

# Tygodnik ekonomiczny

7 – 13 stycznia 2013

Rynki finansowe powitały Nowy Rok w dość optymistycznych nastrojach, głównie pod wpływem informacji o tym, że amerykański parlament przyjął porozumienie w sprawie zmian podatkowych, co oddaliło ryzyko zsunęcia się gospodarki USA w otchłań klifu fiskalnego. Entuzjazm inwestorów dość szybko jednak zaczął stygnąć, ponieważ zdali sobie oni sprawę z tego, że problemy budżetowe w USA nie zostały do końca rozstrzygnięte – Izba Reprezentantów i Senat muszą jeszcze w najbliższym czasie zdecydować o zmianach po stronie wydatkowej i podnieść limit zadłużenia, a o porozumienie w tych kwestiach może być znacznie trudniej niż w sprawach podatkowych. Niekorzystnie na nastroje wpłynęły też słabe dane o aktywności w przemyśle strefy euro, a pod koniec tygodnia rynki dodatkowo zmroziła jastrzębia wymowa sprawozdania z posiedzenia Fed, z której wynikało, że część jego członków rozważa zakończenie programu ilościowego łagodzenia polityki jeszcze w tym roku. Nieco lepsze od prognoz dane o zatrudnieniu w USA nie wzbudziły optymizmu, ponieważ jeszcze bardziej zmniejszyły szanse na dalsze zwiększenie skali ekspansji monetarnej ze strony banku centralnego. Zmiany nastrojów na rynkach globalnych skutkowały osłabieniem złotego i przeceną krajowych obligacji na początku roku. Pewien wpływ na krajową walutę mogły mieć też dane, wskazujące na wyraźny wzrost deficytu obrotów bieżących, zadłużenia zagranicznego i ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski w III kwartale.

W tym tygodniu uwaga inwestorów będzie skierowana na banki centralne w Europie. Trzecia z rzędu obniżka stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej wydaje się przesądzona. Zakładamy, że będzie to kolejny (zbyt) ostrożny ruch o 25pb, chociaż szanse na mocniejsze cięcie wzrosły ze względu na kolejne słabe dane makro i rosnące prawdopodobieństwo szybkiego spadku inflacji w najbliższych miesiącach. Jak wynika z informacji NBP, już w listopadzie do obniżki o 50 pb brakowało tylko jednego głosu. Z drugiej strony, w grudniu również nie udało się przełamać redukcji głębszej niż o 25 pb, choć pod głosowanie poddano nawet wniosek o 150-punktową obniżkę. Spodziewamy się pozostawienia w komunikacie RPP otwartej furtki dla dalszych obniżek stóp w kolejnych miesiącach, chociaż w lutym nie jest wykluczona przerwa w łagodzeniu polityki pieniężnej, w oczekiwaniu na wyniki kolejnej projekcji inflacji i PKB, które będą dostępne w marcu. EBC i Bank Anglii pozostawią stopy bez zmian.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (7 stycznia)</b>							
10:30	EZ	Indeks Sentix	I	pkt	-15,0	-	-16,8
11:00	PL	Przetarg 20-tyg. bonów skarbowych					
<b>WTOREK (8 stycznia)</b>							
8:00	DE	Eksport	XI	% m/m	-0,5	-	0,3
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	XI	% m/m	0,3	-	-1,2
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	XI	% m/m	-1,4	-	3,9
<b>ŚRODA (9 stycznia)</b>							
	PL	Decyzja RPP		%	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,25</b>
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	XI	% m/m	1,0	-	-2,6
<b>CZWARTEK (10 stycznia)</b>							
13:00	GB	Decyzja BoE		%	-	-	0,50
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	-	-	0,75
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	365	-	372
<b>PIĄTEK (11 stycznia)</b>							
4:00	CN	CPI	XII	% r/r	-	-	2,0
14:30	US	Bilans handlowy	XI	mld \$	-41,5	-	-42,2

