

TRZYTYGODNIK EKONOMICZNY

22 grudnia 2014 – 11 stycznia 2015

To ostatnie wydanie Tygodnika Ekonomicznego w tym roku. Następną publikacja pojawi się 9 stycznia 2015.

Wszystkim naszym Czytelnikom życzymy Wesołych Świąt i Szczęśliwego Nowego Roku!
Zachęcamy do zanucenia dwóch przygotowanych przez nas kolęd ekonomicznych!

*Na melodię kolędy
„Pójdźmy wszyscy do stajenki”*

Gospodarka rośnie niezłe
Mówiąc o tym bardzo zwięźle
Dobry rok dla eksporterów
Pomimo wielu problemów

Choć w Niemczech spowolnienie
Na wielu robi wrażenie
Na szczęście polskie produkty
Innym zabierają frukty

Na Wschodzie scenariusz inny
Putin pyta: kto jest winny?
Taką prezent jest na Święta
Że rubel prawie za centa

Tania ropa ulgę daje
Sporo pieniądza zostanie
W portfelu domu polskiego
Kupić można coś innego

Zwłaszcza, że na rynku pracy
Trendy widać jak na tacy
Pracujących już jest właśnie
Ponad milionów szesnaście

Niech rok nowy nam przyniesie
Brak konfliktów, zgodę w świecie
Ożywienie niech się spełni
I portfel po brzeg zapełni

*Na melodię kolędy
„Przybieżeli do Betlejem”*

Polityka monetarna pod strzechy
Kelnerzy wyjawiają jej bebecchy
Co wyprawia ta Rada? Co wyprawia ta
Rada? Wciąż pytać wypada!

Prezes Bełkę ma problem niebanałny
Już nie jeden członek jest piwotałny
Co wyprawia ta Rada? Co wyprawia ta
Rada? Wciąż pytać wypada!

Komunikacja na „topowym poziomie”
Ale ile można „kopać się z koniem”?
Co wyprawia ta Rada? Co wyprawia ta
Rada? Wciąż pytać wypada!

Zaskakiwać to nietrudne zadanie
Lecz inflacja w celu to już wyzwanie
Co wyprawia ta Rada? Co wyprawia ta
Rada? Wciąż pytać wypada!

Może jednak na nich spojrzeć łaskawiej
Bo za rok się zrobi jeszcze ciekawiej...
Co wyprawia ta Rada? Co wyprawia ta
Rada? Wciąż pytać wypada!



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:

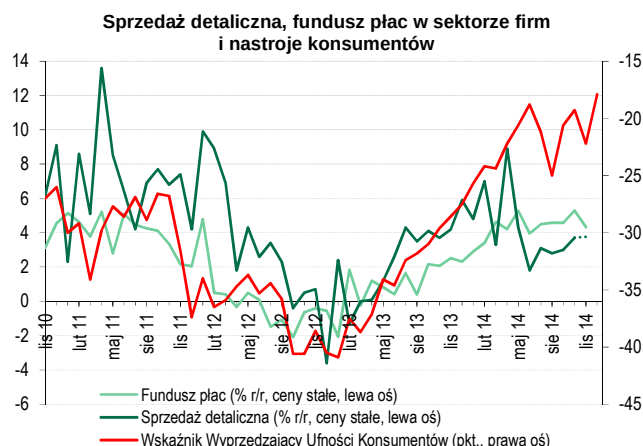
Poznań 61 856 5814/30
Warszawa 22 586 8320/38
Wrocław 71 369 9400

