

TYGODNIK EKONOMICZNY

27 stycznia – 2 lutego 2014

Wstępne indeksy PMI dla krajów europejskich (w tym również dla Francji) potwierdziły relatywnie mocny start aktywności gospodarczej na początku roku. Z drugiej strony odczyt PMI dla chińskiego przemysłu okazał się słabszy (poniżej 50 pkt), co m.in. rozbudziło obawy o wzrost gospodarczy w krajach rozwijających się. Rosnące zaniepokojenie inwestorów tym, że niektóre z gospodarek wschodzących mogą nie poradzić sobie w warunkach słabnącego wzrostu i zmniejszania skali stymulacji przez Fed, wywołało mocny wzrost awersji do ryzyka i falę wyprzedaży na rynkach postrzeganych za ryzykowne. Nastąpiła znacząca przecena walut rynków wschodzących (w tym złotego, który jednak wraz z czeską koroną stracił relatywnie mniej niż inne waluty); korekta dotknęła również giełdy, podczas gdy zyskiwały na wartości aktywa bezpieczne (tzw. safe haven).

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem będzie posiedzenie FOMC (28-29.01). Nie można wykluczyć, że Fed będzie kontynuował redukcję programu QE3 (o kolejne 10 mld \$) mimo słabszych danych z rynku pracy za grudzień. Taka decyzja jest oczekiwana, więc jej wpływ na rynek może okazać się ograniczony. W kolejnych dniach pojawiają się wstępne dane o PKB (Polska, USA, Hiszpania) i kolejne wskaźniki aktywności. Dane te mogą wyznaczyć kierunek na rynku w krótkim terminie. Zbliżanie się terminu przekazania aktywów OFE do ZUS (3 lutego) może dodać nieco zmienności krajowemu rynkowi długu na zamknięcie miesiąca.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS W- WA | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | PROGNOZA | | OSTATNIA WARTOŚĆ | |
|-----------------------------------|-----------|-------------------------------------|-------------|--------------|------------|---------------------|------------|
| | | | | RYNEK | BZWBK | | |
| PONIEDZIAŁEK (27 stycznia) | | | | | | | |
| 10:00 | DE | Indeks Ifo | I | pkt | 110 | - | 109,5 |
| 16:00 | US | Sprzedaż nowych domów | XII | tys. | 458 | - | 464 |
| WTOREK (28 stycznia) | | | | | | | |
| 14:30 | US | Zamówienia na dobra trwałego użytku | XII | % m/m | 1,7 | - | 3,5 |
| 15:00 | US | Indeks cen domów S&P/Case-Shiller | XI | % m/m | 0,9 | - | 1,05 |
| 16:00 | US | Indeks nastroju konsumentów | I | pkt | 77,5 | - | 78,1 |
| ŚRODA (29 stycznia) | | | | | | | |
| 20:00 | US | Wynik posiedzenia Fed | | | | | |
| CZWARTEK (30 stycznia) | | | | | | | |
| 2:45 | CN | PMI – przemysł | I | pkt | 49,6 | - | 50,5 |
| 10:00 | PL | PKB | 2013 | % r/r | 1,5 | 1,5 | 1,9 |
| 14:30 | US | Pierwszy szacunek PKB | IV kw. | % kw./kw. | 3,2 | - | 4,1 |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | tyg. | tys. | 330 | - | 326 |
| 16:00 | US | Niezakończona sprzedaż domów | XII | % m/m | 0,2 | - | 0,2 |
| PIĄTEK (31 stycznia) | | | | | | | |
| 14:00 | PL | Oczekiwania inflacyjne | I | % r/r | - | - | 0,7 |
| 14:30 | US | Dochody osobiste | XII | % m/m | 0,2 | - | 0,2 |
| 14:30 | US | Wydatki konsumentów | XII | % m/m | 0,2 | - | 0,5 |
| 15:55 | US | Indeks Michigan | I | pkt | 81,0 | - | 82,5 |

