

TYGODNIK EKONOMICZNY

15 – 21 grudnia 2014

Nastrój na globalnym rynku był w minionym tygodniu bardzo zmienny nawet mimo braku publikacji ważnych danych. Najbliższe dni będą natomiast bogate w istotne publikacje – zarówno z Polski jak i zagranicą – i kluczowe wydarzenia z posiedzeniem FOMC w centrum uwagi. Sądzymy, że krajowe dane o CPI i produkcji przemysłowej podtrzymają oczekiwania na dalsze obniżki stóp NBP i mogą wesprzeć polski dług i obniżyć nieco IRS. To co będzie pozytywne dla rynku stopy procentowej, może jednak zaszkodzić złotemu. Dodatkową presję na krajową walutę wywrzeć może odczyt głębszego od oczekiwań deficytu na rachunku obrotów bieżących – nasza prognoza jest wyraźnie poniżej konsensusu. Nadal jednak oczekujemy aprecjacji złotego w kolejnych miesiącach, ale tempo tego trendu może być powolne wskutek nasilenia się niekorzystnych czynników.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (15 grudnia)							
14:00	PL	CPI	XI	% r/r	-0,5	-0,5	-0,6
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	X	mln €	-320	-783	-235
14:00	PL	Eksport	X	mln €	14 701	14 500	14 251
14:00	PL	Import	X	mln €	14 416	14 300	13 647
15:15	US	Produkcja przemysłowa	XI	% m/m	0,7	-	-0,1
WTOREK (16 grudnia)							
2:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	XII	pkt	49,8	-	50,0
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	XII	pkt	50,2	-	49,5
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	XII	pkt	50,6	-	50,1
11:00	DE	Indeks ZEW	XII	pkt	6,5	-	3,3
14:00	PL	Inflacja bazowa	XI	% r/r	0,5	0,5	0,2
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	XI	% r/r	0,8	0,9	0,8
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	XI	% r/r	3,6	3,5	3,8
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	2,1	-	2,1
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	XI	tys.	1035	-	1009
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	XI	tys.	1060	-	1092
ŚRODA (17 grudnia)							
11:00	EZ	HICP	XI	% r/r	0,3	-	0,3
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	XI	% r/r	1,0	-1,4	1,6
14:00	PL	Produkcja budowlana	XI	% r/r	-3,5	-11,5	-1,0
14:00	PL	PPI	XI	% r/r	-1,2	-1,3	-1,2
14:30	US	CPI	XI	% m/m	-0,1	-	0,0
20:00	US	Decyzja FOMC					
CZWARTEK (18 grudnia)							
10:00	DE	Indeks Ifo	XII	pkt	105,5	-	104,7
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	294
16:00	US	Indeks Philly Fed	XII	pkt	26,0	-	40,8
PIĄTEK (19 grudnia)							
Brak publikacji ważnych danych							

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 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

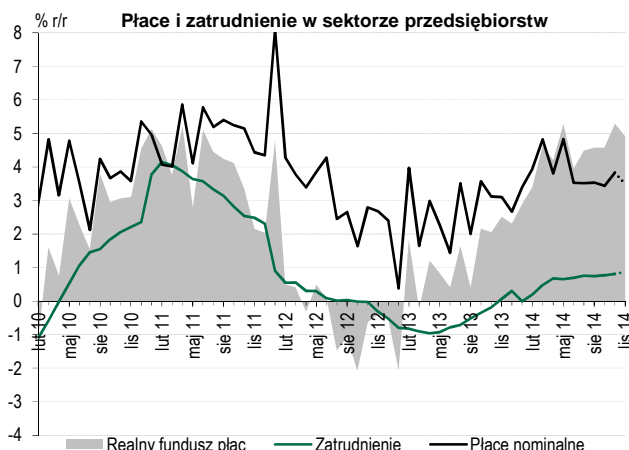
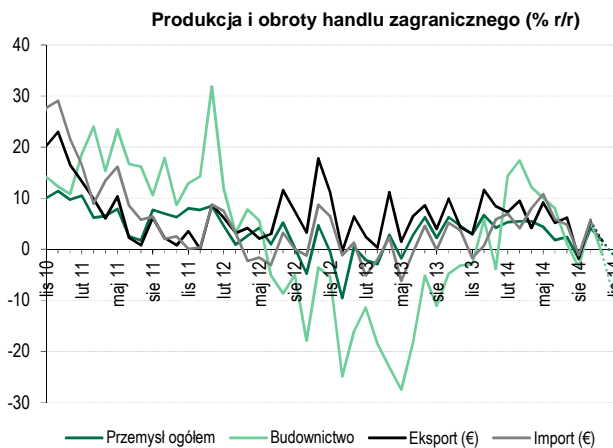
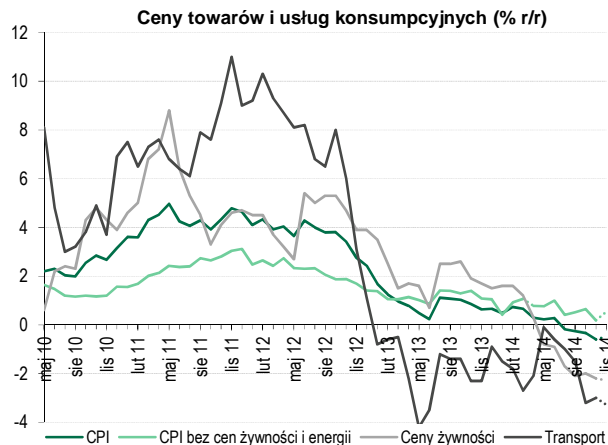
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Ostatni tydzień w gospodarce – Bogaty kalendarz makro potwierdzi spowolnienie i brak inflacji



▪ Kalendarz danych makro na ten tydzień jest bogaty i zaczyna się od CPI za listopad. Spodziewamy się, że inflacja CPI wzrosła do -0,5% r/r z -0,6% r/r w październiku, a ta niewielka zmiana była spowodowana przez efekt bazy w cenach komunikacji. Jednak presja deflacyjna nie słabnie. Wprost przeciwnie, ulega wzmocnieniu. Niedawno zrewidowaliśmy nasze krótkoterminowe prognozy CPI ze względu na mocny spadek cen ropy, co będzie miało przełożenie na niższe ceny benzyny dla polskich konsumentów. Nasza obecna prognoza wskazuje, że wzrost CPI może być ujemny nawet do III kw. 2015 r. Spodziewamy się, że na koniec 2015 r. inflacja CPI wyniesie 1,0% r/r.

▪ W tym tygodniu zobaczymy też inne miary inflacji, takie jak PPI i inflacja bazowa. Zapewne potwierdzą one obraz narysowany przez dane o CPI: brak wzrostowej presji na ceny.

▪ Spodziewamy się spowolnienia zarówno eksportu, jak i importu w październiku, głównie pod wpływem neutralnego efektu dni roboczych (który był pozytywny we wrześniu). Dane GUS o handlu zagranicznym w pierwszych 10 miesiącach roku sugerowały, że zarówno eksport jak i import może być w październiku odrobinę wyższy od naszych prognoz. Ponadto, dane pokazały ożywienie eksportu do niektórych państw strefy euro, takich jak Niemcy czy Francja, co jest dobrym znakiem dla polskiego eksportu. Jednak, nasze szacunki są oparte o założenie, że dane z poprzednich miesięcy nie zostały zrewidowane, co jednak rzadko się zdarza, więc trudno wyciągać mocne wnioski nim poznamy szczegółowe dane. Deficyt obrotów bieżących zapewne będzie głębszy niż we wrześniu wobec niższego napływu funduszy UE i mniejszej nadwyżki handlowej.

▪ Trendy na rynku pracy w listopadzie prawdopodobnie wciąż pozostały pozytywne i spodziewamy się pewnego przyspieszenia wzrostu zatrudnienia i nieco niższego tempa wzrostu płac. Popyt na pracę pozostaje mocny, co oznacza, że umiarkowany wzrost płac wraz z ujemną inflacją wspierają dochody do dyspozycji gospodarstw domowych.

▪ Krajowe sektory przemysłowy i budowlany nie są w najwyższej formie i w obu przypadkach spodziewamy się spadku produkcji w ujęciu r/r. Słaba aktywność gospodarcza w strefie euro prawdopodobnie będzie kładła się cieniem na polskim sektorze przemysłowym w nadchodzących miesiącach. Jednakże, ostatnie badanie PMI wskazało na poprawę popytu z Europy Środkowo-Wschodniej. Jeśli dane o eksporcie dodatkowo pokażą ożywienie eksportu z Niemiec i Francji, to znacząco poprawi to perspektywy przemysłu.

▪ Ogólnie, uważamy, że dane opublikowane w tym tygodniu będą miały „gołębi” wydźwięk, potwierdzając, że polska gospodarka spowalnia w IV kw. Spodziewamy się, że to spowolnienie będzie łagodne i przejściowe, ale warto zauważyć, że potwierdzenie spadkowej tendencji jest jednym z warunków wskazanych przez RPP, które mogą skłonić ją do rozważenia dalszych cięć.

Cytat tygodnia – Jest niemożliwym, aby przewidzieć przyszłość

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 8.12, forward-looking.pl

Obecnie 100 punktów bazowych wydaje mi się najbardziej uzasadnione.

Jerzy Osiatyński, członek RPP, 8.12, Reuters

Istnieje przestrzeń do dalszych obniżek stóp co najmniej o 50 pb. Czuję, że nie wypełniam ustawowego obowiązku jako członek RPP, skoro inflacja prawdopodobnie powróci do celu najwcześniej za 2 lata.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 8.12, Reuters, PAP

Znaczące spadki cen w Polsce to efekt wydarzeń na arenie międzynarodowej, przede wszystkim to coraz niższe ceny paliw. A na co nie ma wpływu stopa procentowa. (...) Możliwość ostrożnej redukcji stóp procentowych w kolejnych miesiącach, chociaż przestrzeń do luzowania polityki monetarnej bardzo się zawężała

Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, 8.12, PAP

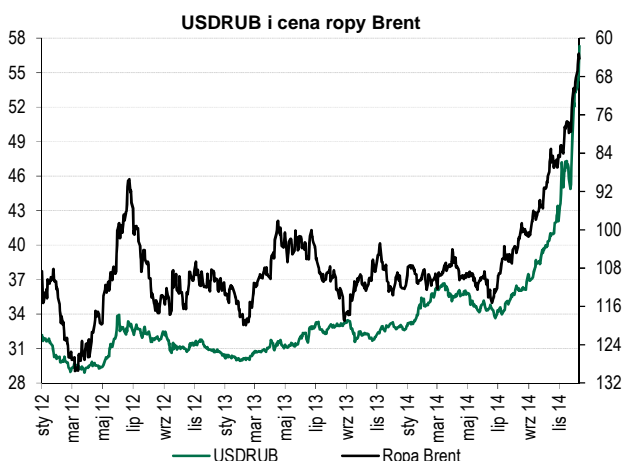
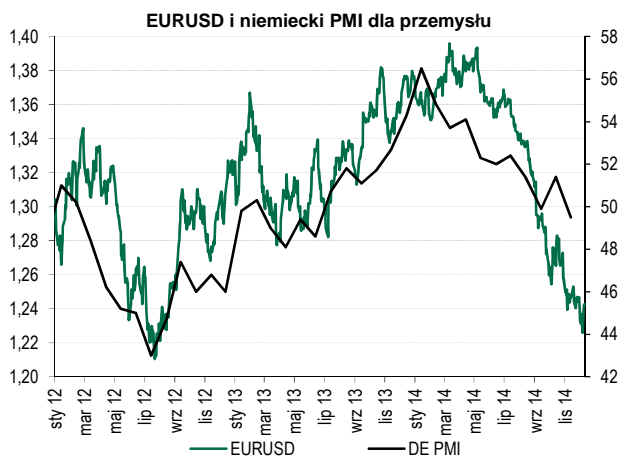
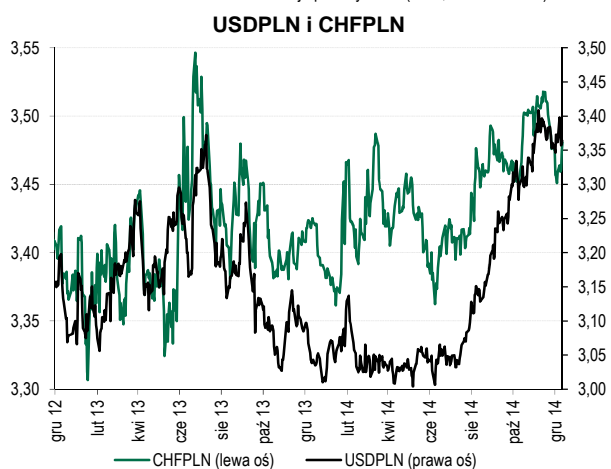
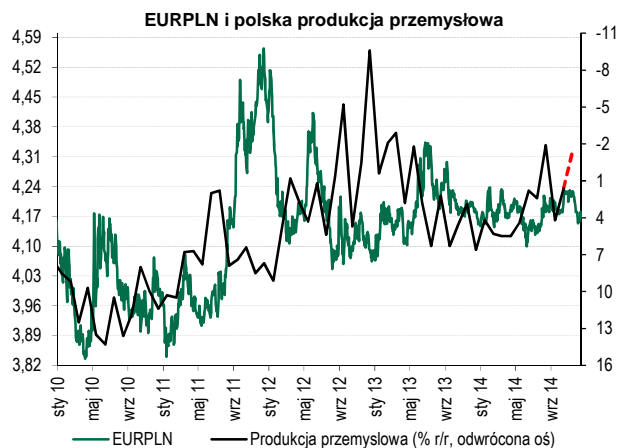
Jest niemożliwym, aby przewidzieć jakie będą nasze kolejne ruchy.

Andrzej Rzońca, członek RPP, 10.12, PAP

Stopy procentowe nie powinny być niższe niż są obecnie. Jeśli polityka pieniężna miałaby dalej stymulować popyt wewnętrzny (...) doprowadziłoby to do nierównowagi w Polskiej gospodarce.

Ostatnie komentarze członków RPP jasno pokazują głęboki podział opinii. A. Bratkowski to zdecydowanie główna postać tygodnia – zapowiedział, że nie będzie więcej brał udziału w redakcji minutes z posiedzenia RPP, gdyż poczuł się „cenzurowany”. Zamiast tego postanowił publikować swoje poglądy na blogu. Bratkowski i Osiatyński są zdeterminowani, by obciąć stopy procentowe, gdyż inflacja jest daleko od celu a gospodarka rośnie wolniej od potencjału. Z kolei Rzońca, Winięcki i Kaźmierczak nie widzą potrzeby dalszych obniżek. E. Chojna-Duch, kluczowa dla najbliższych decyzji RPP, powiedziała, że obecnie nie ma potrzeby obniżania stóp, ale ostrożnej obniżki w kolejnych miesiącach nie można wykluczyć. A. Zielińska-Głębocka podsumowała ten stan, mówiąc, że jest niemożliwym by przewidzieć ruchy RPP, ponieważ Rada sama nie wie co się wydarzy. Najwyraźniej „ciemna strona mocy przysłania wszystko”, jak mawiał Mistrz Yoda. Wciąż zakładamy jednak, że dane o pogłębiającej się deflacji i spowolnieniu wzrostu PKB skłonią RPP do jeszcze jednej obniżki stóp o 25 pb w I kw. 2015.

Rynek walutowy – Polskie dane mogą osłabić złotego

**EURPLN rośnie do 4,18**

▪ Złoty osłabił się w minionym tygodniu do głównych walut – EURPLN wzrósł do 4,18, a USDPLN przebił 3,37. Głównymi czynnikami generującymi presję na krajową walutę były dość wyraźne pogorszenie globalnego nastroju i osłabienie innych walut CEE.

▪ Nadchodzący tydzień będzie zapewne bardzo zmienny na krajowym rynku walutowym w wyniku ważnych wydarzeń na globalnym rynku zaplanowanych na najbliższe dni (dane o aktywności ekonomicznej w strefie euro, wynik posiedzenia FOMC). Dodatkowo, spadająca na koniec roku płynność także może się przyczynić do wzrostu wahań EURPLN.

▪ Uważamy, że krajowe dane – zwłaszcza CPI i produkcja przemysłowa – mogą rozbudzić oczekiwania na obniżki stóp w Polsce, co może ciężać złotemu. Poza tym, nasza prognoza deficytu salda obrotów bieżących jest dużo niższa od konsensusu, co też może wyrzucić presję na krajową walutę.

▪ Przebiecie w zeszłym tygodniu przez EURPLN strefy wsparcia na 4,16-4,17 otworzyło drogę do dalszego spadku do 4,12. W naszej ocenie, zeszłotygodniowe odbicie do 4,18 nie neguje tego scenariusza, choć negatywna presja na waluty z rynków wschodzących i wciąż możliwe obniżki stóp NBP mogą sprawić, że tempo aprecjacji złotego będzie dość wolne.

Euro zyskuje do dolara, przed nami zmienny tydzień

▪ Wspólna waluta umocniła się w minionym tygodniu do dolara dzięki zachowawczym komentarzom członków FOMC – Dennis Lockhart powiedział, że nie chce spieszyć się z usunięciem z komunikatu FOMC zdania mówiącego, że stopy procentowe pozostaną na niskim poziomie przez dłuższy czas, a John Williams potwierdził, iż sformułowanie to jest nadal aktualne. EURUSD osiągnął tygodniowy szczyt na 1,25, ale potem nastąpiła korekta do 1,24 po niezłych danych z USA i niezbyt dużym zainteresowaniem banków na drugiej aukcji TLTRO.

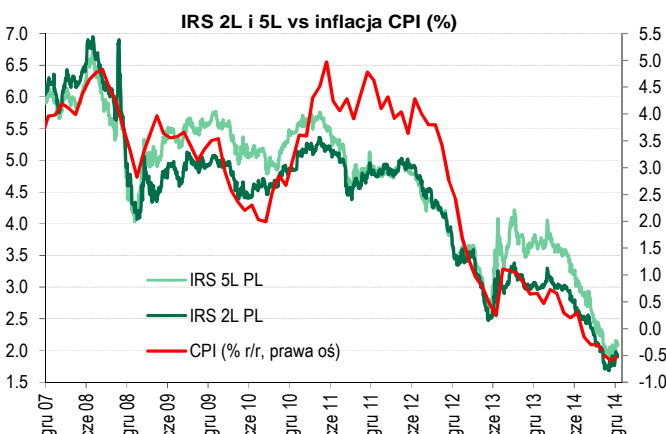
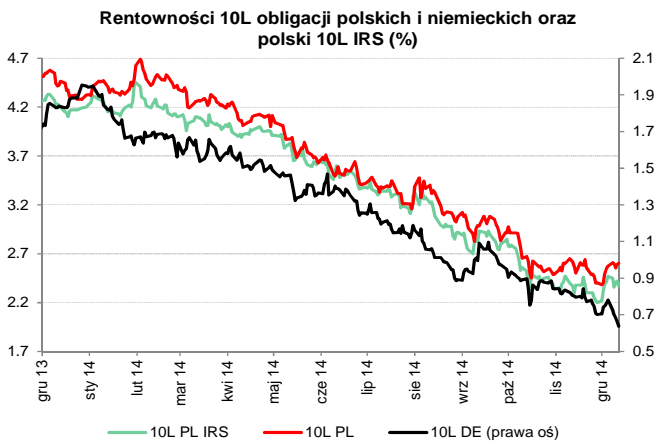
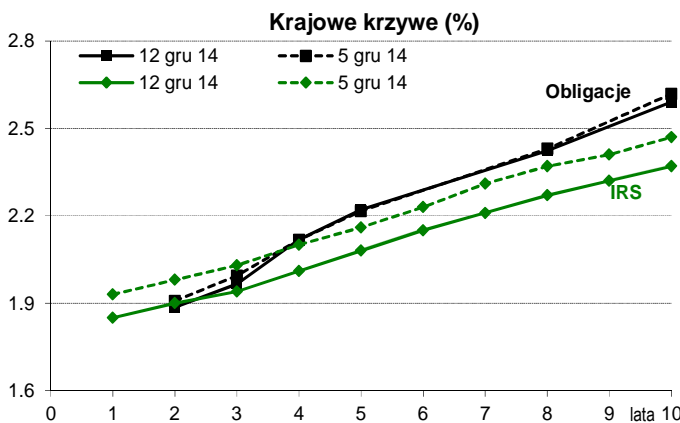
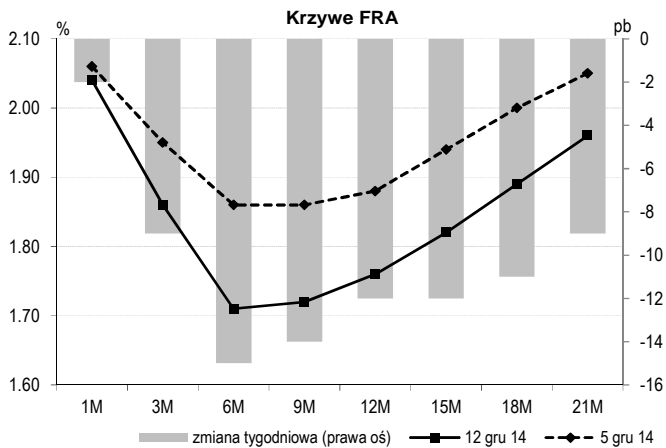
▪ W minionym tygodniu EURUSD poruszał się przez większą część w zakresie zmian z poprzedniego tygodnia, ale naszym zdaniem sytuacja ta raczej nie utrzyma się w najbliższych dniach. Dane o aktywności gospodarczej ze strefy euro oraz wynik posiedzenia FOMC (łącznie z nowymi prognozami) i konferencją prasową Janet Yellen mogą zainicjować znaczne zmiany na rynku EURUSD. Większe wahania mogą również wynikać w pewnym stopniu z niższej płynności na koniec roku.

Rubel dalej traci

▪ W zeszłym tygodniu rubel osiągnął nowy najniższy poziom do dolara. Wzrostu USDRUB powyżej 57 nie powstrzymała nawet czwartkowa podwyżka stóp przez bank Rosji o 100 pb (do 10,5%). Komunikat banku mówi, że dalsze podwyżki mogą nastąpić, jeśli inflacja będzie się utrzymywała powyżej celu. Wg nas, dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej nie zatrzyma trendu na osłabienie rubla. Wyrzuci natomiast większą presję na już i tak słabą rosyjską gospodarkę, a to raczej nie zachęci napływu kapitału. Poza tym, w naszej ocenie silne wzrosty USD/RUB są w znacznej części odzwierciedleniem mniejszego zaufania do Rosji (ryzyko wprowadzenia kontroli przepływu kapitału czy też zaostrzenia konfliktu militarnego z Ukrainą) i spadającej ceny ropy. Rubel może więc pozostać pod presją w średnim terminie.

▪ Węgierska waluta była z kolei najstabsza do euro od połowy ubiegłego miesiąca w wyniku danych, które pokazały głębszy spadek listopadowej inflacji (do najniższego poziomu w historii -0,7% r/r). Rozbudzone na nowo oczekiwania, że cykl luzowania polityki pieniężnej na Węgrzech może zostać wznowiony pchnęło EURHUF do 309 (pod koniec listopada kurs był blisko 303). Bank centralny Węgier ma posiedzenie w tym tygodniu i rynek będzie wrażliwy na ewentualne zmiany w tonie komunikatu w kierunku bardziej gołębim.

Rynek stopy procentowej – Czynniki krajowe i globalne wspierają krajowy dług



Rynek wciąż wierzy w obniżki stóp

W minionym tygodniu stawki WIBOR pozostały stabilne, podczas gdy notowania FRA zmieniały się w ślad za rynkiem IRS. Krzywa FRA przesunęła się w dół o 4-14 pb w skali tygodnia, przy czym najbardziej obniżyły się stawki 6x9 i 9x12, sugerujące spadek WIBOR 3M o 34-35 pb w perspektywie 6-9 miesięcy. Wspieraniem dla tych spadków okazały się m.in. gołębie wypowiedzi niektórych członków RPP (Bratkowski, Osiatyński), sugerujące możliwość dość znaczących jeszcze obniżek stóp procentowych.

Rynek stopy procentowej charakteryzował się znacznie większą zmiennością. Początek tygodnia przyniósł odegranie znaczących wzrostów rentowności obligacji i stawek IRS na koniec poprzedniego tygodnia. W kolejnych dniach nastąpił ponowny wzrost wzdłuż krzywych w wyniku wzrostu awersji do ryzyka po informacjach płynących z Grecji. Wzrost destabilizacji politycznej w Atenach skierował kapitał w kierunku bezpiecznych aktywów, głównie niemieckich obligacji (rentowność 10-latkii Niemiec osiągnęła nowe historyczne minimum na 0,656%), powodując wyprzedaż bardziej ryzykownych aktywów, w tym polskich papierów.

Pomimo lekko negatywnych nastrojów na globalnych rynkach i presji na bardziej ryzykowne aktywa, rentowności krajowych obligacji / stawki IRS pozostały poniżej poziomów sprzed tygodnia. W skali tygodnia obie krzywe przesunęły się lekko w dół (o 2-5pb). Co więcej, spread 2-10L pozostał względnie stabilny dla obu krzywych (70 pb dla obligacji i 49 pb dla IRS). Odnotowano natomiast rozszerzenie spreadów wobec Bundów dla wszystkich sektorów, w ślad za globalnymi zmianami.

Krajowe dane i posiedzenie FOMC w centrum uwagi

Przedświąteczny tydzień na rynkach finansowych będzie bardzo interesujący ze względu na bardzo wypełniony kalendarz publikacji danych i posiedzeń banków centralnych (głównie FOMC). Dane z krajowej gospodarki powinny pokazać z jednej strony nieznaczne pogorszenie aktywności w przemyśle (nasza prognoza produkcji jest wyraźnie poniżej konsensusu), a z drugiej strony utrzymującą się deflację cen konsumentów i producentów (nasze prognozy są bliskie prognozom rynkowym). Materializacja naszych prognoz powinna umocnić oczekiwania na redukcję stóp NBP na początku przyszłego roku (zgodnie z naszymi oczekiwaniami), co powinno wspierać wycenę krajowych aktywów, w szczególności na krótkim i środku krzywych.

Długi koniec krzywych będzie bardziej wrażliwy na sygnały płynące z globalnej gospodarki. Rozczarowujące wyniki drugiej aukcji TLTRO ożywiły oczekiwania na wprowadzenie QE na początku 2015 r. Te sygnały mogą zostać wzmocnione przez słabsze odczyty danych makro dla strefy euro. Jednak kluczowym wydarzeniem w tym tygodniu będzie posiedzenie FOMC, na którym zostaną przedstawione najnowsze prognozy makro i stóp procentowych. Brak istotnych zmian w retoryce Fed w porównaniu do wcześniejszego posiedzenia oraz sygnały wskazujące, że stopy pozostaną na niezmiennym poziomie przez dłuższy czas powinny (w połączeniu z sygnałami płynącymi z Europy) wspierać wycenę krajowych krzywych. Głównym czynnikiem ryzyka dla krajowego rynku długu pozostaje niestabilna sytuacja polityczna w Grecji.

Zbliżający się koniec roku będzie powodował, że aktywność inwestorów i płynność rynku będą stopniowo spadały. W efekcie spodziewamy się trendu bocznego na rynku obligacji 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, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl