

TYGODNIK EKONOMICZNY

11 – 17 listopada 2013

Banki centralne dostarczyły inwestorom kilku niespodzianek w ubiegłym tygodniu: RPP wydłużyła deklarowany okres stabilizacji stóp do połowy 2014 r., EBC obniżył główną stopę do 0,25%, a Bank Czech interweniował na rynku walutowym. Ewidentnie era ultra-luźnej polityki pieniężnej na świecie trwa w najlepsze. Decyzje banków centralnych dały impuls do osłabienia walut, głównie euro i czeskiej korony, podczas gdy złoty w relacji do euro pozostał w wąskim przedziale wahań. Natomiast rynki obligacji zyskały, choć po lepszych od oczekiwań danych z rynku pracy USA nastąpiła realizacja zysków.

Ten tydzień, chociaż krótszy z powodu dnia wolnego w Polsce i w USA, będzie obfitował w ważne informacje. W kraju, obok publikacji nowego *Raportu o inflacji*, pojawi się zestaw kluczowych danych, z których na pierwszym planie będzie inflacja za październik i pierwszy szacunek PKB za III kw. Naszym zdaniem zarówno dane o bilansie płatniczym (przyspieszenie eksportu, znaczna nadwyżka handlowa), jak i PKB (wyraźne przyspieszenie wzrostu), powinny być lekko pozytywne dla krajowej waluty. Z kolei nieco niższa inflacja będzie neutralizować wpływ tych danych na rynek stopy procentowej.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W- WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (11 listopada)							
	PL	Święto Niepodległości					
9:00	CZ	CPI	X	% r/r	0,9	-	1,0
WTOREK (12 listopada)							
9:00	HU	CPI	X	% r/r	1,4	-	1,4
10:00	PL	Publikacja Raportu o Inflacji					
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IX	mln €	-762	-694	-719
14:00	PL	Eksport	IX	mln €	13 648	13 800	12 451
14:00	PL	Import	IX	mln €	13 238	13 100	12 187
ŚRODA (13 listopada)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VIII	% m/m	-0,3	-	1,0
CZWARTEK (14 listopada)							
8:00	DE	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	0,6	-	0,5
9:00	HU	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	0,7	-	0,5
9:00	CZ	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	-0,4	-	-1,3
10:00	PL	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	1,6	1,8	0,8
11:00	EZ	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	-0,3	-	-0,5
14:00	PL	CPI	X	% r/r	1,0	0,9	1,0
14:00	PL	Podaż pieniądza	X	% r/r	5,8	5,8	6,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	330	-	336
PIĄTEK (15 listopada)							
11:00	EZ	HICP	X	% r/r	0,7	-	1,1
14:00	PL	Inflacja bazowa	X	% r/r	1,3	1,3	1,3
15:15	US	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,1	-	0,6

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

ul. Marszałkowska 142. 00-061 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

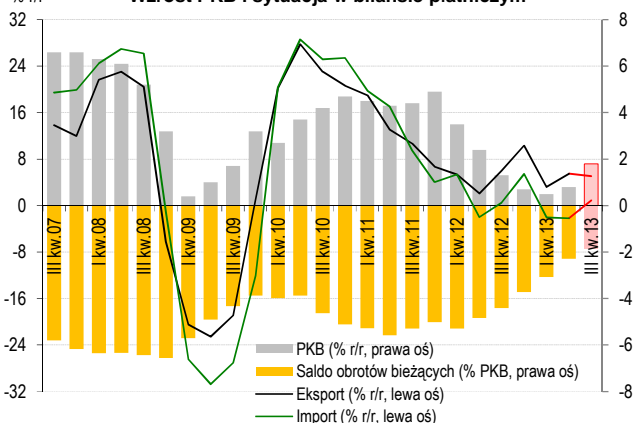
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Krótki tydzień, ale obfityjacy w dane

