

Dane o PMI sygnalizują przyspieszenie wzrostu w I kw.

W tym tygodniu

- **Za granicą najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w Stanach Zjednoczonych.** Oczekujemy wzrostu zatrudnienia o 200 tys. osób w styczniu wobec 74 tys. w grudniu, przy spadku stopy bezrobocia do poziomu 6,6% z 6,7%. Regionalne wskaźniki koniunktury w przemyśle i usługach sygnalizowały w ostatnim czasie wzrost tempa tworzenia nowych etatów. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczą raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 190 tys. wobec 238 tys. w grudniu) oraz indeks ISM w przetwórstwie (oczekujemy spadku do 55,0 pkt. wobec 56,5 pkt.). Piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem będą szczególnie ważne z punktu widzenia perspektyw polityki monetarnej w USA. Naszym zdaniem, dalszy spadek stopy bezrobocia nie będzie jednak w ocenie członków FED wystarczającym argumentem za przyspieszeniem momentu zacieśniania polityki pieniężnej (wciąż oczekujemy, że pierwsza podwyżka stóp procentowych nie nastąpi wcześniej niż pod koniec 2015 r.). Jeśli wzrost zatrudnienia będzie niższy od oczekiwanego przez rynek (184 tys.), złoty i dług mogą ulec lekkiemu umocnieniu.
- **W piątek poznamy dynamikę produkcji przemysłowej w Niemczech, która naszym zdaniem spadła w grudniu do 0,2% m/m wobec 1,9% w listopadzie.** Wsparcie dla naszej prognozy niskiego wzrostu produkcji stanowią stabilizacja indeksu IFO oraz umiarkowany wzrost zamówień w niemieckim przemyśle. Publikacja danych nie wywoła naszym zadaniem znaczącej reakcji rynków finansowych.
- **Oczekujemy, że w czwartek Europejski Bank Centralny pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie.** Spadek inflacji HICP w strefie euro w styczniu (patrz poniżej) zwiększył prawdopodobieństwo łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC, jednak naszym zdaniem taka decyzja nie nastąpi już w lutym. Natomiast uważamy, że retoryka M. Dragiego na konferencji po posiedzeniu będzie bardziej gołębia. Wypowiedzi prezesa EBC mogą być lekko negatywne dla euro, pozytywne dla kursu złotego i rentowności polskiego długu.
- **Oczekujemy, że na środowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej nie zmieni stóp procentowych i podtrzyma zapowiedź utrzymania ich na niezmiennym poziomie przynajmniej do połowy br. (*forward guidance*).** Na konferencji prawdopodobnie zostanie powtórzona informacja, iż ewentualne wydłużenie horyzontu *forward guidance* będzie uzależnione od wyników marcowej projekcji inflacji. Podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający pierwszą podwyżkę stóp procentowych (o 25 pb.) w listopadzie br. Decyzja Rady zgodna z oczekiwaniami rynków będzie neutralna dla rynku długu oraz kursu złotego.
- **Zgodnie z opublikowanymi dziś danymi, wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) wzrósł do 55,4 pkt. (najwyższy odczyt od stycznia 2011 r.) wobec 53,2 pkt. w grudniu,** co było powyżej naszej prognozy (53,5 pkt.) i konsensusu rynkowego (53,9 pkt.). Dzisiejsze dane o PMI stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w I kw. br. (patrz niżej).

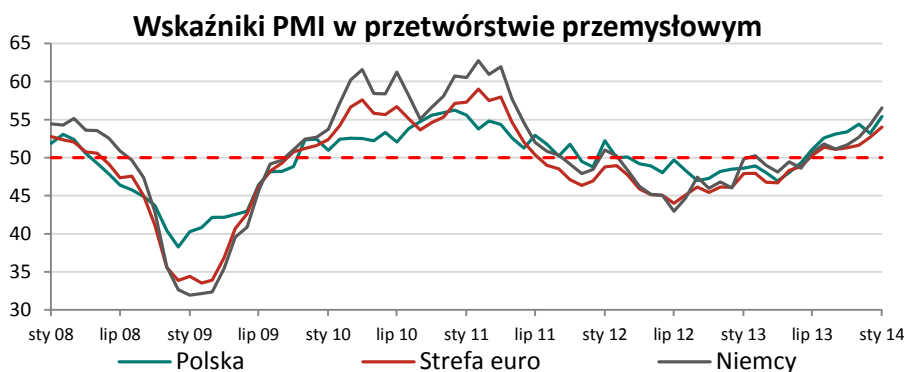
W zeszłym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia było posiedzenie FOMC, na którym członkowie FED podjęli decyzję o dalszym ograniczeniu skali programu QE3 o 10 mld USD (z 75 mld USD do 65 mld USD).** Oznacza to, iż ostatnie mieszane dane z amerykańskiej gospodarki (spadek stopy bezrobocia przy słabszym od oczekiwań wzroście zatrudnienia poza rolnictwem) nie sygnalizują, w ocenie członków FED, zagrożenia dla trwałości ożywienia w USA. Zgodnie z komunikatem, podtrzymana została także zapowiedź utrzymania stóp procentowych na