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

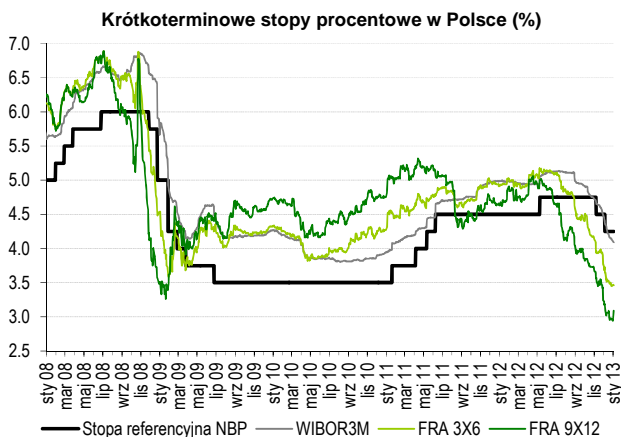
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luziński** Analityk

22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Obniżka o 25 pb pewna

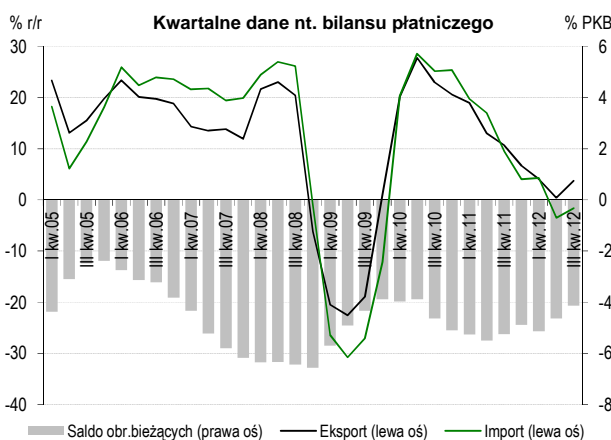


▪ W tym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzję o stopach procentowych.

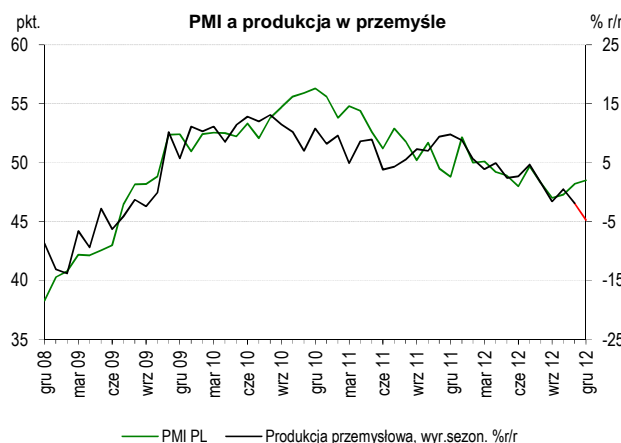
▪ Spodziewamy się obniżki stopy referencyjnej o 25 pb (do 4,00%) i wszyscy analitycy rynkowi (wg ankiet Parkietu i agencji Reutera) są z nami zgodni. Uważamy, że obniżka w styczniu jest przesądzona, o jej konieczności pewien jest nawet A. Głapiński, który dotychczas głosował przeciw obniżkom (przynajmniej do listopada).

▪ Wyniki głosowania listopadowego (szczegóły poniżej) pokazują, że w Radzie wytworzyła się już znacząca grupa popierająca obniżki głębsze niż 25 pb. Nie udało jej się przeforsować mocniejszych ruchów w listopadzie oraz grudniu i naszym zdaniem podobnie będzie w styczniu. Niemniej, uważamy, że istnieje istotne ryzyko, że Rada może zdecydować się na bardziej zdecydowane cięcie stóp w styczniu.

