

TYGODNIK EKONOMICZNY

8 – 14 września 2014

Wydarzenia na Ukrainie i decyzje banków centralnych miały kluczowy wpływ na wydarzenia na rynkach finansowych w minionym tygodniu. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian, ale wydaje się oczywiste, że w kolejnych miesiącach nastąpi cykl obniżek. Z kolei Europejski Bank Centralny zaskoczył rynki obniżając stopy procentowe o 0,1 pkt. proc. już we wrześniu i zapowiadając skup instrumentów ABS i zabezpieczonych obligacji. Obydwa wydarzenia sprzyjały dalszemu umocnieniu na krajowym rynku długu, spychając rentowności do nowych minimów. Kursy walutowe wahały się zarówno pod wpływem impulsów ze strony polityki pieniężnej, jak i czynników geopolitycznych. Nadzieje na rozejm na Ukrainie przejściowo wzmocniły złotego i inne waluty w regionie. Z kolei nieoczekiwana decyzja EBC znacząco osłabiła euro wobec dolara. Niepewność dotycząca zmian, do jakich dojdzie w polskim rządzie w wyniku powołania Donalda Tuska na przewodniczącego Rady Europejskiej, nie miała znaczącego przełożenia na notowania rynkowe.

W najbliższym tygodniu liczba publikacji danych ekonomicznych będzie ograniczona. Informacje nt. wzrostu podaży pieniądza i kredytów za sierpień będą zniekształcone wpływem wahań kursowych (wyraźne osłabienie złotego na koniec miesiąca), co należy wziąć pod uwagę przed wyciąganiem pochopnych wniosków z prawdopodobnego przyspieszenia wzrostu kredytów. W obliczu niewielkiej liczby danych, uwaga inwestorów skupiona będzie na innych czynnikach: ewentualnych wypowiedziach członków RPP, nowych informacjach nt. zbliżających się zmian w rządzie oraz na wydarzeniach na Ukrainie. Dymisja rządu (wg kancelarii Prezydenta możliwa pod koniec tygodnia) i podanie nazwiska nowego premiera nie powinna naszym zdaniem zachwiać rynkiem, mimo że do Brukseli najprawdopodobniej pojedzie też wicepremier, odpowiedzialna za fundusze unijne. Ważniejszy będzie rozwój sytuacji na Wschodzie. Podpisane w piątek porozumienie o zawieszeniu broni między Ukrainą a separatystami będzie sprzyjać wzrostowi apetytu na ryzyko, o ile się utrzyma. To nie jest jednak takie oczywiste, biorąc pod uwagę możliwą reakcję Rosji na nowe sankcje z USA i UE oraz decyzje NATO nt. wzmocnienia obecności wojskowej na wschodzie Europy.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (8 września)							
8:00	DE	Eksport	VII	% m/m	0,5	-	0,9
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	VII	% r/r	6,6	-	8,1
WTOREK (9 września)							
9:00	CZ	CPI	VII	% r/r	0,5	-	0,5
ŚRODA (10 września)							
Brak publikacji ważnych danych							
CZWARTEK (11 września)							
9:00	HU	CPI	VII	% r/r	0,2	-	0,1
14:30	US	Tygodniowa liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	302
PIĄTEK (12 września)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	0,4	-	-0,3
14:00	PL	Podaż pieniądza	VIII	% r/r	6,3	6,3	6,2
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	VIII	% m/m	0,2	-	0,1
15:55	US	Wstępny Michigan	IX	pkt	83,0	-	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