niezmienionym poziomie przynajmniej tak długo, jak stopa bezrobocia utrzymywać będzie się powyżej 6,5% (*forward guidance*). Oczekujemy, iż Rezerwa Federalna w zależności od napływających danych makroekonomicznych będzie stopniowo ograniczała skalę skupu aktywów o 10 mld USD na kolejnych posiedzeniach, aż do całkowitego zakończenia programu pod koniec br. Wsparciem dla takiego scenariusza są m.in. zmiany w składzie osobowym FOMC – od styczniowego posiedzenia w składzie FOMC znalazły się dwie osoby o silnie jastrzębich poglądach (Ch. Plosser i R. Fisher).

- ▄ **Zannualizowane tempo wzrostu PKB w USA w IV kw. ub. r. spowolniło do 3,2% wobec 4,1% w III kw.** Najsilniejszym czynnikiem wzrostu okazała się konsumpcja prywatna (wkład do wzrostu PKB równy 2,26 pp.), której dynamika była najwyższa od IV kw. 2010 r. W kierunku zwiększenia dynamiki PKB oddziaływał także eksport netto, którego wkład do wzrostu PKB wyniósł 1,33 pp. wobec 0,14 pp. proc. W IV kw. odnotowano również – mimo efektu wysokiej bazy w III kw. - dodatnią kontrybucję zapasów do PKB (0,42 pp.). Czynnikiem ograniczającym dynamikę PKB w IV kw. były słabszy wzrost inwestycji (wkład do wzrostu zmalał z 0,89 pp. do 0,14 pp.) i niższe wydatki rządowe (kontrybucja spadła do -0,93 pp. z 0,08 pp.). Dane o amerykańskim PKB, a także opublikowane w ubiegłym tygodniu dane nt. nastrojów konsumentów w USA (wskaźnik Conference Board wzrósł w styczniu do 80,7 pkt. wobec 77,5 pkt. w grudniu, a finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan został zrewidowany w górę w stosunku do wstępnego odczytu z 80,4 pkt. do 81,2 pkt.) świadczą o coraz lepszej kondycji amerykańskiej gospodarki i wspierają nasz scenariusz zgodny z którym FED zakończy program QE3 pod koniec 2014 r.
- ▄ **Inflacja w strefie euro wyniosła w styczniu 0,7% r/r wobec 0,8% w grudniu**, co było znacznie poniżej oczekiwań rynku (0,9%). Niższa dynamika inflacji w stosunku do poprzedniego miesiąca wynikała przede wszystkim ze spadku cen nośników energii. W naszej ocenie odczyt styczniowej inflacji nie sygnalizuje ryzyka deflacji w obszarze wspólnej waluty, niemniej jednak w I poł. br. roczne tempo wzrostu cen nie przekroczy prawdopodobnie 1%.
- ▄ **Indeks IFO, obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego, wzrósł w styczniu do 110,6 pkt. z 109,5 pkt. w grudniu**, wskazując tym samym – podobnie jak wcześniej opublikowane dane PMI - na dalszą poprawę koniunktury w niemieckim przetwórstwie przemysłowym.
- ▄ **Polski PKB wzrósł o 1,6% r/r w 2013 r. wobec 1,9% w 2012 r.**, co jest najniższą wartością od 2009 r. Na podstawie opublikowanych danych szacujemy, że w IV kw. ub. r. realne tempo wzrostu PKB ukształtowało się na poziomie 2,8-2,9% r/r (por. MAKROpuls z 30.01.2014). Wstępny szacunek PKB potwierdza rosnącą rolę popytu krajowego jako czynnika wzrostu gospodarczego. Oczekujemy, że tempo wzrostu PKB w I kw. br. wyniesie 2,9% r/r.

