

Dwutygodnik ekonomiczny

24 grudnia 2012 – 6 stycznia 2013

Przedświąteczny tydzień minął raczej w dobrych nastrojach, w czym pomogły lepsze od oczekiwań dane z gospodarki europejskiej (głównie z Niemiec) i amerykańskiej oraz okresowo rosnące nadzieje na osiągnięcie porozumienia pomiędzy Republikanami a Demokratami ws. uniknięcia „klifu fiskalnego”. Wsparciem dla apetytu na ryzyko była również decyzja agencji ratingowej S&P o podwyższeniu ratingu Grecji. W efekcie rosły indeksy giełdowe, rentowności niemieckich obligacji, a także kurs EURUSD, który osiągnął najwyższy poziom od kwietnia br. Jednak informacje o załamaniu negocjacji budżetowych w amerykańskiej Izbie Reprezentantów ponownie skierowały popyt w stronę bezpiecznych aktywów, co wygenerowało spadki na giełdach. Krajowe dane z krajowej gospodarki potwierdziły słabnącą aktywność ekonomiczną, wskazując, że dalsze obniżki stóp procentowych są konieczne i uzasadnione. Jednak ich wpływ na rynek finansowy był dość ograniczony. Warto jednak zauważyć, że złoty pozostał dość odporny na awersję do ryzyka i na koniec mijającego tygodnia kurs EURPLN osiągnął lokalne minimum na poziomie 4,055. W siłę rosły również krajowe obligacje – rentowności osiągnęły nowe historyczne minima.

W nadchodzących dniach aktywność inwestorów będzie niska w związku z okresem świąteczno-noworocznym, co może skutkować zwiększoną zmiennością na rynkach. Inwestorzy będą oczekiwali na informacje odnośnie porozumienia ws. „klifu fiskalnego” w USA, choć szanse na osiągnięcie porozumienia przed 31 grudnia zmalały. Tuż po Nowym Roku pojawi się sporo wskaźników aktywności, które mogą wpłynąć na rynkowe oczekiwania nt. tempa ożywienia gospodarczego na świecie. Na krajowym rynku długu uwaga skierowana będzie na plany podaży na I kw. 2013. Sytuacja na rynkach bazowych może wpłynąć na notowania na długim końcu krzywej.



Na melodię kołedy „Pójdźmy wszyscy do stajenki”

Przyszło w końcu spowolnienie
Czekamy jak na zbawienie
Na kolejne informacje
Czy przyniosą choć stagnację?

Bowiem ryzyko recesji
Choćby w delikatnej wersji
Wzrosło w ostatnich miesiącach
Sytuacja jest gorąca

Budżet skrojony jest na miarę
Wzrostu 2+. Kto da wiarę?
Czy będzie nowelizacja?
Czy znowu rządowa racja?

Kasa bez żadnej obawy
Wali szturmem do Warszawy
Nasze bondy - górna półka
Idą wręcz jak świeża bułka

Zaczął się spadek inflacji
Tak duży że nie miał racji
Ten kto bał się stóp obniżek
Przez to jest recesja bliżej



Rada z rynkiem wciąż się różni
Może kiedyś się nie spóźni
W maju dosyć głupio wyszło
Co im wtedy do głów przyszło?

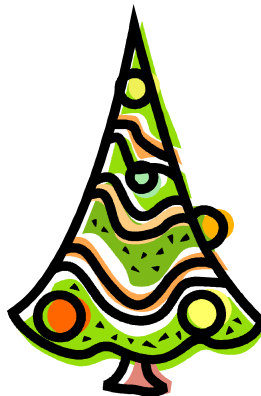
I w tonie optymistycznym
A przeciwko głosom licznym
To w drugiej roku połowie
Będzie lepiej, daję głowę

Wkrótce dołek koniunktury
Potem znikną z nieba chmury
Nawet wzrost dwuprocentowy
Za rok będzie całkiem zdrowy

Ożywienie eksportowe
Czas zdobywać rynki nowe
Konsumpcja w górę nieśmiało
Tylko inwestycji mało

Za sprawą działań EBeCu
Niedźwiedzie poglądy w piecu
Spalą się, przez kasy mnóstwo
Hossa nie brzmi już jak głupstwo

Oby Nowy Rok trzynasty
Nie był zbyt humorzysty
Bez przesadów, złych fluidów
Pełen samych pozytywów!



