

Dwutygodnik ekonomiczny

28 października – 10 listopada 2013

Optymizm, których zagościł na rynkach finansowych po publikacji słabszych danych z rynku pracy USA okazał się krótkotrwały – w kolejnych dniach nastąpiła stabilizacja nastrojów. Jednak dane te wzmocniły oczekiwania, że Fed rozpocznie ograniczanie QE3 dopiero w przyszłym roku. Te nadzieje wsparty nie tylko wspólną walutę europejską, ale również i rynki długu (w tym krajowy rynek). Rentowność krajowej 10-latkę spadła nieco poniżej 4,10%, a kurs USDPLN (w ślad za wzrostem EURUSD) na chwilę spadł poniżej 3,02. Wsparciem dla krajowego rynku długu były również gołębie wypowiedzi członków RPP. Wskazują oni, że nie ma pewności co do trwałości obserwowanego ożywienia gospodarczego tak za granicą, jak i w kraju, co może oznaczać stabilne stopy w dłuższym terminie niż tylko do końca roku.

W perspektywie najbliższych dwóch tygodni poznamy bardziej dogłębną ocenę bieżącej i przyszłej sytuacji makro przez banki centralne. Utrzymanie łagodnej retoryki tak przez Fed (co umocni oczekiwania, że ograniczanie programu QE3 rozpocznie się w przyszłym roku), jak i EBC będą zapewne wspierały pozytywne nastroje na rynkach. Rzecz jasna, opublikowane będzie sporo danych, które (w szczególności z USA) będą rozpatrywane poprzez pryzmat przyszłych decyzji banków centralnych. W Polsce NBP przedstawi nowe projekcje inflacji i PKB (naszym zdaniem, nieco podwyższone), na podstawie (między innymi) których RPP zdecyduje (bądź nie) o zasygnalizowaniu przez jaki okres stopy pozostaną bez zmian. Naszym zdaniem, sensowniej byłoby powiedzieć, że polityka banku centralnego będzie zależała od perspektyw inflacji i wzrostu niż wiązać sobie ręce zobowiązaniem stabilnych stóp na jakiś konkretny okres.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (28 października)							
14:15	US	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	0,4	-	0,4
15:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	IX	% m/m	0,5	-	-1,6
WTOREK (29 października)							
13:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	IX	% m/m	0,4	-	0,1
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	3,40	-	3,60
15:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	X	pkt	75,9	-	79,7
ŚRODA (30 października)							
13:15	US	Raport ADP	X	tys.	150	-	166
19:00	US	Decyzja Fed odnośnie skali miesięcznych zakupów obligacji		mld \$	85	-	85
PIĄTEK (1 listopada)							
	PL	Dzień wolny					
2:45	CN	PMI – przemysł	X	pkt	50,6	-	50,2
15:00	US	ISM – przemysł	X	pkt	55,0	-	56,2
PONIEDZIAŁEK (4 listopada)							
9:00	PL	PMI – przemysł	X	pkt	-	53,3	53,1
9:53/9:58	DE/EZ	PMI – przemysł	X	pkt	51,5/51,3	-	51,1/51,1
ŚRODA (6 listopada)							
	PL	Decyzja RPP		%	2,50	2,50	2,50
9:53/9:58	DE/EZ	PMI – usługi	X	pkt	52,3/50,9	-	53,7/52,2
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	IX	% m/m	-	-	-0,3
CZWARTEK (7 listopada)							
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,50	-	0,50
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	III kw.	% kw./kw.	1,8	-	2,5
PIĄTEK (8 listopada)							
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem/stopa bezrobocia	X	tys./%	163/7,2	-	148/7,2