## Ostatni tydzień w gospodarce – PMI nieznacznie odbija, deficyt obrotów bieżących głębszy



▪ Deficyt obrotów bieżących w III kwartale 2012 r. wyniósł 3,7 mld € i był o blisko 1 mld € wyższy niż wynikało z wcześniej publikowanych danych miesięcznych. W wyniku rewizji danych pogorszyły się salda wszystkich składowych rachunku obrotów bieżących: saldo wymiany towarów (o ponad 200 mln €, głównie za sprawą korekty w dół wartości eksportu), saldo usług i dochodów (o ponad 300 mln € każde) oraz transferów bieżących (o ok. 60 mln €). Warto przy tym zauważyć, że III kwartał 2012 był pierwszym, od kiedy dostępne są porównywalne dane statystyczne (tj. od początku 2000 r.), w którym łączne saldo towarów i usług było na plusie (wynosząc 722 mln € wobec -102 mln € w II kwartale i -1 mld € w I kwartale). Skumulowany 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących na koniec III kwartału wyniósł po rewizji 4,1% w relacji do PKB (przed zmianą 3,9%).



▪ Indeks PMI dla polskiego przemysłu wzrósł w grudniu do 48,5 pkt z 48,2 w listopadzie. Indeks już dziewięć miesięcy z rzędu pozostał poniżej 50 pkt, co oznacza spadek aktywności w krajowym przemyśle. Z drugiej strony, znalazł się na najwyższym poziomie od lipca 2012, do czego w największym stopniu przyczyniło się mniejsze osłabienie w produkcji i najmniejszy od lipca spadek liczby nowych zamówień. Potwierdzeniem wyraźnego pogarszania się sytuacji na rynku pracy był czwarty z rzędu spadek zatrudnienia (najdłuższy taki okres od ponad 2,5 roku).

▪ Odbicie zostało zanotowane także przez subindeks nowych zamówień eksportowych, jednak również on utrzymuje się poniżej granicy 50 pkt, a w ciągu ostatnich 19 miesięcy tylko raz był powyżej. Poza spowolnieniem za granicą, polscy eksporterzy mocno odczuwają także rosnącą konkurencję z Chin i sąsiednich krajów europejskich.

## Cytat tygodnia – Prezes Belka w mniejszości popierającej obniżkę o 50 pb

**Elżbieta Chojna-Duch, członek RPP, PAP, 31.12**

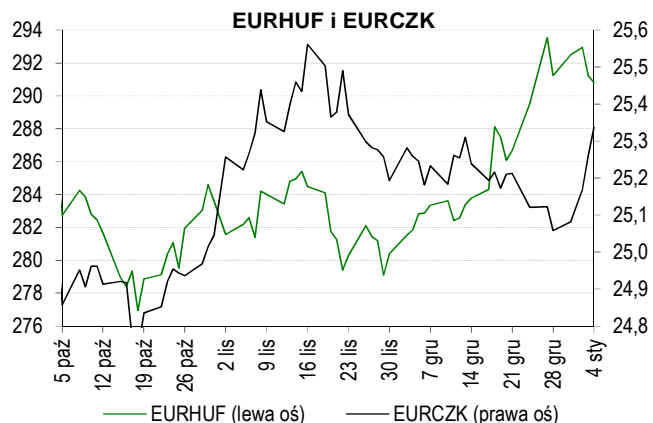
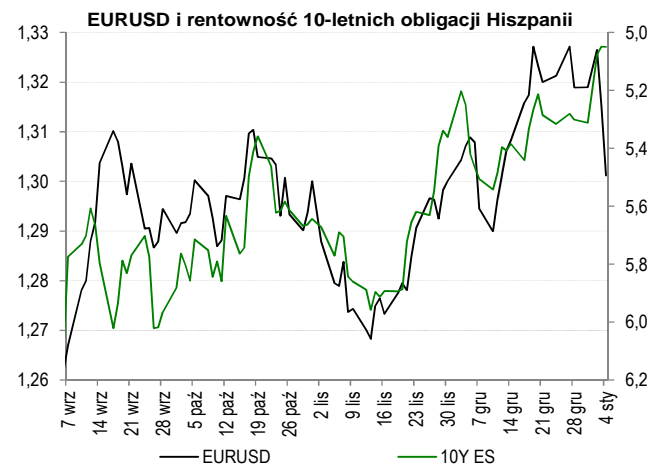
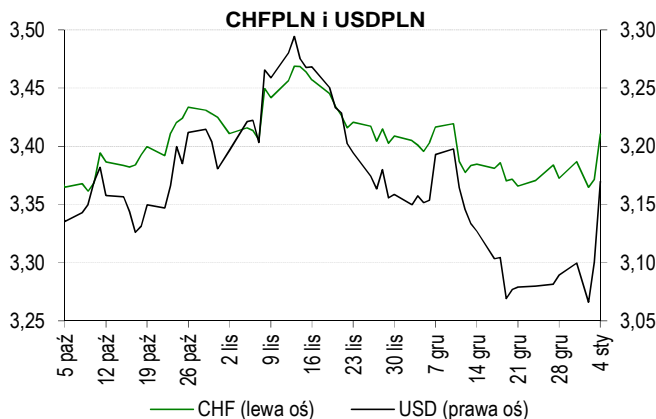
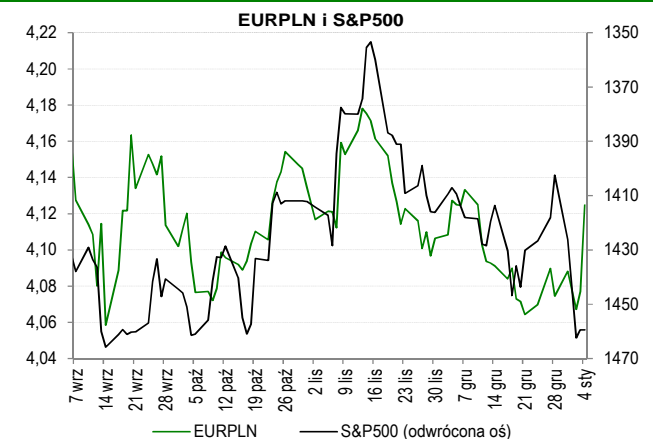
Decyzja o głębszym cięciu stóp byłaby zasadna (...) natomiast stanowiłoby to pewne wybiecie z cyklu. Cykl jest łagodniejszy, decyzje są na poziomie 25 pb. Mogę poprzeć wniosek o obniżkę [w styczniu], ale nie jest to deklaracja.

**Jan Winięcki, członek RPP, PAP, 31.12**

Nie widzę większego pola w tym zakresie [obniżek stóp]. (...) Widzę niewielką przestrzeń w perspektywie przyszłego roku. (...) Powiedziałem, że [spadkowy trend inflacji] nie jest trwały i w dalszym ciągu trzymam się tego.

NBP opublikował szczegółowe wyniki głosowań RPP w listopadzie. Przeciw obniżce stóp o 25 pb głosowało troje członków: Gilowska, Głapiński i Kaźmierczak. Natomiast obniżkę o 50 pb poparło aż czworo: Belka, Bratkowski, Chojna-Duch i Zielińska-Głębocza, zatem do przyjęcia wniosku brakowało tylko jednego głosu. Prezes NBP już drugi raz z rzędu został przegłosowany, co pokazuje, że nie ma on decydującego wpływu na większość w Radzie. Wprawdzie wypowiedź Chojny-Duch wydaje się być sceptyczna co do mocniejszych obniżek stóp a nawet obniżek w ogóle, ale zapewne wcale nie przestanie ona popierać mocniejszej redukcji stóp. Natomiast Winięcki nie widzi dużego pola do obniżek, gdyż nie wierzy w trwałość spadku inflacji. Naszym zdaniem on i Rzońca mogą wkrótce wycofać swoje poparcie dla łagodzenia polityki pieniężnej, ale, gdy inflacja jeszcze mocniej spadnie a gospodarka jeszcze mocniej spowolni, wśród zwolenników obniżek zastąpić może ich ktoś inny (np. Kaźmierczak).

## Rynek walutowy – Złoty pod wpływem globalnych nastrojów



### Slaby początek roku w wykonaniu złotego

▪ Kurs EURPLN oscylował w ostatnim tygodniu ubiegłego roku w przedziale 4,06-4,12, największy wpływ na złotego miały doniesienia z USA i zmiany oczekiwań inwestorów związanych z szansami na uniknięcie zacieśnienia polityki fiskalnej w tym kraju na początku 2013. Pierwsze dni tego roku przyniosły osłabienie złotego do 4,12 za euro wskutek spadku optymizmu związanego z wydarzeniami w USA.

▪ Warto przypomnieć, że kilka pierwszych dni 2012 było tylko nieco gorszych w wykonaniu złotego – stracił on wtedy 1,4% do euro oraz 3,1% do dolara. Wzrosty do ok. 4,13 dla EURPLN i 3,17 dla USDPLN na początku 2013 oznaczają stratę 1,3% do euro i 2,9% do dolara. Na samym początku ubiegłego roku nastroje były bardzo słabe, ale w wyniku kilku pozytywnych niespodzianek w postaci danych i udanych aukcji obligacji na peryferiach strefy euro szybko nastąpił wzrost optymizmu. Obecnie na rynku też utrzymuje się niepewność (odnośnie głębokości spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce czy budżetu USA), choć poziom pesymizmu jest wyraźnie mniejszy niż przed rokiem. Fakt, że ostatnie dane z USA były lepsze od prognoz, a na peryferiach strefy euro rentowności spadają daje nadzieję na to, że tym razem nastroje też wkrótce się poprawią. Jeżeli nastroje rynkowe faktycznie poprawią się lub chociaż ustabilizują się, to potencjał do deprecjacji złotego związany z oczekiwanymi obniżkami stóp NBP (zapowiedź dalszych cięć już w tym tygodniu pojawi się zapewne ponownie w komunikacie z posiedzenia RPP) może być ograniczony. O tym, że notowania złotego wyraźnie zależą od globalnych nastrojów pokazuje 4-miesięczna korelacja EURPLN z S&P500 wynosząca ok. -50% czy z EURUSD ok. -70% (szczególnie ważne z powodu zaplanowanych na najbliższy tydzień aukcji obligacji Włoch i Hiszpanii). Istotne poziomy dla EURPLN to 4,05 i 4,14.

### Euro tylko na chwilę zyskuje do dolara

▪ EURUSD był stosunkowo stabilny w ostatnich dniach 2012. Niepewność w związku z trwającymi negocjacjami w sprawie uniknięcia klifu fiskalnego sprawiły, że kurs wahał się tylko nieco poniżej najwyższego poziomu od początku czerwca 2012 (ok. 1,33). Pierwsze dni 2013 przyniosły osłabienie euro do dolara w wyniku spadku optymizmu związanego z budżetem USA i rozważaniem przez niektórych członków Fed zakończenia QE3 w tym roku.

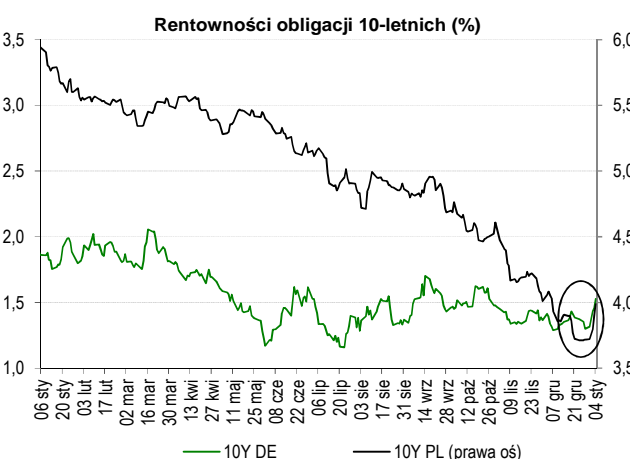
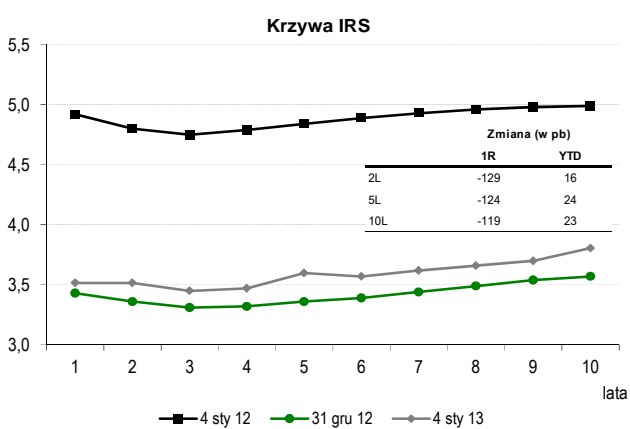
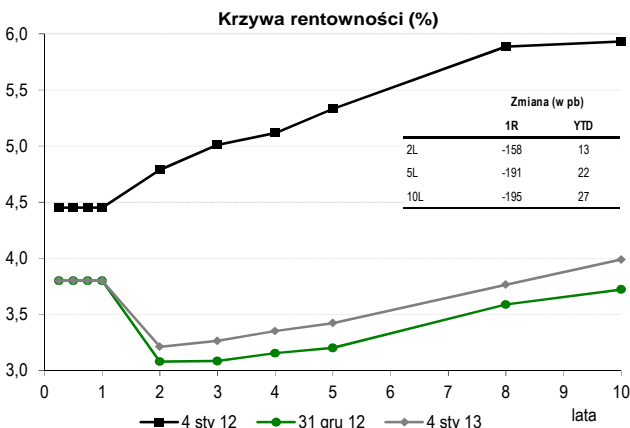
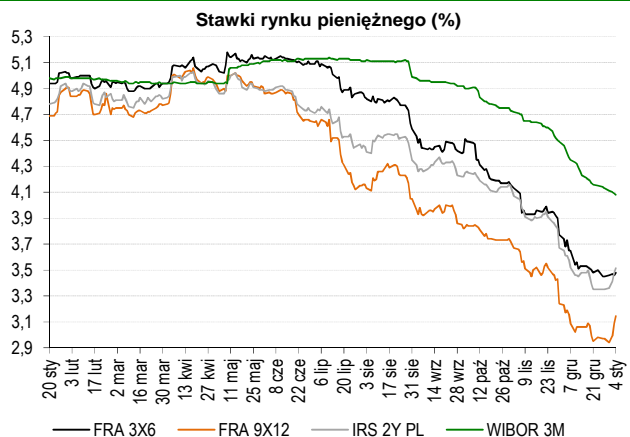
▪ Początek roku był bardzo udany dla obligacji państw z peryferii strefy euro (rentowności 10-letniego długu Hiszpanii i Włoch spadły o kolejne ok. 20 pb, do 4,30 dla Włoch i 5,05 dla Hiszpanii) więc duży wpływ na EURUSD mogą mieć w tym tygodniu wyniki aukcji obligacji tych państw. Korelacja EURUSD z rentownością 10-letnich obligacji Hiszpanii jest blisko -80% i wielkość popytu zgłoszonego na aukcji po umocnieniu obligacji z początku roku może nadać kierunek EURUSD na najbliższe dni.

### Korona pod presją interwencji banku centralnego

▪ Czeska korona zaczęła nowy rok od sporego osłabienia do euro. EURCZK wzrósł z 25,02 do 25,3 w trakcie trzech pierwszych sesji 2013. Korona była pod negatywną presją danych o PMI dla czeskiego przemysłu (który znalazł się w grudniu na najniższym poziomie od 3,5 roku), które z kolei wzmocniły oczekiwania na interwencje tamtejszego banku centralnego zmierzającego do osłabienia krajowej waluty.

▪ W przypadku EURHUF zaszyły mniejsze zmiany, forint w pierwszych dniach 2013 odrobił część strat poniesionych do euro od grudnia 2012.

