

TYGODNIK EKONOMICZNY

15 – 21 września 2014

W pierwszych trzech dniach nowego tygodnia poznamy najważniejsze dane z krajowej gospodarki za sierpień. Oczekiwane przez nas pogłębienie deflacji CPI oraz ujemna dynamika produkcji przemysłowej powinny wzmocnić rynkowe oczekiwania na obniżkę stóp przez RPP, pomimo całkiem niezłych odczytów z rynku pracy. To może sprzyjać umocnieniu krajowego rynku stopy, o ile nie przeszkodzą w tym czynniki globalne. Najważniejszym z nich będzie posiedzenie FOMC. W ostatnim tygodniu obawy o to, że podwyżki stóp w USA mogą się rozpocząć wcześniej niż oczekiwano pchnęły w górę rentowności na rynkach bazowych. Wydzwięk konferencji przewodniczącej Fed (środa wieczorem) będzie kluczowy dla weryfikacji tych oczekiwań. Ważnym dniem dla rynków będzie też czwartek, kiedy odbędzie się pierwsza z nowych długoterminowych operacji otwartego rynku EBC (TLTRO) oraz referendum nt. niepodległości Szkocji. Obawy o sytuację na Ukrainie zeszły ostatnio na nieco dalszy plan w wyniku podpisanego zawieszenia broni, ale nadal jest to potencjalny czynnik ryzyka dla rynków. Krajowe dane makro oraz informacje z zagranicy mogą osłabić złotego.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (15 września)							
14:00	PL	CPI	VIII	% r/r	-0,3	-0,3	-0,2
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VII	mln €	-518	-431	-391
14:00	PL	Eksport	VII	mln €	14 063	14 063	13 711
14:00	PL	Import	VII	mln €	18 850	13 834	13 378
15:15	US	Produkcja przemysłowa	VIII	% m/m	0,3	-	0,4
WTOREK (16 września)							
11:00	DE	Indeks ZEW	IX	pkt	43,0	-	44,3
14:00	PL	Inflacja bazowa	VIII	% r/r	0,4	0,4	0,4
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VIII	% r/r	3,8	4,0	3,5
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VIII	% r/r	0,8	0,8	0,8
ŚRODA (17 września)							
11:00	EZ	HICP	VIII	% r/r	0,3	-	0,3
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	0,7	-0,8	2,3
14:00	PL	Produkcja budowlana	VIII	% r/r	1,6	0,3	1,1
14:00	PL	PPI	VIII	% r/r	-1,6	-1,3	-2,0
14:30	US	CPI	VIII	% m/m	0,0	-	0,1
20:00	US	Decyzja FOMC					
CZWARTEK (18 września)							
11:00	PL	Aukcja zamiany obligacji					
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VIII	tys.	1035	-	1093
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	VIII	tys.	1035	-	1052
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	315
16:00	US	Indeks Philly Fed	IX	pkt	22,5	-	28,0
PIĄTEK (19 września)							
Brak publikacji ważnych danych							

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 SKARBU:

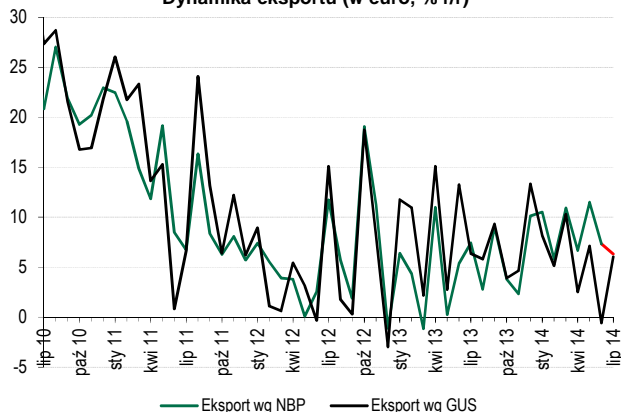
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