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

Maciej Reluga

Główny Ekonomista 22 534 1888

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Piotr Bielski

Starszy Ekonomista 22 534 1887

Marcin Sulewski Analityk

22 534 1884

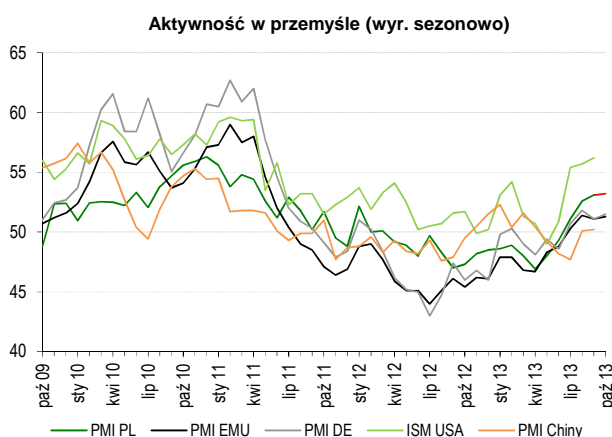
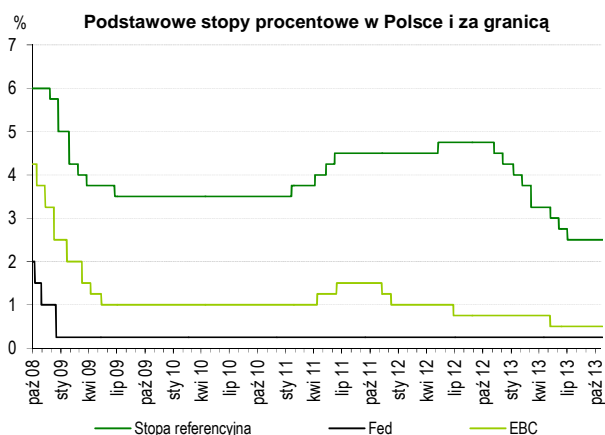
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 534 1886

Marcin Luziński Analityk

22 534 1885

Wydarzenia nowych dwóch tygodni – Ważne dane z USA, posiedzenia banków centralnych



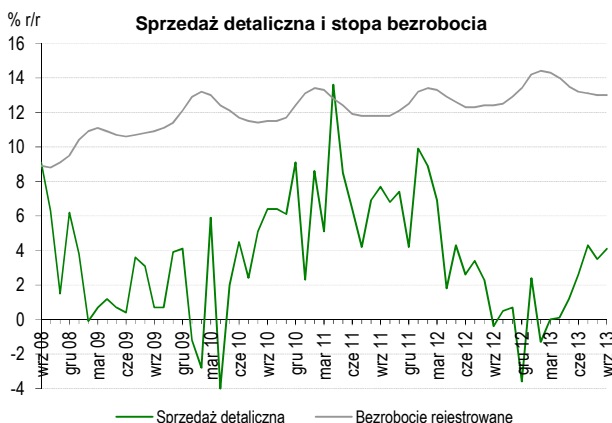
▪ Najważniejszymi wydarzeniami najbliższych dwóch tygodni będą wieści z USA odnośnie wyniku posiedzenia Fed i odczytu danych z rynku pracy. Członkowie FOMC będą zapewne zastanawiali się nad kwestią redukcji tempa zakupów aktywów w ramach programu QE3. Nie sądzimy jednak, by zdecydowali się na taki ruch już teraz, biorąc pod uwagę fakt, że porozumienie w sprawie budżetu w USA jest tymczasowe i ryzyko związane z tą kwestią może powrócić. FOMC będzie chciał także zapoznać się z większą liczbą danych przed podjęciem decyzji. Dane o zatrudnieniu w sektorze nierolniczym będą zatem kluczowe dla rynku, jeśli chodzi o ocenę prawdopodobieństwa redukcji QE3 w kolejnych miesiącach.

▪ W najbliższych dwóch tygodniach poznamy cały szereg istotnych danych z największej gospodarki świata. Ponadto odbędą się posiedzenia banków centralnych strefy euro, Czech, Węgier i Polski.

▪ W środę 6 listopada odbędzie się posiedzenie decyzyjne RPP. Naszym zdaniem stopy pozostaną bez zmian, podobnie jak wcześniej, jednak może to być pierwsze ciekawe posiedzenie od kilku miesięcy. Rada zapozna się z wynikami projekcji PKB i CPI przygotowanej przez Instytut Ekonomiczny NBP i naszym zdaniem ten dokument może mieć wpływ na retorykę Rady i przede wszystkim na jej deklaracje dotyczące przyszłej ścieżki stóp procentowych.

▪ 4 listopada poznamy wartość krajowego indeksu PMI dla przemysłu. Opublikowane w zeszłym tygodniu wstępne indeksy dla Niemiec i strefy euro zanotowały lekki wzrost i sądzimy, że polska miara pójdzie ich śladem. Spodziewamy się lekkiego wzrostu indeksu PMI, głównie pod wpływem poprawy subindeksów zamówień i produkcji, co będzie sugerowało dalszą poprawę koniunktury w krajowej gospodarce.

Ostatni tydzień w gospodarce – Solidna sprzedaż detaliczna, poprawa na rynku pracy



▪ Wrześniowy odczyt sprzedaży detalicznej był słabszy od oczekiwań. Nie był to jednakże słaby wynik, a raczej porównywalny do poprzednich dwóch miesięcy. Całkiem wyraźne przyspieszenie odnotowano za to w przypadku obrotów w handlu detalicznym. Dynamika osiągnęła tam 6,6% r/r, najlepszy wynik od grudnia 2010.

▪ Stopa bezrobocia pozostała we wrześniu na poziomie z sierpnia (13,0%), zgodnie z konsensem i naszą prognozą. Liczba bezrobotnych spadła (siódmy miesiąc z rzędu) o ok. 100 osób. Był to i tak najlepszy wrzesień od 2008 roku, a roczna dynamika przyrostu bezrobotnych była najniższa od czerwca 2012 (5,3% wobec 6% w sierpniu). Z tytułu podjęcia pracy wyrejestrowano 130,6 tys., co jest najlepszym wrześniowym wynikiem od 2006 r. i to pomimo faktu, że siła interwencji MPiPS słabnie (do prac subsydiowanych i na szkolenia wysłano 32 tys. bezrobotnych, a przed rokiem – 54 tys.).

Cytat tygodnia – Trzeba wiedzieć kiedy wynieść wagę z ponczem

Marek Belka, prezes NBP, 22.10, obserwatorfinansowy.pl

Biorąc pod uwagę historyczne doświadczenia, aktualny poziom stóp procentowych w Polsce jest nietypowy (...) musimy być szczególnie czujni, czy troszcząc się o gospodarkę jednocześnie nie przyczyniamy się do zaburzeń na rynku finansowym. (...) Dobry bank centralny to taki, który wie, w którym momencie wynieść wagę z ponczem.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 22.10, PAP

Wydłużenie okresu neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej do połowy 2014 roku jest moim zdaniem sensowne (...). Można natomiast nawet zastanowić się nad powrotem do łagodnego nastawienia.

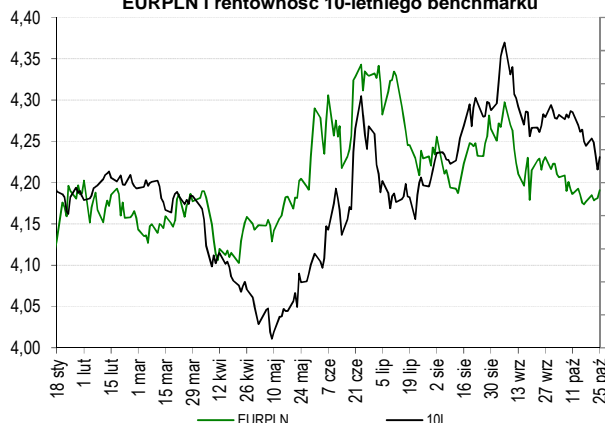
Adam Glapiński, członek RPP, 24.10, PAP

Pozostawienie stóp procentowych na obecnym poziomie do połowy 2014 r. graniczy z pewnością, a z dużym prawdopodobieństwem stopy pozostaną bez zmian do końca 2014 r.

Wypowiedź Adama Glapińskiego pokazuje, że nie jest on typowym jastrzębiem, a raczej konserwatystą, który jest przeciwny jakimkolwiek zmianom (w 2010 r. Glapiński był przeciwny podwyżkom, w 2013 r. był przeciwny obniżkom). Takie podejście to naszym zdaniem wyjątkowo nieudana odmiana backward-looking policy. Elżbieta Chojna-Duch natomiast wciąż proponuje wprowadzenie łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej. Naszym zdaniem nie ma na to szans i taką interpretację wspiera ostatnia wypowiedź Marka Belki – poziom stóp w Polsce jest nietypowy, co może doprowadzić do zaburzeń na rynku finansowym. Dlatego w końcu będzie musiał nastąpić moment, kiedy RPP podniesie stopy, czyli, jak to niegdyś ujął prezes Fed w latach 1951-1970, William McChesney Martin - dobry bank centralny musi wiedzieć, kiedy wynieść wagę z ponczem z imprezy.

Rynek walutowy – Działania banków centralnych kluczowe dla złotego

EURPLN i rentowność 10-letniego benchmarku



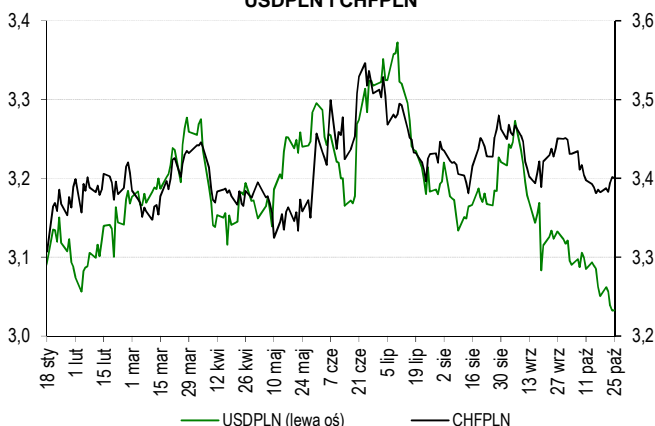
Złoty w relacji do dolara coraz bliżej 3,00

W minionym tygodniu złoty pozostawał pod wpływem informacji z rynków globalnych, spośród których najważniejszą okazała się publikacja (zaległych) danych z rynku pracy w USA. Słabszy od prognoz odczyt za wrzesień umocnił nadzieje, że rozpoczęcie ograniczania programu QE3 przez Fed zostanie przesunięte na I kw. 2014. Na fali umocnienia ryzykownych aktywów zyskał złoty, w szczególności w relacji do dolara. USDPLN na chwilę spadł poniżej 3,02, najniższego poziomu od października 2011 r. W kolejnych dniach nastąpiła nieznaczna realizacja zysków, jednak kurs pozostał w wąskim przedziale 3,02-3,04.

Kurs EURPLN (mimo poprawy globalnych nastrojów) pozostał w trendzie konsolidacyjnym pomiędzy 4,155-4,19, oscylując bliżej górnego ograniczenia przedziału wahań. Umocnienie krajowego rynku długu (patrz wykres obok) również nie pomogło złotemu.

W ciągu najbliższych dwóch tygodni, obok publikacji danych makro, uwaga inwestorów będzie skierowana na posiedzenia banków centralnych. Utrzymanie przez Fed i EBC łagodnej retoryki oraz neutralnego nastawienia w polityce monetarnej przez RPP powinno sprzyjać umocnieniu złotego, a przynajmniej stabilizacji blisko bieżących poziomów. Niska płynność rynku pod koniec tygodnia (krajowy rynek będzie zamknięty) może dodawać nieco zmienności na złotym. Póki co poziom 4,19-4,20 stanowił efektywny opór dla EURPLN. Jeśli przy pogorszeniu nastrojów ten opór zostałby przełamany, oznaczałoby to ruch w kierunku 4,24. Wsparciem pozostaje 4,14.

USDPLN i CHFPLN



EURUSD na najwyższym poziomie od listopada 2011

Miniony tydzień przyniósł wyraźne umocnienie wspólnej waluty europejskiej na rynku międzynarodowym. Słabe dane z rynku pracy USA za wrzesień, które zwiększyły szansę na kontynuację programu skupu aktywów przez Fed, dały impuls do przełamania szczytu z lutego i wzrostu EURUSD (tymczasowo) powyżej 1,38. Napływające dane z europejskiej gospodarki (w tym wstępne indeksy PMI dla sektora przemysłowego) nie dały dodatkowego impulsu do umocnienia wspólnej waluty. EURUSD na zamknięcie tygodnia oscylował nieco poniżej 1,38.

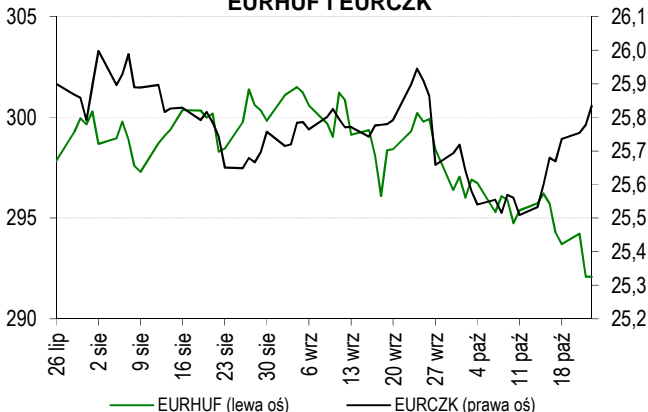
Retoryka i perspektywy przyszłych działań banków centralnych pozostają w centrum zainteresowania inwestorów. Utrzymanie parametrów monetarnych na niezmiennym poziomie powinno stabilizować EURUSD blisko bieżących poziomów. Jeśli jednak napłyną słabe dane z USA to wówczas popyt na wspólną walutę może wygenerować ruch EURUSD w kierunku lokalnego szczytu na 1,383.

W oczekiwaniu na krajowe wydarzenia

Waluty regionu pozostają pod większym wpływem czynników wewnętrznych niż globalnych nastrojów. Każde umocnienie czeskiej waluty skłania przedstawicieli centralnego banku Czech do werbalnych interwencji. Tak też było i tym razem. Po krótkotrwałym spadku (po danych z USA) EURCZK szybko wrócił w okolice 25,85. Natomiast dla notowań forinta niezmiennie źródłem niepewności są przyszłe decyzje rządu odnośnie walutowych kredytów hipotecyjnych. W minionym tygodniu EURHUF wahał się między 291,3 a 294,5.

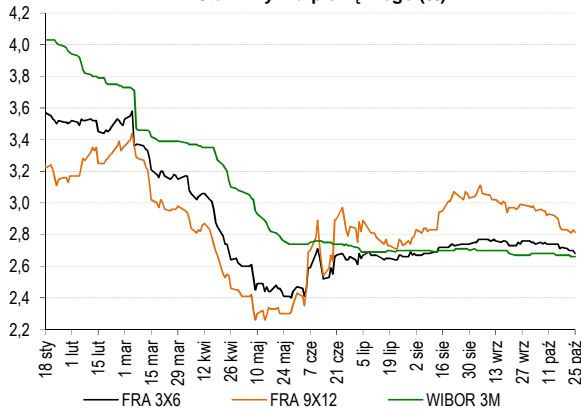
W najbliższych dwóch tygodniach czynniki krajowe pozostaną istotne. Kolejne werbalne interwencje ze strony banku Czech będą utrzymywały EURCZK na podwyższonym poziomie. Inwestorzy na rynku węgierskim będą czekali na decyzję banków komercyjnych nt. propozycji rządowych, co będzie przekładało się na podwyższoną zmienność EURHUF.

EURHUF i EURCZK

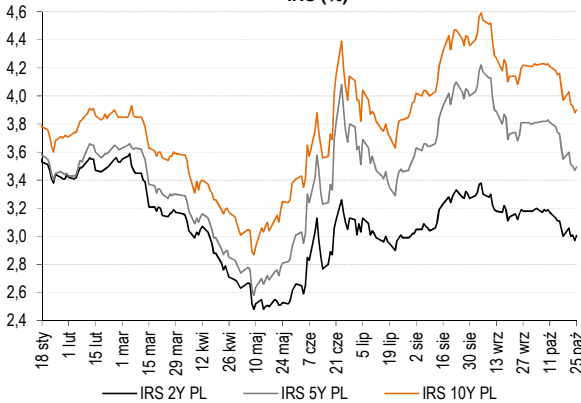


Rynek stopy procentowej – Uwaga na banki centralne

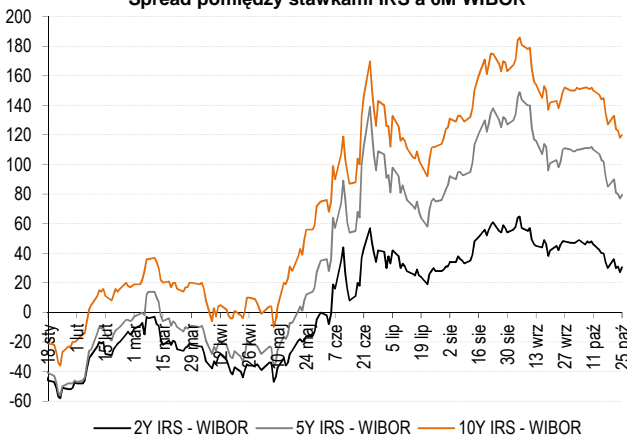
Stawki rynku pieniężnego (%)



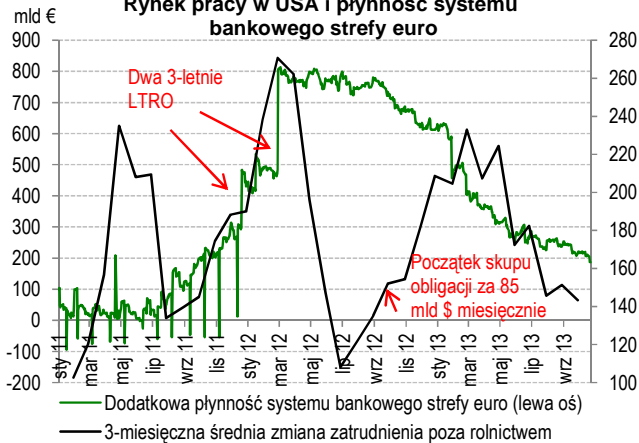
IRS (%)



Spread pomiędzy stawkami IRS a 6M WIBOR



Rynek pracy w USA i płynność systemu bankowego strefy euro



WIBOR i FRA stabilne, spadki IRS i umocnienie długu

Na najkrótszej krzywej minione dni nie przyniosły żadnych dużych zmian. W tygodniowym rozrachunku, stawki WIBOR od 6 do 12 miesięcy pozostały stabilne, 1-miesięczna wzrosła o 1 pb, a 3-miesięczna spadła w takiej samej skali. Pomimo szeregu gołych komentarzy członków RPP, w notowaniach FRA nie zaszły w minionym tygodniu żadne wyraźne zmiany.

Sporo działa się za to na krzywych IRS oraz obligacyjnej. W reakcji na znacznie słabsze od oczekiwań miesięczne dane z amerykańskiego rynku pracy, nasileniu uległy oczekiwania, że FOMC przełoży moment rozpoczęcia ograniczania miesięcznej skali skupowanych obligacji na 2014. Umocnienie na rynkach bazowych miało przełożenie na krajowe IRS – spadły one o 5 pb dla 5 lat, 7 pb dla 10 lat, 5 lata pozostały stabilne. Nieco większe spadki rentowności odnotowano na rynku długu – o 7-9 pb dla 2, 5 i 10 lat.

Różnica między 5-letnim IRS a 6-miesięczną stawką WIBOR spadła poniżej 80 pb, dla 10-letniego IRS osiągnęła 120 pb, a dla 2 lat 30 pb – w dwóch pierwszych przypadkach najniższe poziomy od końca lipca. Co więcej, stawki 5- oraz 10-letnie są najniższe od końca lipca (3,50% i 3,90%) i jednocześnie niższe o ok. 70 pb od szczytów z początku września. 2-letnia spadła ze szczytu z początku ubiegłego miesiąca o ok. 40 pb (do 3%).

Ministerstwo Finansów sprzedało dług za 12 mld zł (tyle ile wynosiła górna granicy oferty, była to rekordowa sprzedaż na jednej aukcji) przy popycie 16,5 mld zł. Uplasowano IZ0823 za 5,8 mld zł, OK0116 za 4,8 mld zł (przy popycie 8,3 mld zł) i DS1023 za 1,4 mld zł (popyt wyniósł 2,4 mld zł, a rentowość ok. 4,30%, blisko poziomu rynkowego). Wiceminister finansów, Wojciech Kowalczyk, powiedział, że resort zakończył właśnie finansowanie potrzeb pożyczkowych na ten rok, kolejna aukcja będzie prefinansowaniem roku 2014. Dodał, że Ministerstwo planuje emisję obligacji dolarowych w dalszej części roku.

Banki centralne w centrum uwagi

W pierwszą środę listopada poznamy decyzję RPP odnośnie stóp NBP. Istotniejsze niż oczekiwane pozostawienie stóp bez zmian, będzie to czy Rada wydłuży horyzont, w którym stopy będą stabilne na bieżącym poziomie. Ostatnie komentarze jej członków – nie tylko tych znanych z łagodnego nastawienia – wyraźnie rozbudziły oczekiwania na taki ruch, dlatego rynek będzie oczekiwał potwierdzenia tego w komunikacie, tym bardziej, że Rada będzie dysponowała nową projekcją PKB i CPI. Pokaże ona wg nas nieco wyższą ścieżkę inflacji. Jeśli sugestii wydłużenia okresu stabilnych stóp nie będzie (lub będzie bardzo ostrożne np. do końca I kwartału), wówczas może to dać impuls do korekty ostatnich spadków rentowności obligacji i stawek IRS.

Duży wpływ na rynek mogą mieć także decyzje EBC i Fed. Dzień po posiedzeniu RPP zakończy się posiedzenie EBC, a tydzień przed tym krajowym wydarzeniem Fed ogłosi decyzję w kwestii miesięcznych zakupów obligacji. W pewnym sensie można powiedzieć, iż rezultaty ostatnich działań tych banków zatonęły koło. Trzymiesięczna średnia zmiany zatrudnienia poza rolnictwem w USA osiągnęła poziom sprzed roku, kiedy to Fed zdecydował o skupowaniu co miesiąc obligacji wartych 85 mld \$. Z kolei EBC pod koniec 2011 oraz na początku 2012 przeprowadził dwie 3-letnie operacje płynnościowe LTRO. W kolejnych miesiącach banki komercyjne chętnie korzystały z możliwości wcześniejszej spłaty tych pożyczek. W rezultacie, obecnie poziom dodatkowej płynności w europejskim systemie bankowym jest na poziomie sprzed tej bezprecedensowej akcji EBC. Inwestorzy oczekują, że Fed zasugeruje możliwość odłożenia w czasie rozpoczęcie ograniczania QE3, a EBC po raz kolejny zasugeruje, że jest gotowy podjąć dalsze działania (włącznie z LTRO), jeśli zajdzie taka potrzeba.

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 18 88, e-mail: ekonomia@bzbwbk.pl, www.bzbwbk.pl