

TYGODNIK EKONOMICZNY

18 – 24 listopada 2013

Tempo wzrostu polskiego PKB przyspieszyło w III kw. mocniej od oczekiwań, a październikowa inflacja zaskoczyła w dół. Dane o PKB miały pewien pozytywny wpływ na złotego, a o inflacji na IRS i dług. Nasze oceny perspektyw gospodarki i oczekiwania dot. polityki pieniężnej nie zmieniły się – wzrost PKB będzie stopniowo przyspieszać, a inflacja lekko rosnać. W efekcie, do połowy 2014 stopy pozostaną bez zmian, jak zadeklarowała RPP, ale w III kw. możliwa jest pierwsza podwyżka.

W trakcie tego tygodnia, przy różnego rodzaju okazjach, wypowiadać się będzie aż 10 członków FOMC, z czego aż 8 takich, którzy mają obecnie prawo głosu. Oprócz wielu istotnych danych z amerykańskiej gospodarki, nie powinno więc też zabraknąć sugestii nt. przyszłych działań Fed i czasu, w którym mogą mieć miejsce. Na krajowym rynku stopy procentowej ścierać się natomiast będą dwie siły – gołębia retoryka RPP i jastrzębie dane z przemysłu. W zeszłym tygodniu dane o PKB pozytywnie zaskoczyły i odczyt o produkcji może również pozytywnie wpłynąć na złotego.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W- WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (18 listopada)							
Brak publikacji ważnych danych							
WTOREK (19 listopada)							
11:00	DE	Indeks ZEW	XI	pkt	30,8	-	29,7
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	X	% r/r	2,9	2,8	3,6
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	X	% r/r	-0,2	-0,3	-0,3
ŚRODA (20 listopada)							
11:00	PL	Aukcja zamiany obligacji					
14:30	US	CPI	X	% m/m	0,0	-	0,2
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	X	% m/m	0,1	-	0,4
16:00	US	Sprzedaż domów	X	mln	5,16	-	5,29
20:00	US	Minutes FOMC					
CZWARTEK (21 listopada)							
2:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	XI	pkt	50,8	-	50,9
9:28	DE	Wstępny PMI – przemysł	XI	pkt	51,9	-	51,7
9:58	EZ	Wstępny PMI – przemysł	XI	pkt	51,5	-	51,3
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	4,4	6,6	6,1
14:00	PL	Produkcja budowlana	X	% r/r	-5,5	-4,7	-4,8
14:00	PL	PPI	X	% r/r	-1,2	-1,2	-1,4
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	339
16:00	US	Indeks Philly Fed	XI	pkt	15,0	-	19,8
PIĄTEK (22 listopada)							
8:00	DE	PKB	III kw.	% r/r	0,6	-	
10:00	DE	Indeks Ifo	XI	pkt	107,7	-	107,4

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

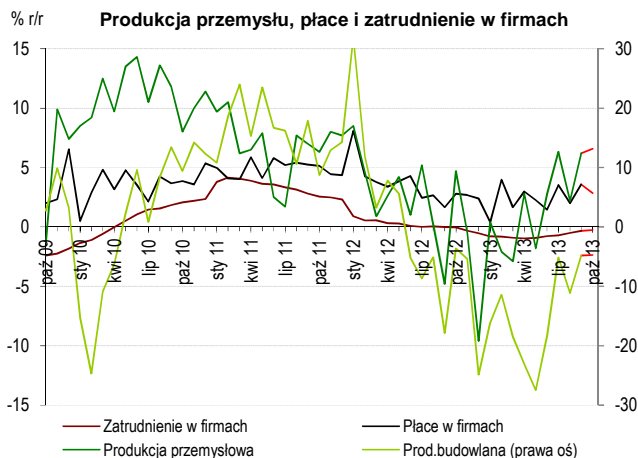
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

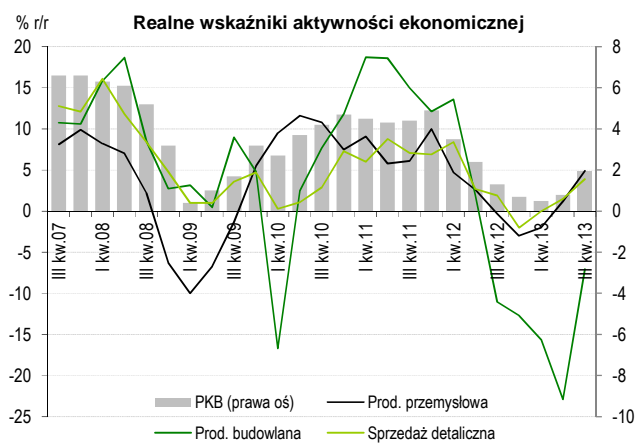
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Kolejne sygnały ożywienia?

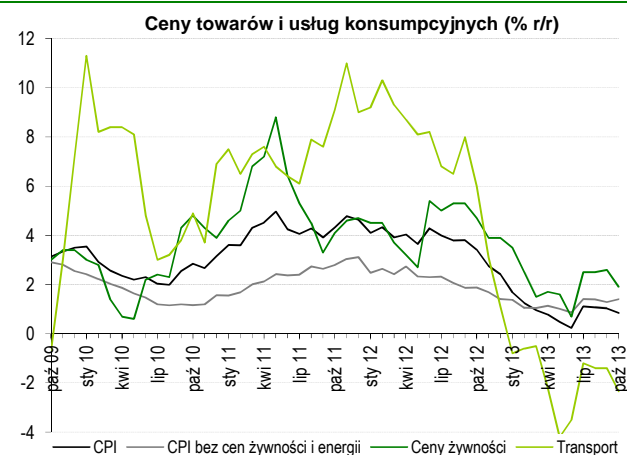


- Spodziewamy się w tym tygodniu kolejnej porcji danych, potwierdzających, że w IV kwartale kondycja polskiej gospodarki nadal się poprawia. Zatrudnienie wg naszych prognoz zanotowało lekki wzrost w ujęciu miesięcznym, piąty raz z rzędu. Dynamika płac wprawdzie się obniżyła, ale głównie za sprawą przejściowego efektu wysokiej bazy.
- Badanie koniunktury GUS oraz indeks PMI sugerują kolejny mocny wzrost produkcji w polskim przemyśle. Spodziewamy się więc mocnego odczytu, wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego. Również w przypadku produkcji budowlano-montażowej jesteśmy bardziej optymistyczni niż rynek.
- Podobnie jak w ub.tyg. obok mocnych danych o aktywności zobaczymy zapewne niskie dane o inflacji (PPI poniżej zera).
- Ciekawe mogą być minutes z posiedzenia RPP, na którym Rada wydłużyła forward guidance do połowy 2014 r. – mogą pokazać jakie argumenty przekonały RPP do tej decyzji.

Ostatni tydzień w gospodarce – Gospodarka przyspiesza, inflacja pod kontrolą



- Wzrost PKB przyspieszył w III kwartale br. do 1,9% r/r, przekraczając oczekiwania i potwierdzając, że ożywienie krajowej gospodarki nabiera siły. Szczegółowa struktura wzrostu nie jest jeszcze znana, ale wg przedstawicieli GUS pozytywny wpływ na dane miało spożycie indywidualne i następuje stopniowa poprawa nakładów brutto na środki trwałe.
- Deficyt obrotów bieżących we wrześniu wyniósł 1024 mln € i był większy od prognoz, choć mniejszy niż przed rokiem (w efekcie relacja 12-mies. deficytu do PKB spadła po III kw. do 2%, najniższej od kiedy są porównywalne dane, tj. 2001 r.). Na rachunku obrotów towarowych zanotowano rekordową nadwyżkę (prawie 700 mln €), a tempo wzrostu eksportu przyspieszyło do 8,1% r/r, wciąż wyraźnie wyprzedzając dynamikę importu (3,2% r/r). Naszym zdaniem dane potwierdzają ożywienie polskiej gospodarki, w którym nadal dominującą rolę odgrywa eksport, ale stopniowo zaczyna przyspieszać również popyt krajowy.



- Stopa inflacji obniżyła się w październiku do 0,8% r/r, bardziej od prognoz. Spadek wynikał jednak głównie z niskich cen żywności, podczas gdy inne kategorie zaskoczyły raczej na plus, w wyniku czego inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii lekko wzrosła do 1,4% r/r (oczekiwano stabilizacji). Podtrzymujemy prognozę powolnego wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach, do ponad 2% w II połowie 2014 r.
- Wstępne dane nt. podaży pieniądza pokazały lekkie spowolnienie wzrostu depozytów i kredytów w październiku. W szczególności, roczna dynamika kredytów dla firm, po lekkim ożywieniu w połowie roku, powróciła na początku IV kw. w okolice zera. Wzrost kredytów dla gospodarstw domowych obniżył się do 3,8% r/r. Do pewnego stopnia wynikało to jednak z umocnienia złotego wobec walut obcych, które nastąpiło w październiku.

Cytat tygodnia – Polska powinna zlikwidować nadmierny deficyt do 2015 r.

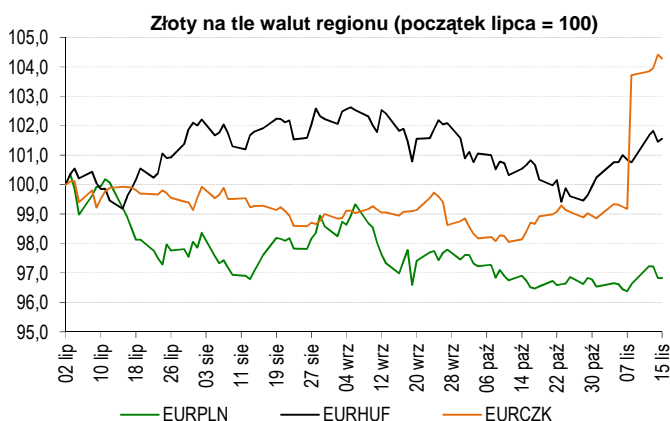
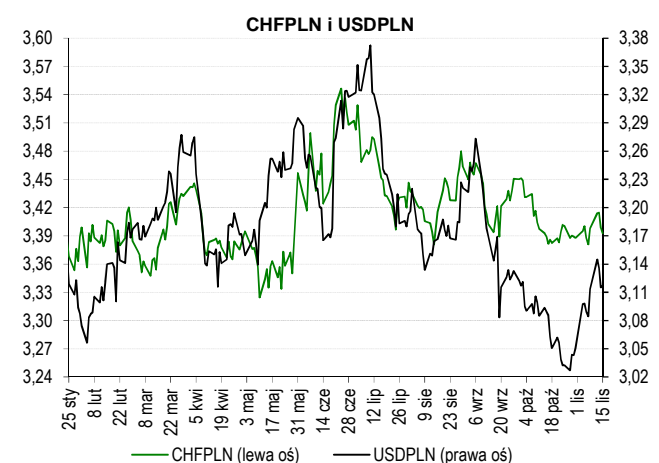
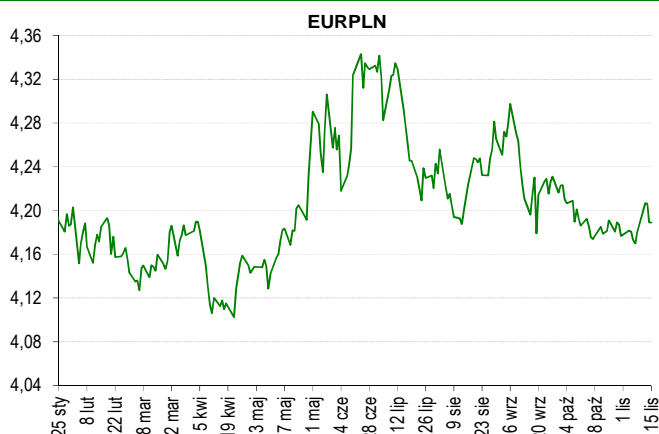
Komisja Europejska, Rekomendacja w sprawie procedury nadmiernego deficytu, 15.11

Polska powinna zlikwidować nadmierny deficyt do 2015 r. w sposób wiarygodny i trwały.

Polska powinna osiągnąć docelową wartość deficytu nominalnego na poziomie 4,8% PKB w 2013 r., 3,9% PKB w 2014 r. i 2,8% PKB w 2015 r. (z wyłączeniem skutków transferu aktywów w ramach reformy systemu emerytalnego). Odpowiada to poprawie salda strukturalnego o 1% PKB w 2014 r. i o 1,2% PKB w 2015 r., biorąc za podstawę prognozę Komisji z jesieni 2013 r.

Według najnowszej prognozy Komisji Europejskiej, wynik sektora finansów publicznych w Polsce jest spodziewany na poziomie -4,8% PKB w 2013 r., +4,6% w 2014 r. oraz -3,3% 2015 r. Po skorygowaniu o efekt zmian w OFE, wartości w latach 2014-2015 wyniosą odpowiednio -4,2% i -3,9%. Zdaniem KE Polska powinna obniżyć deficyt w szybszym tempie (do odpowiednio -3,9% i -2,8%), aby mogła opuścić procedurę nadmiernego deficytu w 2015 r. Naszym zdaniem mało prawdopodobne jest, aby w 2015 r. doszło do tak znaczącej konsolidacji fiskalnej, szczególnie biorąc pod uwagę, że jest to rok wyborczy (rząd oficjalnie spodziewa się deficytu w wysokości 3,6% PKB).

Rynek walutowy – Pod silnym wpływem nadchodzących danych z USA



Dane makro wsparły złotego

Miniony tydzień przyniósł stopniowe umocnienie złotego w relacji do głównych walut, po dość znaczącym osłabieniu w poniedziałek, kiedy krajowy rynek był zamknięty (EURPLN wzrósł na chwilę w okolice 4,22). Wsparciem dla polskiej waluty okazały się dane makroekonomiczne (przede wszystkim lepszy od oczekiwań odczyt PKB za III kw.), ale również gołębie sygnały płynące z Fed. W konsekwencji kurs EURPLN ponownie powrócił poniżej 4,20, pozostając jednak nieco powyżej lokalnego minimum w okolicach 4,175.

Zdecydowanie więcej działa się na rynku USDPLN. W poniedziałek kurs USDPLN wzrósł na chwilę powyżej 3,15 w wyniku spadku kursu EURUSD. W kolejnych dniach złoty stopniowo zyskiwał w relacji do amerykańskiej waluty, pozostając jednak powyżej 3,10 (ten poziom był testowany po słabszych danych o produkcji w USA). Złoty nieznacznie umocnił się również w relacji do CHF (o 0,2% w skali tygodnia), podczas gdy w relacji do GBP pozostał relatywnie stabilny.

W tym tygodniu kolejny zestaw danych makro z gospodarki realnej. Powinny one potwierdzić mocne otwarcie IV kw., wskazując na kontynuację i lekkie przyspieszenie ożywienia gospodarczego. Dane te powinny więc dać kolejny impuls do aprecjacji krajowej waluty. Obecnie krótkoterminowe wsparcie dla EURPLN znajduje się na 4,175 (kolejne, dużo ważniejsze na 4,15), a opór na 4,227.

Euro silnie zależne od danych z USA

Miniony tydzień przyniósł odreagowanie silnego spadku EURUSD, jaki nastąpił po znacznie lepszych od oczekiwań danych z rynku pracy USA za październik. Kurs powrócił powyżej 1,34, wspierany przede wszystkim komentarzem przyszłej prezesa Fed przed senacką Komisją Budżetową, który odsunął na dalszy plan dane o aktywności gospodarczej w Europie. Janet Yellen powiedziała, że amerykańska gospodarka musi przyspieszyć, by można było zaostrzać politykę pieniężną. Ta wypowiedź rozbudziła nadzieje, że Fed może zwlekać z rozpoczęciem ograniczania QE3 dłużej niż obecnie się oczekuje (I kw. 2014).

Przed nami kolejny tydzień, w którym poznamy dane z amerykańskiej gospodarki, które będą rozpatrywane poprzez pryzmat przyszłych działań Fed. Opublikowanie opisu dyskusji z październikowego posiedzenia FOMC może dać więcej sygnałów co do przyszłej polityki Fed i to może mieć istotne przełożenie na zachowanie się EURUSD. Istotne wsparcie to 1,33, a opór 1,35.

Waluty regionu pod silnym wpływem danych makro

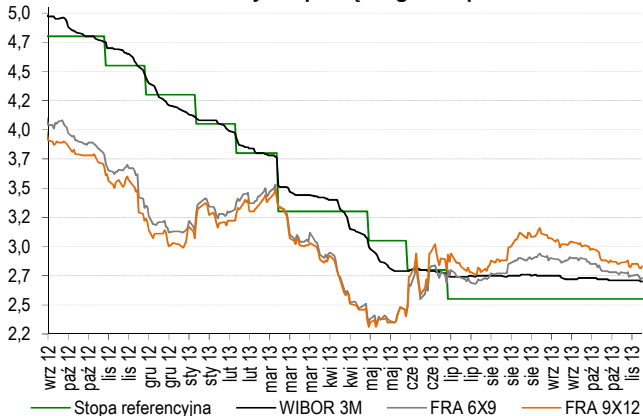
W minionym tygodniu czeska korona dalej traciła na wartości w relacji do euro. Był to efekt kilku czynników, z których najważniejsze to wypowiedź szefa banku centralnego, który zasugerował, że kurs EURCZK powinien pozostać na poziomie 27 przez najbliższe 18 miesięcy oraz słabsze dane o PKB za III kw. (nieoczekiwany spadek o 1,6% r/r po kwartale poprawy). W efekcie kurs EURCZK na chwilę wzrósł powyżej 27,20.

Dużo działa się również na rynku forinta. Informacja, że agencja Moody's może zdecydować się na obniżenie ratingu dla Węgier jeśli rząd podejmie działania, które negatywnie wpłyną na kondycję banków dała impuls do wzrostu EURHUF do 298,5. Lepszy od oczekiwań odczyt PKB za III kw., przy niskim wroście inflacji to czynniki, które przyczyniły się do spadku EURHUF w kierunku 297. Niemniej, pomimo relatywnie stabilnych nastrojów globalnych kurs ponownie powrócił nieco powyżej 298.

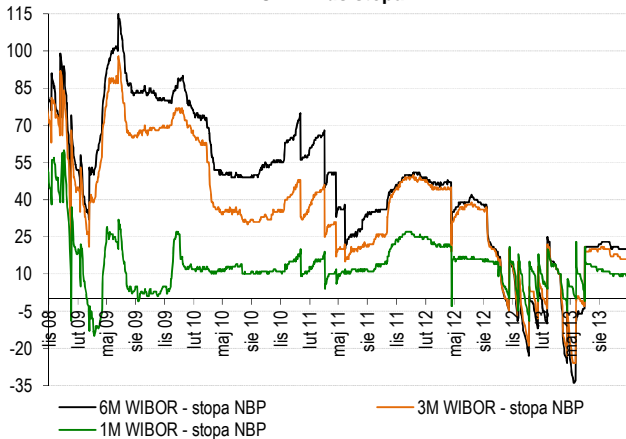
W tym tygodniu czynniki globalne będą przeważały nad lokalnymi (brak kluczowych publikacji danych). Dalsza poprawa nastrojów globalnych powinna wspierać waluty wschodzące, w tym waluty regionu. Z drugiej strony EURCZK pozostanie pod presją ewentualnych interwencji czeskiego banku centralnego, co zostało potwierdzone w opisie dyskusji z listopadowego posiedzenia.

Rynek stopy procentowej – Co ważniejsze – retoryka RPP czy jastrzębie dane?

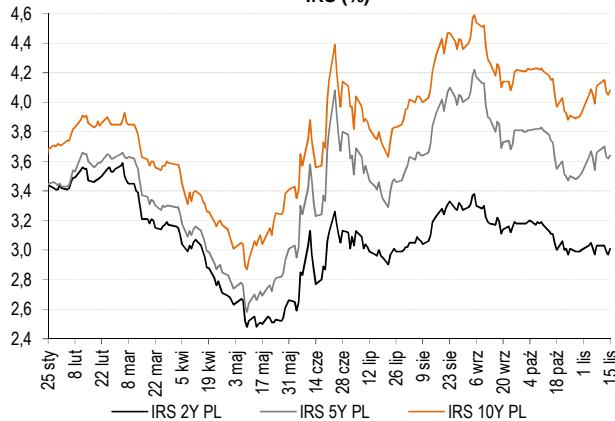
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



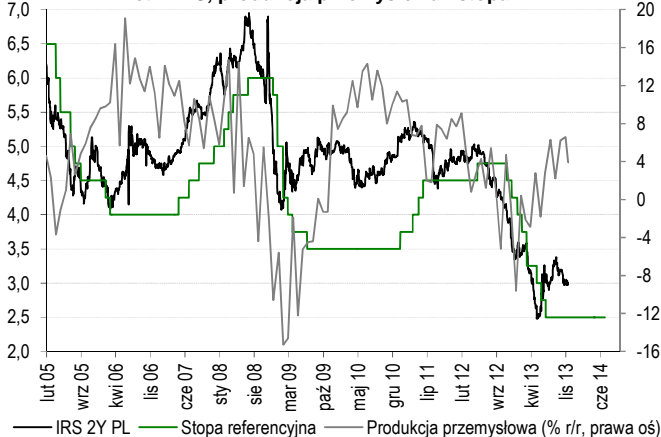
WIBOR minus stopa NBP



IRS (%)



2-letni IRS, produkcja przemysłowa i stopa NBP



Rynek pieniężny nadal stabilny

W tygodniowym rozrachunku z przedziału 1-12 miesięcy jedynie 3-miesięczny WIBOR uległ zmianie – przerwał serię 13 sesji bez zmian i spadł o 1 pb. Tymczasem, stawka półroczna pozostaje na poziomie 2,70% przez 19 sesji, a roczna (2,75%) od 37 sesji. Widać, że dane wskazujące na postępujące odbicie gospodarcze są zdominowane przez zapowiedź RPP o kolejnych kwartałach stabilnych stóp. Sugeruje to, iż na razie potencjał do wzrostu tych stawek jest niewielki (FRA nie oczekuje wzrostu w kolejnych 6 miesiącach, dopiero za 9 miesięcy wycenia wzrost WIBOR 3M o ok. 10 pb). Obecna Rada dała się w przeszłości poznać jako ciało reagujące na bieżące dane, dlatego spodziewamy się, że w następnych miesiącach – razem z napływem kolejnych solidnych danych – WIBOR-y będą rosły szybciej niż to teraz wycenia rynek.

Niska inflacja spycha IRS w dół

Po całkiem wyraźnych wzrostach IRS i rentowności obligacji z końca poprzedniego tygodnia (i początku minionego) wywołanych zaskakująco silnymi danymi z rynku pracy USA, ostatnie dni na krajowym rynku stopy procentowej przyniosły odciążenie. W wyniku umocnienia na bazowych rynkach długu oraz niższej od oczekiwań październikowej inflacji, IRS oraz rentowności długu wróciły w okolice poziomów z dnia ostatniego posiedzenia RPP. 2-letni IRS spadł o 2 pb od szczytu zanotowanego na początku minionego tygodnia (do ok. 3%), podczas gdy 5- i 10-letni o 6-7 pb, do odpowiednio 3,64% i 4,08%. Na koniec tygodnia stawki te były ok. 40 pb (2-letni IRS), 60 pb (5-letni IRS) i 50 pb (10-letni IRS) poniżej szczytu z początku września odnotowanego po tym, jak rząd przedstawił pierwszy projekt zmian w OFE. Rentowności obligacji również spadły, ale w mniejszej skali niż IRS.

Gołębia retoryka RPP kontra jastrzębie dane makro

W tym tygodniu poznamy dane o październikowej produkcji przemysłowej, nasza prognoza jest powyżej konsensusu. Ścierać się więc będą dwie siły – jastrzębi wydzwięk danych z deklaracją RPP o stabilnych stopach NBP przynajmniej do połowy 2014.

RPP zadeklarowała, że stopy procentowe pozostaną stabilne co najmniej do połowy 2014 (a wg niektórych członków nawet dłużej). Z drugiej strony, z wypowiedzi członków Rady wynika, że spodziewają się oni raczej niezbyt silnego wzrostu gospodarczego i niższej od naszych prognoz inflacji. Rynek ma zapewne w pamięci fakt, że w przeszłości obecna Rada była wyczulona na bieżące dane. Dlatego kolejne publikacje, o ile będą – tak jak ostatnie – zaskakiwać pozytywnie, mogą mieć wpływ na oczekiwania rynkowe. Skala ruchu może być ograniczona z powodu ostatnich danych o niskiej inflacji.

Do obniżenia IRS i rentowności obligacji przyczyniło się w ub. tygodniu również umocnienie na bazowych rynkach długu. W tym tygodniu opublikowany zostanie szereg danych z Europy (wstępne PMI dla przemysłu) i USA (m.in. sprzedaż detaliczna), które mogą mieć istotny wpływ na notowania niemieckiego długu. Poza tym, poznamy również minutes z ostatniego posiedzenia FOMC i sporo członków tego komitetu będzie się publicznie wypowiadać. Tydzień ten może więc stać pod znakiem wyraźnych zmian pod wpływem dostosowań oczekiwań odnośnie dalszych ruchów amerykańskiego banku centralnego.

Ministerstwo Finansów przeprowadzi w tym tygodniu jedną z dwóch ostatnich aukcji zamiany, jakie są zaplanowane na ten rok. Do odkupu przeznaczone będą obligacje OK0114/PS0414, w zamian zaoferowane mają być 10-letni benchmark DS2013 i papiery z serii WS,WZ,IZ – w zależności od sytuacji rynkowej. Z danych resortu wynika, iż od kiedy w maju inwestorzy zagraniczni posiadali ok. 62,5% ówczesnej emisji DS1023, na koniec września mieli już ok. 50,5% (Ministerstwo wyemitowało w tym okresie ok. 2 mld zł DS1023, a stan posiadania zagranicy spadł o 1 mld zł). Dane pokazują więc pewien odwrót tej grupy inwestorów od 10-letniego benchmarku. Papier ten był za to we wrześniu całkiem agresywnie kupowany przez zakłady ubezpieczeniowe.

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