

TYGODNIK EKONOMICZNY

10 – 16 lutego 2014

Po mocnej wyprzedaży w końcu stycznia, początek lutego przyniósł odreagowanie walut na rynkach wschodzących (złoty przodował w skali umocnienia do dolara i euro), chociaż wciąż trudno powiedzieć, aby obawy inwestorów o sytuację w tych krajach zniknęły. Od początku roku do 5 lutego z funduszy inwestujących na rynkach wschodzących wycofało się 18,6 mld \$, czyli więcej niż w całym 2013 r. Notowaniom złotego pomógł m.in. bardzo mocny wzrost PMI, sugerujący dobry początek roku w polskim przemyśle. RPP ani EBC nie dokonały zmian w polityce pieniężnej, czekając na marcowe aktualizacje prognoz.

W pierwszej części najbliższego tygodnia decydujące mogą być nastroje na rynkach globalnych, ponieważ kluczowe publikacje (CPI, PKB) pojawią się dopiero w piątek. Zgodna z naszą prognozą, a niższa od oczekiwań rynkowych, inflacja może ponownie odsunąć wyceniany przez rynek moment podwyżki stóp procentowych, szczególnie, jeśli kontynuowane będzie umocnienie złotego i poprawa nastrojów na rynkach wschodzących.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W- WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (10 lutego)							
Brak publikacji ważnych danych							
WTOREK (11 lutego)							
16:00	US	Wystąpienie szefowej Fed					
ŚRODA (12 lutego)							
9:00	CZ	CPI	I	% r/r	0,3	-	1,4
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	-0,3	-	1,8
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	XII	mln €	-1214	-1083	-984
14:00	PL	Eksport	XII	mln €	11 550	11 400	13 594
14:00	PL	Import	XII	mln €	12 091	11 900	13 587
CZWARTEK (13 lutego)							
11:00	PL	Aukcja obligacji (oferta 2-5 mld zł)					
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	I	% m/m	0,2	-	0,7
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	330	-	331
PIĄTEK (14 lutego)							
8:00	DE	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	1,4	-	0,6
9:00	HU	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	2,5	-	1,8
9:00	HU	CPI	I	% r/r	0,3	-	0,4
9:00	CZ	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	-0,2	-	-1,2
10:00	PL	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	2,8	2,8	1,9
11:00	EZ	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	0,4	-	-0,4
14:00	PL	CPI	I	% r/r	0,9	0,7	0,7
14:00	PL	Podaż pieniądza	I	% r/r	6,2	6,4	6,1
15:15	US	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	0,3	-	0,3
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	II	pkt	80,5	-	81,2

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 Luzziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

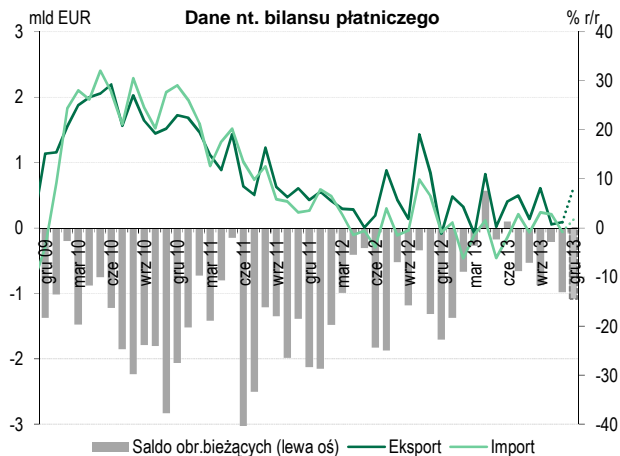
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