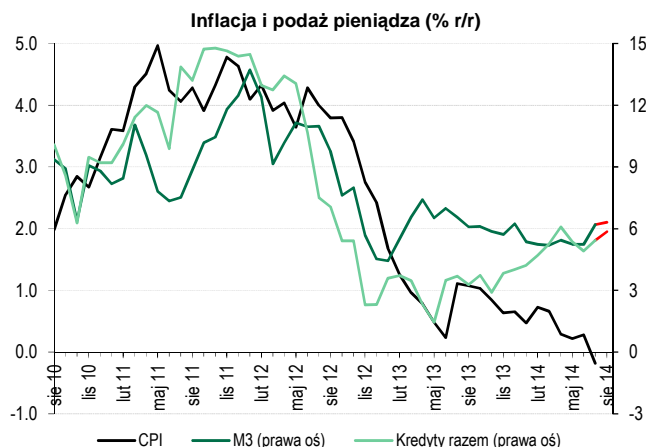
DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Niewiele danych, polityka na pierwszym planie



▪ Ten tydzień jest raczej ubogi w dane makro. W kraju poznamy jedynie dane o podaży pieniądza M3 za sierpień. Do tej pory informacje z sektora bankowego nie wskazywały istotnego wpływu spowolnienia gospodarczego na rynek kredytowy, a tempo wzrostu kredytów stabilizowało się w ostatnich miesiącach. Interpretacja sierpniowych danych będzie utrudniona ze względu na mocny ruch kursów walutowych – w ciągu miesiąca złoty stracił do dolara ponad 1%, a wobec franka ponad 2%, co automatycznie podniesie wartość należności walutowych.

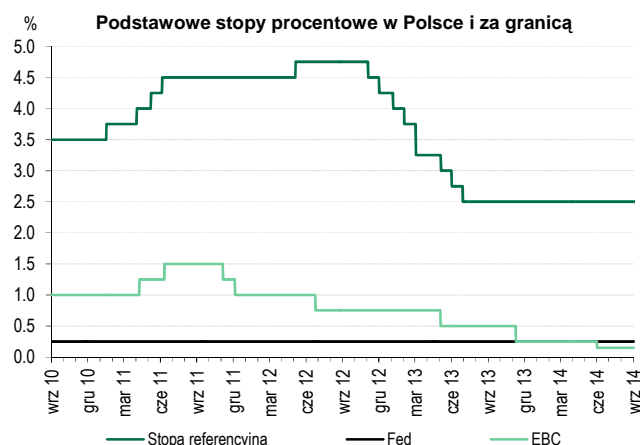
▪ W oczekiwaniu na ważniejsze dane, rynek skupi się na informacjach o zmianach w rządzie (możliwa dymisja D.Tuska i ogłoszenie nazwiska nowego premiera). W centrum uwagi pozostanie też sytuacja na Ukrainie i to, czy nastąpi zapowiadane zawieszenie broni, czy Rosja odpowie na nowe sankcje i inicjatywy NATO eskalacją konfliktu.

Ostatni tydzień w gospodarce – Dalszy spadek PMI, RPP sugeruje obniżki



▪ Sierpniowy indeks PMI dla polskiego przemysłu obniżył się do 49,0 punktów z 49,4 w lipcu. Po 6 miesiącach spadków, indeks jest najniższy od maja 2013 r. Nowe zamówienia spadły w sierpniu po raz trzeci z rzędu i to w najszybszym tempie od kwietnia 2013 r. Nowe zamówienia eksportowe spadły po raz 4 z rzędu. Indeks produkcji spadł poniżej 50 pkt. po raz pierwszy od 14 miesięcy. Polskie firmy kontynuowały zatrudnianie nowych pracowników pomimo znacznego pogorszenia obecnych i oczekiwanych warunków gospodarczych. Jednakże, tempo tworzenia nowych miejsc pracy było najniższe od 13 miesięcy. Co ciekawe, wskaźnik kosztów produkcji odbił w sierpniu i osiągnął wartość powyżej 50 pkt. po raz pierwszy od 5 miesięcy.

▪ Kontynuacja spadków indeksu PMI sugeruje dalszą słabość produkcji przemysłowej w nadchodzących miesiącach.



▪ RPP pozostawiła we wrześniu stopy procentowe bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami. Zmiana bilansu czynników ryzyka dla wzrostu gospodarczego i inflacji, która miała miejsce w ostatnich tygodniach, uzasadniała obniżkę stóp już na posiedzeniu we wrześniu (nawet o 50 pkt bazowych). Najwyraźniej takie głosy w RPP wciąż są w mniejszości, a pozostali członkowie chcą poznać więcej danych z gospodarki potwierdzających zmianę scenariusza.

▪ Najważniejsze zdanie komunikatu mówi, że jeśli kolejne odczyty potwierdzą ostatnio obserwowane tendencje, Rada „rozpocznie dostosowanie polityki pieniężnej”. Otwiera to drogę do obniżek już w październiku. Prezes NBP powiedział zresztą wprost, że „obniżki stóp są bardzo prawdopodobne”. Podtrzymujemy prognozę, że w najbliższych miesiącach stopy NBP zostaną obniżone o 75 pb.

Cytat tygodnia – Obniżki stóp są bardzo prawdopodobne

Marek Belka, Prezes NBP, 27.08, konferencja RPP

Myślę, że obniżki stóp są bardzo prawdopodobne, co zresztą wynika z komunikatu. Wg mnie tekst komunikatu nie wyklucza więcej niż jednego ruchu. (...) Mam wrażenie po dyskusji, że (z obniżką) nie musimy czekać na projekcję. (...) Potem możemy się zastanowić na temat dalszego luzowania. Na koniec roku stopy powinny być na poziomie 2,0 proc.

Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, 4.09, PAP

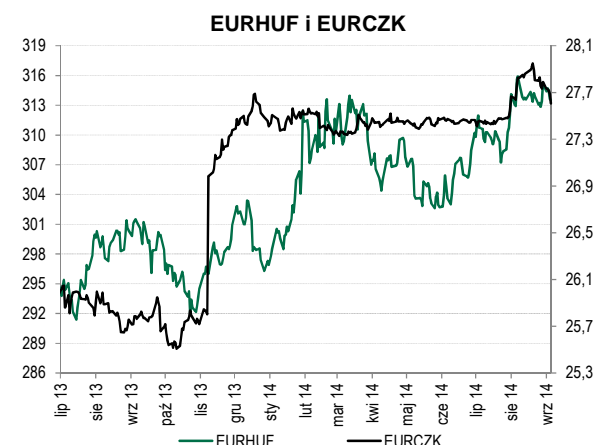
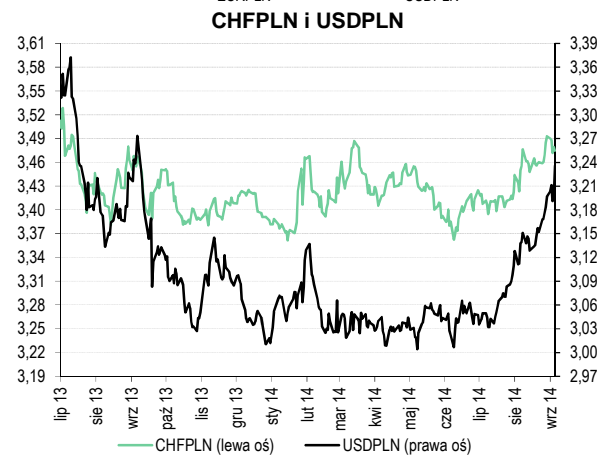
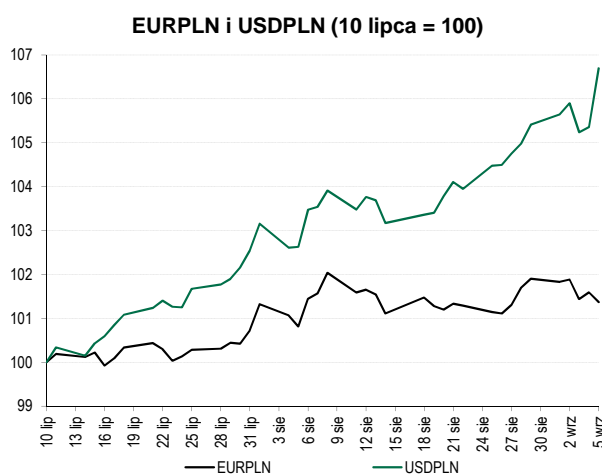
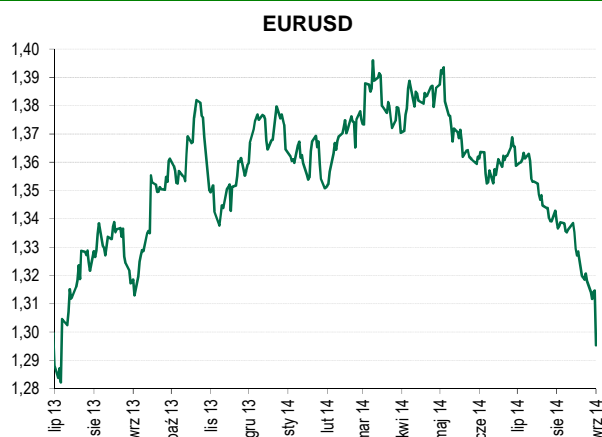
Obniżka o 25 pb w październiku i potem o 25 pb w listopadzie to byłoby najlepsze rozwiązanie. (...) Potem możemy się zastanowić na temat dalszego luzowania. Na koniec roku stopy powinny być na poziomie 2,0 proc.

Troje anonimowych członków RPP, 5.09, Bloomberg

Większość członków RPP zadeklarowała poparcie dla wznowienia obniżek stóp w przyszłości w czasie dyskusji na posiedzeniu 3 września. RPP prawdopodobnie obniży stopy o 25pb w październiku i w listopadzie.

Z treści komunikatu RPP oraz wypowiedzi Marka Belki podczas konferencji prasowej wynika nie tylko, że obniżka w październiku jest praktycznie przesądzona, ale że nie będzie to jednorazowe dostosowanie stóp, tylko początek cyklu. Nieoficjalne wypowiedzi członków RPP mówią o poparciu większości dla obniżek stóp po 25pb w październiku i listopadzie. Prawdę mówiąc trudno zrozumieć, dlaczego Rada Polityki Pieniężnej – zgadzając się już teraz, że złagodzenie polityki pieniężnej jest konieczne i uzasadnione – nie obniżyła stóp od razu i to jednorazowo w większej skali, tylko ponownie wybiera strategię „małych kroczków”. Taka decyzja miałaby zapewne negatywny wpływ na złotego, ale w obecnej sytuacji to jest czynnik, który dodatkowo pomógłby gospodarce, nie budząc obaw o nadmierny wzrost inflacji. Prezes NBP słusznie wskazywał ostatnio, że słabość waluty nie jest przedmiotem nadmiernego zaniepokojenia RPP.

Rynek walutowy – Możliwe odreagowanie wobec dolara

**Dolar najmocniejszy do euro od lipca 2013**

▪ Ubiegły tydzień był trzecim z rzędu, w którym miała miejsce deprecjacja euro do dolara. W reakcji na nieoczekiwaną decyzję EBC, EURUSD spadł z 1,315 do ok. 1,29 i była to największa dzienna zniżka od listopada 2011. Tygodniowy ruch w dół był największy od listopada 2013.

▪ Najbliższe dni będą wyraźnie uboższe w publikacje istotnych danych niż minione tygodnie. W efekcie, na pierwszy plan mogą się ponownie wysunąć czynniki geopolityczne. Podpisanie w piątek zawieszenia broni na Ukrainie i słabsze od prognoz dane z rynku pracy USA sprzyjają odreagowaniu euro po trwających od kilku miesięcy dynamicznych spadkach. Gdyby jednak doszło do ponownej eskalacji konfliktu, możliwe jest ponowne umocnienie dolara. Ważne poziomy dla kursu to 1,29 i 1,317.

Złoty mocniejszy do euro i słabszy do dolara

▪ Złoty zakończył miniony tydzień umocnieniem do euro, funta i franka. Stracił natomiast do dolara (w wyniku silnego spadku EURUSD). Pozytywny wpływ na krajową walutę wywarły brak obniżki stóp procentowych w Polsce oraz zaskakująca decyzja EBC. Wcześniej, popyt na waluty regionu CEE wzmocniły doniesienia o możliwym zawieszeniu broni na wschodzie Ukrainy. W konsekwencji, EURPLN testował istotne wsparcie na 4,17, ale nie zdołał go trwale przebić.

▪ Miniony tydzień był ósmym z rzędu, kiedy USDPLN rósł. Po raz ostatni podobna seria miała miejsce w kwietniu-maju 2010 (kiedy w Europie szalał kryzys zadłużeniowy). Kurs przebił w minionym tygodniu 3,24 i osiągnął najwyższy poziom od roku.

▪ Warto zwrócić uwagę na pewną dywergencję w notowaniach EURPLN i USDPLN. Od kiedy w połowie lipca rozpoczęła się trwająca obecnie fala deprecjacji złotego do dolara, ten pierwszy wzrósł o 1,6%, a drugi o ponad 5%. Większa różnica w tempie wzrostu miała miejsce w maju 2013 (2% vs. 6%), kiedy nagle nasiliły się obawy o ograniczenie QE3. USDPLN rósł wtedy nie tylko mocniej (z powodu spadku EURUSD), ale też dłużej niż EURPLN. W minionym tygodniu ten drugi oddalił się nieco od ostatniego szczytu na ok. 4,23, co przypomina sytuację z maja 2013.

▪ W tym tygodniu, przy ograniczonej liczbie publikacji danych w kraju i za granicą, inwestorzy będą uważniej śledzili wydarzenia polityczne. Nie spodziewamy się, aby zmiany w rządzie istotnie zaszkodziły złotemu. Ważniejsze mogą być wydarzenia na Ukrainie i to, czy będą zmierzały w kierunku uspokojenia sytuacji (na co dały nadzieje informacje z ub. tygodnia), czy ponownej eskalacji walk. Korekta na rynku EURUSD mogłaby wesprzeć złotego do dolara. W przypadku EURPLN spodziewamy się utrzymania trendu bocznego - kurs może w tym tygodniu pozostać w przedziale 4,17-4,23.

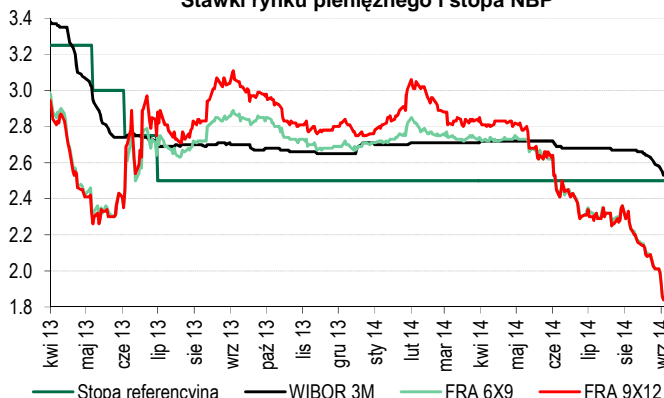
Bez dużych zmian w notowaniach walut CEE

▪ Forint, korona i rubel, podobnie jak złoty, umocniły się po tym jak prezydent Ukrainy ogłosił, że uzgodnił z Władimirem Putinem zawieszenie broni na wschodzie Ukrainy. EURHUF spadł po tej informacji do 312 (wobec 315 w poprzednim tygodniu), a USDRUB oddalił się od ustanowionego dzień wcześniej rekordowego maksimum (do 36,65 z 37,515). Rzecznik prasowy Kremla szybko zdementował te informacje mówiąc, że nie ma zawieszenia broni między Ukrainą a Rosją. Wpływ tych informacji, podobnie jak decyzji EBC, na waluty CEE był tylko chwilowy.

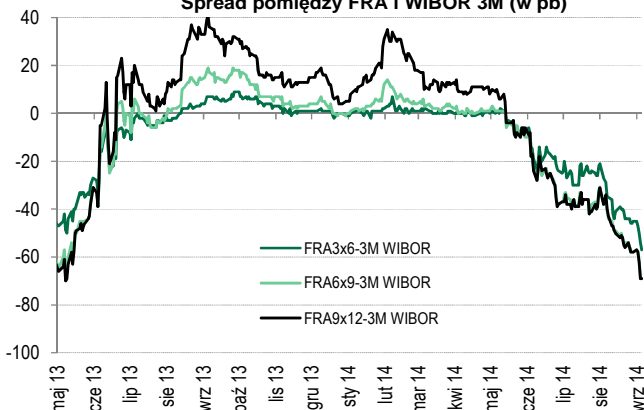
▪ W tym tygodniu poznamy dane o inflacji dla Czech i Węgier. Po zakończonej w lipcu 3-miesięcznej deflacji rynek oczekuje dalszego odbicia węgierskiego CPI. Taki odczyt powinien być wspierający dla retoryki MNB (zawieszenie obniżek stóp) i w rezultacie umocnić forinta. Jeśli natomiast czeska inflacja za sierpień zaskoczy w dół, to mogą wzmocnić się spekulacje, że tamtejszy bank centralny podniesie dolną granicę EURCZK.

Rynek stopy procentowej – EBC włącza ABS, a RPP na ręcznym hamulcu

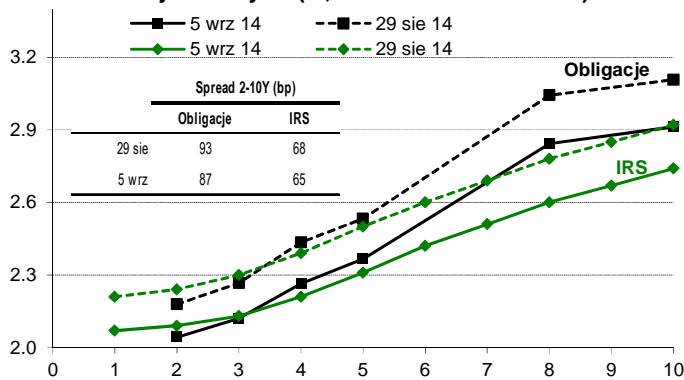
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



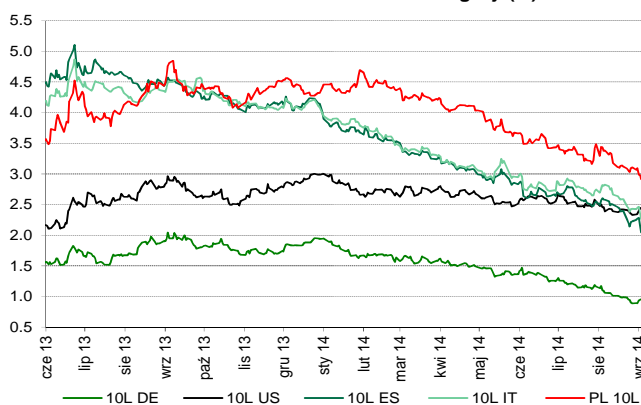
Spread pomiędzy FRA i WIBOR 3M (w pb)



Krajowe krzywe (% dane na koniec okresu)



Rentowności 10-letnich obligacji (%)



Rynek pieniężny silny oczekiwaniami na obniżki stóp

Miniony tydzień przyniósł dość znaczące spadki stawek rynku pieniężnego. Wsparciem dla rynku była zapowiedź cyklu redukcji stóp procentowych przez krajową RPP (oczekujemy trzech obniżek po 25 pb co miesiąc w IV kw.). W skali tygodnia stawki WIBOR spadły o 3-10 pb, w tym najbardziej na długim końcu. Warto zauważyć, że WIBOR 12M spadł poniżej WIBOR 3M. Ostatni raz z taką sytuacją mieliśmy do czynienia w czasie cyklu redukcji stóp, który zakończył się w lipcu 2013.

Znacznie większe dostosowania do zmienionych warunków rynkowych zaszły na rynku FRA. Stawki obniżyły się o 6-20 pb w skali tygodnia, w tym FRA 3x6 nieco poniżej 2%, a FRA6x9 i FRA9x12 spadły w okolice 1,80%. Obecnie rynek wycenia redukcje stóp o łącznie 50 pb w perspektywie 3 miesięcy i o kolejne 25 pb w perspektywie następnego kwartału.

Silne oczekiwania na redukcje stóp w nadchodzących miesiącach mogą powodować dalszy stopniowy spadek WIBOR, podczas gdy FRA powinny się stabilizować w oczekiwaniu na comiesięczne dane makro.

Nowe historyczne minima po decyzji EBC

W ubiegłym tygodniu obserwowaliśmy kolejną falę umocnienia na rynku stopy procentowej, po krótkoterminowej korekcie na koniec sierpnia. Rentowności i stawki IRS osiągnęły nowe historyczne minima w wyniku zapowiedzi obniżek stóp procentowych przez RPP. Spadki rentowności jeszcze się pogłębiły po EBC, który nieoczekiwanie obniżył stopy o 10 pb i zapowiedział skup instrumentów zabezpieczonych aktywami (ABS) i zabezpieczonych obligacji. To spowodowało umocnienie na rynkach bazowych i peryferiach strefy euro (w tym rentowności 10-latek hiszpańskiej i włoskiej osiągnęły również nowe historyczne minima odpowiednio na 2,16% i nieznacznie poniżej 2,30%. W konsekwencji rentowność krajowej 10-latki obniżyła się do 2,90% (najniżej w historii), podczas gdy 10L IRS spadł lekko poniżej 2,75%.

Na jedynej w tym miesiącu aukcji regularnej Ministerstwo Finansów sprzedało dług za 3,6 mld zł. Ze sprzedaży WZ0114 pozyskano ok. 1 mld zł (popyt wyniósł prawie 2 mld zł), a z DS0725 ok. 2,6 mld zł (przy popycie prawie 3,7 mld zł i rentowności 3,114%). Z danych resortu wynika, że inwestorzy zagraniczni posiadali na koniec lipca 43% wówczas notowanej 10-latki DS0725. Drugie miejsce zajmowały polskie banki (34%), które posiadały także ponad 70% WZ0124. Środki z tej aukcji zostaną przeznaczone na prefinansowanie potrzeb pożyczkowych brutto w 2015 r., które wg projektu budżetu wyniosą prawie 155 mld zł.

Krajowa polityka w cieniu nastrojów na rynkach bazowych

Spodziewamy się, że rynek stopy procentowej będzie dalej wspierany przez oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Polsce i ostatnią decyzję EBC. Dostępność obfitej płynności w strefie euro będzie sprzyjać apetytowi na ryzyko i poszukiwaniu przez inwestorów wyższych zwrotów na rynkach, co powinno wywierać presję w dół również na polskie rentowności i prowadzić do dalszego wyplaszczania krzywej.

Zmiany na krajowej scenie politycznej mogą dodawać nieco zmienności rynkowi (szczególnie, gdyby obok zmiany premiera doszło np. do wymiany ministra finansów), choć ten czynnik póki co pozostaje neutralny dla rynku. Dymisja rządu możliwa jest pod koniec tygodnia. Ważniejsze dla krajowego rynku stopy będą jednak prawdopodobnie zmiany globalnej awersji do ryzyka, np. pod wpływem wydarzeń na Ukrainie. Jeżeli podpisane w piątek porozumienie o zawieszeniu broni nie zostanie zerwane, liczymy na stabilizację rentowności na obecnych niskich poziomach.

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