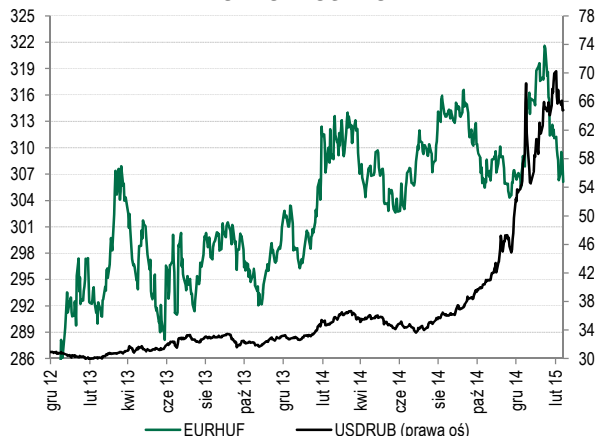
USDPLN i CHFPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



## Impuls spadkowy EURPLN zatrzymany

▪ Tydzień temu wskazywaliśmy, że tygodniowe tempo spadku EURPLN słabnie i że kurs może się ustabilizować powyżej listopadowego minimum na 4,146. Niepewność związana z wynikiem rozmów między Grecją a liderami UE faktycznie zatrzymała trend aprecjacyjny złotego do euro i pchnęła kurs EURPLN przejściowo powyżej 4,22. Tak jak oczekiwaliśmy, styczniowy CPI zaskoczył w dół, co również ciążyło krajowej walucie na koniec tygodnia. Tym samym, seria trzech kolejnych tygodni spadku EURPLN została przerwana. Jednocześnie, złoty zyskał trzeci tydzień z rzędu do dolara wobec kontynuacji wzrostów EURUSD zapoczątkowanych pod koniec stycznia krótko po decyzji EBC o zwiększeniu skali programu skupu aktywów. USDPLN spadł w zeszłym tygodniu do ok. 3,63 podczas gdy w połowie stycznia był jeszcze blisko 3,80.

▪ Na poniedziałek zaplanowane jest kolejne spotkanie Eurogrupy ws. Grecji i warunków, na jakich mogłaby ona dalej otrzymywać pomoc finansową. Wynik tych negocjacji może zdeterminować nastrój na rynku na co najmniej kilka najbliższych dni.

▪ Obok wydarzeń globalnych, także i krajowe dane ponownie mogą mieć wpływ na złotego. Styczniowy CPI był niższy od konsensusu i w tym tygodniu spodziewamy się podobnej niespodzianki ze strony danych o produkcji przemysłowej. One też mogą więc wyrzucić negatywną presję na walutę. Nasza prognoza jest wyraźnie powyżej rynku, ale widzimy dla niej ryzyko w górę, więc niespodzianka może nie być taka duża.

▪ EURPLN powrócił do przedziału ok. 4,14-4,24, w którym poruszał się już od sierpnia do połowy grudnia 2014. Teraz kurs może ponownie czekać na impuls, który zainicjowałby wyraźniejszy i trwalszy ruch.

## EURUSD w górę mimo obaw o Grecję

▪ Choć od początku tygodnia globalny rynek był pod wpływem obaw o dalszy rozwój kwestii Grecji, to EURUSD był w pierwszych dniach dość stabilny. Kiedy na rynku zaczęły natomiast dominować nadzieje na pozytywny finał „greckiej tragedii”, trend na północ został wznowiony. W tygodniowym rozrachunku, EURUSD wzrósł do 1,14 z 1,13.

▪ EURUSD rośnie powoli od kiedy w reakcji na decyzję EBC ustanowił lokalne minimum nieco poniżej 1,11. Ostatni raz kiedy kurs rósł przez trzy kolejne tygodnie miał miejsce w lutym 2014. Od grudnia 2012 nie było przypadku, by po trzech kolejnych tygodniach wzrostów EURUSD nie rosł jeszcze przez tygodniowo jeden tydzień. Co więcej, ostatnie odbicie jest największe w trwającym od maja 2014 trendzie spadkowym, co też sugeruje, iż rynek wycenił już rozszerzenie programu skupu aktywów przez EBC i mogą być potrzebne kolejne negatywne impulsy, by pchnąć EURUSD w dół.

▪ Wciąż nierozwiązana kwestia Grecji oraz ważne dane z USA i strefy euro mogą wywołać istotny wzrost wahań EURUSD w tym tygodniu.