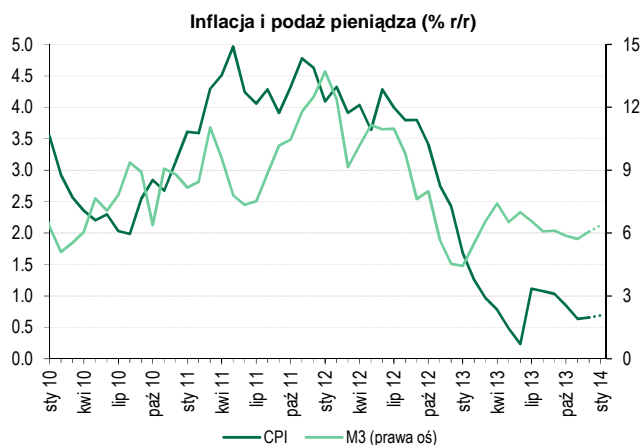
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Gospodarka przyspiesza, inflacja wciąż niska



▪ Grudniowe dane o bilansie płatniczym pokażą naszym zdaniem wyraźne przyspieszenie wzrostu eksportu (spójne z szybszym wzrostem produkcji przemysłowej), ale jednocześnie pierwszy od marca 2013 deficyt na rachunku towarów i najwyższy od stycznia 2013 deficyt obrotów bieżących. Deficyty powinny być jednak wyraźnie niższe niż przed rokiem (w wyniku czego relacja niedoboru w obrotach bieżących do PKB spadnie najniżej od połowy lat 90.) oraz mniejsze od mediany prognoz rynkowych, dlatego dane nie powinny mocno zaszkodzić złotemu.

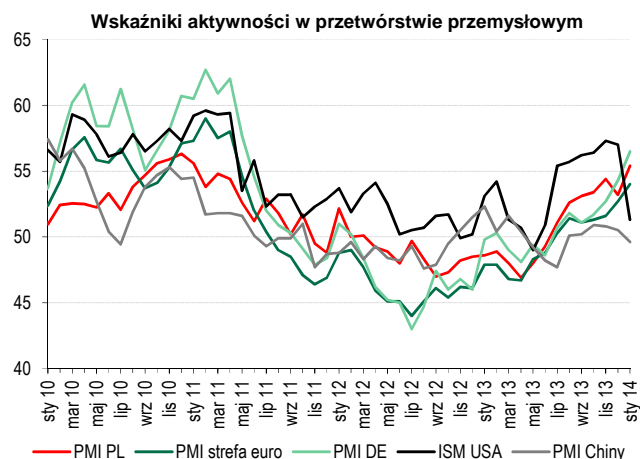
▪ Na podstawie wstępnych danych o PKB za cały 2013 r. wiemy już, że IV kw. przyniósł wyraźne przyspieszenie wzrostu, jednak margines błędów w tych szacunkach jest spory, dlatego dane o wzroście i jego strukturze w IV kwartale będą interesujące. Spodziewamy się potwierdzenia rosnącej roli popytu krajowego – wzrostu konsumpcji i inwestycji.



▪ Prawdopodobnie najważniejszą publikacją tygodnia będą dane o inflacji. Duża rozpiętość prognoz analityków (0,7%-1,2%) wskazuje, że należy się liczyć z istotną reakcją rynku na dane GUS. Nasze szacunki wskazują, że dynamika CPI pozostała w styczniu bez zmian, na poziomie 0,7% r/r, m.in. za sprawą niewielkiego jak na ten miesiąc wzrostu cen żywności, wyraźnego spadku cen paliw i niższych kosztów energii. To by jednak oznaczało wzrost inflacji bazowej na początku roku.

▪ Dane o podaży pieniądza nie będą miały, jak zwykle, wpływu na rynek. Warto jednak zwrócić uwagę, czy potwierdzą kontynuację widoczną pod koniec ub.r. tendencji ożywienia wzrostu kredytów. Ostatnia ankieta NBP nt. sytuacji na rynku kredytowym wskazuje m.in. na złagodzenie polityki kredytowej banków w segmencie MSP i oczekiwany istotny wzrost popytu firm w I kw., m.in. na kredyty inwestycyjne.

Ostatni tydzień w gospodarce – Mocny początek roku w przemyśle, stopy bez zmian



▪ Stycyniowy odczyt PMI dla polskiego przemysłu dość wyraźnie przekroczył oczekiwania. Po najsłabszym miesięcznym wzroście od dwóch lat indeks znalazł się na najwyższym poziomie od 36 miesięcy – 55,4 pkt. Raport pokazał, że przyspieszeniu wzrostu zamówień (również eksportowych) towarzyszy poprawa w produkcji. Te pozytywne tendencje – utrzymujące się od kilku miesięcy – zaowocowały w styczniu najwyższym w historii badania (tj. do 1998) tempem przyrostu zatrudnienia. Co ciekawe, subindeks kosztów produkcji nadal utrzymuje się na niskim poziomie, najniższym od 7 miesięcy, co pokazuje, że na obecnym etapie ożywienia gospodarczego nie ma zagrożenia ze strony presji inflacyjnej.

▪ Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, referencyjną na poziomie 2,5%. Posiedzenie nie przyniosło wiele istotnych informacji z punktu widzenia oceny perspektyw polityki pieniężnej.

Cytat tygodnia – Mamy jeszcze sporo czasu

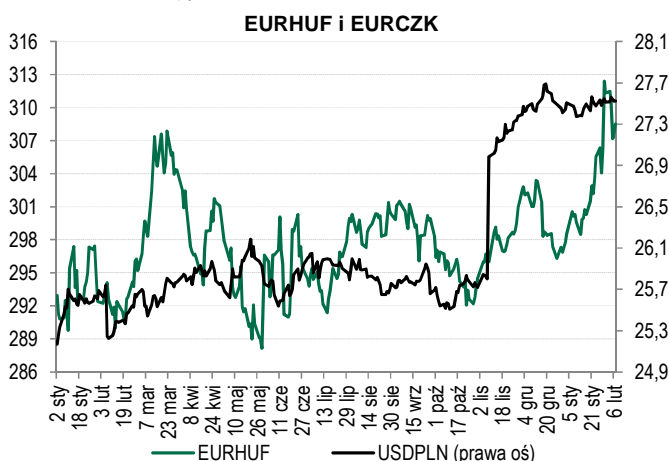
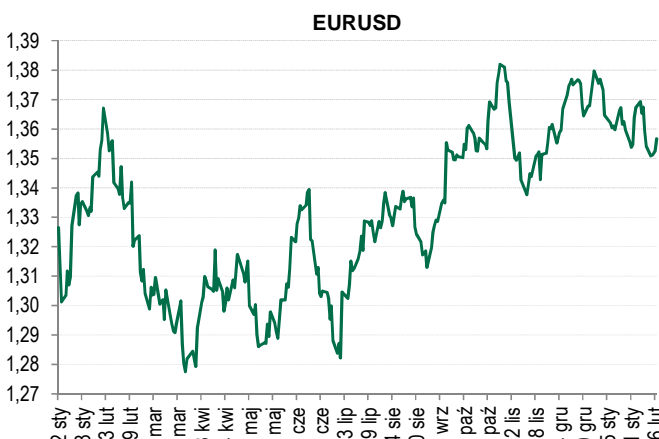
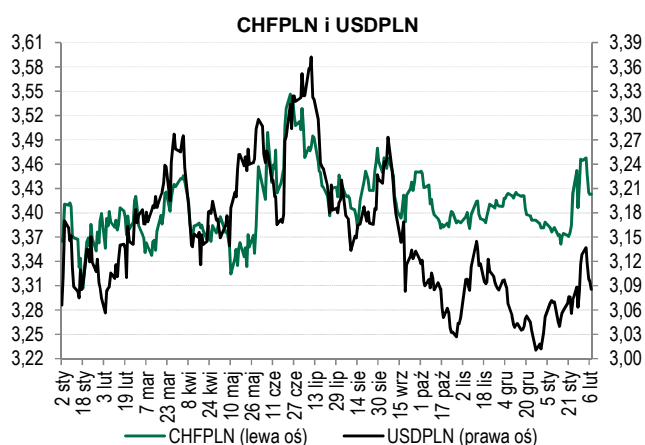
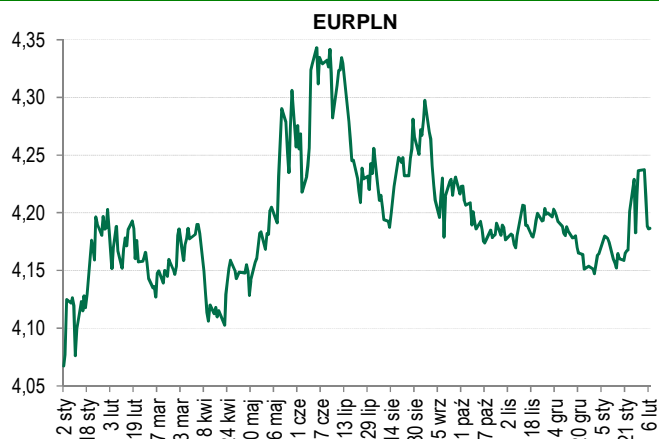
Marek Belka, prezes NBP, 05.02, konferencja prasowa RPP