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

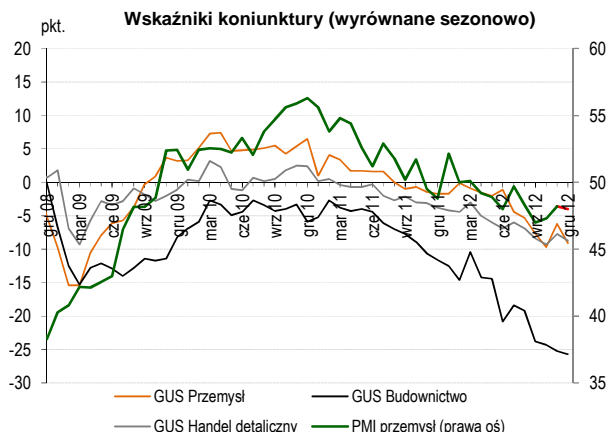
22 586 8362

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
WTOREK (26 grudnia)							
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	X	% m/m	0,4	-	0,4
CZWARTEK (27 grudnia)							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	361	-	361
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	XII	pkt	70,9	-	73,7
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	XI	mln	380	-	368
PIĄTEK (28 grudnia)							
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	XI	% m/m	1,1	-	5,2
PONIEDZIAŁEK (31 grudnia)							
3:45	CN	PMI – przemysł	XII	pkt	-	-	50,5
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	XII	% r/r			3,8
ŚRODA (2 stycznia)							
9:00	PL	PMI – przemysł	XII	pkt	48,1	48,0	48,2
9:53	DE	PMI – przemysł	XII	pkt	46,3	-	46,8
9:58	EZ	PMI – przemysł	XII	pkt	46,3	-	46,2
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	III kw.	mln €	-	-2 457	-1 641
14:00	PL	Eksport	III kw.	mln €	-	36 781	35 731
14:00	PL	Import	III kw.	mln €	-	36 991	37 372
16:00	US	ISM – przemysł	XII	pkt	50,2		49,5
CZWARTEK (3 stycznia)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:15	US	Raport ADP	XII	tys.	130	-	118
20:00	US	Minutes Fed					
PIĄTEK (4 stycznia)							
9:53	DE	PMI – usługi	XII	pkt	52,1	-	49,7
9:58	EZ	PMI – usługi	XII	pkt	47,8	-	46,7
11:00	EZ	Wstępny HICP	XII	% r/r	2,2	-	2,2
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	XII	tys.	140	-	146
14:30	US	Stopa bezrobocia	XII	%	7,8	-	7,7
16:00	US	ISM – usługi	XII	pkt	54,5	-	54,7

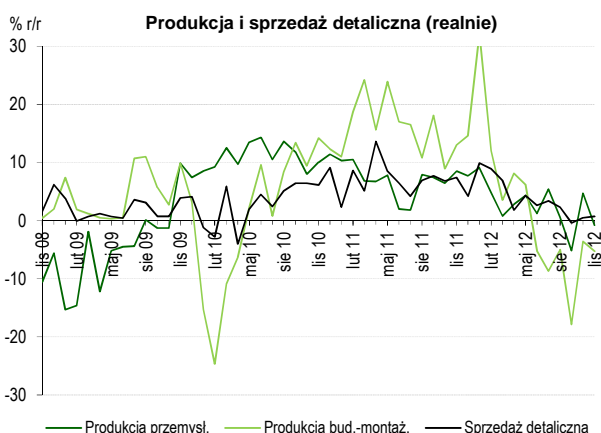
Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

Wydarzenia nowego tygodnia – Co pokaże indeks aktywności w przemyśle?

