

Tygodnik ekonomiczny

10 – 16 grudnia 2012

Tak jak zakładaliśmy, informacje płynące z banków centralnych były kluczowe dla rozwoju sytuacji na rynkach finansowych w kraju i w strefie euro w minionym tygodniu. Rada Polityki Pieniężnej nie odważyła się na redukcję stóp większą niż o 25 pb, co wywołało krótkotrwałą korektę na rynku stopy procentowej i przejściowe umocnienie złotego. Niemniej, zapowiedź, że po drugiej w cyklu obniżce nastąpi dalsze łagodzenie polityki pieniężnej, wywołała szybki powrót spadkowego trendu rentowności obligacji i stawek rynku pieniężnego. Nastroje za granicą pogorszyła wyraźna rewizja w dół prognoz wzrostu gospodarczego dla strefy euro przez EBC, a także obniżka prognoz niemieckiego PKB przez Bundesbank.

W tym tygodniu wkraczamy w okres publikacji krajowych danych makroekonomicznych za kolejny miesiąc. Najbardziej oczekiwany przez inwestorów wskaźnik inflacji CPI za listopad zanotuje zapewne drugi z rzędu mocny spadek, utwierdzając rynek w oczekiwaniu kolejnych obniżek stóp procentowych. Dane o bilansie płatniczym powinny pokazać poprawę dynamiki obrotów handlu zagranicznego, co jednak nie będzie świadectwem ożywienia gospodarczego, a przede wszystkim statystycznego efektu większej liczby dni roboczych. Dlatego, wpływ tych danych na rynek powinien być ograniczony. Za granicą kluczowymi wydarzeniami będą zapewne posiedzenie Fed i wynik dobrowolnego skupu przez Grecję swoich obligacji. W grudniu kończy się „Operacja Twist” i inwestorzy będą oczekiwać na to czy Bernanke ogłosi np. rozszerzenie QE3, by zastąpić wygasający program. Z kolei powodzenie wcześniejszego skupu długu przez Grecję jest kluczowym elementem ustaleń z ostatniego posiedzenia Eurogrupy i może zaważyć nad decyzją kiedy kraj ten otrzyma kolejną transzę pomocy. Poza tym, pojawi się cała seria wyprzedzających wskaźników koniunktury, które dostarczą nowych wskazówek nt. perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie, istotne będą też doniesienia zza oceanu w sprawie ewentualnych postępów w rozmowach amerykańskich polityków w sprawie uniknięcia klifu fiskalnego.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (10 grudnia)							
8:00	DE	Eksport	X	% m/m	-0,5	-	-2,5
10:30	EZ	Indeks Sentix	XII	pkt	-16,0	-	-18,8
WTOREK (11 grudnia)							
11:00	DE	Indeks ZEW	XII	pkt	-12,0	-	-15,7
14:30	US	Bilans handlowy	X	mld \$	-43,0	-	-41,6
ŚRODA (12 grudnia)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,2	-	-2,5
18:30	US	Decyzja Fed		%	0,0-0,25	-	0,0-0,25
CZWARTEK (13 grudnia)							
14:00	PL	CPI	XI	% r/r	2,9	2,8	3,4
14:00	PL	Eksport	X	mld €	13 314	12 850	12 578
14:00	PL	Import	X	mld €	13 276	12 950	12 494
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	X	mld €	-1054	-1291	-1137
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	370	-	370
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	XI	% m/m	0,0	-	0,0
PIĄTEK (14 grudnia)							
3:30	CN	Wstępny PMI – przemysł	XII	pkt	-	-	50,5
9:28	DE	Wstępny PMI – przemysł	XII	pkt	47,2	-	46,8
9:58	EZ	Wstępny PMI – przemysł	XII	pkt	46,6	-	46,2
11:00	EZ	HICP	XI	% r/r	2,2	-	2,2
14:00	PL	Podaż pieniądza	XI	% r/r	6,6	6,5	8,0
14:30	US	Bazowy CPI	XI	% m/m	0,2	-	0,2
15:15	US	Produkcja przemysłowa	XI	% m/m	0,2	-	-0,4