Mamy sytuację, o której każdy prowadzący politykę pieniężną tylko może marzyć (...) gospodarka przyspiesza a inflacja nie tylko pozostaje pod kontrolą, ale wydaje się utrzymywać się na super niskim poziomie. (...) Przyspieszenie gospodarki następuje z bardzo niskiego poziomu. Luka popytowa w dalszym ciągu jest znacząca i jej zamykanie odbywać się będzie stopniowo. (...) Tekst komunikatu, który Państwo otrzymali jest wręcz demonstracyjnie repliką sformułowań z poprzedniego miesiąca. Chcielibyśmy wysłać silny sygnał dla rynku, że czujemy, że mamy sytuację pod kontrolą i nie ma powodów, żeby zmieniać podejście. (...) Na razie mamy jeszcze sporo czasu (na decyzje). Chciałbym uniknąć sytuacji, w której będziemy przyzwyczajając rynek do czegoś, tzn. do gier na zwyżki albo na niżki.

Prezes Marek Belka wyraźnie dał do zrozumienia podczas konferencji prasowej RPP, że Rada czuje się w obecnych uwarunkowaniach (przyspieszający wzrost i niska inflacja) komfortowo i nie ma zamiaru spieszyć się z decyzjami dotyczącymi zmian w polityce pieniężnej.

Najciekawszym spotkaniem RPP w najbliższym czasie będzie spotkanie marcowe, przede wszystkim ze względu na nową projekcję inflacji i PKB. Jednakże Rada prawdopodobnie nie zasugeruje jeszcze zmiany swojego podejścia na tym posiedzeniu i poczeka z tym do kolejnej projekcji inflacyjnej w lipcu. Wówczas może nastąpić zmiana polityki relatywnie długiego (jak na polskie warunki) *forward guidance* na politykę analizowania przez RPP sytuacji „z posiedzenia na posiedzenie”. Nie zmieniamy prognozy pierwszej podwyżki stóp NBP na jesieni.

Rynek walutowy – Złoty najmocniej odreagował w ciągu tygodnia



Dane z kraju i ze świata umacniają złotego

■ Złoty przerwał trwający od trzech tygodni deprecyjny trend w stosunku do euro, franka szwajcarskiego i funta. Stabilizacja nastrojów na globalnym rynku, znacznie lepszy od prognoz PMI dla polskiego przemysłu na początku tygodnia i słaby odczyt z rynku pracy USA na koniec tygodnia wywołały spadek EURPLN z 4,26 do 4,17, CHFPLN z 3,49 do 3,40, GBPPLN z 5,20 do 5,01. Do dolara złoty również zyskał, kurs obniżył się w trakcie tygodnia z 3,16 do poniżej 3,07. W rezultacie, złoty był w minionym tygodniu najmocniejszą walutą z rynków rozwijających się wobec euro, dolara, funta i franka.

■ W tym tygodniu poznamy istotne dane z kraju, dla złotego w szczególności ważny może być odczyt salda obrotów bieżących za styczeń oraz wstępny PKB za IV kw. Obie te publikacje mają potencjał do wsparcia krajowej waluty. Spodziewamy się niższego od konsensusu deficytu na rachunku bieżącym. Fakt, że w tej kategorii zanotowano znaczną poprawę w ostatnich miesiącach, był jednym z czynników wspierających złotego w okresach podwyższonej awersji do ryzyka. Dane o PKB raczej nie zaskoczą, ale potwierdzenie przyspieszenia z 1,9% do 2,8% może zostać korzystnie odebrane przez rynek.

Euro zyskuje dzięki EBC

■ W ubiegłym tygodniu największy wpływ na EURUSD miały decyzja i retoryka EBC oraz miesięczne dane z rynku pracy USA. Kiedy w poprzednim tygodniu opublikowano niższe od prognoz dane o wstępnej inflacji w strefie euro, nasiliły się oczekiwania, że bank centralny może dalej rozluźnić politykę pieniężną. Tymczasem, EBC utrzymał stopy bez zmian i po raz kolejny tylko zapowiedział gotowości podjęcia dalszych działań. Miało to korzystny wpływ na wspólną walutę – EURUSD dynamicznie wzrósł z 1,35 do 1,362. Kolejny impuls, choć już nie tak silny, przyszedł ze strony danych z USA. W styczniu przybyło dużo mniej etatów niż oczekiwano i ostatecznie tygodniowy szczyt EURUSD wyniósł ok. 1,363.

■ Najbliższy tydzień nie będzie aż tak bogaty w odczyty ważnych danych jak ubiegły. Będziemy natomiast świadkami wystąpień wielu członków FOMC, których komentarze mogą mieć istotny wpływ na oczekiwania odnośnie tempa redukcji QE3 w dalszej części roku. Ważne poziomy na ten tydzień to 1,35 i 1,37.

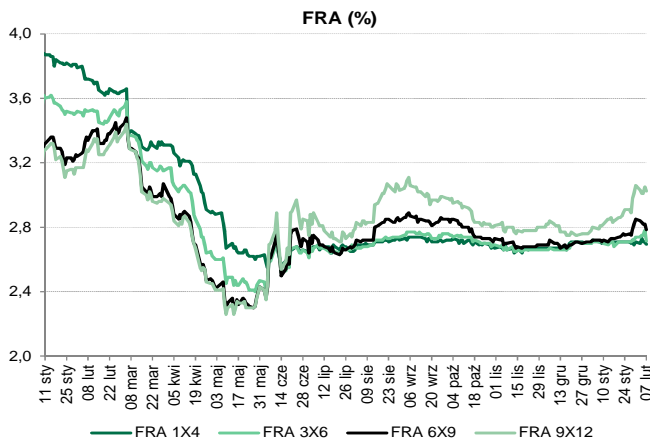
Forint zyskuje dzięki PMI, w tym tygodniu kolejne dane

■ Forint, podobnie jak złoty, skorzystał z poprawy nastrojów na globalnym rynku oraz na bardzo silnym węgierskim PMI – indeks dla przemysłu znalazł się w styczniu najwyższy od marca 2007. W konsekwencji, kurs EURHUF spadł z 314 – ostatni raz był tak wysoko dwa lata temu – do 306.

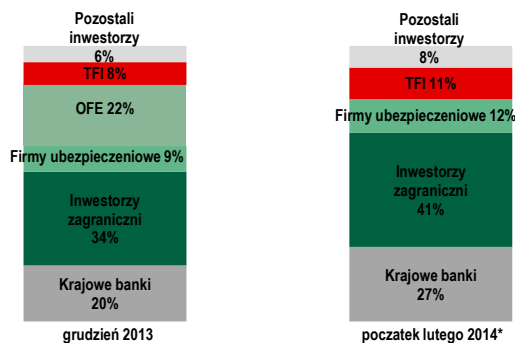
■ Czeski bank centralny utrzymał stopy procentowe bez zmian, główną na poziomie 0,05%. Jego prezes powiedział, iż decyzja o interwencji walutowej była słuszną i pomogła uniknąć deflacji. Dodał, że dolna granica dla EURCZK na poziomie 27,0 została odpowiednio dobrana i że pozostanie w mocy przynajmniej do początku 2015 (zgodnie z wcześniejszą sugestią). Wydzwięk wypowiedzi nie miał wpływu na koronę, EURCZK poruszał się w ubiegłym tygodniu w trendzie bocznym.

■ W tym tygodniu poznamy istotne dane, które mogą wpłynąć na notowania korony i forinta – wstępne PKB za IV kw. jak też styczniową inflację. Kiedy w trakcie niedawnej fali odwrotu inwestorów z rynków wschodzących niektóre banki centralne podwyższyły stopy, prezes węgierskiego banku powiedział, że niski CPI daje przestrzeń do dalszego luzowania polityki pieniężnej (w grudniu inflacja wyniosła 0,4% r/r, cel inflacyjny to 3% r/r), co niekorzystnie wpłynęło na forinta. W przypadku danych z Czech, styczniowa inflacja pozwoli jeszcze lepiej ocenić wpływ interwencji na tempo wzrostu cen. Pozytywne niespodzianki w danych o PKB powinny wesprzeć obie waluty, potencjał do większego ruchu jest w przypadku EURHUF.

Rynek stopy procentowej – Duży popyt na obligacje nawet bez OFE



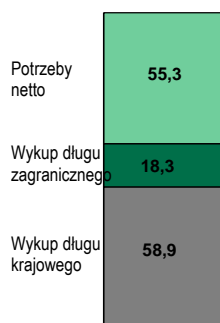
Zmiany w strukturze inwestorów na rynku krajowych obligacji po przekazaniu aktywów OFE



*/ szacunki BZ WBK

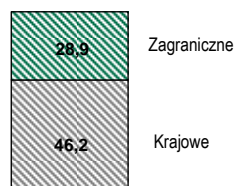
Potrzeby pożyczkowe brutto

132,5 mld PLN, w tym:



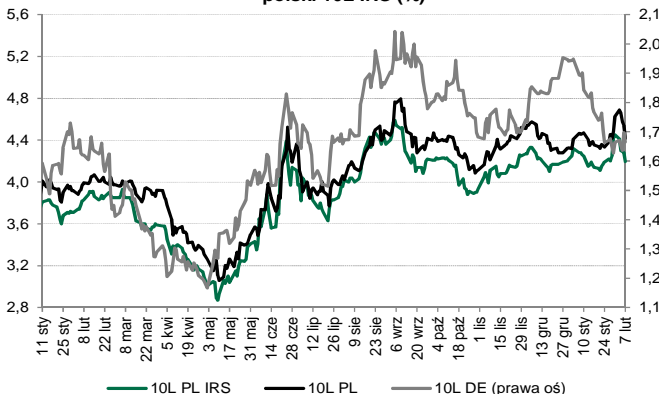
Finansowanie

na dzień 7 lutego 2014*:
Razem: ok. 75 mld zł (ok. 57%)



*/ szacunki BZ WBK

Rentowności 10L obligacji polskich i niemieckich oraz polski 10L IRS (%)



Rynek wycenia podwyżkę stóp na jesieni

Poprawa globalnych nastrojów, ale również umocnienie na krajowym rynku długu, przyniosły nieznaczny spadek stawek FRA, przy relatywnie stabilnych stawkach WIBOR (wzrost o 1 pb dla 9M i 12M). Lutowa decyzja RPP o pozostawieniu stóp na niezmiennym poziomie i podtrzymanie deklaracji o stabilnych stopach do połowy roku było neutralne dla rynku. Pomimo odreagowania silnych wzrostów pod koniec stycznia, stawka FRA9x12 utrzymała się powyżej 3%. Oznacza to, że rynek w pełni wycenia podwyżkę stóp o 25 pb w perspektywie 9 miesięcy, co jest zbliżone do naszych oczekiwań.

Dane inflacyjne mogą być istotne dla sytuacji na rynku pieniężnym w najbliższych dniach. CPI zgodne z naszą prognozą (a poniżej rynku) może ponownie nieco ostudzić oczekiwania podwyżek, szczególnie gdyby złoty dalej się umacniał.

Odreagowanie po znaczącej przecenie na koniec stycznia

Za nami bardzo ciekawy tydzień na rynku obligacji. Po pierwsze OFE przekazały do ZUS aktywa w wysokości ok. 153,2 mld zł i tym samym struktura inwestorska na krajowym rynku długu uległa znacznej zmianie. OFE zniknęły, jako aktywny gracz, a udział zagranicznych inwestorów wzrósł do ok. 41% (z 34% na koniec grudnia 2013 r.) – patrz wykres obok.

Uspokojenie nastrojów na rynkach globalnych skutkowało odreagowaniem na rynku obligacji i IRS. Dobre wyniki aukcji krajowego długu (szczegóły poniżej) również wsparty pozytywne nastroje na rynku. W efekcie rentowności obligacji i stawki IRS obniżyły się odpowiednio o 14-36 pb oraz o 14-27 pb, przy czym największe spadki dotyczyły sektora 5L. W efekcie tych zmian nastąpiło spłaszczenie krzywych – spread 2-10L spadł odpowiednio do 134 pb dla obligacji (z 149 pb na koniec grudnia) oraz do 104 pb dla IRS (z 115 pb).

Ministerstwo Finansów podało, że w lutym na dwóch aukcjach regularnych zaoferuje obligacje o łącznej wartości 4-9 mld zł. Na pierwszej aukcji (już bez OFE) w ofercie znalazły się relatywnie neutralne dla rynku obligacje, tj. OK0716 i WZ0119 o wartości 2-4 mld zł. Zgłoszony przez inwestorów popyt ponad 2-krotnie przewyższał podaż, co skłoniło MF do zaoferowania tych papierów również na aukcji dodatkowej. Podsumowując, na rynku uplasowano obligacje OK0716 o łącznej wartości 1,4 mld zł z rentownością 3,181% (poniżej rynku wtórnego) oraz WZ0119 o łącznej wartości 3,4 mld zł. Po tej aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już pokryte w ok. 57%. Taka realizacja potrzeb pożyczkowych daje dużą elastyczność w dopasowaniu oferty do oczekiwań inwestorów i sytuacji na rynku.

W tym tygodniu kolejna aukcja i dane inflacyjne

We wtorek Ministerstwo Finansów poda szczegóły dotyczące czwartkowej aukcji. MF zamierza zaoferować obligacje o wartości 2-5 mld zł, a struktura oferty będzie uzależniona „od stopnia umocnienia się rynku obligacji w jego poszczególnych segmentach”. Biorąc pod uwagę, że najbardziej umocnił się środek krzywej sądzimy, że w ofercie może znaleźć się 5-letni benchmark PS0718, którego płynność dość istotnie spadła po umorzeniu aktywów OFE. Uwzględniając efekt płynnościowy, uważamy, że w ofercie mogą również znaleźć się takie obligacje jak: OK0715, PS0417, DS1021 czy też WZ0124. Pojawienie oferty na długim końcu krzywej może nieco ciężać rynkowi. Sądzimy, że aukcja ta może spotkać się, podobnie jak poprzednia, z dużym zainteresowaniem inwestorów.

Publikowane w tym tygodniu dane makro (m.in. CPI) powinny być wspierające dla rynku długu (nasza prognoza inflacji jest nieco poniżej konsensusu rynkowego). Niemniej w pierwszej części tygodnia kluczowe będą nastroje na rynkach globalnych.

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