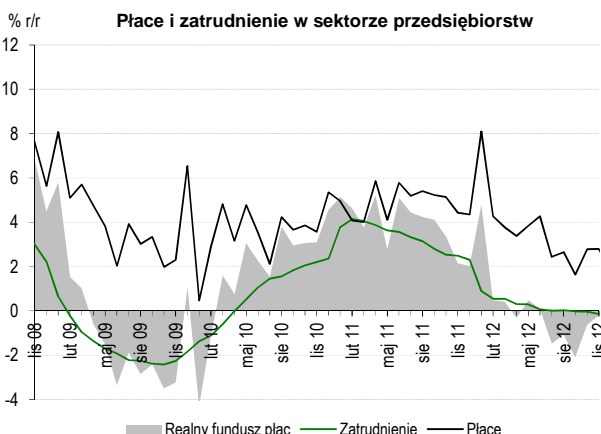


- Spodziewamy się, że grudniowy indeks aktywności w przemyśle PMI nie zmieni się znacząco w porównaniu do odczytu listopadowego i pozostanie poniżej neutralnej granicy 50 pkt dziewiąty miesiąc z rzędu. Sytuacja w polskiej gospodarce wciąż się pogarsza i obecnie nie widzimy jeszcze potencjału dla trwałego odbicia w PMI. Wsparciem dla naszej prognozy są wyniki badania koniunktury GUS, które kolejny raz pokazały pogorszenie ocen sytuacji gospodarczej we wszystkich sektorach.
- NBP opublikuje dane o bilansie płatniczym za III kwartał 2012. Dane miesięczne wskazują na znaczący spadek deficytu na rachunku obrotów bieżących do 3,9% PKB z 4,6% PKB z II kw. Jak zwykle mogą pojawić się rewizje.
- Spodziewamy się wyraźnego spadku miary oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych na skutek spadku inflacji CPI do 3,4% w październiku z 3,8% we wrześniu.

Ostatni tydzień w gospodarce – Kolejne słabe dane, ale to nie koniec świata



- Niemal wszystkie dane o aktywności ekonomicznej opublikowane w zeszłym tygodniu były gorsze od oczekiwań. Wyjątkiem była produkcja budowlana (sic!), ponieważ jej spadek wyniósł „zaledwie” 5,3% r/r (wobec oczekiwań -8,6% r/r).
- Produkcja sprzedana w przemyśle spadła o 0,8% r/r. Warto pamiętać, że w listopadzie liczba dni roboczych była o jeden większa niż rok wcześniej, dlatego ujemna dynamika jest wynikiem bardzo rozczarującym.
- Wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił w listopadzie do 2,4% r/r. W ujęciu realnym zanotowano nieznaczne przyspieszenie w porównaniu z poprzednimi miesiącami, ale nadal jest to dynamika bliska zera (0,7% r/r), wskazująca, że popyt konsumentów pozostaje w stagnacji.
- Wyraźne spadki zostały zanotowane przez inflację PPI, inflację bazową i deflator sprzedaży detalicznej. Świadczy to o braku presji inflacyjnej.



- Wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw spowolnił w listopadzie do 2,7% r/r, a przeciętne zatrudnienie obniżyło się o 0,3% r/r. W porównaniu z październikiem liczba etatów zmniejszyła się o 13 tys., co jest największym miesięcznym spadkiem od maja 2009. W znacznej mierze wynikało to z mocnego spadku zatrudnienia w handlu detalicznym, który dotychczas był dość odporny na spowolnienie.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w listopadzie do 12,9%. Liczba bezrobotnych była o 7,5% wyższa niż przed rokiem, zaś sama stopa bezrobocia jest o 0,8 pp wyższa niż w listopadzie 2011. Bezrobocie rośnie mimo zwiększonej interwencji Ministerstwa Pracy.
- Zeszytygodniowe dane to kolejny sygnał potwierdzający, że wzrost PKB w ostatnim kwartale roku będzie wyraźnie słabszy niż w poprzednich.

Cytat tygodnia – Dopiero recesja zmieniłaby podejście RPP?

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP 5 grudnia

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 1,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Na posiedzeniu złożono także wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty.