Rynek stopy procentowej – Korekta na rynku długu, RPP w centrum uwagi



WIBOR-y coraz niższe

▪ Koniec 2012 r., ale również pierwszy tydzień nowego roku przyniosły dalszy stopniowy spadek stawek WIBOR. Warto zwrócić uwagę, że roczny WIBOR na zamknięcie starego roku spadł poniżej 4,0%. Co więcej, spadek stawek WIBOR od momentu opublikowania danych o PKB za II kw., czyli od końca sierpnia do końca roku wyniósł od 69 pb dla miesięcznej stawki do 114 pb dla rocznej, w tym WIBOR 3M obniżył się o 100 pb wobec redukcji oficjalnych stóp NBP o 50 pb.

▪ Koniec 2012 r. przyniósł stabilizację stawek FRA przy niskich obrotach. Korekta na rynku długu wygenerowała impuls do wzrostu kwotowań kontraktów FRA w pierwszym tygodniu 2013. FRA 9x12 wzrosło powyżej 3%, po raz pierwszy od połowy grudnia. Ta przecena spowodowała zmianę oczekiwań rynkowych odnośnie skali spadku WIBOR – po raz pierwszy od końca listopada rynek oczekuje spadku 3-miesięcznego WIBOR-u w horyzoncie 6 miesięcy o mniej niż 100 pb.

Korekta po silnym umocnieniu ...

▪ Tak jak oczekiwaliśmy, początek nowego roku przyniósł korektę na rynku stopy procentowej. Najbardziej na wartości tracił środek i długi koniec krzywej obligacji - rentowności wzrosły odpowiednio o 22pb dla 5L i o 27 pb dla 10L. Był to efekt osłabienia bezpiecznych aktywów (m.in. rentowność niemieckiej 10-latki wzrosła do 1,46% z 1,32% na koniec 2012, najwyższego poziomu od końca października 2012) po osiągnięciu porozumienia (częściowego) odnośnie klifu fiskalnego w USA. Wyniki krajowej aukcji obligacji DS1023 i WS0429 dały również impuls do kontynuacji spadku cen. Papiery te uplasowano po wyższych rentownościach niż na rynku wtórnym (odpowiednio 3,847% i 3,896%), przy popycie nie przekraczającym górnego limitu oferty. Rentowność 2-latki wzrosła 13 pb; krótki koniec krzywej wciąż pozostaje pod wpływem oczekiwań na kolejne obniżki stóp.

▪ Ministerstwo Finansów opublikowało plany podażowe na I kw. 2013. Resort planuje pozyskać 25-35 mld zł ze sprzedaży obligacji hurtowych na 5-6 aukcjach. Wysokość styczniowej oferty (po uwzględnieniu wyników czwartkowej aukcji 35-39% planowanej podaży ogółem w I kw.) nie jest zaskoczeniem biorąc pod uwagę sytuację płynnościową. W styczniu na rynek wpłynie ok. 10 mld zł z wykupu OK0113 i ok. 2,5 mld zł z płatności odsetkowych od obligacji WZ (25.01).

... czy komunikat RPP to zmieni?

▪ W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem będzie posiedzenie RPP. Obniżka stóp jest właściwie przesądzona, a w związku z tym uwaga skoncentruje się na komunikacie i konferencji Rady. Kluczowe dla rynku będzie czy Rada zdecyduje się zasugerować przerwę w cyklu w oczekiwaniu na marcową projekcję inflacji i PKB. Jeśli to zostanie potwierdzone nie można wykluczyć dalszej presji na wzrost rentowności wzdłuż krzywej. W naszej ocenie o skali ruchu powrotnego w dół rentowności zadecydują więc napływające dane makroekonomiczne (m.in. inflacja, produkcja). W przypadku rynku pieniężnego spodziewamy się kontynuacji spadku stawek WIBOR.

▪ Jak już wielokrotnie wspominaliśmy istnieje silna zależność krajowej 10-latki od niemieckiej obligacji o tym samym terminie do wykupu. Dalsza przecena bezpiecznych aktywów będzie generowała dodatkową presję na wzrost rentowności na długim końcu krzywej. Będzie to skutkowało dalszym stromieniem się krzywej, co jest obowiązującą tendencją na rynkach globalnych.

---

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