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

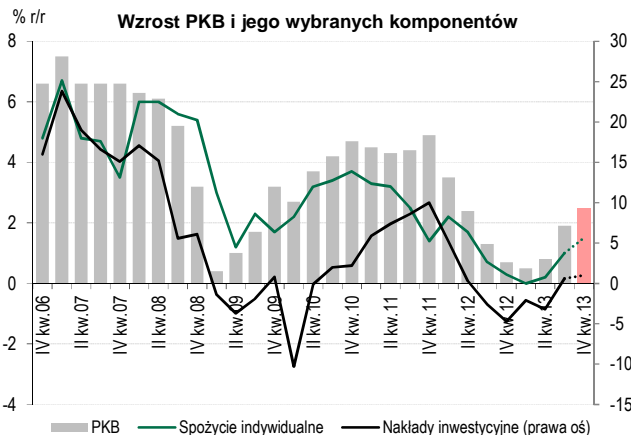
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

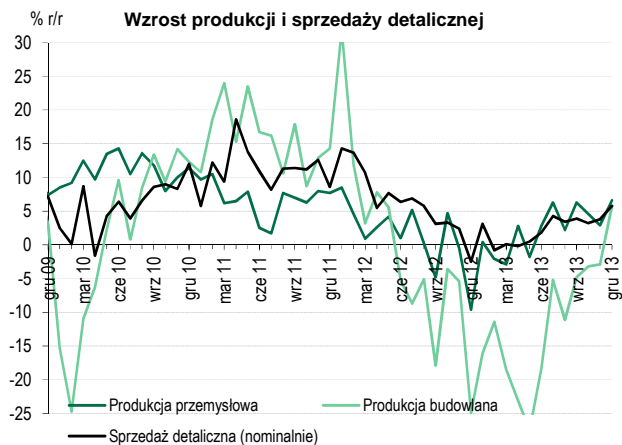
Wydarzenia nowego tygodnia – Wstępne dane o PKB



Wstępne dane o PKB za 2013 r. to jedyna, ale za to dość istotna, krajowa publikacja w tym tygodniu. Oczekiwany przez nas wzrost PKB o 1,5% w całym roku będzie oznaczał, że w ostatnim kwartale polska gospodarka rozwijała się w tempie ok. 2,5% r/r (nieco obniżyliśmy ten szacunek po grudniowych, słabszych od prognoz odczytach produkcji i sprzedaży (patrz niżej)). Ważne będzie nie tylko tempo, ale też struktura wzrostu gospodarczego. Liczymy na umiarkowane przyspieszenie wzrostu konsumpcji prywatnej i inwestycji w IV kwartale.

Krajowe dane mogą jednak pozostawać w cieniu wydarzeń za granicą. Kolejne dane z USA i strefy euro, ale w szczególności wynik posiedzenia Fed, mogą wpłynąć na nastroje inwestorów i ich nastawienie wobec rynków wschodzących.

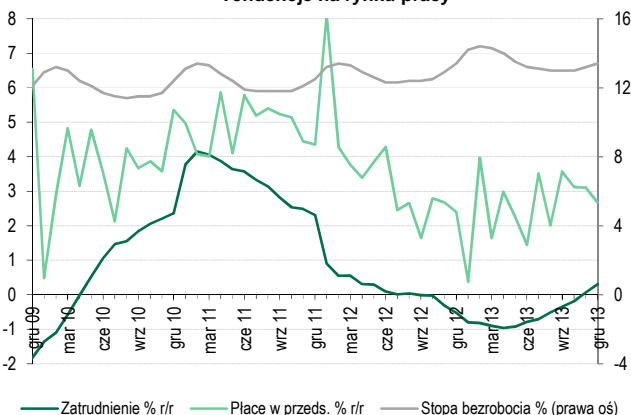
Ostatni tydzień w gospodarce – Dane o produkcji i sprzedaży detalicznej poniżej oczekiwań



Wzrost produkcji w przemyśle wyniósł w grudniu 6,6% r/r, a w budownictwie 5,8% r/r. Z kolei sprzedaż detaliczna urosła o 5,8% r/r. Wszystkie trzy odczyty dotyczące rynku produktów były poniżej oczekiwań, co nieco zmniejszyło optymizm dotyczący wzrostu PKB pod koniec roku.

Dane o sprzedaży detalicznej, choć nieco poniżej prognoz, to jednak potwierdzają dalsze stopniowe ożywienie popytu konsumpcyjnego, któremu sprzyja nieco szybsza od oczekiwań poprawa sytuacji na rynku pracy (szczegóły niżej). Uwagę zwraca przede wszystkim duży wzrost obrotów w sprzedaży pojazdów mechanicznych (28,8% r/r – prawie dwukrotnie wyższa dynamika niż miesiąc wcześniej). Jednocześnie, pozytywnie zaskoczyły dane o sprzedaży mebli i sprzętu RTV/AGD (10,6% r/r wobec 2,0% r/r w listopadzie), prasy i książek (5,2% r/r wobec 1,8% w listopadzie) i pozostałej sprzedaży (4,3% r/r wobec -1,4%).

Tendencje na rynku pracy



W grudniu 2013 r. średnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 0,3% r/r a płace o 2,7% r/r. Z kolei stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła słabiej od oczekiwań, do 13,4%.

Dane pokazały dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy, wspieraną przez poprawiający się wzrost gospodarczy. Spodziewamy się, że w 2014 r. zarówno wzrost płac jak i zatrudnienia przyspieszy, co będzie wspierało konsumpcję prywatną.

Dynamika PPI wyniosła -0,9% r/r w grudniu i nadal nie wskazuje na wzrost presji cenowej na producentów.

Słabsze dane z rynku produktów skłoniły nas do obniżenia naszych oczekiwań co do wzrostu PKB w IV kw. 2013 r. do 2,5% r/r. Niemniej, nie zmienia to istotnie oczekiwaną ścieżki ożywienia gospodarczego w kolejnych kwartałach

Cytat tygodnia – Po co sobie wiazać ręce?

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 23.01, PAP

W dalszym ciągu uważam, że najbardziej prawdopodobny termin, jeśli chodzi o podwyżkę stóp, to IV kw. tego roku. Jednocześnie zdecydowanie zaznaczam - bilans ryzyk jest taki, że to może być wcześniej niż później. (...) Wydłużanie tego okresu (forward guidance) o jeden kwartał dużo nie daje. Po co sobie wiazać ręce?

Adam Glapiński, członek RPP, 21.01, Reuters

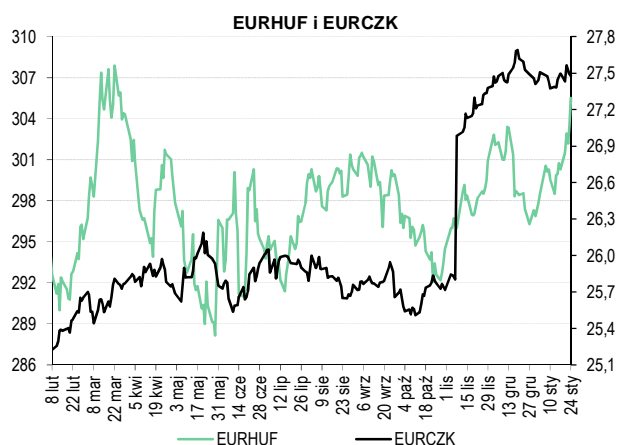
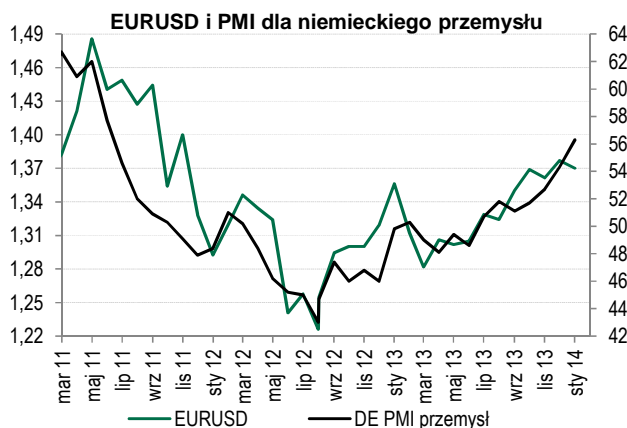
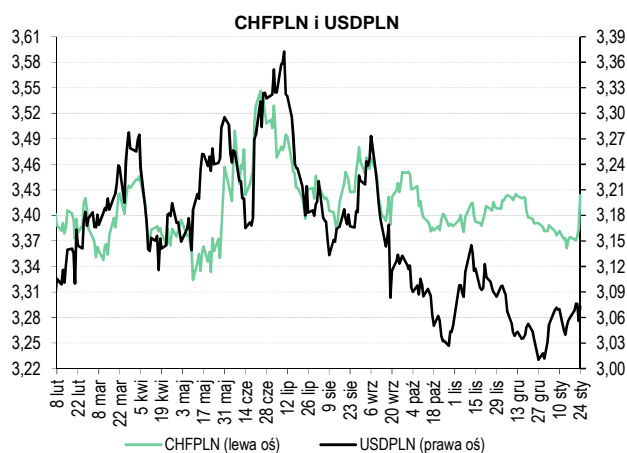
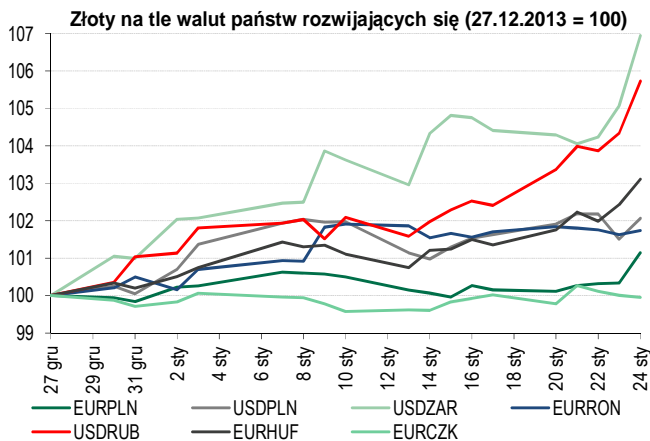
Ja osobiście opowiadam się za stabilizacją stóp do końca tego roku. Moim zdaniem, jeżeli przyspieszenie będzie następowało stopniowo, to dobrym momentem do podwyżki stóp będzie początek 2015 roku. (...) W połowie roku zaczniemy dyskusję, co dalej ze stopami. Pomocna będzie lipcowa projekcja.

Elżbieta Chojna-Duch, członek RPP, 23.01, Reuters

Nie spieszyłabym się z podwyżkami z uwagi na dysparytet stóp procentowych. Z deklarowaniem przedłużenia forward guidance oczekiwałabym do marca

W RPP, która w ostatnich miesiącach była zaskakująco zgodna co do stabilizacji stóp procentowych do połowy 2014 r., wyraźniej zaczynają się zaznaczać różnice poglądów nt. dalszych działań. Andrzej Bratkowski, który najwcześniej i najodważniej chciał obniżyć stopy, kiedy gospodarka wchodziła w spowolnienie, teraz należy do tych, którzy najwcześniej sygnalizują możliwość podwyżek. Mamy wrażenie, że jego opinia nie będzie tym razem równie odosobniona, jak w poprzednim cyklu – podobny pogląd mogą podzielać członkowie Rady, przewidujący dość szybkie domknięcie luki popytowej (m.in. Jerzy Hausner). Marcowe posiedzenie RPP może być dobrym testem nastrojów w RPP – jeśli forward guidance nie zostanie przedłużone przynajmniej o kwartał, będzie to zapowiedź nadchodzących podwyżek stóp. Osłabienie złotego pod presją wyprzedaży na rynkach wschodzących przybliży nas do scenariusza podwyżek.

Rynek walutowy – Rynki wschodzące pod presją



Wyraźna deprecjacja złotego

Miniony tydzień był wyjątkowo niekorzystny dla walut z rynków rozwijających się, w tym także dla złotego. Inwestorzy obawiają się, że dalsze ograniczanie QE3 przez FOMC będzie wywierać negatywną presję na kraje, które są mocno zależne od napływu kapitału z zagranicy. Dodatkowo, po ostatnich słabych publikacjach z Chin (wstępny styczniowy PMI dla przemysłu poniżej 50 pkt) oraz wyjątkowo dobrych z Europy (silne wzrosty PMI dla Niemiec jak i strefy euro) wzmocniły się obawy, iż tempo odbicia gospodarczego rynków wschodzących nie będzie wystarczająco wysokie, by zrekompensować ryzyko inwestycji w tych krajach. Według MFW, w tym roku przewaga wzrostu PKB grupy państw rozwijających się nad rozwiniętymi będzie najniższa od 2001.

Powyższe czynniki sprawiły, że turecka lira kilkakrotnie biła w tym tygodniu rekord słabości do dolara, USDRUB znalazł się na najwyższym poziomie od marca 2009, EURHUF przekroczył na chwilę 306 (i był najwyższy od marca 2013), natomiast kurs EURPLN zakończył tydzień blisko 4,20, wcześniej osiągając 4,22. Dodatkową presję na forinta wywierała głębsza od oczekiwań obniżka stóp (o 15 pb do 2,85%, oczekiwano cięcia o 10 pb) oraz retoryka MNB, który widzi przeszerzeń do dalszego luzowania polityki pieniężnej. Na krajową walutę pewien negatywny wpływ miały zapewne dane z Polski, które wbrew naszym oczekiwaniom, rozczarowały.

Spodziewamy się, podobnie jak rynek, że w środę wieczorem FOMC zdecyduje o dalszym ograniczeniu skali QE3, o kolejne 10 mld \$. Wynik posiedzenia zgodny z oczekiwaniami nie powinien więc istotnie wpłynąć na złotego oraz inne waluty z rynków rozwijających się. Ważniejsze będą sugestie o tym, w jakim tempie wsparcie dla amerykańskiej gospodarki może być ograniczane w kolejnych miesiącach. Poza tym, w dalszym ciągu istotne będą czynniki specyficzne dla każdej waluty – na forincie nadal może ciążyć perspektywa dalszego cięcia stóp, na tureckiej lirze niestabilna scena polityczna, a na rublu słabe dane z rosyjskiej gospodarki. W takich okolicznościach, nawet złotemu może być trudno o wyraźniejsze odreagowanie.

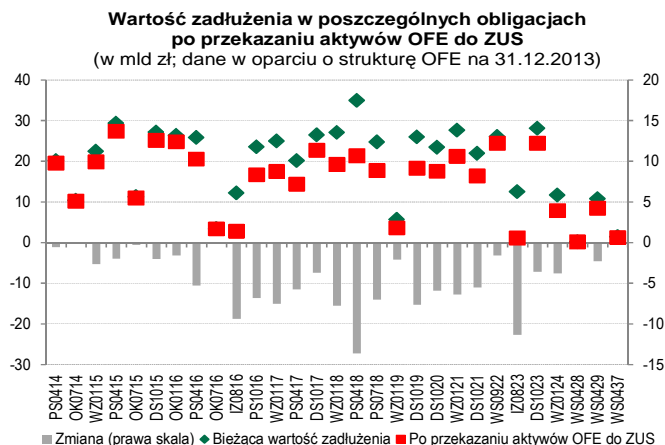
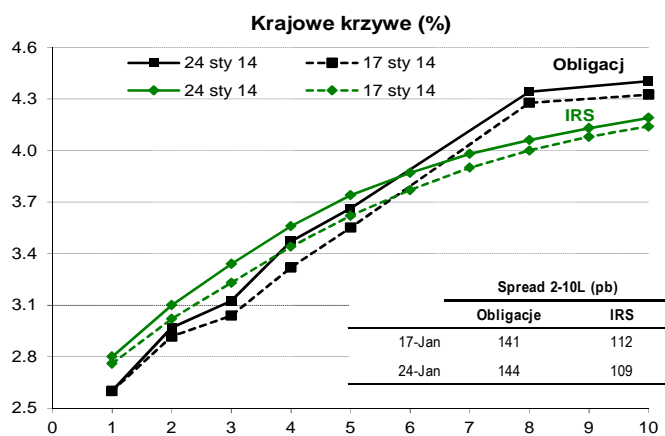
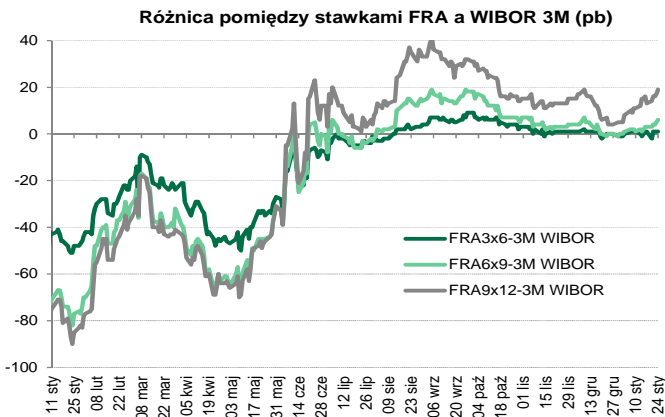
Poziom 4,22 to ważny opór dla EURPLN (wsparcie to 4,18), a dla kursu USDPLN istotny jest ok. 3,08 (wsparcie to 3,02).

Dane z Eurolandu wspierają wspólną walutę

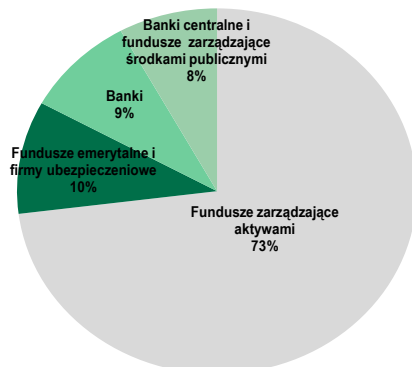
Największy wpływ na notowania EURUSD miały w zeszłym tygodniu wstępne dane o styczniowych PMI dla przemysłu. W przypadku Niemiec oraz strefy euro indeksy wzrosły już czwarty miesiąc z rzędu i to w skali największej od odpowiednio roku i od lipca 2013. Co ważne, po rozczarowaniu z grudnia poprawę zanotował PMI dla Francji. Dane korzystnie wpłynęły na euro, spadły bowiem obawy, że EBC będzie zmuszony dalej luzować politykę pieniężną. W rezultacie, na koniec tygodnia kurs wahał się blisko 1,368 wobec 1,353 na koniec poprzedniego.

Obecnie kurs jest blisko poziomu, jaki był na rynku chwilę po ogłoszeniu przez FOMC w grudniu zmniejszenia QE3 o 10 mld \$. Decyzja ta nie była powszechnie oczekiwana, chociaż rynek w pewnym stopniu liczył się z tym, iż taka decyzja może zostać podjęta. Ankieta Bloombergu wskazuje, że ograniczenia QE3 o kolejne 10 mld \$ na styczniowym posiedzeniu spodziewa się zdecydowana większość analityków. Wygląda więc na to, że o reakcji inwestorów przesądzi retoryka FOMC, w szczególności ustosunkowanie się do bardzo słabego grudniowego przyrostu zatrudnienia poza rolnictwem i tempa dalszego zmniejszania skali pieniężnej skali stymulacji gospodarki USA (po raz pierwszy posiedzeniu Fed będzie przewodniczyć Janet Yellen).

Rynek stopy procentowej – Rentowności pod wpływem awersji do ryzyka



Struktura nabywców obligacji 10-letniej denominowanej w USD wg podmiotów



Rynek pieniężny bez większych zmian

▪ Sytuacja na rynku pieniężnym nie uległa większym zmianom. Stawki WIBOR pozostawały względnie stabilne, podobnie jak i FRA na terminy do 6 miesięcy.

▪ Stawki FRA na dłuższe terminy (poczynając od 9 miesięcy) stopniowo rosną. Różnica pomiędzy FRA9x12 i WIBOR3M wzrosła do 19 pb (najwyższego poziomu od połowy października), być może pod wpływem nieco jastrzębich wypowiedzi Hausnera i Bratkowskiego z RPP. Sądzymy, że trend ten będzie kontynuowany w najbliższych tygodniach. Publikacja danych o PKB za 2013 r. może wygenerować impuls przyspieszający ten trend.

Przecena na koniec tygodnia mimo dobrej aukcji

▪ Miniony tydzień przyniósł nieznaczny wzrost rentowności i stawek IRS. Inwestorzy negatywnie zareagowali na informacje o podaży na aukcji obligacji DS1023, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście rentowności tego instrumentu. Dobre wyniki aukcji w połączeniu z umocnieniem na rynkach bazowych stabilizowały jednak sytuację na krajowym rynku długu. Koniec tygodnia przyniósł przecenę obligacji i IRS (głównie na środku i długim końcu krzywych), co było efektem osłabienia złotego.

▪ W tym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na rynkach globalnych, w szczególności na posiedzeniu Fed. Oczekuje się, że FOMC będzie kontynuował stopniowe ograniczanie QE i na styczniowym posiedzeniu ogłosi dalszą redukcję tego programu (w umiarkowanym tempie). Taka decyzja nie powinna wywrzeć negatywnego wpływu na rynki bazowe, które w ostatnich dniach dość mocno zyskały na fali rosnącej globalnej awersji do ryzyka. Niemniej, rentowności krajowego długu będą zależały od zmian globalnej awersji do ryzyka (a ta może być wrażliwa na informacje z „wrażliwych” gospodarek rynków wschodzących). Dane o PKB i zbliżający się termin przekazania aktywów OFE do ZUS (3 lutego) mogą dodawać nieco zmienności rynkowi.

▪ W tym tygodniu Ministerstwo Finansów poda podaż SPW na lutowe aukcje - wg kwartalnego planu emisji resort finansów założył 2 aukcje regularne. Można oczekiwać zróżnicowanej oferty, w której znajdą się te obligacje, których płynność znacząco spadła po przekazaniu aktywów funduszy emerytalnych do ZUS, w tym m.in. PS0718.

Wysoki popyt na polski dług utrzymuje się

▪ Czwartkowa aukcja obligacji okazała się wielkim sukcesem. Łączny popyt wyniósł 18,4 mld zł, w tym największym zainteresowaniem cieszyły się WZ0119 (ok. 5,9 mld zł) i DS1023 (ok. 5,3 mld zł). W efekcie uplasowano obligacje o łącznej wartości 12,13 mld zł (powyżej górnej granicy oferty na 10 mld zł), w tym najwięcej sprzedano DS1023 (4,1 mld zł) z rentownością 4,348%. Wartość sprzedaży nowej 2-latki OK0716 wyniosła ok. 3,4 mld zł (przy popycie 4,1 mld zł), a rentowność 3,087%. Wg wiceministra finansów była to najwyższa w historii sprzedaż obligacji.

▪ Z opublikowanych przez Ministerstwo Finansów danych wynika, że popyt na obligacje denominowane w USD (uplasowane 16 stycznia) wyniósł ok. 6,5 mld \$. Głównymi nabywcami byli inwestorzy z USA (52%). Co więcej, ok. 73% emisji nabyły podmioty zarządzające aktywami, a 8% banki centralne i fundusze zarządzające środkami publicznymi.

▪ Po styczniowym resorcie finansów sfinansował ponad 50% tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto (wg nas ok. 54%). Realizacja na tym poziomie uprawdopodobnia osiągnięcie planu realizacji potrzeb pożyczkowych w wysokości 60% na koniec I kw., zwiększając tym samym szanse na pełną realizację potrzeb do końca lipca.

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