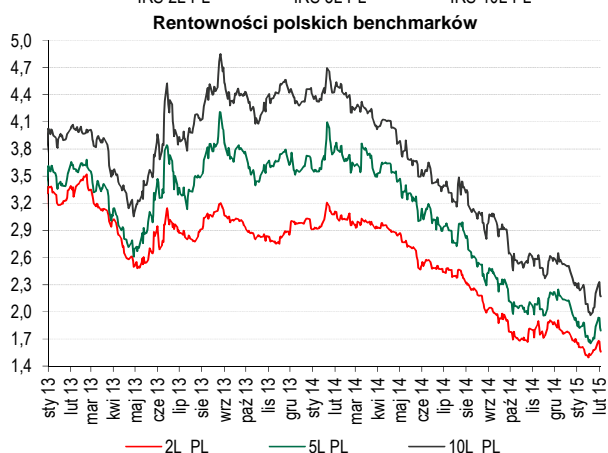
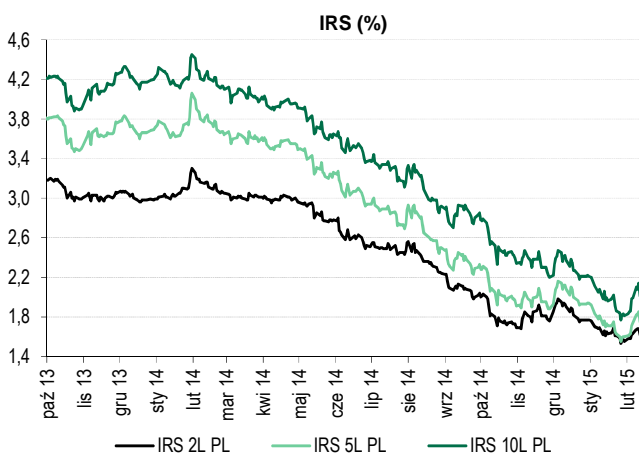
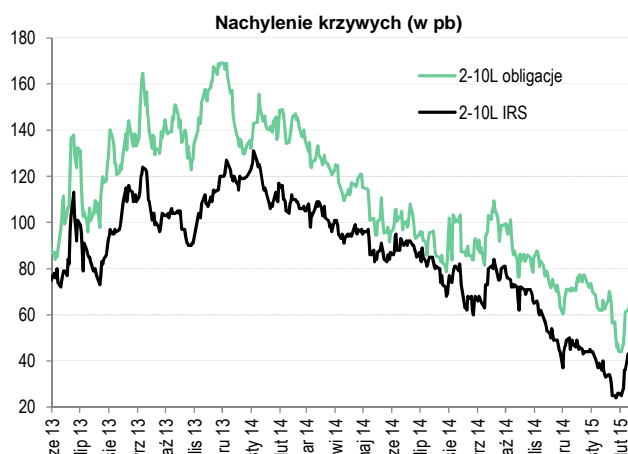
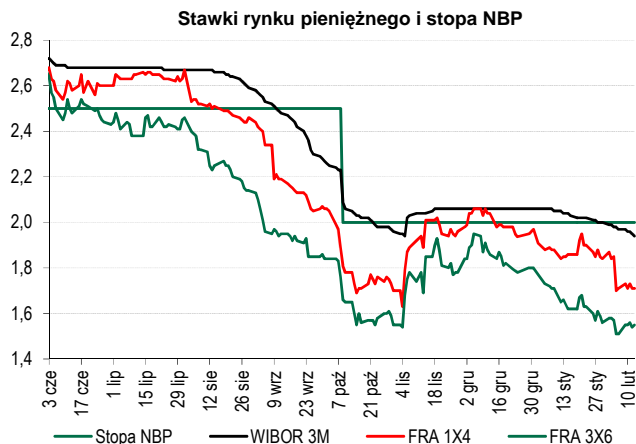
## Zawieszenie broni na Ukrainie wspiera waluty CEE

▪ Miniony tydzień był bardzo zmienny w wykonaniu EURHUF. Najpierw, kurs wzrósł do 310 z 305 w wyniku obaw o Grecję. Następnie, forint odrobił całość strat do euro dzięki informacji o zawieszeniu broni na Ukrainie i nadziejom na pozytywny finał zamieszania związanego z Grecją.

▪ Zawieszenie broni na Ukrainie (i odbicie cen ropy) miało też pozytywny wpływ na rubla – kurs spadł drugi tydzień z rzędu i osiągnął prawie 64,3 wobec 67,5 w poniedziałek.

▪ Nastrój na rynku – a więc i notowania walut CEE – także i w tym tygodniu będą zapewne pod wpływem sytuacji na Ukrainie i losów Grecji.

## Rynek stopy procentowej – Rentowności mogą jeszcze spaść



### Spore wahania IRS i rentowności obligacji

■ Oczekiwania na obniżki stóp w Polsce w dalszym ciągu pchały stawki WIBOR w dół. W zeszłym tygodniu, stawki od 3 do 12 miesięcy spadły o 3 pb, a miesięczna o 1 pb. W rezultacie, wszystkie stawki od miesiąca do roku są teraz poniżej 2% (po tym jak najkrótsza spadła do 1,99%).

■ Ubiegły tydzień obfitował w spore wahania IRS i rentowności obligacji. Najpierw, kontynuowały one silne wzrosty rozpoczęte po bardzo mocnych miesięcznych danych z amerykańskiego rynku pracy i napędzane następnie przez obawy o dalsze losy Grecji i strefy euro. W rezultacie, rentowność 10-latki wzrosła powyżej 2.30% i znalazła się prawie 40 pb powyżej rekordowego dołka z końca stycznia. 10-letni IRS znalazł się przejściowo ponad 30 pb powyżej rekordowego 1,80% osiągniętego w styczniu po decyzji EBC. W drugiej części tygodnia globalny nastrój poprawił się, co pchnęło IRS oraz rentowności obligacji w dół o 10-15 pb od lokalnych szczytów.

■ W zeszłym tygodniu sugerowaliśmy, że obie krzywe mogą zacząć się ponownie wyplaszczać po silnym wystromieniu z ostatnich sesji. Choćby spready 2-10 i 2-5 w dalszym ciągu rozszerzały się od początku zeszłego tygodnia, to na koniec odnotowano korektę również w nachyleniu obu krzywych.

■ Ministerstwo Finansów uplasowało obligacje za 5 mld zł, a więc przy górnej granicy planowanej oferty. Ze sprzedaży nowej 2-latki, OK0717, pozyskano ponad 1,3 mld zł. Popyt wyniósł ok. 3 mld zł, a rentowność 1,667%. Nowej 5-latki, PS0420, sprzedano za ok. 3,7 mld zł. Popyt wyniósł prawie 6,3 mld zł, a rentowność 1,987%. Wyniki aukcji były raczej dość pozytywne i nie rozczarowały.

### Trend spadkowy wciąż aktualny

■ Od około 13 miesięcy (od stycznia 2014) rentowności długu i IRS poruszają się w stabilnym trendzie spadkowym, w trakcie którego wystąpiło kilka korekt. Warto zauważyć, że w tym okresie tylko dla 10-letniego benchmarku ostatnie osłabienie było większe, niż poprzednie korekty w trendzie (i to tylko o 4 pb od korekty z sierpnia 2014). Wskazuje to, że mimo ostatniego osłabienia krajowego długu, na polskim rynku stopy procentowej nadal ogólnie obowiązuje trend spadkowy i w szczególności krótkie końce krzywych rentowności musiałyby zanotować wyraźniejsze wzrosty, aby zagrozić temu stanowi rzeczy i zasugerować zmianę tendencji.

■ Uważamy, że krajowe czynniki powinny dalej sprzyjać trendowi spadkowemu IRS i rentowności. Deflacja pogłębia się i RPP obniży prawdopodobnie w marcu stopy procentowe (o 25 pb, a kolejnej ćwiartki spodziewamy się w kwietniu). Krajowe dane publikowane w tym tygodniu mogą pokazać mieszany obraz. Z jednej strony spodziewamy się dobrej sprzedaży detalicznej i dobrych danych z rynku pracy. Z drugiej, nasza prognoza produkcji przemysłowej jest poniżej konsensusu. Ostatecznie, odczyty te nie powinny być wg nas negatywne dla polskich obligacji.

■ Trend luzowania polityki pieniężnej na świecie (już 18 banków centralnych rozluźniło politykę pieniężną od początku 2015) też wspiera polski rynek stopy procentowej. Jednocześnie, nie można lekceważyć czynników ryzyka takich jak sytuacja w Grecji i na Ukrainie. Wynik posiedzenia Eurogrupy na początku tygodnia może mieć kluczowy wpływ na globalny nastrój. W ostatnich dniach inwestorzy stali się bardziej optymistycznie nastawieni odnośnie wyniku tych rozmów, więc jeśli ponownie nie będzie żadnego postępu, to wówczas rozczarowanie może zdominować nastrój na świecie.

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)