

Tygodnik ekonomiczny

17 – 23 grudnia 2012

Euro umacniające się do dolara, aprecjacja złotego do głównych walut oraz rosnące indeksy giełdowe już od samego początku minionego tygodnia wskazywały, że inwestorzy liczą na to, że amerykański bank centralny utrzyma luźną politykę pieniężną. Decyzja premiera Włoch o zamiarze podania się do dymisji jak tylko zostanie uchwalony budżet na 2013 r. miała tylko chwilowy negatywny wpływ na globalne nastroje. W miejsce kończącej się w tym roku „Operacji Twist” Fed będzie kupował obligacje o wartości 45 mld \$ miesięcznie, co powiększy skalę QE3 do 85 mld \$ co miesiąc. Krajowa inflacja spadła, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, do 2,8% r/r (po raz pierwszy od dwóch lat poniżej 3%). Publikacja ta nie miała jednak negatywnego wpływu na złotego (który umocnił się dzięki panującemu na rynku optymizmowi) i nie wsparła rynku obligacji (na którym nastąpiła lekka realizacja zysków).

Nadchodzący tydzień będzie obfitował w publikacje krajowych danych. Brak umocnienia rynku długu w reakcji na dane o inflacji wskazuje, że inwestorzy już bardzo agresywnie wyceniają obniżki stóp przez RPP i potrzebny jest kolejny silny impuls, który wzmocniłyby te oczekiwania. Choć dane o produkcji przemysłowej pokażą tylko niewielki jej wzrost, to nie spodziewamy się, aby ten odczyt (zgodny z konsensusem) wywołał wyraźną reakcję rynku. Warto jednak pamiętać, że powoli wchodzimy w okres obniżonej (jeszcze bardziej) płynności na krajowym rynku długu, więc wahania mogą wzrosnąć, nawet bez publikacji danych. Biorąc pod uwagę brak reakcji złotego na zeszłotygodniowe dane, kluczowe w najbliższych dniach mogą być informacje z gospodarki światowej, np. odczyty z USA (ostateczny PKB za III kw., dane z rynku nieruchomości) i reakcja kursu EURUSD na te publikacje. Dalsze umocnienie euro do dolara może spowodować, że w tym tygodniu kurs EURPLN będzie testował wsparcie na 4,08.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (17 grudnia)							
11:00	PL	Aukcja odkupu obligacji EUR20130205					
WTOREK (18 grudnia)							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	XI	% r/r	2,8	2,8	2,8
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	XI	% r/r	-0,2	-0,1	0,0
ŚRODA (19 grudnia)							
11:00	DE	Indeks Ifo	XII	pkt	102,0	-	101,4
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	XI	% r/r	0,4	0,4	4,6
14:00	PL	Produkcja budowlana	XI	% r/r	-8,6	-11,3	-3,6
14:00	PL	PPI	XI	% r/r	0,1	0,1	1,0
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	XI	tys.	875	-	894
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	XI	tys.	877	-	868
CZWARTEK (20 grudnia)							
14:00	PL	Inflacja bazowa	XI	% r/r	1,7	1,7	1,9
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	PKB	III kw.	% kw/kw	2,7	-	1,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	358	-	343
16:00	US	Sprzedaż domów	XI	mln	4,88	-	4,79
16:00	US	Indeks Philly Fed	XII	pkt	-2,5	-	-10,7
PIĄTEK (21 grudnia)							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	XI	% r/r	2,8	2,9	3,3
10:00	PL	Stopa bezrobocia	XI	% r/r	12,8	12,8	12,5
10:30	GB	PKB	III kw.	% kw/kw	1,0	-	-0,5
14:30	US	Dochody osobiste	XI	% m/m	0,3	-	0,0
14:30	US	Wydatki konsumentów	XI	% m/m	0,4	-	-0,2
14:30	US	Bazowy PCE	XI	% m/m	0,1	-	0,1
15:55	US	Indeks Michigan	XII	pkt	74,5	-	74,5

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

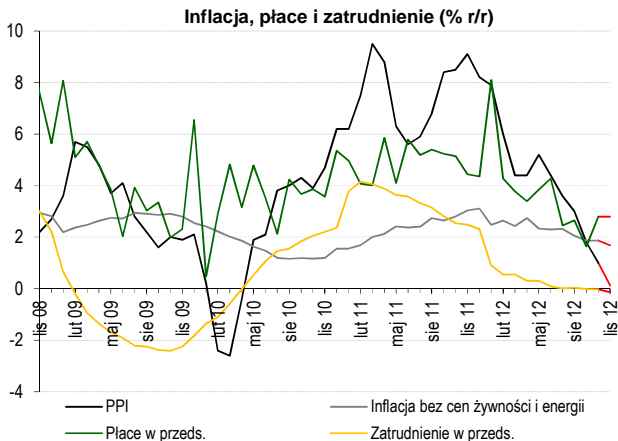
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

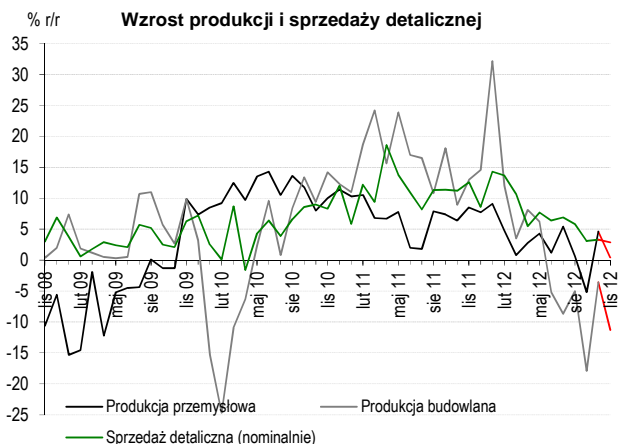
Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Spowolnienie w produkcji i sprzedaży

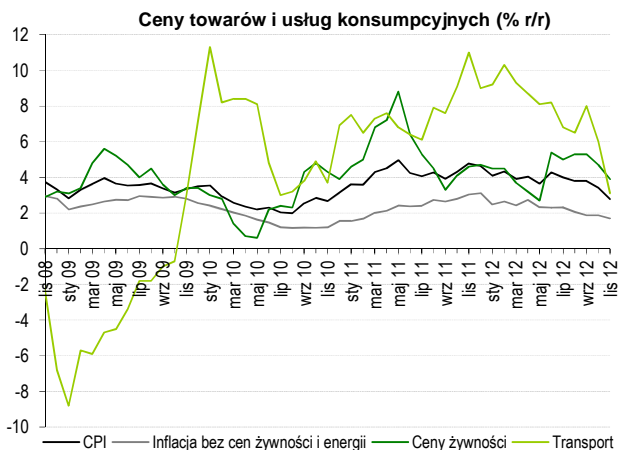


- Spodziewamy się słabych danych z polskiego rynku pracy w listopadzie. Szacujemy, że tempo wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw utrzymało się na poziomie z października (2,8% r/r), a pewnym ryzykiem dla tej prognozy jest niepewność co do terminu wypłat premii w sektorze górnictwa. Natomiast zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw pokaże ujemną dynamikę wzrostu (-0,1% r/r) po raz pierwszy od ponad dwóch lat.
- Dane o bezrobociu rejestrowanym będą naszym zdaniem zgodne z tendencjami rysującymi się w sektorze przedsiębiorstw – zakładamy wzrost do 12,8%. Czynnikiem generującym niepewność dla tej prognozy jest skala interwencji Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej. Uważamy, że pewien potencjał do poprawy sytuacji rynku pracy może pojawić się pod koniec przyszłego roku.



- Oczekujemy spowolnienia wzrostu produkcji przemysłowej oraz budowlanej w listopadzie w porównaniu do października. Miesiąc temu produkcji sprzyjał silny efekt dni roboczych, w tym miesiącu nie będzie on aż tak korzystny. Słaba sytuacja w przemyśle i budownictwie będzie utrzymywała się jeszcze przez kilka kwartałów i dopiero ożywienie w strefie euro może być pewnym wsparciem, zwłaszcza dla przemysłu.
- Naszym zdaniem sprzedaż detaliczna w listopadzie nieznacznie spowolniła, do 2,9% r/r. Niemniej wzrost realny utrzymał się na poziomie z października dzięki spadkowi inflacji. Spadek inflacji będzie wsparciem dla realnego wzrostu konsumpcji prywatnej w nadchodzących kwartałach.
- Na podstawie danych o inflacji CPI szacujemy, że inflacja bazowa spadła do 1,7% r/r z 1,9%. Z kolei wzrost cen produkcji przemysłu otrze się o deflację i pokaże 0,1% r/r.

Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja poniżej 3%, rekordowo wysoki eksport



- W listopadzie inflacja CPI wyniosła 2,8% r/r (spadek z 3,4% r/r w październiku) i była najniższa od ponad dwóch lat. Tak znaczący spadek rocznego wskaźnika inflacji wynikał w znacznej mierze z efektu wysokiej bazy, ale spory wkład w tę zmianę miało także obniżenie cen paliw, które spadły o 2,4% m/m. Największą niespodzianką okazały się ceny żywności, które wzrosły tylko o 0,5% m/m.
- Dane dotyczące październikowego bilansu płatniczego zaskoczyły pozytywnie. Deficyt na rachunku obrotów bieżących poprawił się do 650 mln €, o czym zdecydowała nadwyżka w handlu zagranicznym (225 mln €). Warto zwrócić uwagę, że w ujęciu nominalnym eksport (14,2 mld €), jak i import (13,9 mld €) osiągnęły najwyższe poziomy od kiedy dostępne są porównywalne dane.
- Dane o podaży pieniądza pokazały dalsze mocne hamowanie wzrostu kredytów w listopadzie, zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.

Cytat tygodnia – Grudniowa obniżka nie była ostatnia

Adam Głapiński, członek RPP, Reuters, 10.12

Opowiadabym się, żeby były łącznie trzy obniżki, a następnie przejście do nastawienia „wait and see”.

Anna Zielińska-Głębicka, członkini RPP, TVN CNBC, 10.12

Moja opinia jest taka, że w pierwszym cyklu warto pokusić się o obniżkę o 100 pb, a potem zobaczyć, czy potrzebna będzie kolejna obniżka czy cykl obniżek. Punktem wyjścia powinny być obniżki do poziomu 3,75 proc.

Jerzy Hausner, członek RPP, Bloomberg, 13.12

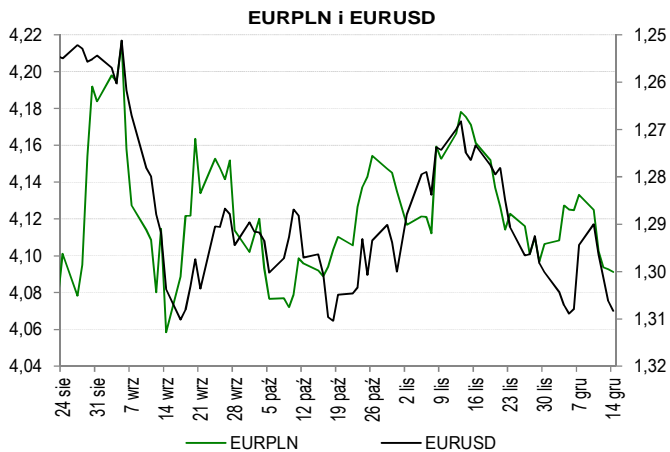
Wysłaliśmy jasny sygnał, że grudniowa obniżka nie była ostatnia i opierając się na dyskusji na spotkaniu, nie można wykluczyć następnego cięcia stóp procentowych w styczniu. Jeśli mielibyśmy zrobić przerwę w cyklu, zasygnalizowalibyśmy to.

Andrzej Kazmierczak, członek RPP, PAP, 14.12

Nie wykluczam poparcia wniosku o obniżkę stóp w styczniu, co nie znaczy, że na pewno się za nią opowiem

Ubiegły tydzień obfitował w wypowiedzi członków RPP. Potwierdziły one, że obniżka stóp w styczniu jest niemal przesądzona. Jednak co do kolejnych ruchów rozpiętość poglądów jest znaczna. Tak jak w poprzednich miesiącach, Bratkowski i Chojna-Duch opowiadają się za dalszymi mocnymi cięciami, a Winiecki widzi niewielką przestrzeń do obniżek. Ci członkowie (a także Rzońca) zapewne nie zmieniają nagle swoich poglądów, zatem należy skupić się na słowach pozostałych. Zielińska-Głębicka przesuwając się na coraz bardziej gołębią pozycję i sugeruje możliwość cięć mocniejszych niż 100 pb. Niektóre wypowiedzi potwierdzają nasze przypuszczenia, że w lutym Rada może zrobić przerwę, aby poczekać na wyniki projekcji inflacyjnej w marcu. Pewną wskazówką są tu słowa J. Hausnera – ewentualna przerwa w cyklu obniżek powinna zostać zasygnalizowana w komunikacie.

Rynek walutowy – Globalne nastroje ważniejsze dla złota niż krajowe wydarzenia



Złoty nie reaguje na dane o inflacji i komentarze z RPP

▪ Nadzieje na zwiększenie skali stymulacji gospodarki USA przez Fed i dużo lepszy od oczekiwań odczyt niemieckiego indeksu ZEW sprawiły, że złoty umocnił się tymczasowo do 4,08 za euro. Zabrakło jednak pozytywnych impulsów, aby pokonać te lokalne minimum (najniższy poziom od końca listopada) i wraz z publikacją rozczarującego wstępnego indeksu PMI dla przemysłu Niemiec, kurs EURPLN odbił tymczasowo do 4,10. Na koniec tygodnia był jednak blisko 4,09.

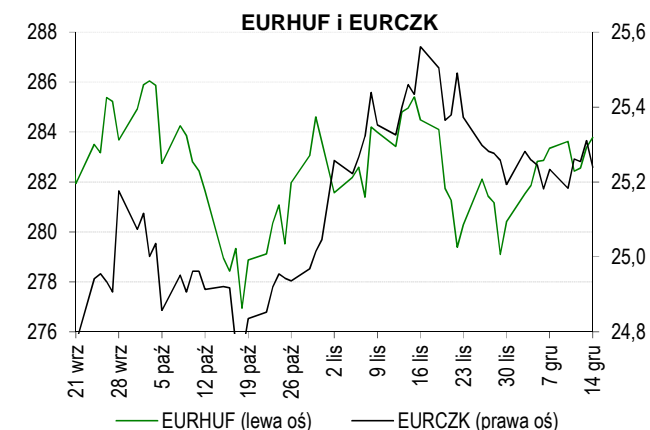
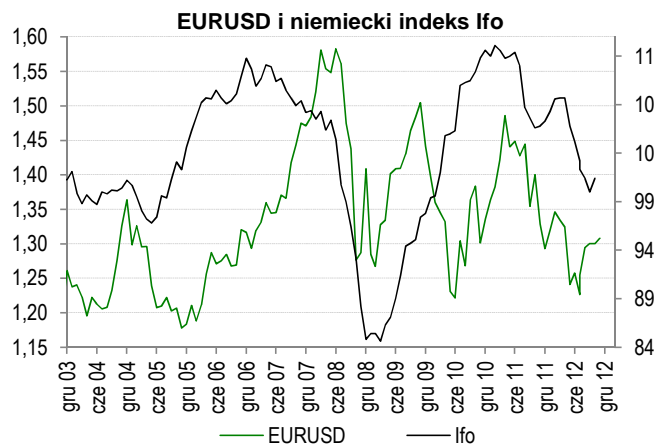
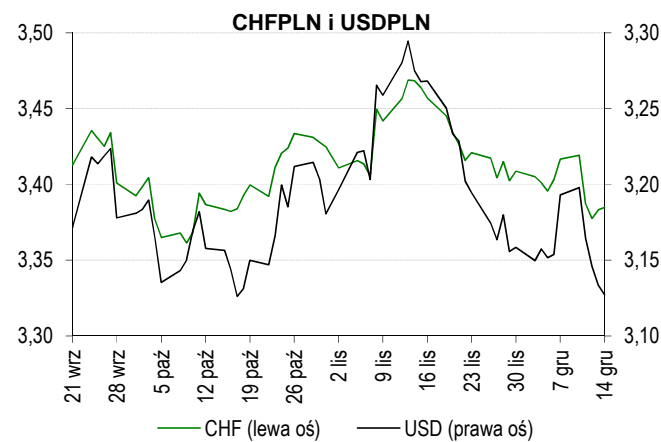
▪ Umocnienie euro do dolara i spadek EURPLN zepchnął kurs USDPLN do 3,12, najniższego poziomu od połowy października.

▪ Znaczny spadek krajowej inflacji oraz gołębnie komentarze członków RPP nie miały w minionym tygodniu negatywnego wpływu na złotego. Także korekta na rynku długu wskazuje, że obecnie rynek wycenia obniżki stóp w Polsce już zbyt agresywnie i czynnik ten może mieć w najbliższych dniach mniejszy wpływ na notowania krajowej waluty. Wykres obok pokazuje, że w ostatnich miesiącach złoty podążał za kursem EURUSD, więc w najbliższych dniach to właśnie globalny nastrój może mieć większy wpływ na kurs EURPLN niż wydarzenia krajowe. Istotne poziomy na ten tydzień to 4,08 oraz 4,14 (kurs może testować wsparcie, kolejny poziom po jego ewentualnym przebicciu to 4,06).

EURUSD blisko lokalnego szczytu

▪ Obawy inwestorów o destabilizację sytuacji politycznej we Włoszech po decyzji premiera Montiego o zamiarze rezygnacji z funkcji premiera tylko przez chwilę popsują nastrój na początku tygodnia. W kolejnych dniach główną rolę odgrywały oczekiwania na utrzymanie luźnej polityki pieniężnej przez Fed. Decyzja banku centralnego USA spełniła oczekiwania, a korekta wywołana realizacją zysków była chwilowa. W wyniku szybkiego wznowienia wzrostów, EURUSD osiągnął w trakcie tygodnia prawie 1,312, najwyższy poziom od tygodnia.

▪ Dane z Niemiec miały mieszany wydźwięk (lepszy ZEW, słaby PMI) i odczyt Ifo może zdecydować o tym, w jakim kierunku podążą oceny perspektyw dla gospodarki całej Europy. Indeks Ifo wzrósł nieco w listopadzie i kontynuacja tego trendu może pchnąć EURUSD dalej w górę. W dalszym ciągu będą też ważne sygnały z USA (szereg danych makro i dalsze rozmowy w sprawie uniknięcia „fiscal cliff”). Na koniec tygodnia kurs EURUSD był poniżej strefy oporu na 1,312-1,314 i w przypadku przebiccia jej, w kolejnych dniach i tygodniach może skierować się w stronę 1,317 (najwyższego poziomu od początku czerwca, ustanowionego w połowie września). Wsparcie to ok. 1,29.

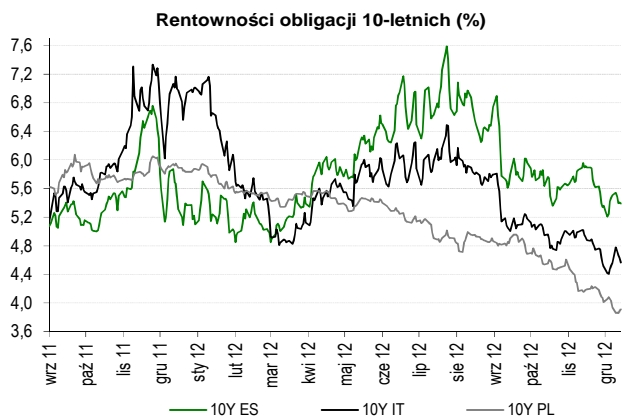
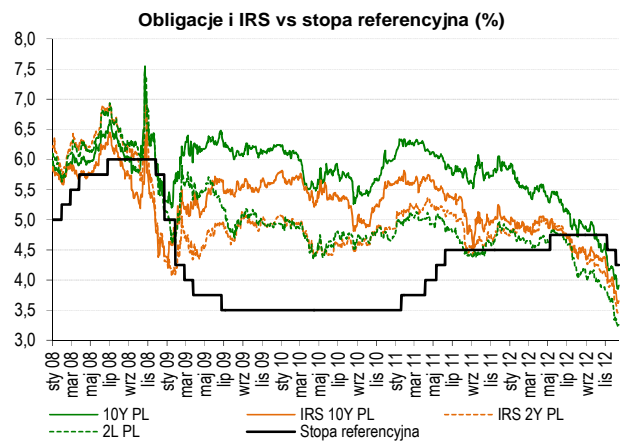
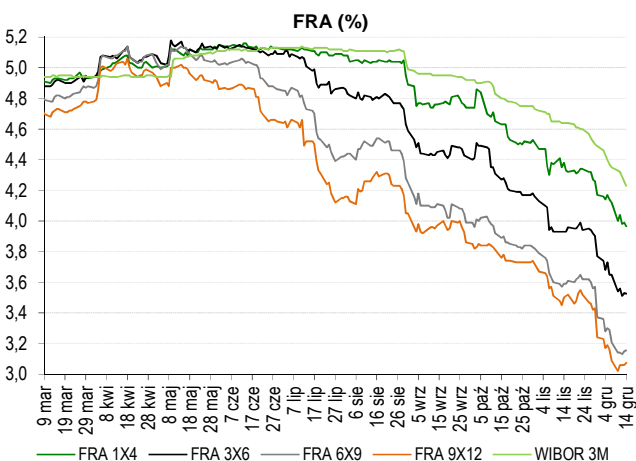
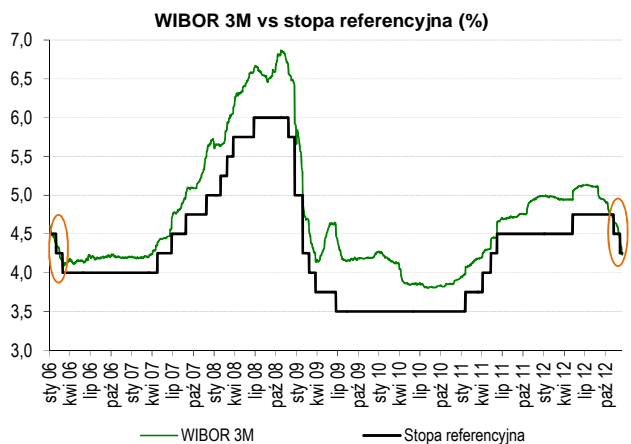


Forint pod presją obniżek stóp

▪ Forint oraz korona nie skorzystały z dobrego nastroju, jaki panował na rynku przez większą część tygodnia. Waluta Węgier była pod presją oczekiwań na dalsze obniżki stóp i komunikat agencji Moody's (o tym, że rating 7 węgierskich banków może zostać obniżony). Na koronę niekorzystnie wpływały natomiast możliwe interwencje czeskiego banku centralnego. Na przestrzeni tygodnia EURCZK nie zmienił się istotnie (jest blisko 25,22), a kurs EURHUF wzrósł tylko nieznacznie (z 282,7 do 283,7).

▪ W tym tygodniu decyzję w sprawie stóp procentowych podejmie węgierski bank centralny i to wydarzenie może mieć największy wpływ na forinta. Podobnie jak dla kursu EURPLN, EURHUF od lipca porusza się w coraz węższej konsolidacji. Ważne poziomy na najbliższe dni to 279 i 285.

Rynek stopy procentowej – Stabilizacja na rynku długu, aktywność inwestorów coraz niższa

**WIBOR 3M poniżej stopy referencyjnej**

Miniony tydzień przyniósł kontynuację spadków stawek WIBOR. W skali tygodnia obniżyły się one o kolejne 5-13 pb, przy czym podobnie jak w poprzednich tygodniach najwolniej spadają stawki miesięczne. Wsparciem dla trendu spadkowego były wypowiedzi członków RPP, które wyraźnie zapowiadają styczniową obniżkę stóp. Na koniec tygodnia WIBOR 3M był kwotowany nieco poniżej stopy referencyjnej.

Początek minionego tygodnia przyniósł również spadek FRA, które w środę osiągnęły nowe historyczne minima (oprócz stawki 1x4). Dane o CPI nie wywołały oczekiwanej reakcji rynku, a co więcej nastąpiła korekta po ostatnim znaczącym umocnieniu. Kwotowania FRA pokazują, że rynek nieco urealnił swoje oczekiwania; obecnie FRA 1x4 wyceniają spadek o 25 pb, gdy w perspektywie 9 miesięcy wciąż możliwy jest spadek o nieco ponad 120 pb.

Korekta po silnym umocnieniu

W minionym tygodniu rentowności obligacji i IRSy osiągnęły nowe historyczne minima. Przy relatywnie dobrych nastrojach, część inwestorów zdecydowała się na realizację zysków. Próby umocnienia rynku po danych inflacyjnych nie powiodły się i lekka słabość na rynku utrzymała się do końca tygodnia. Mimo korekty, rentowności pozostały poniżej poziomów z zamknięcia ubiegłego tygodnia. W skali tygodnia krzywa obligacyjna przesunęła się w dół o 2-4 pb, gdy krzywa IRS o 4-5 pb.

Brak reakcji na dane inflacyjne (listopadowy odczyt inflacji uzasadniają dalsze łagodzenie polityki monetarnej) może świadczyć o tym, że obecnie rynek wycenia już tak dużo obniżek stóp, że potrzebny jest silniejszy sygnał aby wywołać dalszy spadek rentowności krajowego długu.

Ministerstwo Finansów poinformowało, że sfinansowało już ok. 23-24% przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych. Mimo korzystnej sytuacji płynnościowej na początku przyszłego roku, większych zmian w kalendarzu aukcji na I kw. 2013 nie będzie – w okresie styczeń-marzec Ministerstw planuje po dwie aukcje miesięcznie. Wiceminister finansów W. Kowaczyk powtórzył, że Polska będzie obecna na rynkach zagranicznych, jednak „nie będziemy pod presją, gdyż prefinansowaliśmy prawie wszystkie potrzeby walutowe na 2013 rok”. Ten czynnik będzie wspierał rynek obligacji w średnim terminie.

Dane makro w centrum uwagi

W tym tygodniu opublikowane zostaną pozostałe główne dane dla krajowej gospodarki (rynek pracy, produkcja, sprzedaż detaliczna). Wpływ tych danych, podobnie jak danych inflacyjnych, może okazać się mniejszy ze względu na ograniczanie aktywności przez inwestorów w związku ze zbliżającym się okresem świątecznym (choć niska płynność może wywołać zmiany nawet bez okazji publikacji danych makro). Nadchodzące dane powinny potwierdzić dalsze spowolnienie w gospodarce, co powinno stanowić przynajmniej czynnik stabilizujący dla rentowności obligacji.

W tym tygodniu ministerstwo Finansów przeprowadzi aukcję odkupu obligacji denominowanych w EUR, których termin zapadalności przypada w lutym 2013 r. Planowana wartość odkupu wynosi do 200 mln €. Jednym z czynników, który skłonił resort finansów do jej przeprowadzenia to efektywne wykorzystanie zgromadzonych walut. Wyniki tej aukcji będą raczej neutralne dla rynku wtórnego, niemniej potwierdzą one bardzo dobrą sytuację płynnościową.

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