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W- WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (22 grudnia)							
16:00	US	Sprzedaż domów	XI	mln	5,20	-	5,26
WTOREK (23 grudnia)							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	XI	% r/r	2,0	2,4	2,3
10:00	PL	Stopa bezrobocia	XI	%	11,4	11,4	11,3
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	XI	% m/m	2,9	-	0,4
14:30	US	Trzeci szacunek PKB	III kw.	% kw./kw.	4,3	-	4,6
15:55	US	Indeks nastroju Michigan	XII	pkt	93,3	-	93,8
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	XI	tys.	460	-	458
16:00	US	Dochody konsumentów	XI	% m/m	0,5	-	0,2
16:00	US	Wydatki konsumentów	XI	% m/m	0,5	-	0,2
CZWARTEK (24 grudnia)							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	289
WTOREK (30 grudnia)							
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	III kw.	mln €	-1803	-1803	-553
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	XII	pkt	92,5	-	88,7
ŚRODA (31 grudnia)							
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	XII	% r/r	-	-	0,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	-
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	XI	% m/m	-	-	-1,1
PIĄTEK (2 stycznia)							
9:00	PL	PMI – przemysł	XII	pkt	-	52,7	53,2
9:55	DE	PMI – przemysł	XII	pkt	51,2	-	49,5
10:00	EZ	PMI – przemysł	XII	pkt	50,8	-	50,1
16:00	US	ISM – przemysł	XII	pkt	57,5	-	58,7
WTOREK (6 stycznia)							
9:55	DE	PMI – usługi	XII	pkt	51,4	-	52,1
10:00	EZ	PMI – usługi	XII	pkt	51,9	-	51,1
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	XI	% m/m	1,8	-	-0,7
ŚRODA (7 stycznia)							
11:00	EZ	Wstępny HICP	XII	% r/r	0,0	-	0,3
14:15	US	Raport ADP	XII	tys.	213	-	208
20:00	US	Minutes FOMC	XII				
CZWARTEK (8 stycznia)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	XI	% m/m	-0,8	-	2,5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	-
PIĄTEK (9 stycznia)							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	XI	% m/m	0,2	-	0,2
8:00	DE	Eksport	XI	% m/m	-	-	-0,5
9:00	CZ	CPI	XII	% r/r	-	-	0,6
9:00	CZ	PKB	III kw.	% r/r	2,4	-	2,3
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	XI	% r/r	-	-	3,2
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	XII	tys.	232	-	321
14:30	US	Stopa bezrobocia	XII	%	5,7	-	5,8

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

Wydarzenia nowych tygodni – Kilka ważnych wskaźników w okresie świątecznym



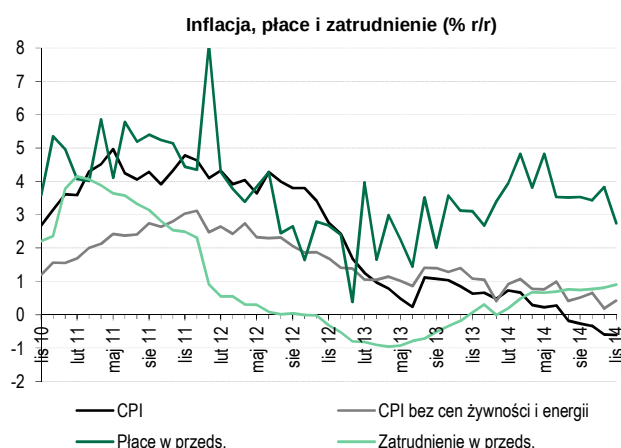
■ Naszym zdaniem grudniowy indeks PMI może się lekko obniżyć w porównaniu do odczytu listopadowego. Ostatnie badania koniunktury GUS pokazują, że firmy pozostają dość optymistyczne co do perspektyw gospodarczych. Jednak naszym zdaniem sygnały odbicia w strefie euro nie są jeszcze dość silne, by zobaczyć znaczny potencjał do wzrostu indeksu PMI.

■ Spodziewamy się wzrostu stopy bezrobocia rejestrowanego do 11,4% w listopadzie, zgodnie z szacunkiem Ministerstwa Pracy. Wzrost wynikał z czynników sezonowych i dane wciąż będą wskazywały na dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy.

■ Wzrost sprzedaży detalicznej w grudniu prawdopodobnie utrzymał się na poziomie zbliżonym do listopada, pokazując zdrowy wzrost o ok. 4% r/r realnie i sugerując, że konsumpcja prywatna rosła w umiarkowanym tempie w IV kw.

■ Kwartałne dane o bilansie płatniczym pokazują zwykle duże rewizje, więc zapewne przyciągną uwagę rynku.

Ostatni tydzień w gospodarce – Presja cenowa wciąż słaba, przemysł spowalnia, ale w eksporcie nieźle



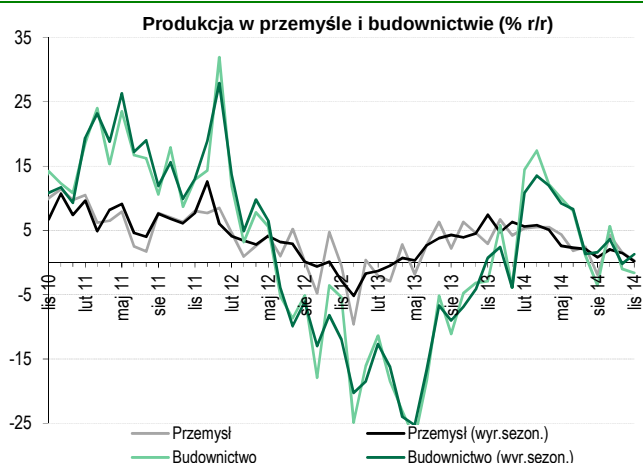
■ Inflacja CPI utrzymała się na -0,6% r/r w listopadzie. Uważamy, że CPI spadnie jeszcze mocniej, nawet do -1,0% r/r w I kw. 2015 r., w znacznej mierze dzięki dalszemu spadkowi cen paliw (w grudniu spadły już o ok. 5% m/m i dalsze obniżki są naszym zdaniem możliwe). Wydaje nam się prawdopodobne, że deflacja utrzyma się do połowy 2015 r. a nawet do końca III kw. 2015 r., co będzie dla RPP zaskoczeniem. Inflacja bazowa wzrosła w listopadzie do 0,4% r/r z 0,2% r/r. Inflacja PPI w listopadzie obniżyła się do -1,6% r/r, co można wiązać ze spadkami cen surowców na rynkach międzynarodowych.

■ Saldo obrotów bieżących wyniosło w październiku -435 mln €, poniżej oczekiwań rynkowych. Eksport i import były z kolei powyżej oczekiwań, potwierdzając sygnały płynące z danych GUS. Należy zaznaczyć, że dane GUS pokazały ożywienie eksportu do niektórych krajów strefy euro, co może być dobrą wiadomością dla krajowych perspektyw gospodarczych.

■ W listopadzie zatrudnienie w sektorze firm wzrosło o 0,9% r/r, a płace o 2,7% r/r, znacząco poniżej naszych i rynkowych prognoz. Niska dynamika wynagrodzeń mogła wynikać z sytuacji w sektorze górniczym, co będzie można potwierdzić w przyszłym tygodniu po opublikowaniu przez GUS szczegółowych danych. Pomimo spowolnienia wzrostu płac wciąż uważamy, że sytuacja rynku pracy jest dobra.

■ W listopadzie produkcja przemysłowa wzrosła o zaledwie 0,3% r/r, podczas gdy budowlano-montażowa obniżyła się o 1,6% r/r. Po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym dynamika wzrostu produkcji przemysłu wyniosła 0,2% r/r, co było najsłabszym wynikiem od maja 2013 r.

■ W naszej ocenie dane z zeszłego tygodnia potwierdzają lekkie spowolnienie aktywności gospodarczej w ostatnim kwartale br. Jest to spójne z naszym scenariuszem zakładającym spowolnienie wzrostu PKB poniżej 3% w IV kw. 2014.