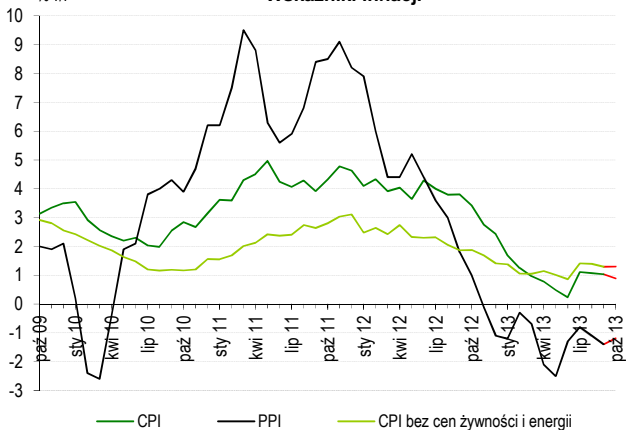
Wzrost PKB i sytuacja w bilansie płatniczym



▪ Skrócony tydzień rozpocznie się od publikacji *Raportu o inflacji* oraz statystyk bilansu płatniczego. Z Raportu dowiemy się m.in. co stoi za tym, że przewidywana przez NBP ścieżka inflacji pozostaje w najbliższych latach na dość niskim poziomie, pomimo zakładanego przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Przypomnijmy, że nasze prognozy zakładają szybszy wzrost CPI w średnim okresie niż wynika z projekcji NBP.

▪ Przewidujemy wyraźną poprawę obrotów handlu zagranicznego we wrześniu (efekt ożywienia popytu zewnętrznego, ale również dni roboczych i niskiej bazy). Mimo przyspieszenia dynamiki eksportu i sporej nadwyżki handlowej we wrześniu (II kwartał zamknie się po raz drugi z rzędu saldem towarów na plusie!), rachunek obrotów bieżących zanotuje deficyt (m.in. z uwagi na niski napływ transferów z UE). Niemniej, w relacji do PKB deficyt obrotów bieżących systematycznie się kurczy, co jest pozytywne dla złotego.

Wskaźniki inflacji



▪ Kluczowym dniem dla krajowego rynku w tym tygodniu będzie czwartek, kiedy GUS opublikuje dane o inflacji za październik i wstępny szacunek PKB za III kwartał. Szacujemy, że wzrost gospodarczy przyspieszył wyraźnie, do 1,8% r/r, wobec 0,5% w I kw. i 0,8% w II kw. br. Konsensus rynkowy jest lekko poniżej i wydaje nam się, że taki odczyt może wzmocnić wiarę inwestorów w ożywienie polskiej gospodarki i wesprzeć złotego.

▪ Stopa inflacji w październiku obniżyła się wg naszych przewidywań do 0,9% r/r, głównie za sprawą niskich cen żywności i taniejących paliw. Inflacja bazowa (publikowana w piątek) pozostała jednak naszym zdaniem bez zmian (1,3%). Dane o inflacji będą ważne dla oczekiwań rynkowych dotyczących perspektyw stóp procentowych NBP. Mediana prognoz zakłada stabilizację CPI na poziomie 1%, dlatego niższy odczyt może być czynnikiem neutralizującym ewentualny wpływ lepszych danych o PKB na rynek stóp procentowych.

Ostatni tydzień w gospodarce – Banki centralne w akcji

Projekcje NBP kolejnych *Raportach o inflacji*

	Wzrost PKB			
	Lis 12	Mar 13	Lip 13	Lis 14
2013	0,5-2,5	0,6-2,0	0,5-1,7	1,0-1,5
2014	1,1-3,5	1,4-3,7	1,2-3,5	2,0-3,9
2015	x	1,9-4,4	1,6-4,2	2,1-4,5
	Inflacja CPI			
	Lis 12	Mar 13	Lip 13	Lis 14
2013	1,8-3,1	1,3-1,9	0,6-1,1	0,9-1,0
2014	0,7-2,4	0,8-2,4	0,4-2,0	1,1-2,2
2015	x	0,7-2,4	0,7-2,4	1,1-2,6

▪ RPP utrzymała stopy procentowe bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami. Jednocześnie, Rada trochę nas zaskoczyła, wydłużając deklarację stabilizacji stóp procentowych co najmniej do końca I półrocza 2014. Nowa projekcja wzrostu PKB jest bardziej optymistyczna (wzrost ok. 3% w 2014 i powyżej 3% w 2015), ale projekcja inflacji jest wciąż niska (poniżej 2% w 2014-15). Naszym zdaniem inflacja będzie rosła szybciej, a RPP rozpocznie podwyżki stóp w III kwartale 2014.

▪ Znacznie większe niespodzianki niż RPP przygotowały banki centralne w strefie euro i w Czechach (pierwszy obniżył stopy, drugi interweniował na rynku walutowym). Wygląda na to, że era ultra-łagodnej polityki pieniężnej trwa w najlepsze.

▪ Indeks PMI dla polskiego przemysłu wzrósł w październiku do 53,4 pkt, minimalnie powyżej naszych oczekiwań i wyraźnie mocniej, niż się spodziewał rynek. Rekordowy wzrost nowych zamówień eksportowych dobrze wróży wynikom produkcji.

Cytat tygodnia – Rekonstrukcja rządu obejmie ministra finansów?

Donald Tusk, Premier, 8.11, PAP

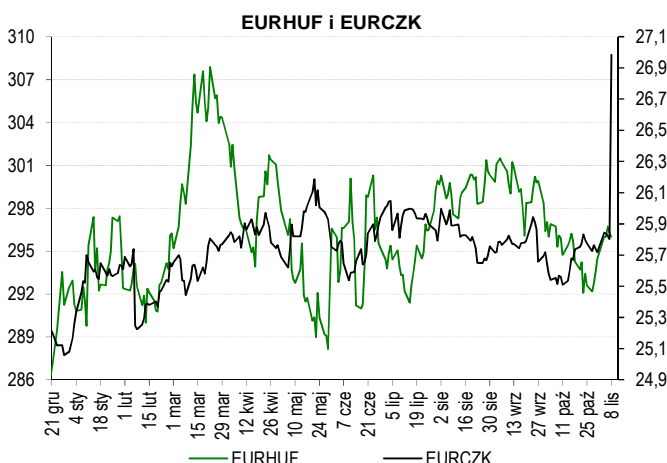
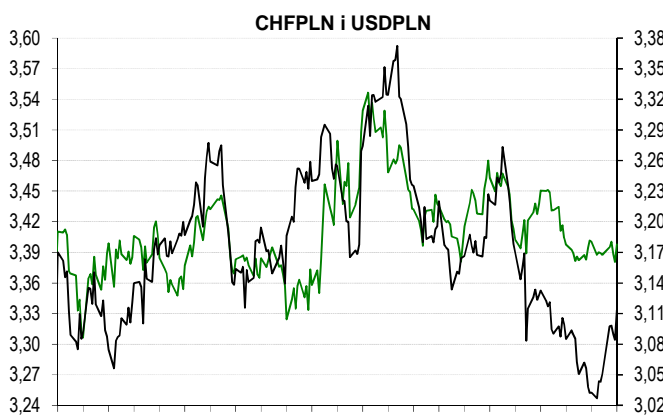
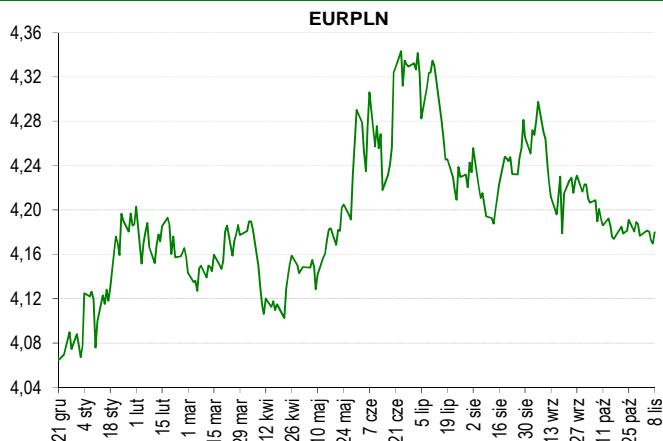
Tak, jak mówiłem miesiąc temu, dwa miesiące temu, pół roku i rok temu - rekonstrukcja będzie w listopadzie tego roku.

Jacek Rostowski, minister finansów, 6.11, Gazeta Wyborcza

Chciałbym, żeby rekonstrukcja była daleko idąca. Powinna powstać nowa ekipa, która pociągnie PO w wyborach do Sejmu w 2015 r. Pokaże program nie tylko na te dwa lata do końca kadencji, ale także na pierwszą połowę następnej kadencji. (...) Nie było roku w ciągu tych sześciu lat, abym nie myślał o odejściu. Ale jakoś jeszcze trwam.

Plotki o dymisji ministra finansów pojawiały się już przynajmniej dwukrotnie w ciągu ostatnich miesięcy. Jak do tej pory okazywały się one nieprawdziwe. Niemniej, zapowiedziana na listopad rekonstrukcja rządu stała się źródłem kolejnych spekulacji na ten temat. Nie wiemy, na ile uzasadnione są te opinie. Potencjalna dymisja Jacka Rostowskiego stanowi jednak pewien czynnik ryzyka dla rynku walutowego w krótkim terminie. Odbiór tej informacji przez rynek finansowy uzależniony będzie m.in. od nazwiska jego następcy. W sytuacji, gdyby pojawił się kandydat mało znany, może to mieć negatywny wpływ na nastawienie inwestorów wobec polskich aktywów.

Rynek walutowy – Spore wahania, ale większe dla euro i korony niż złotego



Podwyższone wahania złotego, ale bez przełomu

W reakcji na zaskakujące decyzje EBC i CNB, kurs EURPLN przetestował w minionym tygodniu zarówno górne, jak i dolne ograniczenie przedziału wahań 4,16-4,20. Chociaż zakres zmian uległ rozszerzeniu w porównaniu do poprzednich dni, to kurs pozostał we wspomnianym pasmie i na rynku nie zaszły żadne przełomowe zmiany.

Podwyższone wahania EURPLN i gwałtowne zmiany na rynku EURUSD miały istotne przełożenie na notowania złotego w relacji do dolara. USDPLN zanotował wzrost z 3,08 do 3,14 – do najwyższego poziomu od końca września.

Za nami dwa tygodnie bogate w bardzo istotne wydarzenia na rynku globalnym (posiedzenie FOMC, decyzja EBC, dane z USA) i w regionie (interwencje CNB). Jednak ani znaczny spadek EURUSD, ani gwałtowny wzrost EURCZK nie zdołały wypchnąć EURPLN z przedziału 4,16-4,20. Ten tydzień będzie bogaty w istotne dane makro z kraju. Nasza prognoza PKB jest blisko konsensusu i wg nas potwierdzenie oczekiwanego odbicia gospodarczego może tylko umiarkowanie wesprzeć złotego. Podobnie jak dane o nieco niższym od prognoz rynkowych deficycie na rachunku obrotów bieżących. Przedział 4,16-4,20 nadal obowiązuje, kolejne wsparcie i opór to 4,14 i 4,24.

Decyzja EBC osłabia euro do dolara

Biorąc pod uwagę maksimum i minimum z minionych dwóch tygodni, EURUSD zanotował największy dwutygodniowy spadek od listopada 2011. Presję na euro wywierały najpierw wstępne dane o inflacji w strefie euro, a następnie nieoczekiwana obniżka stóp przez EBC. W konsekwencji, EURUSD spadł z 1,38 do 1,33. Zniwelował tym samym połowę wzrostu odnotowanego od lipca do października (od 1,275 do 1,382).

Kalendarz publikacji danych makro dla strefy euro oraz USA na nadchodzące dni prezentuje się dość ubogo, jedynie na koniec tygodnia uwagę mogą zwrócić odczyty z rynku pracy i przemysłu. Wypowiadać się będzie wielu członków FOMC, ale żaden z nich nie ma obecnie prawa głosu na posiedzeniach. Wsparcie i opór dla EURUSD to 1,33 i 1,35.

Bank Czech przechodzi od słów do czynów

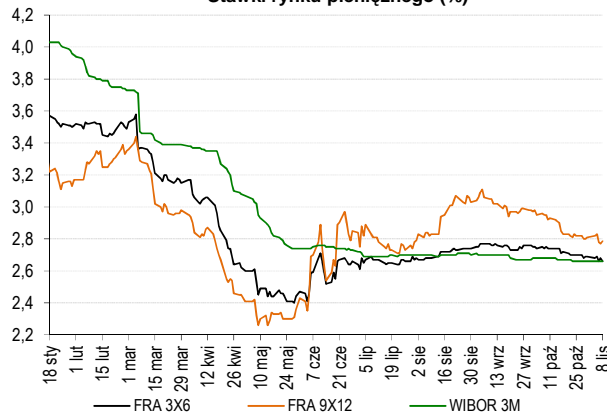
Bank centralny Czech od kilku miesięcy sugerował, że po tym jak obniżył stopy procentowe do 0,05%, może zdecydować się na interwencję na rynku walutowym w celu dalszego poluzowania polityki pieniężnej. Dopiero na listopadowym posiedzeniu udało się jednak zdobyć większość za wnioskiem o podjęcie działań w celu osłabienia korony. CNB poinformował, że jego celem jest przesunięcie kursu EURCZK do 27,0 i chwilę po ogłoszeniu decyzji (oraz na skutek rozpoczętych natychmiast interwencji) kurs niemalże osiągnął ten poziom. Znaczny wzrost EURCZK spowodował, że złoty był najmocniejszy do czeskiej korony od maja 2010.

W notowaniach forinta nie zaszły znaczne zmiany. Rządząca partia Fidesz zaproponowała, aby obowiązujący program pomocy kredytobiorcom rozszerzyć na tych, których są winni więcej niż 20 mln forintów lub zalegają z płatnością rat więcej niż 90 dni (teraz nie są objęci pomocą w spłacie kredytu). W ostatnich dniach sądy na Węgrzech wydały sprzeczne wyroki w procesach pomiędzy bankami a kredytobiorcami, więc tamtejszy rząd zdecydował, że przed zaprezentowaniem swojej propozycji, ureguluje kwestie prawne związane z tym tematem.

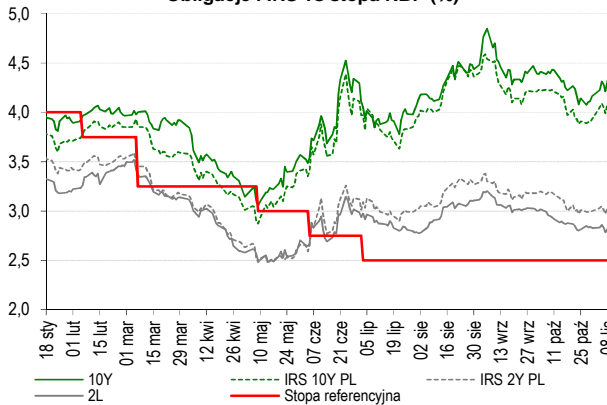
W tym tygodniu poznamy wstępne dane o PKB za III kw. także dla Czech i Węgier. Po ostatniej decyzji CNB, waga odczytu dla naszego sąsiada wydaje się być niewielka. Istotniejsze będą dane dla Węgier (również o inflacji), które mogą wpłynąć na oczekiwania odnośnie dalszych działań tamtejszego banku centralnego. Odczytanie danych jako „gołębic” może mieć negatywny wpływ na forinta.

Rynek stopy procentowej – Realizacja zysków po umocnieniu i danych z USA

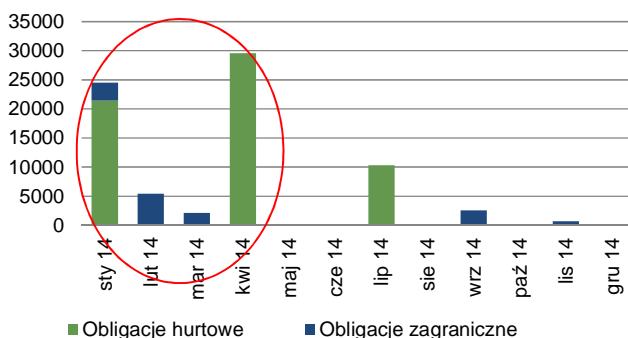
Stawki rynku pieniężnego (%)



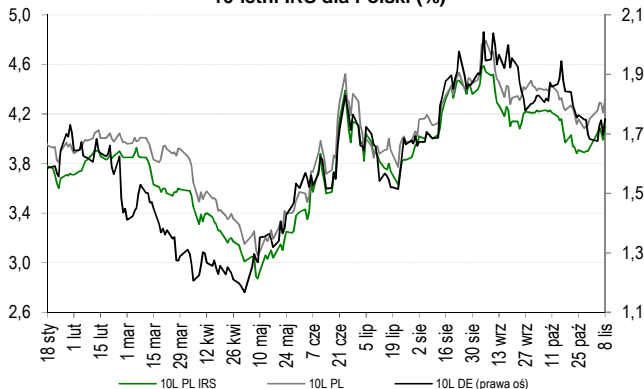
Obligacje i IRS vs stopa NBP (%)



Wykupy rynkowych SPW w 2014 r. (dane na 8 listopada 2013, w mln zł)



Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)



Rynek wycenia pierwszą podwyżkę dopiero za rok

Miniony tydzień nie przyniósł zmian w poziomie stawek WIBOR. Decyzja RPP o wydłużeniu terminu stabilnych stóp procentowych do połowy przyszłego roku miała większe przełożenie na stawki FRA. Tylko w dniu posiedzenia Rady stawki spadły o 1-5 pb, a największe spadki dotyczyły dłuższych terminów. Oczekiwania co do przyszłych działań RPP nie uległy zmianie – pierwsza podwyżka stóp procentowych może mieć miejsce w perspektywie roku (FRA12x15 blisko 3%).

W tym tygodniu kluczowe dla rynku będą odczyty danych o PKB i inflacji (obie publikacje w tym samym dniu - czwartek). Najpierw zobaczymy potwierdzenie dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, a po południu wskaźnik inflacji według naszej prognozy pokaże lekki spadek. Nasza prognoza jest poniżej konsensusu (0,9% r/r wobec oczekiwań na 1% r/r), więc rynek może zareagować nieznacznym spadkiem stawek rynku pieniężnego, w szczególności FRA. Naszym zdaniem jednak, obecna wycena rynku jest zbyt optymistyczna i podwyżki mogą nastąpić wcześniej (III kw. 2014).

Banki centralne wsparły krajowy dług

Początek tygodnia przyniósł osłabienie na rynku długu. Był to efekt nieznacznego pogorszenia nastrojów na rynkach, ale również informacji o podaży SPW na czwartkową aukcję. W kolejnych dniach rynki były wyraźnie pod wpływem działań banków centralnych. Reakcja rynku na decyzję RPP była pozytywna, jednak dość ograniczona. Bardziej wyraźne spadki rentowności i stawek IRS, w szczególności na długim końcu krzywych, nastąpiły po nieoczekiwanej decyzji EBC obniżającej stopy o 25 pb. Koniec tygodnia przyniósł realizację zysków po ostatnich dość znaczących spadkach rentowności / stawek, a także w wyniku lepszego odczytu z rynku pracy USA.

Ministerstwo Finansów może uznać miniony tydzień za bardzo udany pod względem emisji długu. Na krajowym rynku uplasowano obligacje OK0116 o wartości ok. 3,2 mld zł z rentownością 2,983% oraz PS0718 o wartości ok. 4,79 mld zł z rentownością 3,589%. Solidny popyt (łącznie 14,6 mld zł), generowany był głównie przez krajowy sektor pozabankowy, wspierany był m.in. przez niezagospodarowane środki z wykupu DS1013 i płatności odsetkowych. Z sukcesem rząd polski sprzedał na japońskim rynku dwie transze obligacji typu Samurai o łącznej wartości 60 mld JPY. Środki z obu emisji będą przeznaczone na finansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych. Warto przypomnieć, że początek przyszłego roku charakteryzuje się znacznymi wykupami obligacji złotych i walutowych (patrz wykres obok). Warto przypomnieć, że resort finansów do końca roku planuje emisję obligacji denominowanych w USD. Co więcej, resort finansów nie wyklucza „innych niestandardowych projektów”.

Uwaga na krajowe dane

Listopadowa decyzja RPP, a także dane inflacyjne za październik, które poznamy w tym tygodniu (CPI, miary inflacji bazowej) powinny stabilizować krótki koniec krzywych blisko bieżących poziomów (2-letni benchmark w okolicach 2,85%), a 2-letni IRS na poziomie ok. 3%. Instrumenty te pozostaną relatywnie odporne na zmienność nastrojów rynkowych. W ostatnim okresie cieszyły się dużym zainteresowaniem zagranicznych inwestorów.

Większą zmienność, w zależności od napływających danych makro z kraju i za granicę, możemy zobaczyć na środku i długim końcu krzywych. Lepsze od oczekiwań dane z rynku pracy USA spowodowały, że rentowność 10-latk testowała lokalne maximum na 4,30%. Spodziewamy się, że krzywe pozostaną strome, z możliwością dalszego rozszerzenia spreadu 2-5 lat.

W tym tygodniu aukcja odkupu obligacji denominowanych w USD (o terminie zapadalności w styczniu 2014 r.) do 100 mln USD. Wyniki tej aukcji nie wpłyną na nastroje rynkowe.

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 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl