

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 16 – 22 grudnia 2013

Opublikowane w minionym tygodniu dane makro miały mieszany wydźwięk. Słabe dane z gospodarki realnej strefy euro rozbudziły nadzieje, że EBC zdecyduje się na dalsze luzowania polityki pieniężnej. Natomiast dane z USA nie zmieniły znacząco oczekiwań odnośnie rozpoczęcia ograniczania programu QE3, choć porozumienie pomiędzy Republikanami a Demokratami zwiększyło prawdopodobieństwo, że stanie się to już w grudniu. W kraju dużą niespodziankę sprawił odczyt inflacji (spadek CPI do 0,6% r/r), który zwiększa ryzyko odłożenia w czasie pierwszej podwyżki stóp.

Przedświadczeni tydzień będzie obfity w wiele wydarzeń i publikacji danych makro. Na pierwszym planie będzie posiedzenie Fed, na którym zostaną opublikowane najnowsze prognozy dla amerykańskiej gospodarki. Jeśli FOMC zdecyduje się na przesunięcie terminu rozpoczęcia wyjścia z QE3 na 2014, to powinno to wesprzeć rynki finansowe.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W- WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (16 grudnia)</b>							
2:45	CN	Wstępy PMI – przemysł	XII	pkt	50,9	-	50,8
9:53	DE	Wstępy PMI – przemysł	XII	pkt	52,9	-	52,7
9:58	EZ	Wstępy PMI – przemysł	XII	pkt	51,4	-	51,6
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja bazowa</b>	<b>XI</b>	<b>% r/r</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0*</b>	<b>1,4</b>
15:15	US	Produkcja przemysłowa	XI	% m/m	0,6	-	-0,1
<b>WTOREK (17 grudnia)</b>							
11:00	DE	Indeks ZEW	XII	pkt	55,0	-	54,6
11:00	EZ	HICP	XI	% r/r	0,9	-	0,9
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw</b>	<b>XI</b>	<b>%</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,2</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Płace w sektorze przedsiębiorstw</b>	<b>XI</b>	<b>%</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	3,0	-	3,2
14:30	US	CPI	XI	% m/m	0,1	-	0,1
<b>ŚRODA (18 grudnia)</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	XII	pkt	109,5	-	109,3
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Produkcja przemysłowa</b>	<b>XI</b>	<b>% r/r</b>	<b>1,7</b>	<b>0,4</b>	<b>4,4</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Produkcja budowlana</b>	<b>XI</b>	<b>% r/r</b>	<b>-7,9</b>	<b>-11,6</b>	<b>-5,5</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>PPI</b>	<b>XI</b>	<b>% r/r</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,3</b>
20:00	US	Wynik posiedzenia Fed					
<b>CZWARTEK (19 grudnia)</b>							
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Minutes RPP</b>					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	355	-	368
16:00	US	Indeks Philly Fed	XII	pkt	10	-	6,5
16:00	US	Sprzedaż domów	XI	% m/m	-1,4	-	-3,2
<b>PIĄTEK (20 grudnia)</b>							
14:30	US	Finalny PKB	III kw.	% kw./kw.	3,6	-	2,5

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet \*szacunek po danych o inflacji

#### 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

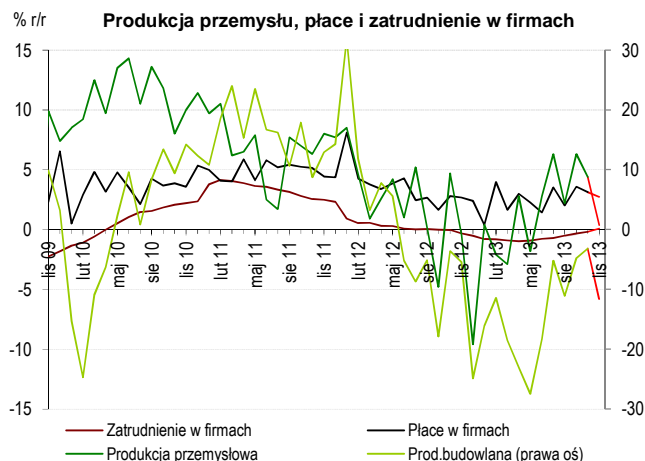
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