Cytat tygodnia – Deflacja na wiosnę będzie sygnałem do dostosowania stóp

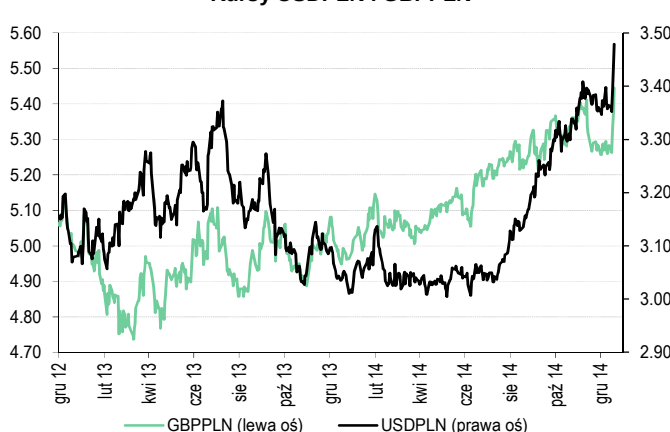
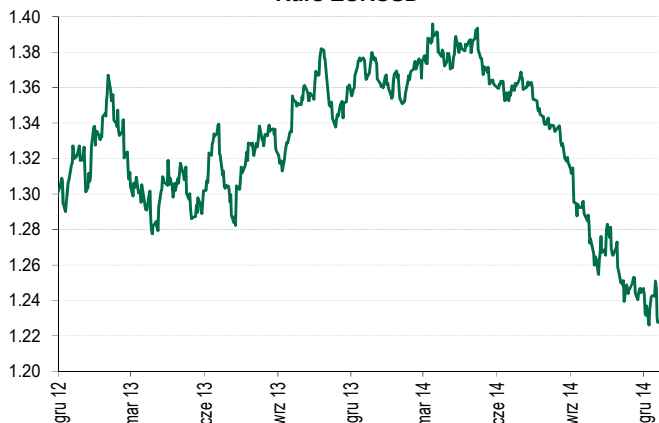
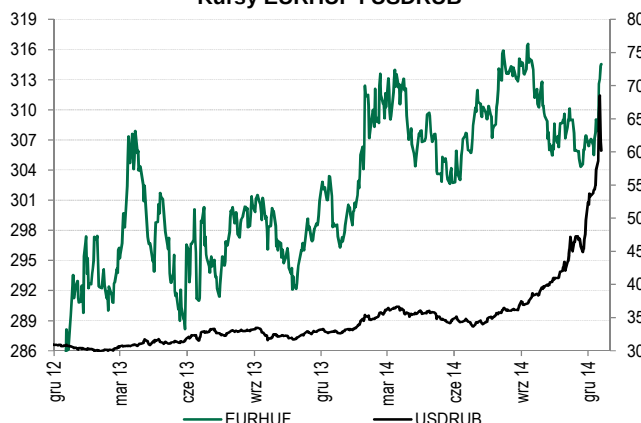
Jerzy Hausner, członek RPP, 15 grudnia, Wall Street Journal
Jeśli okaże się, że deflacja przedłuży się do wiosny, to będzie to dla mnie znak, że problem zaczyna być poważny i będzie to sygnał do potencjalnego dostosowania w polityce pieniężnej.

Jerzy Osiatyński, członek RPP, 18 grudnia, Wall Street Journal
Dzisiejszym problemem jest to jak przesunąć się na wyższą ścieżkę wzrostu z niepewnych 3%. To wymaga działań wspierających popyt.

Jan Winiecki, członek RPP, 16 grudnia, Reuters
Deflacja w granicach +/-1% będzie trwała przez najbliższe 5-10 lat, więc nawet jeśli będzie na wiosnę, to nie skłoni mnie to do zmiany stanowiska

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 19 grudnia, PAP
Oslabienie złotego można także traktować jako pewien substytut obniżki stóp procentowych, o ile będzie miało charakter trwalszy, nie tylko dwudniowy. A będzie miało taki charakter, dopóki rubel pozostanie na tak niskim poziomie.

Wyniki głosowania RPP w listopadzie potwierdziły, że to właśnie Elżbieta Chojna-Duch wycofała swoje poparcie dla obniżek stóp, co spowodowało powstrzymanie dalszego luzowania polityki pieniężnej. Ostatnie osłabienie złotego mogło ją jeszcze umocnić w przekonaniu, że dalsze obniżki nie są obecnie potrzebne, wydaje nam się zatem, że nie wróci ona do grupy gołębi w najbliższym czasie. Z drugiej strony, ostatni komentarz Jerzego Hausnera, który nie popierał dotychczas obniżek, był dość gołębi, jako że dla niego deflacja wiosną jest argumentem do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Wciąż uważamy, że stopy pójdą w dół jeszcze o 25pb w I kw. 2015 (gdyż skala i uporczywość deflacji zaskoczą RPP), ale ostatnie informacje i sytuacja na rynku walutowym sugerują, że raczej stanie się to w lutym-marcu a nie w styczniu.