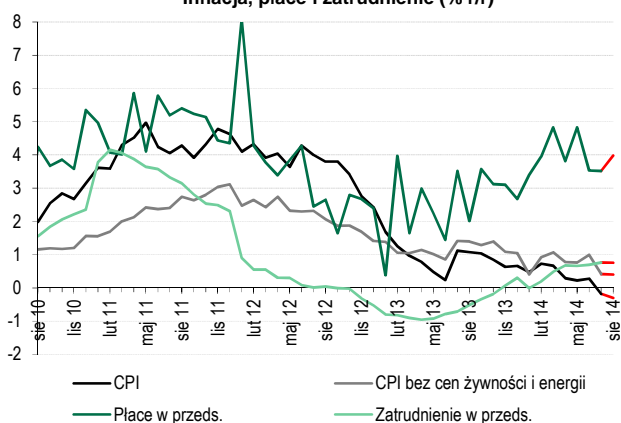
Wydarzenia nowego tygodnia – Nowe argumenty za obniżkami

Dynamika eksportu (w euro, % r/r)



▪ Dane nt. bilansu płatniczego za lipiec powinny pokazać niewielki deficyt obrotów bieżących i utrzymanie nadwyżki w handlu towarowym. Dane GUS nt. handlu zagranicznego, które zaskoczyły miesiąc temu, pokazując wyraźne osłabienie eksportu na główne rynki europejskie, w lipcu wskazują na odreagowanie w handlu z Europą zachodnią i centralną, a nawet lekkie spowolnienie spadku eksportu do Rosji i na Ukrainę. Co ciekawe, czterwcowe osłabienie obrotów handlowych sugerowane przez dane GUS nie znalazło potwierdzenia w danych NBP. Trudno powiedzieć jak będzie tym razem. Niemniej, spodziewamy się słabszej dynamiki eksportu niż w poprzednich miesiącach. Wskazuje na to m.in. spowolnienie wzrostu produkcji przemysłowej w ostatnich miesiącach oraz informacja firm nt. spadku zamówień eksportowych, widoczne w badaniach koniunktury.

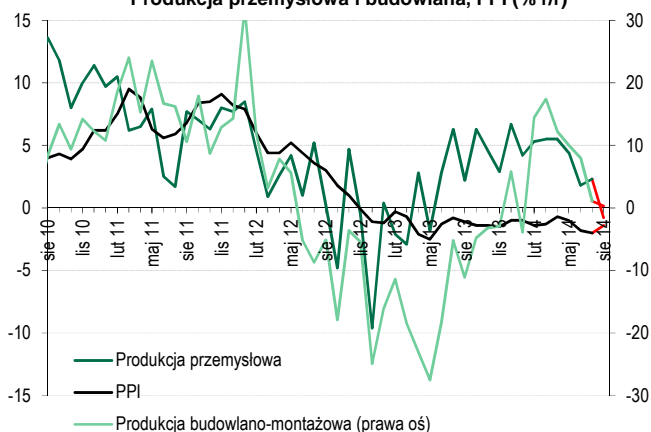
Inflacja, płace i zatrudnienie (% r/r)



▪ Inflacja CPI prawdopodobnie znowu była ujemna w sierpniu i naszym zdaniem wskaźnik ten utrzyma się poniżej zera do końca roku, po czym nieco wzrośnie, ale pozostanie poniżej celu NBP (2,5%) jeszcze co najmniej kilka kwartałów. Spodziewamy się też stabilizacji inflacji bazowej w sierpniu i nieznacznego wzrostu wskaźnika PPI (pod wpływem słabszego złotego, głównie wobec dolara). Pogorszenie perspektyw gospodarczych i rosyjski zakaz importu żywności z Unii Europejskiej będą wywierały presję na spadek cen. Indeks światowych cen żywności FAO spadł w sierpniu najniżej od czterech lat (ok. -4% r/r). Na niskim poziomie utrzymują się też ceny ropy naftowej.

▪ Rynek pracy wciąż jest w dość dobrej formie, stąd oczekujemy dalszego lekkiego wzrostu zatrudnienia (ale przy utrzymaniu rocznej dynamiki na niezmiennym poziomie) i nieznacznego przyspieszenia tempa wzrostu płac w sierpniu. Sytuacja na rynku pracy jest wsparciem dla dochodów gospodarstw domowych i konsumpcji prywatnej.

Produkcja przemysłowa i budowlana, PPI (% r/r)



▪ Wg danych SAMAR, produkcja samochodów osobowych i dostawczych spadła w sierpniu o ok. 61% m/m i o 37% r/r. Sierpień zazwyczaj jest miesiącem słabych wyników w tej branży, ale tegoroczny wynik jest gorszy niż wcześniej, co może ciążyć na wyniku sierpniowej produkcji przemysłowej. Wspiera to naszą prognozę, która jako jedna z nielicznych pokazuje ujemną dynamikę produkcji. Na sierpniowym odczycie zaważy też negatywny efekt dni roboczych (1 dzień mniej niż przed rokiem). Zgodnie ze słowami prezesa NBP Marka Belki, bardzo dobry odczyt produkcji przemysłowej mógłby odwieść RPP od obniżek stóp. Jak widać, nie spodziewamy się, by tak się stało.

▪ W budownictwie również prognozujemy słabych wyników, na pograniczu stagnacji. W kolejnych miesiącach będzie jednak zapewne nieco lepiej.

Cytat tygodnia – W październiku Rada dokona zmiany polityki

Jerzy Osiatyński, członek RPP, 09.09, Reuters

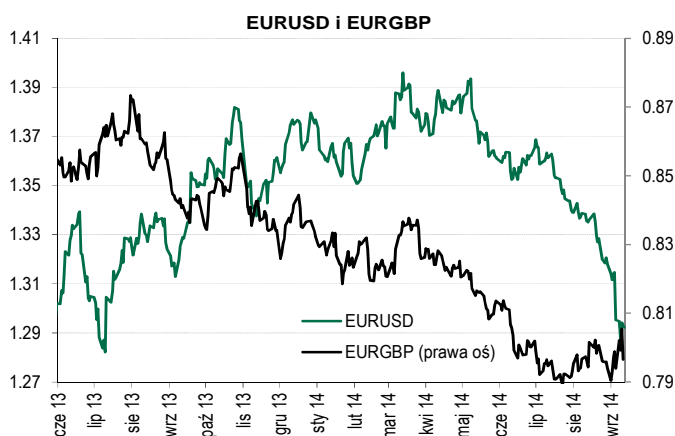
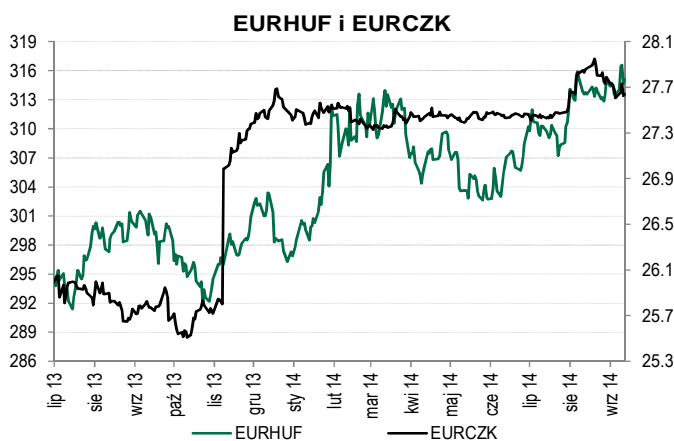
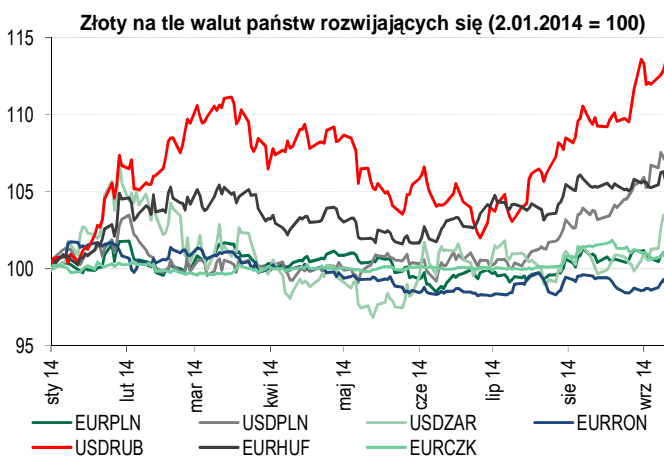
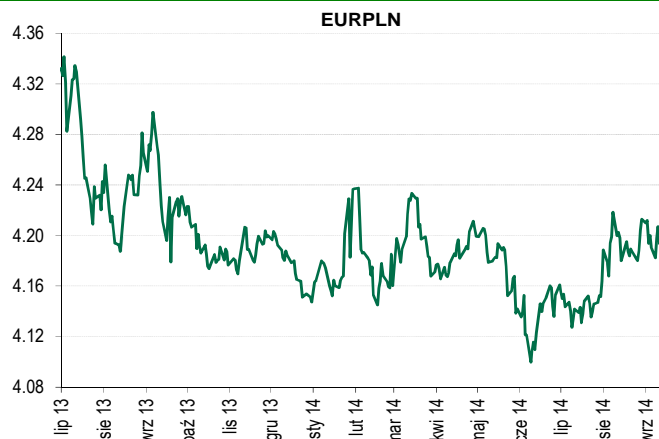
Sądzę, że w październiku Rada nie ograniczy się tylko do zapowiedzi zmiany polityki, ale jej dokona.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 08.09, Reuters

Moim zdaniem należałoby dokonać obniżki stóp o 0,5 punktu procentowego w październiku. Ruch o 0,25 punktu procentowego byłby celowy w czerwcu albo lipcu. Teraz reakcja RPP powinna być bardziej zdecydowana, także ze względu na pogłębiony dysparytet stóp procentowych ze strefą euro.

Ostatnie komentarze Elżbiety Chojny-Duch i Jerzego Osiatyńskiego potwierdzają, że poprą oni obniżkę na najbliższym posiedzeniu RPP w październiku. Naszym zdaniem są oni najbardziej gołębimi członkami Rady, ale spodziewamy się poparcia dla takiego wniosku również ze strony Anny Zielińskiej-Głębockiej, Andrzeja Bratkowskiego i Marka Belki. To już wystarczy aby przegłosować obniżkę, choć prawdę mówiąc ostatnio nie słyszeliśmy wypowiedzi pozostałych członków RPP. Niewykluczone, że niektórzy z nich również poprą złagodzenie polityki. Tak czy inaczej, Marek Belka powiedział ostatnio, że aby nie doszło do obniżki stóp kolejne dane musiałyby być wyjątkowo dobre, a tego się nie spodziewamy. Kwestia skali obniżki (25 czy 50pb) pozostaje otwarta, choć naszym zdaniem w październiku nie będzie większości do bardziej zdecydowanych ruchów.

Rynek walutowy – Posiedzenie FOMC i wynik referendum w Szkocji kluczowe dla rynków



Złoty i inne waluty emerging markets pod presją

W minionym tygodniu złoty, podobnie jak i inne waluty regionu, osłabił się w relacji do głównych walut w wyniku wyprzedzaży na rynkach dłużnych. Był to efekt retoryki Fed z San Francisco, który w opublikowanym *Economic Letter* wskazywał, że rynek wycenia wolniejsze podwyżki stóp procentowych w USA, niż na to wskazują prognozy członków FOMC. W efekcie kurs EURPLN tymczasowo wzrósł do 4,217. Informacje o zmianach na krajowej scenie politycznej nie miały większego przełożenia na zachowanie się inwestorów, a reakcja na zapowiedź wprowadzenia kolejnych sankcji wobec Rosji przez UE i USA również była ograniczona. W tym samym czasie, kurs EURHUF tymczasowo wzrósł do 317, podczas gdy EURCZK do 27,7. Negatywną presję na zachowania się węgierskiej waluty wywołała także publikacja danych inflacyjnych za sierpień, których odczyt okazał się niższy od oczekiwań. Najbardziej na wartości tracił rosyjski rubel - po potwierdzeniu wprowadzenia kolejnych sankcji wobec Rosji przez UE kurs USDRUB osiągnął nowe maksimum na poziomie ok. 37,7.

W tym tygodniu złoty ponownie znajdzie się pod presją wydarzeń na rynkach zagranicznych (posiedzenie FOMC, referendum w Szkocji). Bardziej jastrzębia retoryka Fed (wzrost liczby członków FOMC opowiadających się za wcześniejszym zacieśnianiem polityki monetarnej) może dać impuls do wzrostu EURPLN w kierunku 4,23 (istotny opór). Dodatkowo, słabsze dane z krajowej gospodarki (oczekujemy spadku produkcji przemysłowej w sierpniu) powinny wzmocnić oczekiwania na obniżki stóp przez RPP na najbliższym posiedzeniu, co może pogłębić deprecjację krajowej waluty. Częściowo efekt ten może zostać zniwelowany przez napływ kapitału zagranicznego na krajowy rynek długu. Analiza techniczna wskazuje, że kurs EURPLN może testować poziom 4,23, którego przełamanie otwierałoby drogę w kierunku 4,25. Silne wsparcie znajduje się natomiast na 4,17. Większe wahania możemy zobaczyć na kursie USDPLN. Jeśli zmaterializowałby się nasz scenariusz spadku EURUSD do 1,28 (czy nawet poniżej), to nie można wykluczyć, że USDPLN przełamie opór na 3,26 i wzrośnie w kierunku 3,30.

Waluty regionu również pozostaną pod presją wydarzeń na rynkach zagranicznych, ze względu na brak istotnych publikacji danych makro z tamtejszych gospodarek. Podobnie jak złoty także forint i czeska korona, ale również i pozostałe waluty krajów rozwijających się mogą tracić na wartości w wyniku wzrostu oczekiwań na wcześniejsze podwyżki stóp w USA – EURHUF może po raz kolejny testować 317, a EURCZK zbliżyć się do 27,8.

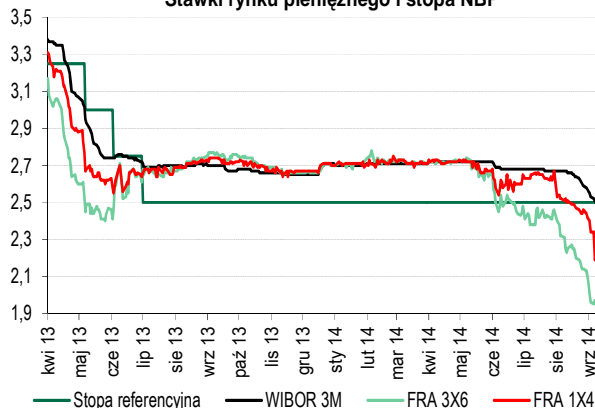
Lekkie odreagowanie euro, ale możliwe dalsze spadki

Notowania wspólnej waluty znalazły się pod presją informacji napływających z USA. Sugestie, że podwyżki stóp przez FOMC mogą nastąpić wcześniej niż obecnie wycenia rynek spowodowały krótkoterminowy spadek EURUSD poniżej 1,29 (do 1,286, najniższej od lipca 2013). Wspólnej walucie udało odrobić się część strat, jednak kurs EURUSD pozostał w wąskim przedziale wahań między 1,29 – 1,296, w oczekiwaniu m.in. na posiedzenie FOMC i wyniki referendum w Szkocji, a także pierwszą aukcję TLTRO.

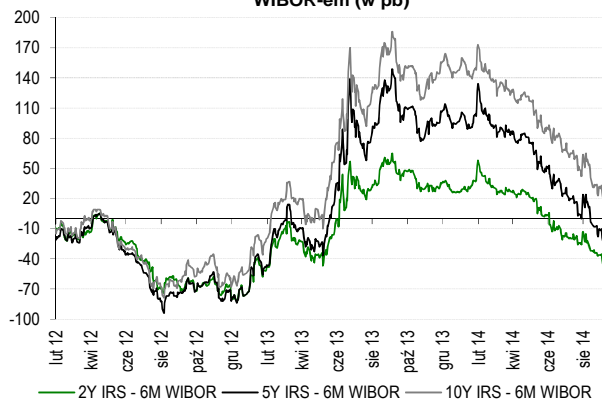
Przed nami tydzień obfitujący w wiele kluczowych wydarzeń dla rynków finansowych. Decyzja FOMC o dalszym ograniczaniu programu QE będzie zgodna z oczekiwaniami, to uwaga inwestorów skoncentruje się na prognozach makro dla USA i konferencji prasowej. Informacje, że wśród członków FOMC wzrasta poparcie dla wcześniejszych podwyżek stóp to mogą spowodować spadek kursu EURUSD i testy silnej strefy wsparcia na 1,28-1,275. Natomiast wygrana przeciwników odłączenia się Szkocji od Wielkiej Brytanii powinna wygenerować impuls do odreagowania wspólnej waluty.

Rynek stopy procentowej – Polskie dane gołębie, a jaki będzie FOMC?

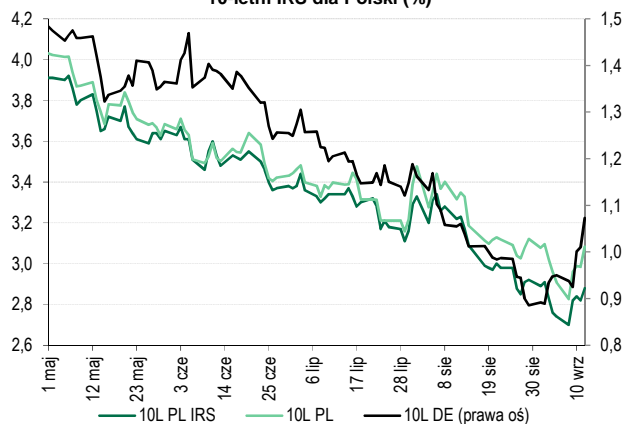
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



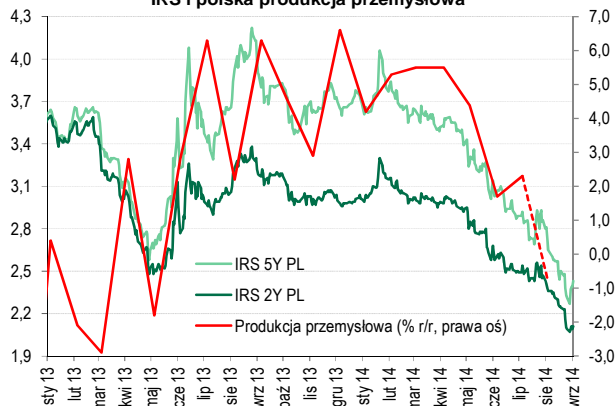
Różnica pomiędzy stawką IRS, a 6-miesięcznym WIBOR-em (w pb)



Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)



IRS i polska produkcja przemysłowa



Wyraźna korekta po sygnałach z Fed...

Stawki WIBOR kontynuowały dostosowanie po zapowiedzi RPP o możliwych obniżkach stóp w tym roku. W ubiegłym tygodniu miesięczna spadła o 1 pb, pozostałe w segmencie 3-12 miesięcy o 5-6 pb. Krzywa WIBOR jest odwrócona, krótki koniec jest na poziomie 2,54%, długi na 2,46%. Korekta IRS i obligacji (szczegóły poniżej) sprawiła, że FRA zmniejszył nieco oczekiwania spadku WIBOR-u, ale dalej oczekują spadku stóp o ponad 50 pb w ciągu najbliższych 3-6 miesięcy.

Zeszły tydzień przerwał serię pięciu kolejnych tygodni spadku rentowności obligacji 5-letnich i przyniósł pierwszą od pięciu tygodni wyraźną korektę 10-latk. Przed osłabieniem z ostatnich dni, skala spadku od początku sierpnia wyniosła ok. 60 pb w obu przypadkach. W tym czasie rentowność 2-latki spadła o ok. 40 pb. Odpowiednie stawki IRS obniżyły się w podobnej skali. Wzrost rentowności i IRS w minionym tygodniu – 12-17 pb dla środka i długiego końca krzywej – wywołał *Economic Letter* oddziału Fed w San Francisco. Rentowności 10-letnich Bondów i Treasuries wzrosły o ok. 10 pb, pociągając za sobą polski rynek. Istotne osłabienie odnotowano też na peryferiach Eurolandu. Rentowności długoterminowych obligacji Hiszpanii i Włoch wzrosły o ok. 15-25 pb. Obok jastrzębiego sygnału z Fed, presję na te aktywa wywierały obawy, że inicjatywa odłączenia się Szkocji od Wielkiej Brytanii może zachęcić do przeprowadzenia podobnych głosowań w Hiszpanii. Miniony tydzień przyniósł publikację kilku sondaży wskazujących, że w referendum zaplanowanym na 18 września, większość może odpowiedzieć się za niepodległością Szkocji.

Ministerstwo Finansów uplasowało obligację denominowaną we frankach szwajcarskich wartę 500 mln CHF i zapadającą we wrześniu 2021. Rentowność wyniosła 1,035% i była najniższa w historii emisji w tej walucie. Inwestorami były głównie instytucje szwajcarskie (97% emisji), zwłaszcza fundusze inwestycyjne, firmy ubezpieczeniowe i banki.

... ale dane z kraju będą miały bardzo gołębi wydźwięk

Nadchodzący tydzień będzie bogaty w publikacje danych z kraju, spośród których najistotniejsza będzie wg nas produkcja przemysłowa. Nasza prognoza zakłada pierwszy od maja 2013 spadek w ujęciu rocznym i jeśli się sprawdzi, to będzie dużym rozczarowaniem dla rynku (konsensus zakłada wzrost r/r). W ostatnich dniach pojawiły się wypowiedzi kilku członków RPP, którzy wskazywali na możliwość obniżenia stóp NBP o 50 pb w październiku (Chojna-Duch oraz Osiatyński). Gołębi wydźwięk danych o produkcji może więc być wzmocniony w kontekście tych komentarzy i dość istotnie wpłynąć na oczekiwania rynku dotyczące skali oraz tempa cięcia stóp w Polsce. Chociaż CPI raczej nie zaskoczy, to sierpniowy odczyt pokaże pogłębienie rocznej deflacji. FRA1x4 jest blisko 2,20% i wycenia spadek 3-miesięcznego WIBOR-u o ok. 30 pb, więc jest jeszcze potencjał do jego lekkiego spadku w przypadku bardzo słabych danych.

Krótkie końce krzywych IRS i obligacyjnej są nieco powyżej 2%. Jeśli rynek faktycznie odczyta najbliższe dane jako wzrost szans na cięcie o 50 pb w październiku, wtedy stawki te mogą jeszcze pogłębić spadki. Ostatni komunikat RPP sugeruje bowiem cykl obniżek, więc należy oczekiwać co najmniej dwóch miesięcy cięcia stóp.

Istotniejszy wpływ na polski długi koniec może mieć natomiast wynik posiedzenia FOMC. Ostatnie dane z rynku pracy USA rozczarowały i ważne będzie czy retoryka banku centralnego będzie mniej jastrzębia, niż dotychczas. Gdyby tak się nie stało, byłby to kolejny impuls do osłabienia globalnego, a więc i polskiego rynku długu (szczególnie segmentu 5 i 10 lat). W kontekście ostatniej publikacji Fed z San Francisco, inwestorzy zwrócą zapewne też uwagę jak teraz członkowie FOMC prognozują stopy w USA.

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