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet

Maciej Reluga

Główny Ekonomista 22 586 8363

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Piotr Bielski

Starszy Ekonomista 22 586 8333

Marcin Sulewski Analityk

22 586 8342

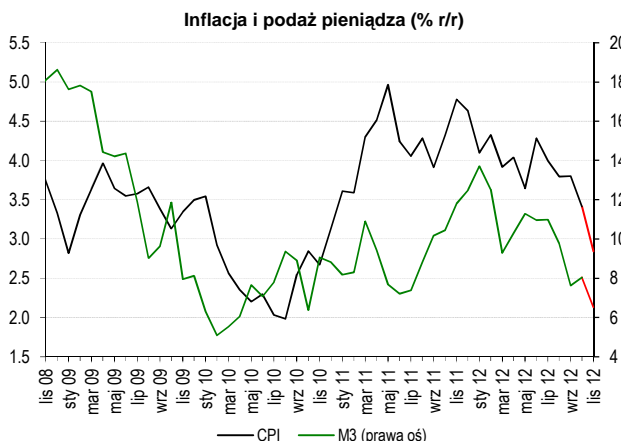
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

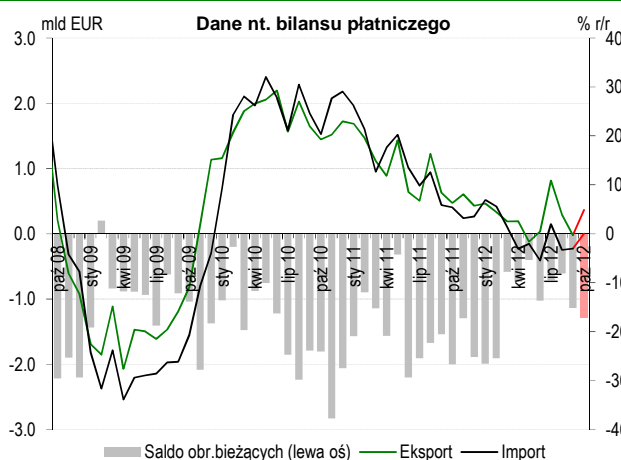
22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Inflacja wreszcie poniżej 3%?



▪ Stopa inflacji, która zainicjowała trend spadkowy w październiku, w listopadzie najprawdopodobniej po raz kolejny wyraźnie się obniżyła, spadając poniżej 3% po raz pierwszy od dwóch lat. W dużym stopniu przyczynił się do tego znaczny spadek cen paliw (wg naszych szacunków o ponad 3% m/m) oraz dość niski jak na tę porę roku wzrost cen żywności (poniżej 1% m/m). Zmiany cen w pozostałych kategoriach towarów i usług pozostały bardzo niewielkie, w efekcie czego inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) spadła nieco naszym zdaniem do 1,8% r/r. Nasza prognoza CPI jest nieznacznie poniżej konsensusu, więc jej realizacja może lekko wzmocnić oczekiwania rynku na obniżki stóp przez RPP.

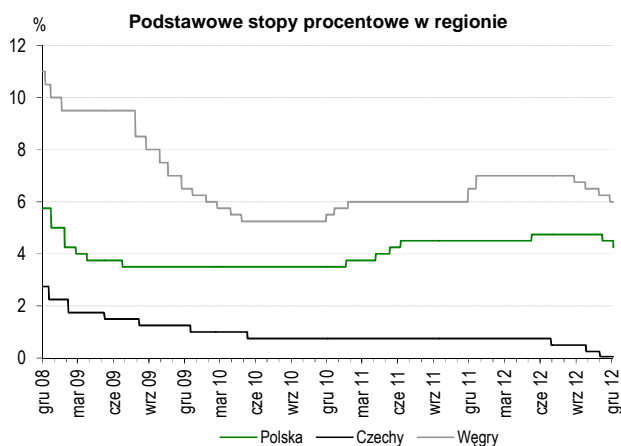
▪ Wzrost podaży pieniądza i kredytów zapewne ponownie wyhamował w listopadzie, w czym pomogło umocnienie złotego oraz wysoka baza z 2011 r.