Rynek walutowy – Złoty może nieco odreagować na koniec roku**Kurs EURPLN****Kursy USDPLN i GBPPLN****Kurs EURUSD****Kursy EURHUF i USDRUB****Złoty na najsłabszych poziomach**

▪ Koniec roku przyniósł znaczącą zmienność, w szczególności na rynkach rozwijających się. Złoty osłabił się nie tylko w wyniku znaczącej przeceny rubla, ale również po publikacji krajowych danych makro, które wspierały gołębie skrzydło w RPP. Złoty kontynuował osłabienie pomimo odreagowania na rublu. Kurs EURPLN wzrósł krótkoterminowo nieznacznie powyżej 4,28 (najwyżej od września 2013), ustanawiając tegoroczne maksimum. Złoty pogłębił straty wobec dolara amerykańskiego (USDPLN wzrósł powyżej 3,48, najwyżej od czerwca 2012) w wyniku spadku kursu EURUSD.

▪ O ile grudzień zazwyczaj charakteryzuje się umocnieniem złotego, to w tym roku sytuacja jest zupełnie inna. Zmiany kursu do chwili obecnej sugerują, że może to być najsłabszy grudzień od 2008 r. W skali tygodnia złoty był jedną z najsłabszych walut krajów rozwijających się, tracąc 3,5% wobec dolara oraz 3% wobec funta brytyjskiego. Złoty stracił również najbardziej wobec tych walut licząc od początku roku (odpowiednio prawie 13% i nieco ponad 8%).

▪ Na przełomie roku aktywność inwestorów zdecydowanie spadła, co może zwiększyć zmienność na rynku. Relatywnie silne dane o sprzedaży detalicznej (nasza prognoza jest powyżej oczekiwań rynkowych) mogą przynieść odreagowanie krajowej waluty, pomimo, że sygnały płynące z analizy technicznej wskazują na większe prawdopodobieństwo osłabienia złotego niż umocnienia w najbliższych tygodniach. Istotne poziomy oporu dla EURPLN to 4,287 i 4,313, a kluczowe wsparcie to 4,227.

Kurs EURUSD blisko tegorocznego minimum

▪ Początek tygodnia był sprzyjający dla wspólnej waluty dzięki lepszym od oczekiwań danych dla strefy euro (a w szczególności dla Niemiec). EURUSD przełamał 1,25 i ustanowił grudniowe maksimum na 1,257. Jednak gołębie sygnały z EBC i jastrzębie ze strony Fed spowodowały spadek kursu w kierunku lokalnego minimum na 1,225.

▪ Szwajcaria znalazła się w centrum uwagi w minionym tygodniu. Bank centralny tego kraju zdecydował o wprowadzeniu ujemnych stóp procentowych, oraz utrzymaniu granicznego poziomu 1,20 dla kursu EURCHF. W reakcji na tę decyzję frank osłabił się wobec euro.

▪ Zbliżające się podwyżki stóp przez Fed (oczekujemy pierwszej w połowie 2015), silne dane makro z USA oraz oczekiwania na rozszerzenie skupu aktywów przez EBC sugerują niższy kurs EURUSD w średnim terminie. Sądzymy, że przełamanie wsparcia na 1,226 otworzy drogę w kierunku 1,20, co jednak powinno naszym zdaniem nastąpić dopiero w I połowie 2015.