▄ Dane o PMI sygnalizują przyspieszenie wzrostu w I kw.



Wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) wzrósł w styczniu do 55,4 pkt. (najwyżej od stycznia 2011 r.) wobec 53,2 pkt. w grudniu, co było powyżej naszej prognozy (53,5 pkt.) i konsensusu rynkowego (53,9 pkt.).

W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje wzrost składowej dotyczącej zatrudnienia do najwyższego w historii poziomu (powyżej 56 pkt.). Sygnalizuje

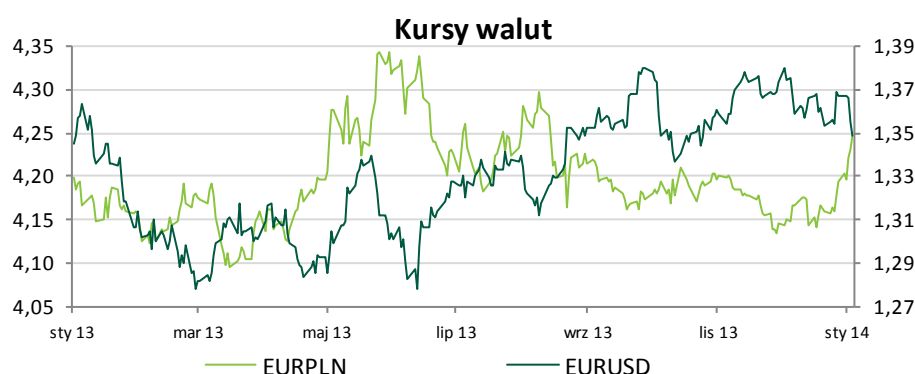
on wysokie prawdopodobieństwo kontynuacji obserwowanej od czerwca ub. r. tendencji do wzrostu zatrudnienia w przetwórstwie przemysłowym. Jako uzasadnienie tworzenia nowych etatów firmy podawały wzrost bieżącej produkcji, dużą liczbę nowych zamówień i odbudowę zapasów. Wzrost subindeksu dotyczącego zatrudnienia stanowi wsparcie dla naszej prognozy zakładającej wzrost dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw do 0,4% r/r w styczniu wobec 0,3% w grudniu.

W styczniu nastąpił wzrost składowej dla bieżącej produkcji do poziomu 57,3 pkt. (najwyżej od kwietnia 2011 r.) z 53,6 pkt. w grudniu. Naszym zdaniem tak silny wzrost składowej dla bieżącej produkcji wynikał w znacznym stopniu z efektu niskiej grudniowej bazy, związanej z korzystnym układem dni wolnych od pracy, sprzyjających przestojom w produkcji (por. MAKROpuls z 21.01.2013 r.). Dlatego styczniowy odczyt składowej PMI dotyczącej bieżącej produkcji nie sygnalizuje naszym zdaniem istotnego ryzyka w górę dla naszej prognozy dynamiki produkcji w styczniu (3,9% r/r).

Styczniowe dane PMI wskazują również na przyspieszenie wzrostu nowych zamówień ogółem (poziom subindeksu najwyższy od trzech lat), które było silniejsze niż przyspieszenie wzrostu zamówień eksportowych. Wskazuje to naszym zdaniem na wzrost znaczenia popytu krajowego jako czynnika wzrostu wartości dodanej w przetwórstwie przemysłowym. Wsparciem dla takich oczekiwań są dzisiejsze wyniki ankiety NBP skierowanej do przewodniczących komitetów bankowych. Wskazują one, że w I kw. br. banki oczekują wzrostu popytu na kredyt we wszystkich trzech segmentach (dla przedsiębiorstw, mieszkaniowe oraz konsumpcyjne). Dane te są pozytywnym sygnałem w kontekście relatywnie mroźnej styczniowej zimy, która ograniczała wzrost produkcji budowlano-montażowej i napływ zamówień od firm budowlanych do przetwórstwa przemysłowego.

Silniejszy niż oczekiwaliśmy wzrost indeksu PMI w styczniu, w tym w szczególności wysokie poziomu składowych dla bieżącej produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia wskazują, że tempo wzrostu gospodarczego w I kw. 2014 r. może ukształtować się powyżej naszej prognozy (2,9% r/r). Sygnalizowany w danych o PMI silny wzrost nowych zamówień krajowych i zatrudnienia w przetwórstwie przemysłowym oznacza jednocześnie, że ożywienie gospodarcze w Polsce ma charakter trwały i w coraz większym stopniu jego źródłem jest rosnący popyt krajowy.

Podwyższona zmienność w oczekiwaniu na EBC



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2480 (osłabienie złotego o 1,3%). Przez cały ubiegły tydzień, zgodnie z naszymi oczekiwaniami wśród inwestorów utrzymywała się wysoka awersja do ryzyka, skutkująca wyprzedają aktywów na rynkach wschodzących. Dlatego też złoty przez znaczną część tygodnia tracił na wartości. Jego trend deprecjacyjny został

dotychczas dodatkowo wzmocniony przez decyzję FED o dalszym ograniczeniu skali skupu aktywów. Krajowe dane nt. PKB okazały się neutralne.

W tym tygodniu oczekujemy, iż niekorzystne dla złotego nastroje na światowych rynkach – wspierane przez opublikowane w sobotę dane wskazujące na spadek oficjalnego indeksu PMI w Chinach (z 51,0 pkt. do 50,5 pkt. w styczniu) - utrzymają się. W czwartek spodziewamy się podwyższonej zmienności na rynkach związanej z posiedzeniem EBC. Choć w naszej ocenie bank centralny pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie, gołębia retoryka M. Dragiego na konferencji prasowej po posiedzeniu może

przyczynić się do lekkiego umocnienia polskiej waluty. W piątek natomiast poznamy odczyt zatrudnienia poza rolnictwem w USA, który w przypadku ukształtowania się znacząco poniżej oczekiwań rynku, może być pozytywny dla złotego.

Polski dług wciąż pod presją



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 3,249 (wzrost o 25pb), obligacji 5-letnich do poziomu 4,119 (wzrost o 45pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 4,749 (wzrost o 35pb). W ubiegłym tygodniu, z uwagi na utrzymywanie się globalnej awersji do ryzyka mieliśmy do czynienia z nasileniem wyprzedaży na polskim rynku długu.

Została ona dodatkowo zwiększona przez decyzję FED o dalszym ograniczeniu programu QE3. Dlatego też w drugiej części tygodnia odnotowaliśmy rekordowe wzrosty rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej.

Oczekujemy, iż w tym tygodniu negatywne globalne nastroje będą nadal oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji. Środowa decyzja RPP o wysokości stóp procentowych oraz konferencja po posiedzeniu będą w naszej ocenie neutralne dla długu. Podwyższoną zmienność oraz ewentualny spadek rentowności polskich obligacji przynieść może natomiast czwartkowa decyzja EBC o wysokości stóp procentowych oraz gośćbie wystąpienie M. Dragiego po posiedzeniu. Piątkowe dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem mogą w przypadku realizacji naszej prognozy dodatkowo osłabić polski dług.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sty 13	lut 13	mar 13	kwi 13	maj 13	cze 13	lip 13	sie 13	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13	sty 14	lut 14
Stopa referencyjna NBP* (%)	4,00	3,75	3,25	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Kurs EURPLN*	4,20	4,14	4,17	4,16	4,28	4,32	4,25	4,27	4,22	4,18	4,20	4,15	4,25	4,24
Kurs USDPLN*	3,09	3,17	3,25	3,16	3,28	3,32	3,19	3,23	3,12	3,08	3,09	3,02	3,15	3,14
Kurs CHFPLN*	3,39	3,39	3,43	3,40	3,44	3,51	3,45	3,47	3,45	3,40	3,41	3,38	3,47	3,45
Inflacja CPI (r/r, %)	1,7	1,3	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,8	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,4	1,1	1,0	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	1,2	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	0,4	-2,1	-2,9	2,8	-1,8	2,8	6,4	2,2	6,3	4,6	3,0	6,6	3,9	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,2	-0,3	-0,7	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-0,9	-0,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,1	-0,8	0,1	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	3,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	0,4	4,0	1,6	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,1	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,4	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	14,2	14,4	14,3	14,0	13,6	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	13,9	
Saldo ROB (mIn EUR)	-1375	-668	-272	569	-176	100	-661	-533	-877	-213	-984	-1403		
Eksport (r/r, % EUR)	6,4	4,3	-1,2	11,0	0,3	5,4	6,6	1,9	8,1	0,7	1,2	6,0		
Import (r/r, % EUR)	1,1	-6,2	-1,3	1,6	-6,1	-1,9	2,8	-0,9	3,2	2,8	-0,8	0,3		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2013				2014				2012	2013	2014	2015	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4					
PKB (% r/r)	0,5	0,8	1,9	2,9	2,9	3,0	2,9	2,7	1,9	1,6	2,8	3,4	
Konsumpcja (% r/r)	0,0	0,2	1,0	2,0	1,9	2,1	2,2	2,3	1,2	0,8	2,1	2,4	
Inwestycje (% r/r)	-2,1	-3,2	0,6	1,2	1,8	2,5	4,2	5,0	-1,7	-0,4	3,8	6,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	1,3	3,2	6,4	7,2	7,3	7,6	7,3	7,1	3,9	4,5	7,3	7,5	
Import (ceny stałe, % r/r)	-1,6	-1,9	3,4	3,1	4,1	4,5	6,1	7,1	-0,7	0,7	5,5	7,1	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,0	0,1	0,6	1,1	1,2	1,3	1,4	1,2	0,8	0,5	1,3	1,4
	Inwestycje (pp.)	-0,3	-0,6	0,1	0,3	0,2	0,4	0,7	1,3	-0,3	-0,1	0,7	1,1
	Eksport netto (pp.)	1,3	2,5	1,4	1,8	1,6	1,7	0,8	0,1	2,0	1,8	1,0	0,4
Saldo obrotów bieżących***	-3,1	-2,3	-1,9	-1,5	-1,4	-2,1	-2,3	-2,3	-3,4	-1,5	-2,3	-3,1	
Stopa bezrobocia (%)**	14,3	13,2	13,0	13,4	13,8	12,6	12,4	12,8	13,4	13,4	12,8	12,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	2,6	3,3	4,0	3,6	3,6	3,6	3,9	3,8	3,7	3,4	3,7	4,2	
Inflacja CPI(%)*	1,3	0,5	1,1	0,7	1,1	1,3	1,2	1,6	3,7	0,9	1,3	2,6	
Wibor 3-miesięczny (%)**	3,39	2,73	2,67	2,71	2,70	2,70	2,87	3,03	4,11	2,71	3,03	4,03	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,25	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	4,25	2,50	2,75	3,75	
EURPLN**	4,17	4,32	4,22	4,15	4,13	4,05	4,05	4,00	4,09	4,15	4,00	3,85	
USDPLN**	3,25	3,32	3,12	3,02	3,11	3,12	3,14	3,13	3,02	3,02	3,13	3,16	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu


***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 03.02.2014r.						
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	53,2	53,5	54,0
9:53	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	56,3	56,3	56,3
9:58	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	53,9	53,9	53,9
14:58	USA	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	53,7		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	56,5	55,0	56,0
Wtorek 04.02.2014r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	-1,2		-0,9
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Grudzień	1,8	-0,8	-1,6
Środa 05.02.2014r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Luty	2,50	2,50	2,50
9:58	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Styczeń	51,9	51,9	51,9
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Grudzień	1,4	-1,0	-0,5
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Styczeń	238		180
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Styczeń	54,3		55,1
Czwartek 06.02.2014r.						
12:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Grudzień	2,1		0,4
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Luty	0,5	0,5	0,5
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Luty	0,25	0,25	0,25
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	348		335
Piątek 07.02.2014r.						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Grudzień	17,8		17,3
12:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	1,9	0,2	0,5
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Styczeń	6,7	6,6	6,7
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Styczeń	74	200	184

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Reuters

Jakub BOROWSKI	Główny Ekonomista	tel.: 22 573 18 40	jakub.borowski@credit-agricole.pl
Krystian JAWORSKI	Ekonomista	tel.: 22 573 18 41	krystian.jaworski@credit-agricole.pl
	Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny "MAKROMAPA" w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau:		mboineau@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał ten nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych komentarzy i opinii.