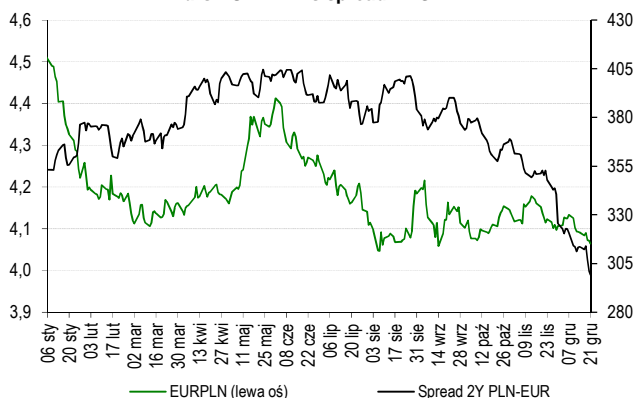
Adam Glapiński, członek RPP, PAP/Reuters, 19.12

Podtrzymuję swoje stanowisko, w styczniu opowiem się za obniżką stóp o 25 pb i na tym bym zakończył, przynajmniej do marcowej projekcji. Ostatnie dane makro nie są zaskoczeniem, osłabienie gospodarki nadeszło nieco szybciej. Dopiero (recesja) zasadniczo zmieniłaby sytuację.

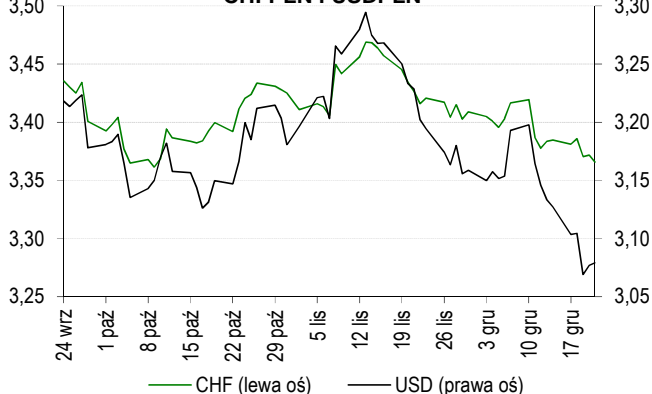
Informacja o tym, że w grudniu RPP głosowała obniżką stóp procentowych o 150 pb była sporym zaskoczeniem. Wprawdzie A. Bratkowski zapowiedział, że będzie wnioskował o cięcie głębsze niż 50pb, ale w jednym z wywiadów sam przyznał, że obniżka o 75pb byłaby „ekstrawagancją”, ponieważ nie znajdzie poparcia większości w RPP. Wg minutes większość członków Rady była przeciw głębszej obniżce „ze względu na uporczywość inflacji”. Ciekawe, czy spadek CPI już w styczniu do ok. 2% i w kolejnych miesiącach poniżej zmieni ich opinię w tej kwestii. Miejmy nadzieję, że wbrew temu, co sugeruje wypowiedź A. Glapińskiego, Rada zmieni swoje podejście zanim jej polityka faktycznie przyczyni się do wejścia gospodarki w recesję. Obniżka w styczniu jest przesądzona, niestety zapewne ponownie tylko o 25pb.

Rynek walutowy – Doniesienia z USA wciąż pozostają kluczowe

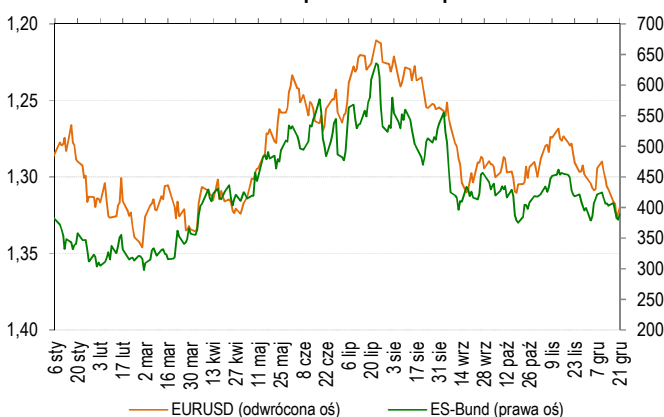
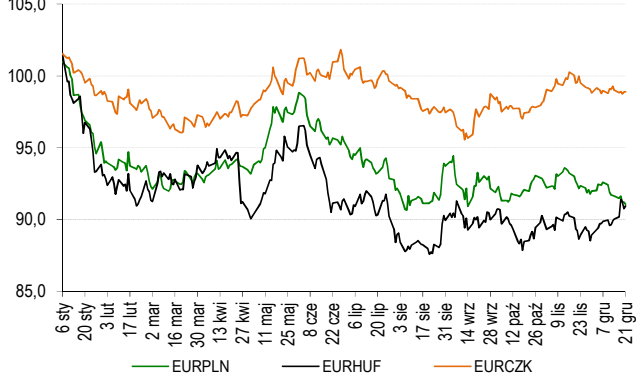
Kurs EURPLN vs spread 2L SWAP



CHFPLN i USDPLN



EURUSD vs spread 10L Hiszpania-Bund

Złoty na tle walut CEE
(początek stycznia 2012 = 100)

Złoty coraz silniejszy na koniec roku

W minionym tygodniu złoty zyskiwał na wartości w relacji do głównych walut. Jednym z czynników wspierających trend aprecjacyjny była wypowiedź premiera D. Tuska odnośnie wejścia Polski do strefy euro. Pozytywne nastroje wokół krajowej waluty zostały wsparte przez wzrost apetytu na ryzykowne aktywa (efekt rosnącego kursu EURUSD). W czasie piątkowej sesji kurs EURPLN na chwilę spadł do 4,0515, by dość szybko powrócić powyżej 4,06.

Złoty zyskał również w relacji do innych walut. W ciągu tygodnia kurs USDPLN osiągnął minimum na 3,0555 (najniższy od października 2011), kończąc tydzień w blisko 3,08. Natomiast na zamknięcie tygodnia kurs CHFPLN znajdował się poniżej 3,37, a GBPPLN poniżej 5,0.

Notowania krajowej waluty w ostatnich dniach pokazały, że złoty pozostaje dość odporny na awersję do ryzyka. W najbliższym czasie spodziewamy się ograniczonej aktywności inwestorów ze względu na okres świąteczno-noworoczny, co może wygenerować większą zmienność na rynku. Czynniki zmienności rynku pozostają bez zmian – kluczowe dla inwestorów będą doniesienia z USA ws. klifu fiskalnego. Wciąż widzimy możliwość testów 4,05 (kluczowe wsparcie) przez kurs EURPLN. Pierwszy opór znajduje się na 4,085. Natomiast kurs USDPLN może pozostawać w przedziale 3,055-3,10.

EURUSD na najwyższym poziomie od kwietnia br.

Bliskość porozumienia w sprawie klifu fiskalnego w USA, oraz pozytywne informacje napływające ze strefy euro (lepszy odczyt Ifo dla niemieckiej gospodarki, podwyższenie ratingu Grecji przez S&P) wspierały apetyt na ryzyko w minionym tygodniu. W konsekwencji kurs EURUSD wzrósł powyżej 1,33, najwyższego poziomu od kwietnia br. Koniec tygodnia nie był już tak sprzyjający dla wspólnej waluty. Załamanie rozmów ws. klifu fiskalnego spowodowało wzrost popytu na bezpieczne aktywa (wspierając niemieckie i amerykańskie obligacje, powodując spadki na giełdach), zakotwicząc kurs EURUSD w okolicach 1,32.

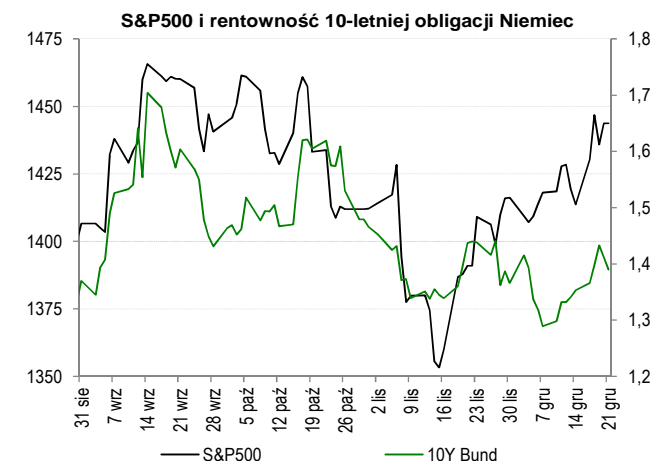
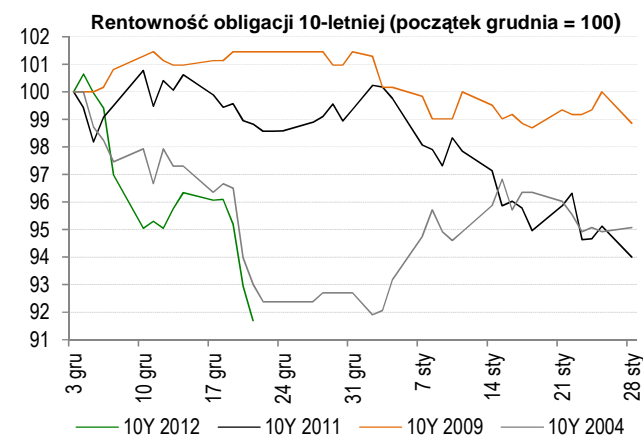
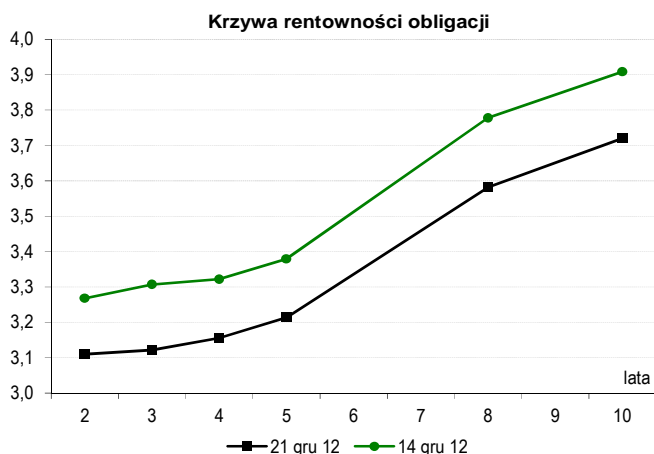
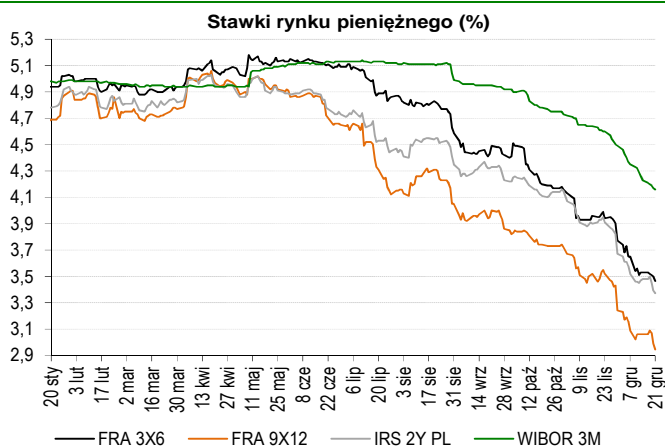
Informacje dotyczące klifu fiskalnego w USA pozostaną w centrum uwagi w nadchodzących dniach/tygodniach. „Ospalność” w osiągnięciu porozumienia pomiędzy Republikanami a Demokratami będzie sprzyjać zmienności rynków. Kluczowe poziomy dla EURUSD to 1,319 i 1,33.

Notowania forinta wsparte przez decyzję Fitch

Początek minionego tygodnia przyniósł dalsze osłabienie węgierskiej waluty. Był to efekt kilku czynników, w tym m.in. oczekiwań na kolejną redukcję stóp przez bank centralny Węgier (co stało się faktem), ale również realizacji zysków przed końcem roku – w porównaniu do innych walut regionu w 2012 r. forint najbardziej zyskiwał na wartości. Decyzja agencji ratingowej Fitch podwyższająca perspektywę ratingu kredytowego Węgier z negatywnej do stabilnej przyczyniła się do umocnienia węgierskiej waluty. Kurs EURHUF spadł z okolic 290 do 284,4 (na chwilę), by ponownie wzrosnąć powyżej 287 na zamknięcie tygodnia.

W przypadku czeskiej waluty notowania w relacji do euro pozostawały nieco poniżej 25,2. Korona nie zareagowała na informacje o zmianach w koalicji rządzącej. W okresie świąteczno-noworocznym oczekujemy nieznacznych wahań kursu EURCZK.

Rynek stopy procentowej – Niewielki potencjał do osłabienia obligacji



WIBOR coraz niżej

W minionym tygodniu WIBOR-y zanotowały spadki rzędu 8-14 pb. Stawki od 6 do 12 miesięcy obniżyły się więc już o co najmniej 100 pb od końca sierpnia, kiedy to poznaliśmy dane o PKB za II kw., podczas gdy stopy NBP spadły w tym okresie tylko o 50 pb.

Kolejne dni na rynku pieniężnym nie powinny odbiegać od tego, co obserwowaliśmy w ostatnich miesiącach. Stawki FRA mogą być natomiast pod większym wpływem rozwoju wydarzeń na krzywej obligacyjnej, niż oczekiwania na dalsze luzowanie polityki pieniężnej (szczególnie, jeśli zrealizuje się scenariusz lekkiego osłabienia krajowego długu w reakcji na osiągnięcie porozumienia w sprawie budżetu w USA – szczegóły niżej). Obecnie FRA wyceniają, że za 6 miesięcy 3-miesięczny WIBOR będzie niższy o ponad 100 pb.

Polskie obligacje znowu rekordowo mocne

Rozczarowujące dane o krajowej listopadowej produkcji przemysłowej były impulsem do wznowienia spadkowego trendu rentowności polskich obligacji. W konsekwencji, w przypadku 2-, 5- i 10-letniego benchmarku odnotowano po raz kolejny najniższe rentowności w historii (odpowiednio 3,11%, 3,21%, 3,72%). Handel odbywał się jednak przy bardzo niskich obrotach. Rekordowe minima ustanowiły też stawki IRS.

Ministerstwo Finansów podało kalendarz aukcji na 2013. W każdym miesiącu odbędą się 2 aukcje (tylko w sierpniu oraz grudniu po jednej). Dyrektor Departamentu Długu MF, Piotr Marczak, powiedział również, że jeżeli dobre warunki na rynku utrzymają się, to Ministerstwo będzie chciało je wykorzystać do tego, by już na koniec I kw. 2013 mieć pokryte 50% przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych.

Sytuacja w USA w centrum uwagi

Wykres obok przedstawia notowania 10-letnich obligacji w miesiącach grudzień-styczeń dla lat, w których w nowym roku następował wyraźny spadek inflacji (spodziewamy się, że taka sytuacja będzie miała w 2013). Widać, że potencjał do osłabienia długu (także 2- i 5-letniego) był w tych latach ograniczony. Wydaje nam się, że sytuacja w najbliższych tygodniach może przebiegać podobnie jak w scenariuszu z 2004 roku, kiedy po wyraźnym umocnieniu w końcówce grudnia, po Nowym Roku nastąpiła lekka korekta. W 2013 czynnikiem, który ją zapoczątkuje może być ewentualne pozytywne zakończenie rozmów budżetowych w USA. Notowania niemieckich obligacji poruszają się w ślad za cenami amerykańskich akcji i rezultat rozmów w sprawie uniknięcia „klifu fiskalnego” może mieć znaczenie dla wyceny Bundów. Biorąc pod uwagę, iż 4-miesięczna korelacja polskich 10-letnich obligacji z ich niemieckim odpowiednikiem wynosi ok. 60%, czynnik w postaci wzrostu rentowności na długim końcu niemieckiej krzywej rentowności może zainicjować korektę w notowaniach krajowych obligacji 5- i 10-letnich.

Dane z krajowej gospodarki będą naszym zdaniem słabsze niż się tego spodziewa rynek i uważamy, że nie jest to jeszcze w pełni uwzględnione w cenach. Ich publikacje dalej będą wzmacniały oczekiwania na dalsze redukcję stóp przez RPP. Fakt, że inwestorzy z zagranicy są największym posiadaczem krajowego długu jest w naszej ocenie czynnikiem co najmniej stabilizującym wycenę polskich obligacji (krajowy dług stanowi dobrą alternatywę dla obligacji państw Europy Zachodniej w środowisku ultra-niskich stóp procentowych za granicą). Z tego powodu, potencjał do ewentualnego osłabienia długu jest ograniczony.

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