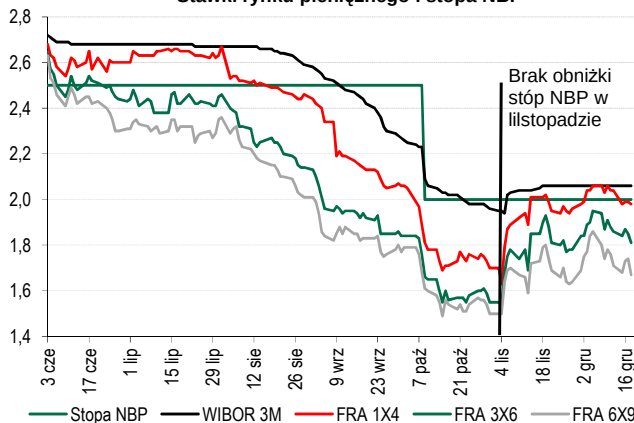
Rosyjski zawrót głowy

▪ Miniony tydzień przyniósł znaczące pogorszenie globalnych nastrojów, w szczególności w regionie CEE. Obawy o wzrost na świecie oraz znaczący spadek cen ropy przyczyniły się do gwałtownego osłabienia rubla. USDRUB osiągnął historyczne maksimum na 80, rosnąc z 60. Znacząca podwyżka stóp przez bank Rosji (o 650 pb do 17%) wsparła rubla tylko na chwilę, jednak koniec tygodnia przyniósł odreagowanie rosyjskiej waluty dzięki stabilizacji cen ropy oraz interwencjom banku centralnego. W tym samym czasie waluty CEE znalazły się pod presją w wyniku sytuacji na RUB. Spośród krajów CEE forint stracił najbardziej i nie skorzystał na odreagowaniu rubla. EURHUF wzrósł nieco powyżej 316 na koniec tygodnia (nieco tylko niżej od tegorocznego maksimum na 317,5).

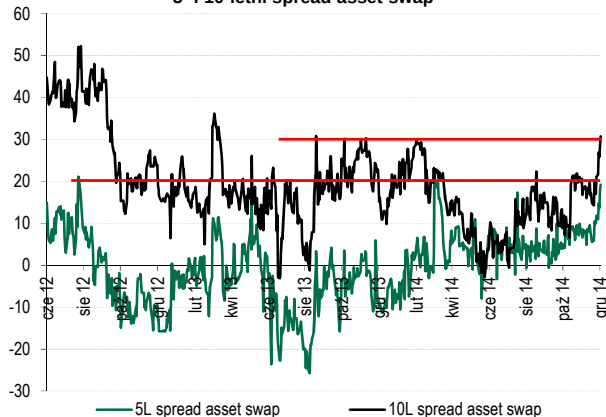
▪ Od początku roku rubel stracił prawie 45% na wartości. Pomimo odreagowania, rubel pozostanie wrażliwy na zmiany cen ropy oraz informacje o gospodarce. Przełom roku może być trudny dla HUF. Analiza techniczna wskazuje na dalsze osłabienie forinta – kurs może testować wrześniowy szczyt.

Rynek stopy procentowej – Spready asset swap blisko ważnych oporów

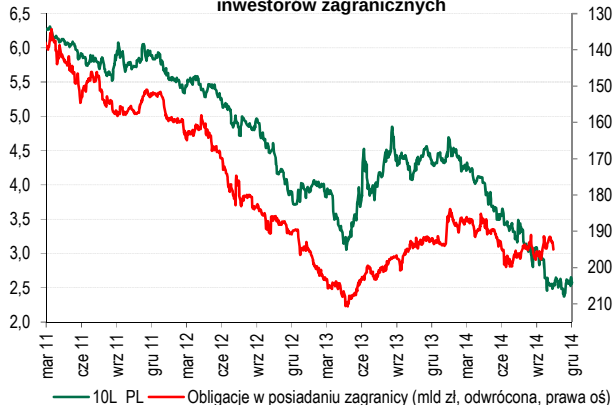
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



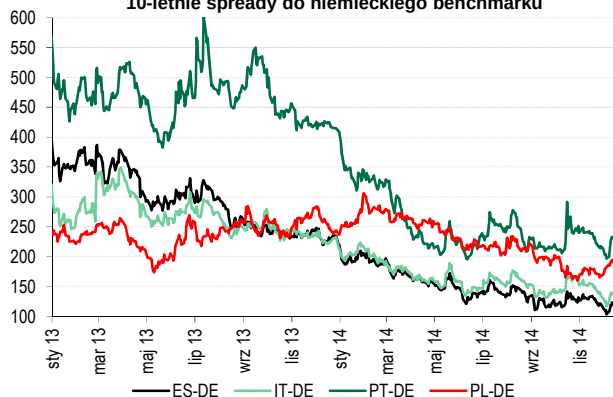
5- i 10-letni spread asset swap



Rentowność polskiej 10-latki i obligacje w posiadaniu inwestorów zagranicznych



10-letnie spready do niemieckiego benchmarku



WIBOR-y stabilne, a FRA wycenia dalsze obniżki

Miniony tydzień był drugim z kolei, kiedy 12-miesięczny WIBOR był stabilny i już czwartym z rzędu, kiedy stawki od 1 do 9 miesięcy nie ulegały zmianie. Trend spadkowy WIBOR-u zatrzymał się po tym jak w listopadzie RPP nie zmieniła stóp i stawki ustabilizowały się w kolejnych tygodniach.