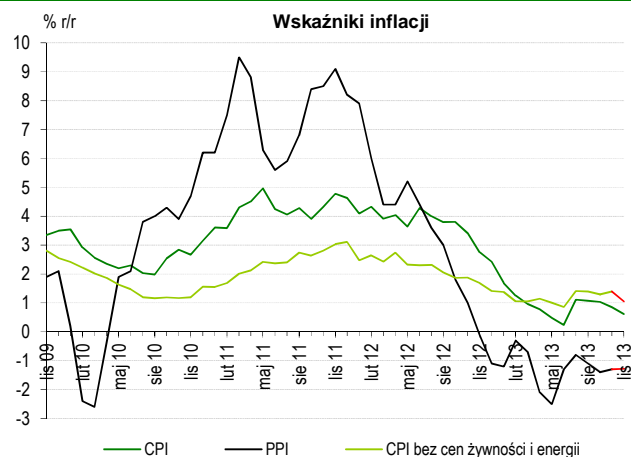
## Wydarzenia nowego tygodnia – Ważne dane z gospodarki i minutes z posiedzenia RPP



■ W tym tygodniu opublikowany zostanie szereg istotnych informacji z kraju.

■ Spodziewamy się, że dane o produkcji w przemyśle i w budownictwie będą wyraźnie słabsze niż w ostatnich miesiącach. Jednakże, wynikać to będzie głównie z negatywnego efektu dni roboczych, podczas gdy tendencja pozostaje wzrostowa (co jest jasno sugerowane przez wskaźniki koniunktury).

■ Bardziej optymistyczny wydźwięk mogą mieć dane z rynku pracy. Spodziewamy się, że w listopadzie zatrudnienie w sektorze firm było wyższe niż rok wcześniej. Byłaby to pierwsza dodatnia stopa wzrostu od połowy zeszłego roku. Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach sytuacja w tym sektorze, jak i na całym rynku pracy, będzie ulegała dalszej poprawie. Wzrostu płac oczekujemy na poziomie zbliżonym do poprzednich miesięcy.

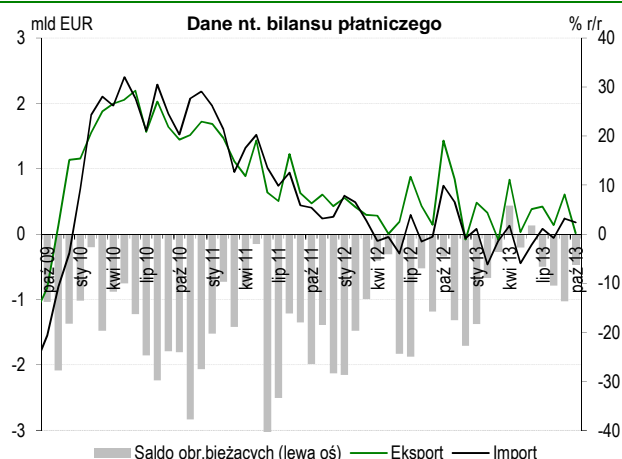


■ Spodziewamy się, że wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i paliw spadł w listopadzie do 1,0% r/r, do najniższego poziomu od czerwca (głównie pod wpływem obniżek na rynku telefonii komórkowej) a PPI utrzymał się na poziomie z października, czyli -1,3% r/r.

■ Ogółem, dane będą wskazywały na dalszą poprawę sytuacji gospodarczej i jednocześnie sugerować będą brak oznak wzrostu presji inflacyjnej.

■ Na listopadowym posiedzeniu RPP Prezes Belka zasugerował, że Rada zastanowi się nad określeniem symptomów, które mogłyby ją skłonić do porzucenia deklaracji stabilnych stóp procentowych. Z kolei w grudniu Prezes NBP stwierdził, że Rada takich warunków raczej nie sformułuje. Niewykluczone, że minutes z ostatniego posiedzenia będą zawierały pewne sugestie wyjaśniające tę zmianę stanowiska.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja jeszcze niższa, deficyt wyższy



■ Wskaźnik inflacji CPI wyniósł w listopadzie 0,6% r/r i był poniżej prognoz rynkowych. Spadek wynikał w znacznej mierze z niskiego wzrostu cen żywności, ale główna niespodzianka dotyczyła łączności, gdzie nastąpił spadek cen o prawie 5% m/m na skutek promocji na rynku telefonii komórkowej. Dzisiejsze dane oznaczają niższą ścieżkę inflacji na kolejne miesiące, a co za tym idzie zwiększone ryzyko odłożenia w czasie pierwszej podwyżki stóp.

■ Deficyt obrotów bieżących w wysokości 466 mln € był wyższy od naszej prognozy, przede wszystkim na skutek niewielkiej nadwyżki w obrotach handlowych (wzrost importu szybszy niż eksportu, odpowiednio: 2,4% r/r i 0,2% r/r). Co ciekawe, deficyt w dochodach był najniższy od kilku miesięcy (1,3 mld € wobec średniej 1,5 mld od stycznia do września). W sumie, stabilność zewnętrzna polskiej gospodarki pozostaje niezagrażona – 12-miesięczny deficyt w obrotach bieżących to wciąż ok. 2% PKB.

## Cytat tygodnia – Podwyżka stóp nie w lipcu

## Marek Belka, prezes NBP, 12.12, Reuters

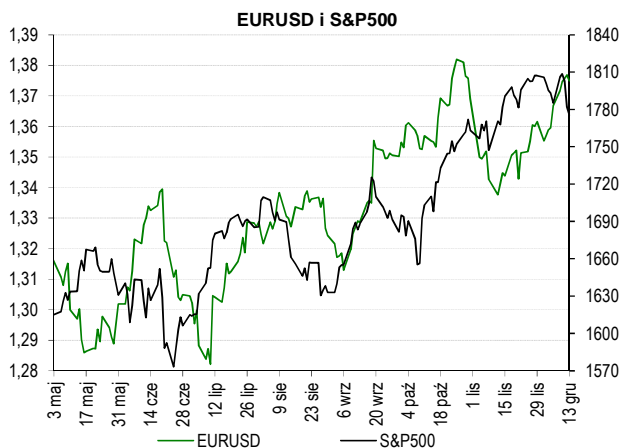
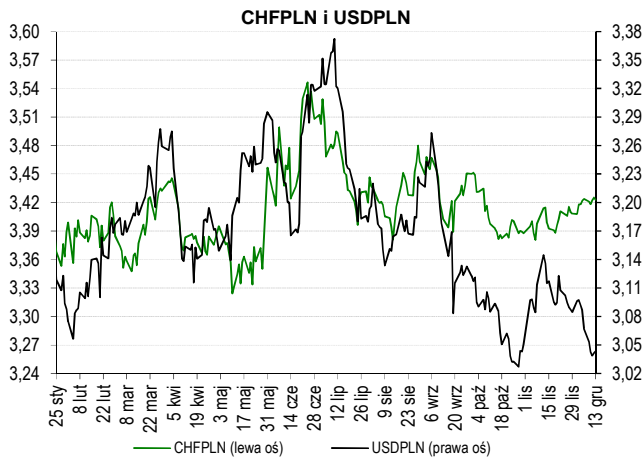
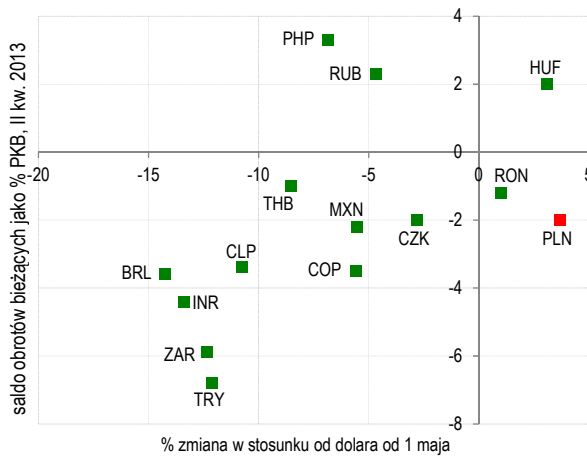
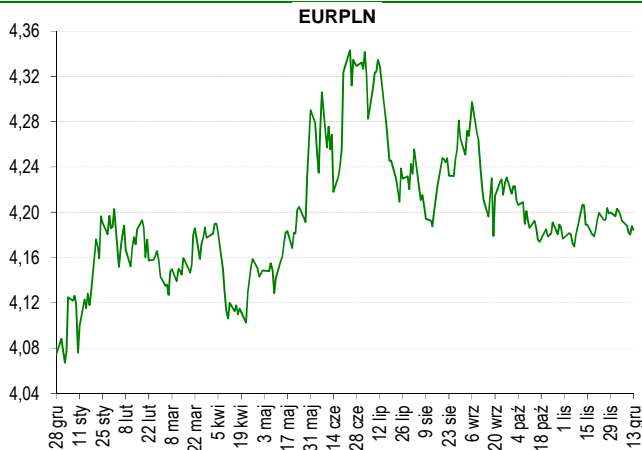
Zobowiązaliśmy się utrzymać stopy bez zmian do połowy roku. Nie oznacza to jednak, że zaczniemy zmieniać stopy od razu w lipcu, zależy to od tego, co zdarzy się w gospodarce i co będzie się działo z inflacją. Opublikujemy kolejne okresowe projekcje PKB i inflacji, będziemy mieli roczne prognozy sięgające nawet do początku 2016 roku, co prawdopodobnie da nam bardziej solidne podstawy do podejmowania dalszych decyzji.

## Andrzej Bratkowski, członek RPP, 13.12, PAP

Obniżki stóp byłyby złym sygnałem dla rynku. Nie ma potrzeby wykonywać żadnych nerwowych ruchów. (...) Myślę, że [podwyżka stóp] bardziej prawdopodobna jest, kiedy dzieci pójdą do szkoły, co do 1 półroczna jesteśmy prawie pewni, że nic się nie będzie działo.

Wypowiedź Andrzeja Bratkowskiego sugeruje, że optymalny jego zdaniem moment rozpoczęcia cyklu podwyżek nieco przesunął się w czasie. Jeszcze kilka dni temu członek RPP mówił o przełomie 2014 i 2015 r., teraz – o początku IV kw., a nawet wrześniu. Z kolei wypowiedź Marka Belki pokazuje, że kluczowe w tym kontekście będą dane o wzroście gospodarczym i o inflacji. Ostatnie dane pokazują, że wzrost gospodarczy zaskakuje raczej w górę, a inflacja w dół, a zatem ich wpływ na perspektywy polityki pieniężnej nie jest jednoznaczny. Jednakże, dalsze krzepnięcie wzrostu gospodarczego, a zwłaszcza popytu krajowego, powinno w perspektywie kilku kwartałów zacząć generować silniejszą presję inflacyjną i skłonić RPP do poparcia wniosków o podwyżki. Spodziewamy się dwóch podwyżek w 2014 r., pierwszej we wrześniu, zgodnie z sugestią Bratkowskiego.

## Rynek walutowy – Decyzja FOMC w centrum uwagi



## Złoty nadal czeka na impuls

Ubiegły tydzień był kolejnym z rzędu, w którym kurs EURPLN oscylował wokół 4,19, a zakres wahań stopniowo się zawężał (do 4,175-4,19 w ostatnich dniach). Złoty zyskał przejściowo do dolara (kurs USDPLN spadł do prawie 3,02) dzięki dalszym wzrostom EURUSD.

Z ankiety Bloomberga przeprowadzonej 6 grudnia wynika, że 34% analityków oczekuje ograniczenia QE3 w tym miesiącu (w porównaniu do 17% w listopadzie). Po osiągnięciu w minionym tygodniu zgody ws. budżetu w USA, oczekiwania te zapewne jeszcze wzrosły. W kontekście ostatnich danych z rynku pracy i wieści z amerykańskiego Kongresu, ewentualne zmniejszenie skali QE3 w grudniu nie powinno być zaskoczeniem. Jeśli Fed się na to zdecyduje, to z punktu widzenia rynku istotna będzie skala zmniejszenia pieniężnej stymulacji i tempo, w jakim w kolejnych miesiącach będzie ona ograniczana. Z kolei jeśli FOMC odłoży w czasie redukcję skali QE3, to skala poprawy nastrojów będzie zależna od komunikacji i sugestii momentu rozpoczęcia tego procesu (w I kw. 2014 czy później).

Warto zauważyć, że od kiedy w maju po raz pierwszy padła sugestia o możliwym ograniczeniu QE3 już w tym roku, złoty umocnił się do dolara, podczas gdy wiele walut z innych rynków rozwijających się (np. brazylijski real, meksykańskie peso, turecka lira) straciły nawet kilkanaście procent. Naszym zdaniem, za lepszym zachowaniem złotego stała m.in. szybka poprawa zewnętrznej nierównowagi polskiej gospodarki (mniejszy, niż w innych krajach deficyt na rachunku bieżącym jako procent PKB). Dlatego też, nawet jeżeli rynek negatywnie zareaguje na decyzję FOMC, to skala osłabienia złotego może być ograniczona i niezbyt długotrwała. Wciąż widzimy przestrzeń do wzrostu wahań w najbliższych dniach, potencjalnie EURPLN może testować 4,14 lub 4,24.

## EURUSD nieco wyżej mimo obaw o decyzję FOMC

Od początku tygodnia euro dalej zyskiwało w relacji do dolara dzięki sygnałom z EBC, tonującym oczekiwania na kontynuację luzowania polityki pieniężnej. Kiedy amerykańscy politycy doszli do porozumienia odnośnie wydatków budżetowych, na rynku wzmożniły się obawy o ograniczenie QE3 już w grudniu. W rezultacie, EURUSD nie zagościł na długo powyżej 1,38.

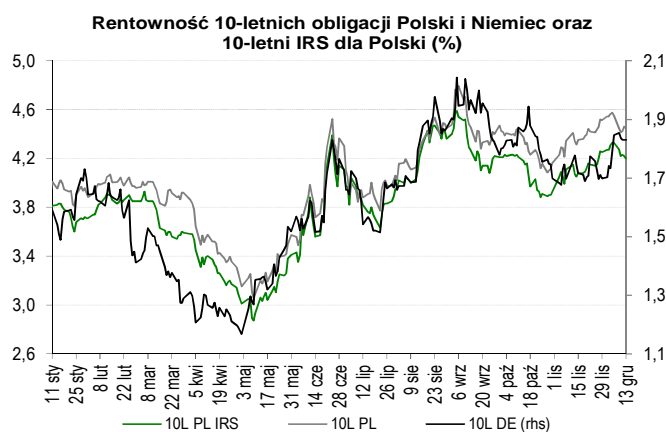
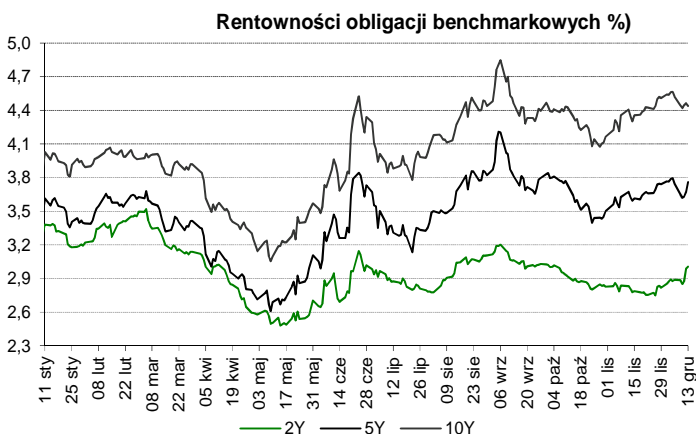
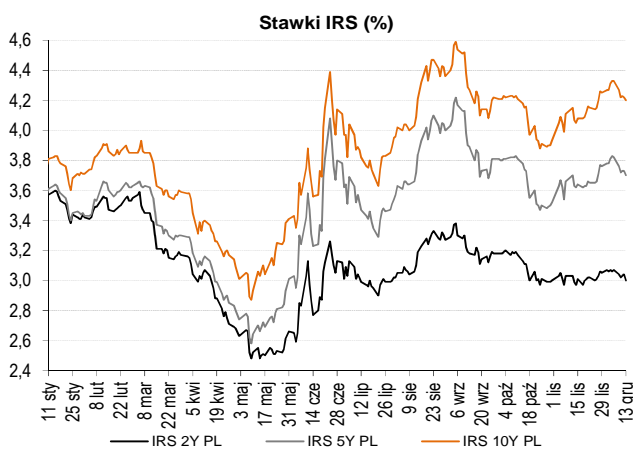
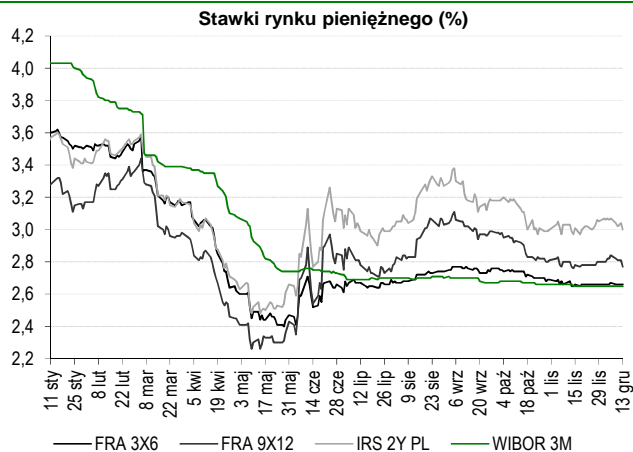
Dane z rynku pracy USA za październik oraz listopad pokazały przyrost zatrudnienia poza rolnictwem o co najmniej 200 tys. osób. Mimo tego, od listopadowego odczytu EURUSD wzrósł z 1,33 do 1,38. Korelacja tego kursu z indeksem S&P500 od 8 listopada do połowy grudnia wynosi ok. 70%, co dość dobrze pokazuje, iż dla rynku istotniejsze od perspektyw ograniczenia QE3 były nadzieje na dalsze odbicie gospodarcze (i poprawę wyników finansowych firm). Jak napisaliśmy powyżej, rynek dostrzega pewne ryzyko ograniczenia skali stymulacji już w grudniu, a zmniejszenie skali QE3 w I kw. wydaje się być już od pewnego czasu zdyskontowane przez rynek. Dlatego kluczowa dla notowań EURUSD będzie komunikacja FOMC. Dodatkowo, zaprezentowane będą nowe prognozy, które pozwolą rynkowi ocenić perspektywy dla polityki pieniężnej w USA. Wsparcie i opór dla EURUSD to 1,36 (kolejne 1,353) i 1,383 (kolejny 1,40).

## Obok FOMC, uwaga na CNB i MNB

Forint i korona straciły w minionym tygodniu do euro. EURHUF zbliżył się do szczytu z poprzedniego tygodnia tuż powyżej 304, a EURCZK osiągnął 27,58.

W tym tygodniu, oprócz decyzji FOMC, ważne będą decyzje czeskiego i węgierskiego banku centralnego. Czeski PKB za III kw. był słabszy niż oczekiwano i komentarz ze strony CNB może wpłynąć na koronę. W przypadku forinta, istotne będzie czy MNB pozostawi drzwi otwarte to dalszego cięcia stóp.

## Rynek stopy procentowej – Niższy odczyt inflacji wsparł rynek długu



### Dane inflacyjne wspierają rynek pieniężny...

▪ Mocna deklaracja RPP, że stopy pozostaną na niezmiennym poziomie przynajmniej do połowy 2014 w połączeniu z ostatnimi wypowiedziami przedstawicieli Rady (w tym prezesa NBP) oraz danymi inflacyjnymi przyczyniły się do zakotwiczenia stawek WIBOR. Stawki te pozostają na niezmiennym poziomie od kilku (1M, 3M, 6M) do kilkunastu (9M, 12M) tygodni. Niewiele również dzieje się na rynku FRA. Stawki do 9 miesięcy wskazują na nieznaczny wzrost stawek WIBOR. Rynek oczekuje pierwszej podwyżki stóp w perspektywie roku (FRA 12x15 stabilizuje się na poziomie ok. 3%).

▪ Najbliższy tydzień nie przyniesie znaczących zmian na rynku pieniężnym. Publikowane w tym tygodniu dane makro mogą bardziej zwiększyć zmienność na rynku FRA niż wpłynąć na stawki WIBOR, które w najbliższych tygodniach powinny pozostać stabilne.

### ... ale również i krótki koniec krzywych IRS i obligacji

▪ Miniony tydzień przyniósł nieznaczne odreagowanie na rynku stopy procentowej. O ile pierwsza połowa tygodnia przyniosła spadek rentowności i stawek IRS wzdłuż krzywych, to w drugiej połowie tygodnia ponownie zanotowano wzrosty na środku i długim końcu (efekt wzrostów na rynkach bazowych). Krótki koniec krzywych pozostał relatywnie stabilny, wspierany wypowiedziami członków RPP (Bratkowski, Belka). Dodatkowym czynnikiem wsparcia były dane inflacyjne za listopad (inflacja CPI okazała się niższa od naszych i rynkowych prognoz), po których nastąpił spadek rentowności wzdłuż krzywej o 3-5 pb (największa zmiana dotyczyła 2 lat).

▪ Zgodnie z naszymi oczekiwaniami nastąpiło wypłaszczenie krzywych, co wynikało z faktu, że środek i długi koniec krzywych zyskały bardziej niż krótki koniec krzywych. Spread 2-10 lat zawężił się do 120 pb dla IRS oraz do 143 pb dla obligacji, głównie w wyniku zawężenia spreadu na odcinku 2-5 lat.

▪ Wiceminister finansów Wojciech Kowalczyk przybliżył plany podaźowe na I kw. 2014 – w tym okresie resort finansów planuje przeprowadzenie po dwie aukcje w miesiącu. Wiceminister powiedział również, że Ministerstwo Finansów chce sfinansować w 100% przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe brutto do końca lipca. W naszej ocenie jest to realny scenariusz, tym bardziej, że środki przechodzące z 2013 r. powinny być wyższe ze względu na fakt, że realizacja tegorocznego deficytu budżetowego będzie niższa o ok 8 mld zł.

### Uwaga skierowana na Fed

▪ W przedświątecznym tygodniu najważniejszym wydarzeniem będzie posiedzenie Fed (17-18.12). Po ostatnich lepszych od prognoz danych z amerykańskiego rynku pracy wzrosły oczekiwania, że już na tym posiedzeniu FOMC może podjąć decyzję o rozpoczęciu ograniczania programu QE3 i taki scenariusz jest częściowo zdyskontowany w cenach. Jeśli Fed opóźni decyzję o ograniczeniu skali ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej na 1 kwartał, to możemy zobaczyć umocnienie na rynkach bazowych, co powinno przełożyć się pozytywnie również na krajowy rynek długu.

▪ Publikacja kolejnej serii krajowych danych makro (produkcja, dane z rynku pracy) może przebiegać w cieniu wydarzeń na rynkach bazowych. Inwestorzy przywiązują mniejsze znaczenie do krajowych danych po deklaracji RPP, że stopy pozostaną stabilne przynajmniej do połowy 2014. Wrzaz ze zbliżaniem się końca tygodnia aktywność inwestorów będzie malała w związku z nadchodzącymi

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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)