

TYGODNIK EKONOMICZNY

9 – 15 grudnia 2013

Retoryka EBC była mniej gołębia, niż tego oczekiwał rynek. Komunikat i przebieg konferencji prasowej sugeruje, że po niespodziewanej listopadowej obniżce stóp procentowych, EBC nie czuje presji, by wkrótce podejmować dalsze działania. Lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiej gospodarki (szybszy niż wcześniej oczekiwano wzrost PKB za III kw., wyższy wzrost zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w listopadzie) wzmocniły oczekiwania, że jeszcze w tym miesiącu FOMC może ogłosić rozpoczęcie ograniczania programu QE3. Pomimo lepszego odczytu z rynku pracy USA reakcja rynków finansowych była bardzo ograniczona. Po chwilowym osłabieniu, euro, ale również i złoty nieco zyskały na wartości, odrabiając wcześniejsze straty. Ograniczona reakcja była również na rynkach długu, rentowność 10-letniego Bundu, podobnie jak i amerykańskiego benchmarku wzrosły o kilka punktów bazowych. Reakcja krajowego rynku była również niewielka.

Nadchodzący tydzień będzie mniej obfity w publikacje danych z USA, dominować będą dane z Europy, w tym nowe ważne informacje z krajowej gospodarki. Spodziewamy się, że dane o inflacji pokażą stabilizację CPI na niskim poziomie, co może wzmocnić przekonanie rynku o dłuższym okresie stabilizacji stop procentowych na obecnym poziomie. Znacznie niższy niż w ostatnich miesiącach deficyt obrotów bieżących i rekordowy odczyt eksportu mogą być wsparciem dla złotego tuż przed weekendem. Na tydzień przed ostatnim w tym roku posiedzeniem FOMC, wypowiadać się będzie trzech jego członków. Chociaż tylko jeden z nich (Bullard) ma obecnie prawo głosu, inwestorzy z pewnością będą wrażliwi na wszelkie komentarze, które pomogą ocenić czy skala QE3 może zostać ograniczona jeszcze w grudniu.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W- WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (9 grudnia)							
8:00	DE	Eksport	X	% m/m	-0,5	-	1,6
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	2,0	-	7,1
9:00	CZ	CPI	X	% r/r	1,1	-	0,9
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,8	-	-0,9
WTOREK (10 grudnia)							
Brak publikacji ważnych danych							
ŚRODA (11 grudnia)							
9:00	HU	CPI	XI	% r/r	0,7	-	0,9
CZWARTEK (12 grudnia)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,3	-	-0,5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	320	-	298
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	XI	% m/m	0,2	-	0,2
PIĄTEK (13 grudnia)							
14:00	PL	CPI	XI	% r/r	0,9	0,8	0,8
14:00	PL	Eksport	X	mln €	14 868	15 109	13 896
14:00	PL	Import	X	mln €	14 318	14 485	13 223
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	X	mln €	-586	-194	-1024
14:00	PL	Podaż pieniądza	XI	% r/r	6,2	6,0	5,9

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

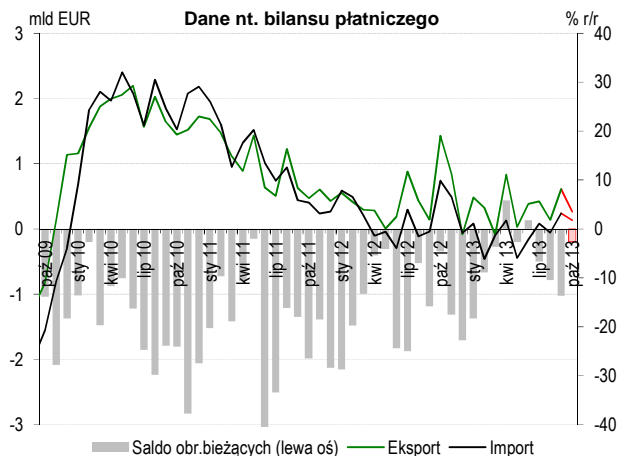
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

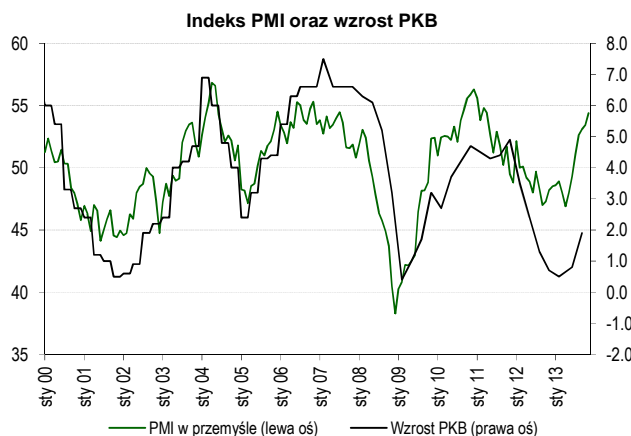
Wydarzenia nowego tygodnia – Stabilna inflacja, poprawa na rachunku bieżącym



- Stopa inflacji pozostała, wg naszych szacunków, w listopadzie na niskim poziomie 0,8% r/r, w czym pomogły m.in. wciąż bardzo niskie ceny żywności i taniejące paliwa. Konsensus rynkowy jest nieco wyższy, dlatego publikacja może lekko wesprzeć rynek długu. Jednak efekt nie powinien być silny, m.in. dlatego, że naszym zdaniem gdyby nie żywność i paliwa, inflacja zaczęłaby już rosnąć – wg naszych szacunków inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) wzrosła do 1,5%.

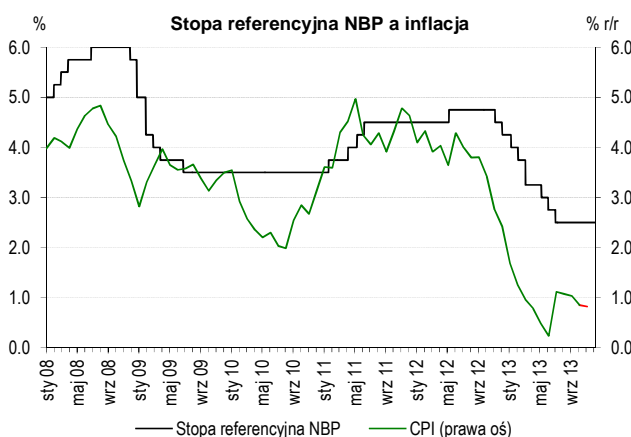
- Spodziewamy się znacznie niższego deficytu obrotów bieżących w październiku niż w poprzednich miesiącach. Obok znacznej nadwyżki handlowej (eksport zanotował prawdopodobnie nowy historyczny rekord, przekraczając 15 mld €!) pomoże w tym dodatnie saldo transferów (efekt napływu środków z UE) i sezonowa poprawa salda dochodów i usług. Takie dane będą wyraźnie pozytywne dla złotego.

Ostatni tydzień w gospodarce – Nic nowego z RPP, PMI potwierdza odbicie popytu krajowego



- PMI dla polskiego przemysłu znowu pozytywnie zaskoczył. W listopadzie indeks wyraźnie przekroczył oczekiwania i osiągnął najwyższy poziom od kwietnia 2011 (54,4 pkt). Kontynuowane były tendencje obserwowane w trakcie ostatnich kilku miesięcy – dalszy wzrost zamówień wsparł produkcję, co doprowadziło do dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy. Co ciekawe, wyraźną korektę zanotował indeks zamówień eksportowych (choć tempo wzrostu było i tak drugie najwyższe w ciągu ostatnich 2,5 roku). Dalsze przyspieszenie zamówień możliwe było dzięki poprawie popytu krajowego.

- Wg nas, dane (podobnie jak te o PKB za III kw.) pokazują, że w strukturze wzrostu gospodarczego zaczynają stopniowo dokonywać się oczekiwane przez nas zmiany – w coraz większym stopniu na ożywienie gospodarcze wpływa popyt krajowy. Oczekujemy kontynuacji tych tendencji w kolejnych kwartałach.



- Posiedzenie RPP nie przyniosło niespodzianek, stopy zostały w grudniu bez zmian, podobnie jak sugestia, że ten stan nie zmieni się przez pierwszą połowę 2014 roku.

- Wciąż wydaje nam się, że im bliżej będzie połowy 2014 roku, tym bardziej zasadne będzie pytanie o początek zacieśnienia polityki pieniężnej. Jeszcze niedawno niektórzy członkowie RPP nie widzieli oznak ożywienia, a dzisiaj już chyba tylko niepoprawni pesymiści nie wierzą w dalsze przyspieszenie polskiej gospodarki. Co więcej, jest coraz większa szansa, że będzie ono w coraz większym stopniu generowane przez popyt krajowy, przy kontynuacji poprawy sytuacji na rynku pracy (sugerują to dane o PKB i PMI).

- Oczekujemy, że stopy NBP zostaną podniesione w drugiej połowie przyszłego roku. Prognozujemy dwie podwyżki po 25 pkt bazowych, pierwszą z nich na jesieni.

Cytat tygodnia – Rada jest zgodna w sprawie stabilizacji stóp co najmniej do połowy 2014 r.

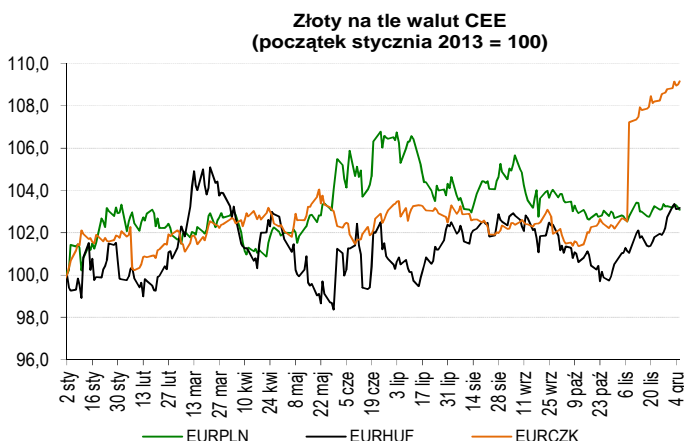
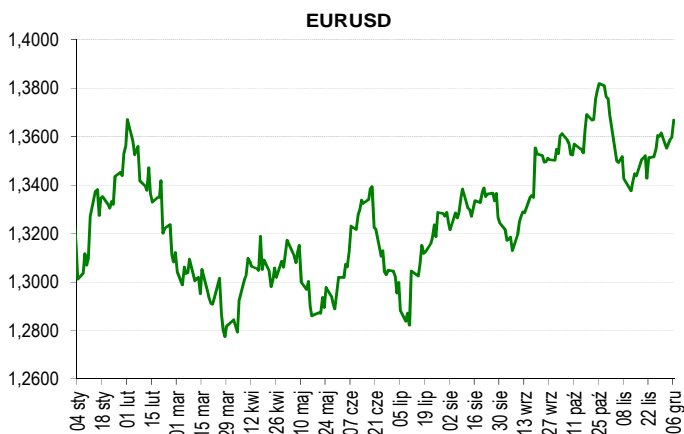
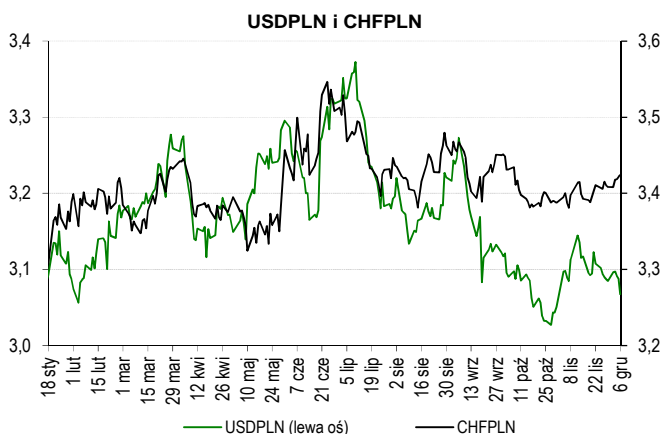
Marek Belka, prezes NBP, 4.12, konferencja prasowa RPP

W ciągu miesiąca nie zaszło nic, co by osłabiło naszą ocenę, że stopy powinny pozostać bez zmian do połowy 2014 roku. (...) Cała RPP jest zgodna co tego, że stopy co najmniej do połowy roku powinny pozostać bez zmian.

Zwracamy uwagę na szereg czynników, przede wszystkim na kształtowanie się popytu wewnętrznego, ale także (...) rynek pracy nas interesuje. (...) Nie jestem pewien czy jesteśmy gotowi i czy w ogóle będziemy przedstawiać publicznie zestaw takich (...) mierników czy (...) progów, które by nas miały skłaniać do zmiany w poziomie stóp.

Na konferencji po listopadowym posiedzeniu RPP Marek Belka zasugerował, że Rada powinna niedługo zająć się określeniem, jakie symptomy zmian w gospodarce mogłyby zmienić jej postrzeganie przyszłych trendów. Tymczasem, po ostatnim posiedzeniu Prezes NBP stwierdził, że nie jest pewien czy Rada jest na to gotowa, i czy w ogóle będzie przedstawiać publicznie zestaw mierników, które miałyby skłaniać do zmiany stóp. Przypomnijmy, że dość podobnie było z wypowiedzią Prezesa nt. podejścia forward guidance – na konferencji w październiku uznał on, że jest to mało przydatne w polskich warunkach, a tymczasem RPP w listopadzie przedłużyła forward guidance, a w *Raporcie o inflacji* napisała, że taka polityka była w Polsce w miarę skuteczna.

Rynek walutowy – W tym tygodniu kursy pod wpływem danych inflacyjnych



EBC wzmocnił, a dane z USA chwilowo osłabiły złotego...

Miniony tydzień przyniósł nieznaczne umocnienie złotego w relacji do euro. Impulsem do spadku kursu EURPLN była konferencja prasowa EBC, w czasie której prezes EBC Mario Draghi podtrzymał deklarację że stopy procentowe pozostaną na obecnym lub niższym poziomie tak długo, jak potrzeba. W efekcie kurs na chwilę spadł do 4,183, zbliżając się tym samym do dolnego ograniczenia zawężającego się stopniowo przedziału wahań, ale go nie przekroczył.

Złoty zyskał również w relacji do dolara (o 0,6% w skali tygodnia) i funta brytyjskiego (o 0,4%). Spadek kursu USDPLN w kierunku 3,06 był skutkiem umocnienia wspólnej waluty do dolara. W przypadku franka szwajcarskiego złoty stracił 0,5% w skali tygodnia, a kurs CHFPLN powrócił powyżej 3,42, najwyższego poziomu od początku października.

Warto zwrócić uwagę na zawężający się stopniowo zakres wahań EURPLN w ostatnim okresie. Kurs powoli zbliża się jednak do końca formacji flagi (patrz wykres), co sugeruje, że wkrótce może nastąpić silniejszy ruch. Na lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy złoty zareagował chwilowym osłabieniem wobec euro (kurs na chwilę wzrósł do 4,20, by za chwilę spaść poniżej 4,19) i względną stabilizacją wobec dolara (okolice 3,06). Publikowane w tym tygodniu dane z krajowej gospodarki (głównie dane o bilansie płatniczym) powinny wspierać złotego. Być może to ich publikacja spowoduje wybicie się z formacji flagi.

... i wspólną walutę

Od początku pierwszego tygodnia grudnia euro traciło w relacji do dolara. Był to efekt lepszych od oczekiwań danych z USA (m.in. wyższego odczytu PKB za III kw). W tym samym czasie dane ze strefy euro wskazywały na różne prędkości odbudowy potencjału poszczególnych gospodarek. Dopiero posiedzenie EBC wzmocniło euro - retoryka Dragiego była mniej gołębia niż oczekiwano. W konsekwencji EURUSD wzrósł do 1,366 i blisko tego poziomu pozostał w oczekiwaniu na dane z rynku pracy USA. Pomimo znacząco lepszych danych spadek EURUSD był krótkotrwały, kurs szybko odbił do tygodniowego maksimum na ok. 1,369.

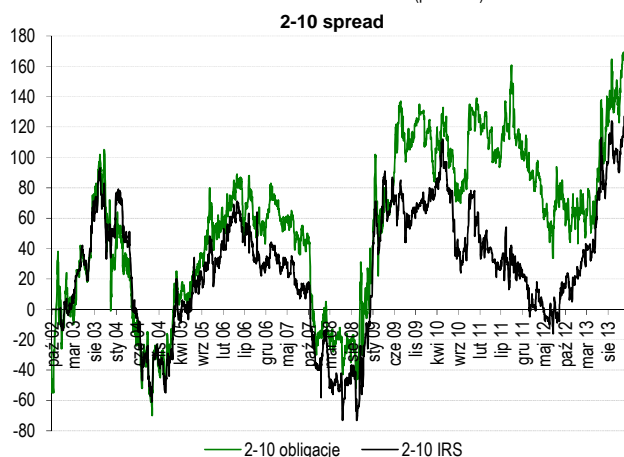
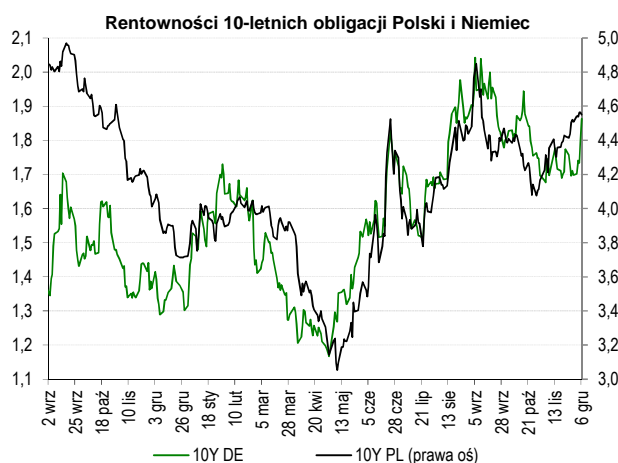
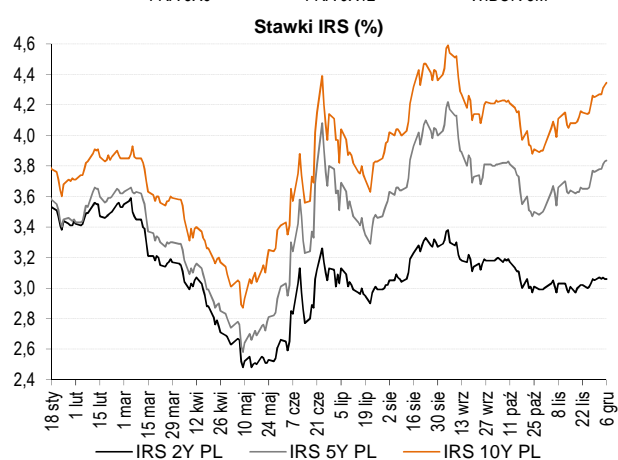
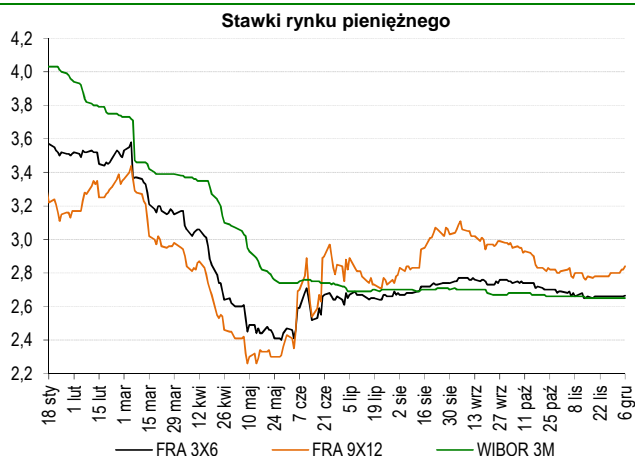
W tym tygodniu kolejne publikacje danych makro. Ostatnio opublikowane dane wskazują, że gospodarka mocniej przyspieszyła w USA niż w strefie euro. W efekcie rynek szacuje prawdopodobieństwo stopniowego wyjścia z QE3 już w tym miesiącu na 50%. W naszej ocenie bardziej prawdopodobny jest I kw. 2014, dlatego też sądzimy, że EURUSD może stabilizować się nieco powyżej 1,36 w nadchodzących dniach.

Waluty CEE3 pod presją danych inflacyjnych

Początek grudnia stał pod znakiem słabości pozostałych walut regionu CEE3. Wzrost EURHUF w kierunku 304 był efektem oczekiwań na dalsze luzowanie polityki monetarnej przez bank centralny Węgier. Negatywnie na węgierską walutę wpływa również niepewność co do dalszych działań rządu związanych z pakietem pomocowym dla posiadaczy kredytów hipotecznych w walutach obcych. Czeska korona również pozostaje pod presją, co wynika z niepewności co do dalszych działań banku centralnego. Słabsze od oczekiwań dane makro (m.in. dane o sprzedaży detalicznej) również dokładają zmienności do notowań EURCZK.

W tym tygodniu uwaga inwestorów w regionie skupi się na danych inflacyjnych. Czechi i Węgrzy borykają się z ryzykiem deflacji – w obu krajach roczne wskaźniki CPI za październik osiągnęły najniższe poziomy od kilku lat. Ten trend może być kontynuowany w najbliższych miesiącach, co może skłaniać banki centralny do dalszych działań (kolejna redukcja stóp na Węgrzech – co jest naszym bazowym scenariuszem – czy też możliwość interwencji przez bank Czech). Wzrost takiego ryzyka będzie utrzymywał kursy EURCZK i EURHUF na podwyższonym poziomie.

Rynek stopy procentowej – Szansa na zawężenie spreadu 2-10 lat



Stabilizacja na rynku pieniężnym

■ Za nami kolejny stabilny tydzień na rynku pieniężnym. Spadek o 1 pb zanotował 6-miesięczny WIBOR, podczas gdy pozostałe stawki w segmencie 1-12 miesięcy nie uległy zmianie w tygodniowym rozrachunku. Nie zmieniła się również wycena przyszłych decyzji RPP przez rynek FRA. W horyzoncie nadchodzących 9 miesięcy oczekiwane są nieznaczne wzrosty stawek WIBOR i niepełna podwyżka stóp NBP.

■ Spodziewamy się, podobnie jak rynek, że publikowane w tym tygodniu dane o listopadowej inflacji wpiszą się w scenariusz prezentowany w komunikatach RPP – stopniowy wzrost PKB w warunkach ograniczonej presji inflacyjnej. Dlatego też sądzimy, że nadchodzący tydzień będzie kolejnym, kiedy rynek pieniężny pozostanie stabilny.

Wzrosty pod wpływem solidnych danych z USA

■ Publikowane od początku tygodnia solidne dane z USA miały wpływ na wzrost polskich IRS i rentowności obligacji. Z drugiej strony, warto zauważyć, że skala ruchu na krajowym rynku stopy procentowej była ewidentnie niższa, niż na bazowych rynkach długu (rentowność 10-letniej niemieckiej obligacji wzrosła o 14 pb tylko w trakcie dwóch dni). Dopiero w reakcji na znacznie lepsze od oczekiwań miesięczne dane z amerykańskiego rynku pracy odnotowano wyraźniejszy ruch w ślad za ostabieniem za granicą. W skali tygodnia, stawki IRS przesunęły się o 1 pb dla 2 lat, 8 pb dla 5 lat oraz 10 pb dla 10 lat. Skala ruchu na rynku długu była mniejsza (wzrost o 4 pb na środku i długim końcu krzywej, 8 pb dla 2 lat), obroty jednak przez cały tydzień były dość niskie.

■ Ministerstwo Finansów zaproponowało dość zaskakującą ofertę na aukcję zamiany: PS0416 i WZ0119. Największym krajowym posiadaczem obligacji PS0416 na koniec października były OFE (5,3 mld zł, tj. 22,4% emisji ogółem). W przypadku WZ0119 w portfelu OFE znajdowało się prawie 1,2 mld zł tego papieru (niemal 58% całkowitej emisji). Wydaje się, że perspektywa przekazania portfela obligacyjnego OFE do ZUS już teraz skłania Ministerstwo do zwiększenia płynności obligacji na rynku, stąd była taka oferta. Aukcja nie była jednak zbyt udana. Ministerstwo sprzedało obligację PS0416 za ok. 2 mld zł i WZ0119 za 603 mln zł. Nawet wyjątkowo wysoki kupon od obligacji serii PS (5%) nie przyciągnął wyraźniejszego popytu. Wiceminister finansów, Wojciech Kowalczyk, powiedział po aukcji, że resort pokrył już ponad 20% przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych.

Krajowa inflacja ustabilizuje krótki koniec

■ W tym tygodniu nie poznamy już tak wielu ważnych danych ze świata jak w ostatnich dniach, ale po pozytywnym zaskoczeniu ze strony danych z rynku pracy USA ich wpływ na rynek może się utrzymywać. Od ostatnich dni października rentowności 5- i 10-letnich obligacji oraz odpowiednie IRS poruszają się w trendach wzrostowych. Po całym tygodniu przekraczających oczekiwania danych z USA, obawy o ograniczenie QE3 jeszcze w tym roku mogą ograniczać potencjał do ewentualnej korekty. Z drugiej strony, reakcja (polskiego i niemieckiego) rynku stopy procentowej na pozytywny odczyt była dynamiczna, ale tylko chwilowa.

■ Stabilizującą na krótki koniec mogą z kolei działać dane o polskiej inflacji. Wpiszą się one bowiem w scenariusz, na którym RPP opiera swoją deklarację utrzymania stabilnych stóp przynajmniej do połowy 2014.

■ Wykres obok pokazuje, że krajowe krzywe bardzo wyraźnie i dynamicznie wystromiły się w ostatnich tygodniach, co jest tendencją obserwowaną również na rynkach globalnych. Brak negatywnych niespodzianek w danych może dać impuls do nieznacznego odreagowania na długich końcach krzywych, co w efekcie skutkowałoby zawężeniem spreadu 2-10 lat zarówno dla obligacji jak i IRS.

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