Rynek FRA nadal wycenia dalsze cięcia stóp o 25 pb w ciągu 3 miesięcy i 80% szans na łączne cięcie o 50 pb w ciągu 9 miesięcy

Oczekujemy, że na początku 2015 WIBOR wznowi ruch spadkowy dzięki nadziejom, że dalsze poluzowanie polityki pieniężnej będzie miało w Polsce miejsce w I kw. Trend ten może się jednak nie zacząć jeszcze w styczniu, bowiem sądzimy, że RPP utrzyma raczej stopy bez zmian na swoim pierwszym posiedzeniu w nowym roku. Nie będzie to jednak dla rynku dużą niespodzianką.

Spready asset swap rosną

Zeszły tydzień obfitował z duże wahania polskich obligacji i IRS. Ostatecznie, rentowności 10-letnich obligacji nie uległy zmianie w tygodniowym rozrachunku, a dla 5- i 2-letnich spadły o odpowiednio 2 i 6 pb. Tymczasem, krzywa IRS przesunęła się w dół o 9-10 pb. W rezultacie, spread asset swap dla 5 i 10 lat (które rosły już od ok. połowy grudnia) osiągnęły najwyższe poziomy od marca – odpowiednio ok. 20 pb i ok. 30 pb. Oba tą obecnie blisko poziomów oporu. Wydaje się, że tendencja ta odzwierciedlała, m.in. rosnące obawy o możliwe rozszerzenie się rosyjskiego kryzysu.

Duże wahania w trakcie poszczególnych sesji były też widoczne w przypadku Bundów, które z jednej strony były pod wpływem awersji do ryzyka z powodu sytuacji w Rosji, a z drugiej strony były pod presją bardziej jastrzębiego tonu komunikatu FOMC.

Nasza prognoza grudniowego PMI dla polskiego przemysłu zakłada lekką korektę po trzech miesiącach silnych wzrostów. Nie sądzimy jednak, aby odczyt ten był na tyle słaby, aby wzmocnić oczekiwania na styczniową obniżkę stóp. Nasza prognoza listopadowej sprzedaży detalicznej jest znacznie powyżej konsensusu i będzie prawdopodobnie kolejnym argumentem dla Rady, aby nie spieszyć się z dalszym luzowaniem polityki pieniężnej (zwłaszcza po tym, jak nastroje konsumentów mocno się poprawiły w grudniu, co korzystnie wpływa na perspektywę konsumpcji). Wydaje się jednak, że ocena ryzyka kredytowego w regionie może mieć większy wpływ na polski rynek stopy procentowej niż perspektywy polityki pieniężnej. Inwestorzy mogą się bardziej skupiać na sygnałach z Rosji i ocenie ryzyka rozszerzenia się kryzysu.

Jednocześnie, silne oczekiwania na rozszerzenie przez EBC programu skupu aktywów powinny nadal wywierać korzystny wpływ na polski dług w najbliższych tygodniach. Trzeci wykres jasno pokazuje, że aktywność zagranicznych inwestorów na polskim rynku ma znaczny wpływ na notowania krajowych obligacji. Rentowności długu są nieco powyżej rekordowych minimów, co daje przestrzeń do umocnienia. Co więcej, jeśli porównamy spready do Bundów, wtedy widać, że polski dług jest bardziej atrakcyjny niż jego hiszpańskie, włoskie czy portugalskie odpowiedniki. Najbliższe tygodnie mogą być kluczowe dla kierunku, w którym podążać będą krajowe spready asset swap.

Krajowy rynek oparł się presji bardziej jastrzębiej retoryki FOMC i dlatego uważamy, że perspektywy polityki pieniężnej USA nie będą dla krajowego rynku długu istotnym czynnikiem na przełomie roku.

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 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