▪ Dane nt. bilansu płatniczego za październik będą zapewne, podobnie jak dane o produkcji przemysłowej za ten okres, zniekształcone przez wpływ wyraźnie większej niż rok wcześniej liczby dni roboczych. Efekt ten pozytywnie wpłynie na wartość obrotów w handlu zagranicznym, przez co dynamiki eksportu i importu powinny poprawić się w porównaniu z wrześniem. Niemniej – podobnie jak w przypadku wyższego wzrostu produkcji – nie należy tego traktować jako sygnału ożywienia w gospodarce, a jedynie efekt statystyczny.

▪ Przewidujemy wzrost deficytu obrotów bieżących, do czego przyczyni się m.in. deficyt na rachunku transferów, będący pochodną bilansu przepływów netto między Polską a UE w tym miesiącu (większość środków przekazanych z UE zaklasyfikowano jako przepływy kapitałowe, a nie transfery). Saldo wymiany handlowej zanotuje pewne pogorszenie, ale utrzyma się stosunkowo blisko zera.

Ostatni tydzień w gospodarce – Cykl obniżek stóp będzie kontynuowany



▪ Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami obniżyła stopy procentowe w grudniu po raz drugi z rzędu o 25 pb, podtrzymując zapowiedź kontynuacji cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. W komunikacie odnotowano spowolnienie aktywności gospodarczej, osłabienie presji inflacyjnej i ryzyko spadku inflacji poniżej celu NBP w średnim okresie. Najprawdopodobniej w styczniu czeka nas kolejna redukcja stóp o 25 pb. Dalszych obniżek spodziewamy się po aktualizacji przez NBP projekcji inflacji i PKB w marcu. Stopa referencyjna NBP może w efekcie zostać obniżona do kwietnia do 3,5%.

▪ Indeks PMI dla polskiego przemysłu wzrósł w listopadzie drugi miesiąc z rzędu i wyniósł 48,2 pkt. Wyhamował spadek produkcji i zamówień, w tym eksportowych, oraz spadek zatrudnienia. Choć dane zaskoczyły pozytywnie, to jednak jest zbyt wcześnie, aby na podstawie tego odczytu oczekiwać poprawy sytuacji w krajowej gospodarce.

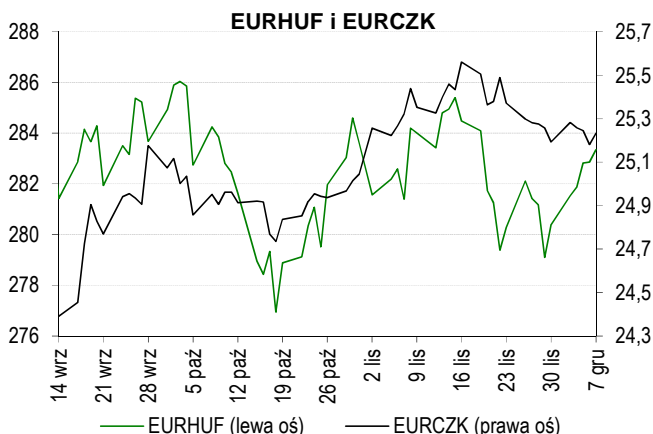
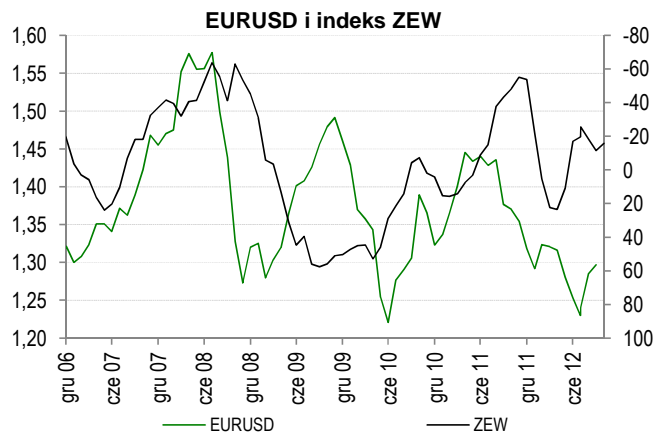
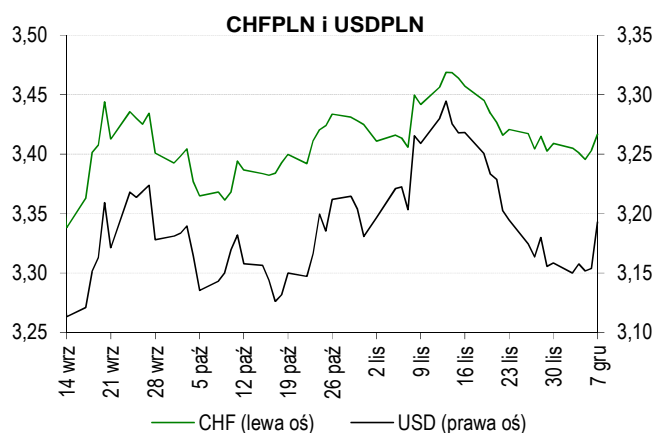
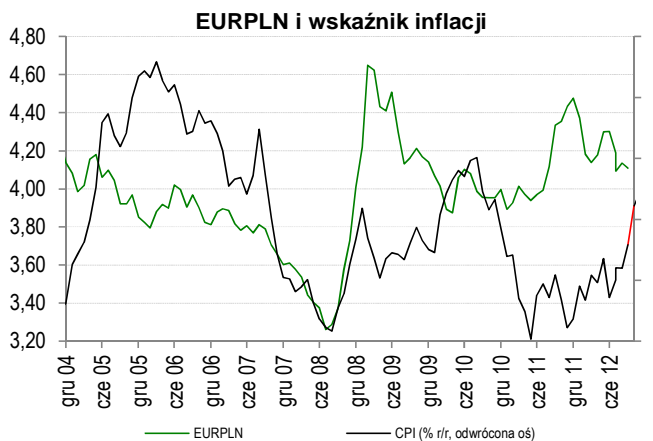
Cytat tygodnia – Rada nie może sobie pozwolić na przerwę

Marek Belka, Prezes NBP, konferencja prasowa NBP, 5.11

RPP ciężko pracuje, nie może sobie pozwolić na przerwę w pracy, tzn. w łagodzeniu polityki pieniężnej. Ostatnie zdanie (komunikatu) jest dosyć wymowne, niewątpliwie jest to sugestia o bardzo prawdopodobnej kolejnej obniżce stóp procentowych. (...) Nie ma takiego złożenia a priori (aby nie zmieniać stóp o więcej niż 25 pb), natomiast większość Rady opowiada się za gradualistycznym podejściem. Tak naprawdę przeważyły argumenty, które brzmią mniej więcej następująco: zmiany stóp powinny być dokonywane w sposób stopniowy, chyba, że dzieje się coś drastycznego. (...) Scenariusz recesyjny jest scenariuszem mało prawdopodobnym, ale o prawdopodobieństwie znacznie wyższym niż zero. (...) Przestrzeń do obniżek wynika z chęci zachowania dodatnich realnych stóp procentowych w Polsce. W sytuacji wyjątkowego kryzysu wyobrażamy sobie możliwość odejścia od polityki dodatnich realnych stóp procentowych, niektórzy z nas.

Prezes NBP Marek Belka w czasie konferencji prasowej po posiedzeniu RPP dał do zrozumienia, że kolejna obniżka stóp procentowych jest bardzo prawdopodobna już w styczniu, stwierdzając (pół serio), że Rada tak ciężko pracuje, że nie może sobie pozwolić na przerwę w łagodzeniu polityki pieniężnej w kolejnym miesiącu. Potwierdza to przewidywany przez nas scenariusz. Po styczniu Rada prawdopodobnie zdecyduje się na krótką pauzę, w oczekiwaniu na wyniki kolejnej projekcji inflacji i PKB (które będą dostępne w marcu). Jednak kolejne słabe dane z gospodarki i spadek inflacji skłonią zapewne RPP do kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej. Na razie w Radzie dominuje przekonanie, że lepiej poruszać się małymi krokami. Pytanie, czy wzrost gospodarczy bliski zera i inflacja poniżej 2% na początku 2013 r. przekonają RPP, że „dzieje się coś drastycznego”, co uzasadniałoby cięcie stóp w większej skali niż 25pb.

Rynek walutowy – Decyzja Fed kluczowa dla rynku walutowego

**Złoty słabszy w oczekiwaniu na kolejne redukcje stóp**

▪ Złoty rozpoczął miniony tydzień od osłabienia, co było kontynuacją ruchu po słabszych od oczekiwań danych o PKB za III kw., które rozbudziły oczekiwania na bardziej agresywne działania RPP w czasie grudniowego posiedzenia. W efekcie kurs EURPLN wzrósł w kierunku 4,14. Do decyzji Rady kurs oscylował blisko 4,13. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami decyzja RPP obniżająca stopy o 25 pb dała impuls do wzmocnienia złotego – kurs EURPLN obniżył się poniżej 4,12. Umocnienie krajowej waluty nie było długotrwałe, gdyż sugestie dalszych obniżek (kolejnej oczekujemy w styczniu) oraz spadek EURUSD spowodowały ponowny wzrost kursu powyżej 4,13.

▪ Osłabienie złotego w relacji do amerykańskiej waluty było początkowo ograniczone ze względu na stopniowy wzrost EURUSD. Niemniej pod koniec tygodnia złoty osłabił się w relacji do dolara głównie w wyniku znacznego osłabienia wspólnej waluty. Tygodniowe maksimum dla kursu wyniosło 3,201.

▪ W tym tygodniu wpływ na notowania będą miały zarówno czynniki krajowe (publikacja danych makro, w tym CPI), jak i zewnętrzne (posiedzenie Fed, szereg danych makro ze strefy euro), choć te drugie będą kluczowe. Obecnie rynek zastanawia się, co zrobi Fed w związku z wygasającym w tym miesiącu programem „Operacja Twist”. Rozszerzenie przez Fed programu QE3 powinno umocnić euro, co powinno również pozytywnie wpłynąć na złotego. W średnim terminie dla kursu EURPLN obowiązujący pozostaje dość szeroki przedział wahań 4,08-4,15.

EURUSD kończy tydzień poniżej 1,30

▪ W minionym tygodniu kurs EURUSD kontynuował trend wzrostowy, wspierany przez napływające dane makro oraz informacje o atrakcyjniejszych (z punktu widzenia inwestorów) warunkach skupu obligacji przez Grecję. Kurs EURUSD wzrósł do około 1,313. Dopiero publikacja pesymistycznych prognoz dla strefy euro przez EBC wygenerowała dość gwałtowny ruch w dół w kierunku 1,29. W oczekiwaniu na piątkowe dane z rynku pracy w USA kurs oscylował wokół tego poziomu. Dane z rynku pracy okazały się lepsze od oczekiwań, co wygenerowało dalszy ruch w dół EURUSD, poniżej 1,29.

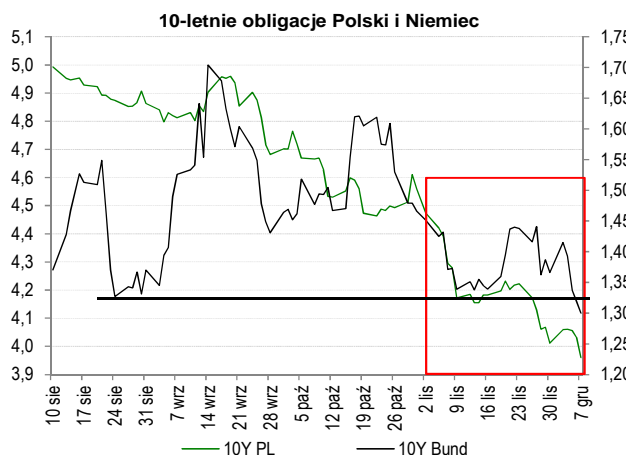
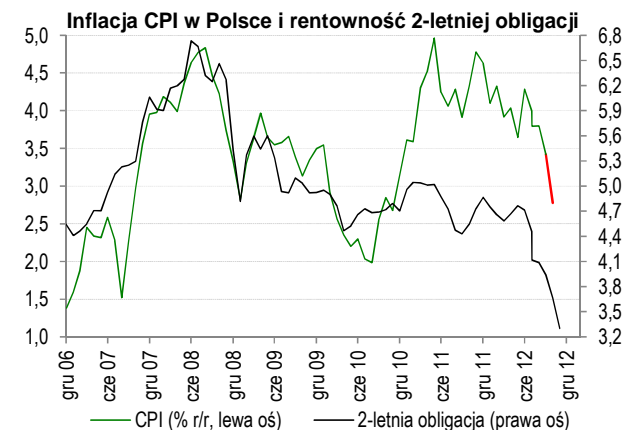
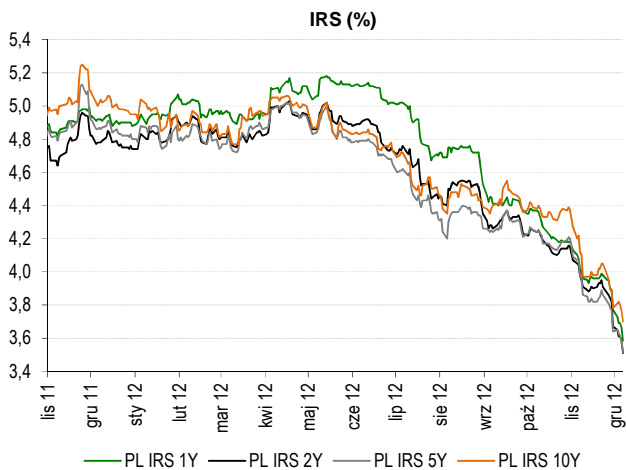
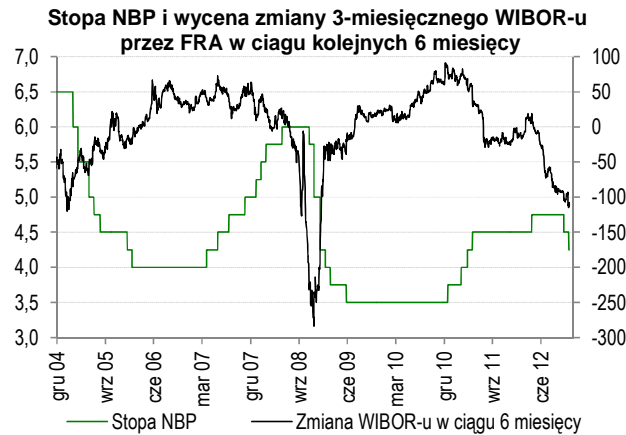
▪ W tym tygodniu kluczowe dla kursu EURUSD będzie posiedzenie Fed. Będzie ono szczególnie interesujące, ponieważ w tym miesiącu wygasa program „Operacja Twist”, więc inwestorzy zastanawiają się co zrobi Fed – wielu z nich oczekuje zastąpienia tego programu nowym. Taka decyzja powinna wesprzeć wspólną walutę i kurs EURUSD może ponownie skierować się w stronę tygodniowego szczytu.

Waluty regionu słabsze po danych o PKB za III kw.

▪ Najważniejszym wydarzeniem dla walut regionu była publikacja danych o PKB za III kw. W Czechach, ale również i na Węgrzech odnotowano ujemne dynamiki PKB, co obok informacji EBC o słabszych perspektywach wzrostu dla strefy euro wygenerowało dodatkowy impuls do wzrostu kursów EURCZK (po wcześniejszym spadku kursu nieco poniżej 25,2) i EURHUF.

▪ Sytuacja na rynkach międzynarodowych będzie kluczowa dla notowań walut regionu. Ponowny wzrost kursu EURUSD po decyzji Fed (zastąpienie programu „Operacja Twist” nowym) powinno ograniczyć wcześniejsze straty na obu walutach.

Rynek stopy procentowej – Spadek inflacji i decyzja Fed mogą wesprzeć obligacje



Korekta FRA tylko chwilowa

■ Tak jak oczekiwaliśmy, zgodna z oczekiwaniami decyzja RPP o obniżeniu stóp NBP tylko o 25 pb wywołała chwilową korektę wzrostową FRA. Stawki wzrosły od 2 do 5 pb, ale kolejne dni przyniosły wznowienie trendu spadkowego. Spore spadki miały miejsce w notowaniach WIBOR-ów. Od poprzedniego piątku obniżyły się one od 11 pb dla 1 miesiąca po 16 pb dla roku. Od publikacji danych o PKB za II kw. 1-miesięczna stawka spadła o 50 pb (czyli o tyle samo o ile spadły stopy NBP), a dłuższe stawki są ponad 75 pb niż na koniec sierpnia.

■ Wykres obok pokazuje, że jest pewien potencjał do jeszcze bardziej agresywnej wyceny obniżek stóp NBP (oczekujemy, że główna stopa wyniesie 3,5% w kwietniu). Warto pamiętać, że obecna RPP jest spóźniona z redukcją stóp, rynek może wcześniej (w stosunku do decyzji Rady) niż w przeszłości wyceniać zmianę nastawienia w polityce pieniężnej. Nie należy więc raczej oczekiwać, że wycena przez rynek potencjału do spadku WIBOR-u osiągnie rozmiary takie, jak w 2008 (choć wzrost w I kw. 2013 PKB może spaść nawet poniżej dołka koniunktury z tego okresu).

Polskie rentowności (znowu) najniżej w historii

■ Korekta wzrostowa rentowności obligacji rozpoczęła się jeszcze przed decyzją RPP, była jednak widoczna głównie na środku i długim końcu krzywej. 5-letni oraz 10-letni dług był pod presją lekkiego osłabienia Budów i planów podaży długoterminowych obligacji na aukcji zamiany. Po decyzji RPP korekta została szybko zatrzymana i rentowności 2-, 5- i 10-letnich benchmarków znalazły się najniżej w historii. Na aukcji zamiany Ministerstwo Finansów skupiło obligację OK0113 za 1,2 mld zł (do odkupu pozostało 47% całkowitej emisji) oraz obligację PS0413 za 917 mln zł. Sprzedało natomiast WS0922 za 737 mln zł i WS0429 za 1,1 mld zł.

Inflacja i Fed mogą wesprzeć obligacje

■ Oczekujemy nieco głębszego niż rynek spadku inflacji w listopadzie, istotniejsza wydaje się być jednak skala tego spadku w stosunku do października (z 3,4% do 2,8%). Taki odczyt – w kontekście komunikatu z ostatniego posiedzenia RPP – może jeszcze bardziej wzmocnić oczekiwania rynku na dalsze luzowanie polityki pieniężnej w Polsce. Sądzymy, że inflacja będzie spadała do ok. połowy 2013 i znajdzie się nawet poniżej 2%. Uważamy jednak, że rynek już wcześniej zacznie wyceniać zmianę nastawienia RPP i trend wzrostowy rentowności rozpocznie się wcześniej. W naszej ocenie, do końca br. roku jest niewielki potencjał do wzrostu rentowności obligacji (wspierać je będą dane o CPI i o słabej aktywności w przemyśle).

■ Dla długiego końca krzywej rentowności istotny będzie wynik posiedzenia Fed. W grudniu kończy się „Operacja Twist” i inwestorzy będą oczekiwać na to czy Bernanke ogłosi np. rozszerzenie QE3, by zastąpić wygasający program. W wyniku pogorszenia nastroju po przedstawieniu przez EBC pesymistycznych prognoz dla gospodarki strefy euro rentowności 10-letnich obligacji Niemiec znalazły się na najniższym poziomie od początku sierpnia, nieznacznie poniżej wsparcia na ok. 1,35%. 4-miesięczna korelacja 10-letnich Bundów oraz obligacji USA wynosi ponad 80%, więc należy oczekiwać, że jeśli Treasuries zyskają w reakcji na zwiększenie skali zakupów rządowego długu, to podobnie zachowają się obligacje Niemiec. W rezultacie, skorzystać na tym mogą też i polskie papiery długoterminowe, których trend spadkowy rentowności doprowadził w minionym tygodniu do przebicia 4%.

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., Pion Skarbu, Zespół Głównego Ekonomisty, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl