

TYGODNIK EKONOMICZNY

22 – 28 września 2014

Pogłębienie deflacji oraz mocny spadek produkcji przemysłowej i budowlanej w sierpniu wzmocniły rynkowe oczekiwania dotyczące obniżek stóp procentowych. Również treść minutes z ostatniego posiedzenia RPP nie pozostawia zbyt wielu wątpliwości, że większość członków Rady będzie gotowa poprzeć złagodzenie polityki pieniężnej w październiku. Co ciekawe, już we wrześniu pojawiły się dwa wnioski o obniżkę stóp (o 25 pb i o 50 pb) i wydaje się bardzo prawdopodobne, że ta sytuacja powtórzy się w najbliższym miesiącu. Nadal spodziewamy się, że stopy procentowe zostaną obniżone łącznie o 75 pb w IV kwartale, a po publikacji ostatnich danych wzrosła naszym zdaniem szansa na jednorazowy ruch w większej skali (50 pb) w październiku. Oprócz czynników krajowych na rynek finansowy wpływały w ostatnich dniach istotne wydarzenia za granicą (posiedzenie Fed, referendum w Szkocji, pierwsza operacja TLTRO), które doprowadziły do podwyższonej zmienności na rynku stopy procentowej. Kurs złotego do euro pozostawał jednak wyjątkowo stabilny.

W najbliższym tygodniu krajowych publikacji jest niewiele i nie powinny one naszym zdaniem istotnie wpłynąć na rynek. Chociaż wzrost sprzedaży detalicznej może być naszym zdaniem nieco wyższy od konsensusu, będzie to jednak na tyle słaby odczyt, że nie powinien osłabić oczekiwań na obniżki stóp. Istotniejsze będą zapewne informacje ze strefy euro i USA (w tym w szczególności wstępne indeksy aktywności za wrzesień), które mogą wpłynąć na oczekiwania dotyczące przyszłych działań głównych banków centralnych.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (22 września)							
16:00	US	Sprzedaż domów	VIII	mln	5,20	-	5,15
WTOREK (23 września)							
3:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	IX	pkt	50,0	-	50,2
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	IX	pkt	51,4	-	51,4
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	IX	pkt	50,6	-	50,7
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	IX	% r/r	1,3	1,8	2,1
10:00	PL	Stopa bezrobocia	IX	%	11,8	11,7	11,9
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	2,10	-	2,10
ŚRODA (24 września)							
10:00	DE	Indeks Ifo	IX	pkt	105,7	-	106,3
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VIII	tys.	430	-	412
CZWARTEK (25 września)							
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	280
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	VIII	% m/m	-17,0	-	22,6
PIĄTEK (26 września)							
14:30	US	Trzeci szacunek PKB	II kw.	% r/r	4,6	-	-2,1
15:55	US	Indeks Michigan	IX	pkt	85,0	-	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 Luzziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

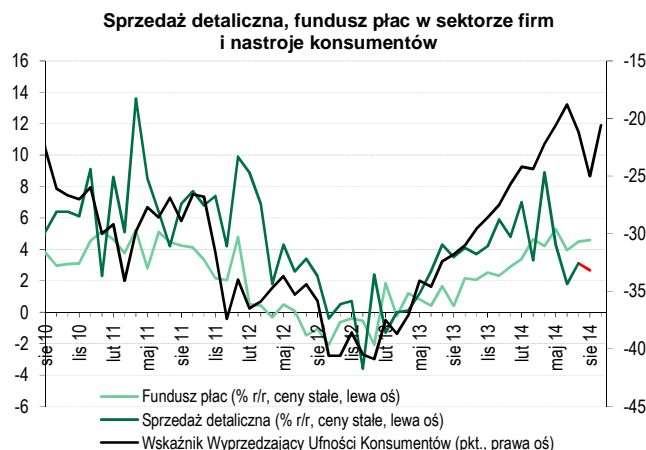
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

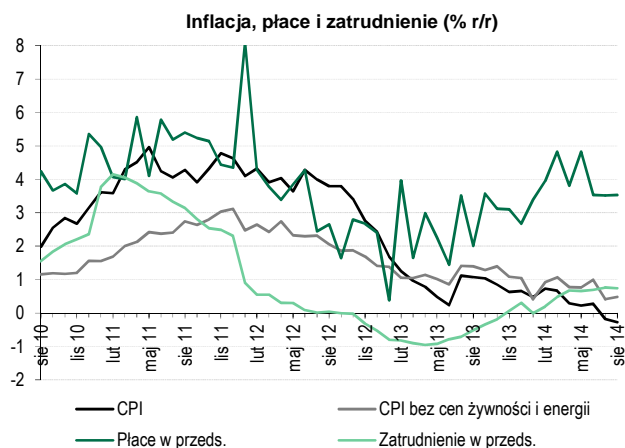
Wydarzenia nowego tygodnia – Ostatnie sierpniowe dane z kraju



■ Spodziewamy się spadku stopy bezrobocia rejestrowanego w sierpniu do 11,7%, zgodnie z szacunkiem Ministerstwa Pracy. Uważamy, że dane potwierdzą obraz rysowany przez inne dane z rynku pracy, tzn. że sytuacja w tym segmencie gospodarki wciąż jest dość dobra. Będzie to czynnikiem wspierającym umiarkowany wzrost konsumpcji w II półroczu.

■ W przypadku sprzedaży detalicznej spodziewamy się odczytu nieco powyżej konsensusu rynkowego, ale w sumie będzie to wciąż słaby wzrost w porównaniu do średniej z pierwszych pięciu miesięcy roku. Nie będzie to z pewnością argumentem przeciw obniżce stóp procentowych w październiku. Spodziewamy się jednak pewnego ożywienia wzrostu sprzedaży w kolejnych miesiącach roku, za sprawą umiarkowanego wzrostu realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Oczekiwania te wspiera wyraźna poprawa nastrojów konsumentów zanotowana we wrześniu.

Ostatni tydzień w gospodarce – CPI dalej w dół, słabe dane z przemysłu, stabilizacja na rynku pracy

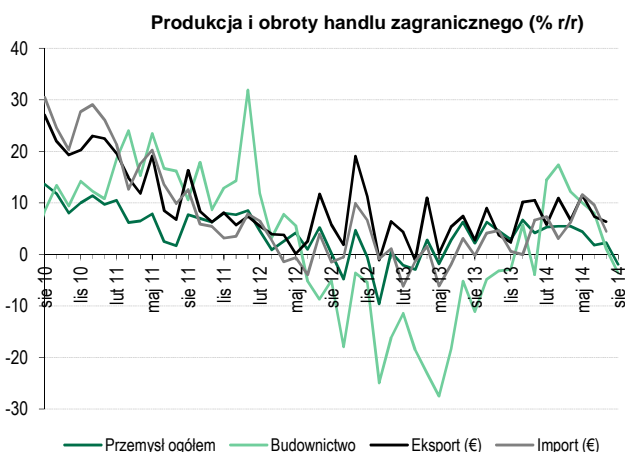


■ Inflacja CPI obniżyła się w sierpniu do -0,3% r/r. Spadek ten był w dużym stopniu efektem obniżek cen żywności i paliw, które (wraz z brakiem presji popytowej) powinny utrzymywać dynamikę CPI poniżej zera do końca roku. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i paliw wyniosła 0,5% r/r, a inflacja PPI -1,5% r/r, również potwierdzając brak presji cenowej.

■ Deficyt obrotów bieżących w lipcu wyniósł 173 mln €. Wzrost eksportu spowolnił do 6,4% r/r, co wskazuje, że wpływ osłabienia koniunktury gospodarczej za granicą na polski handel zagraniczny jest nadal umiarkowany. Z drugiej strony, wzrost importu spowolnił do 4,5% r/r, co może odzwierciedlać spowolnienie popytu krajowego.

■ W sierpniu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 3,5% r/r, a zatrudnienie o 0,7% r/r. Dane te wskazują na stopniową stabilizację na rynku pracy, po bardzo dobrym początku roku. W ujęciu realnym nastąpiło dalsze nieznaczne przyspieszenie dynamiki funduszu płac. Spodziewamy się, że najbliższe miesiące nie przyniosą znaczących zmian na rynku pracy. W naszej ocenie, dynamika zatrudnienia pozostanie względnie stabilna ze względu na efekt wysokiej bazy z drugiej połowy 2013, a dynamika wynagrodzeń umiarkowana (ok. 3% r/r średnio).

■ W sierpniu produkcja w przemyśle przemysłowa spadła o 1,9% r/r, a w budownictwie o 3,6% r/r. Dane te były pod wpływem liczby dni roboczych, ale produkcja wyrównana sezonowo pokazała wzrost o zaledwie 0,7% r/r, co jest najgorszym wynikiem od ponad roku i pokazuje, że spowolnienie w sierpniu nie jest tylko efektem sezonowym. Dane potwierdziły więc trend spowolnienia aktywności w polskiej gospodarce, głównie za sprawą spadku zamówień eksportowych (co sugerowały dane o PMI). Podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB o 2,8% w III kw.



Cytat tygodnia – Obniżka jest konieczna i to w zdecydowanej formie

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 17.09, TVN BiŚ

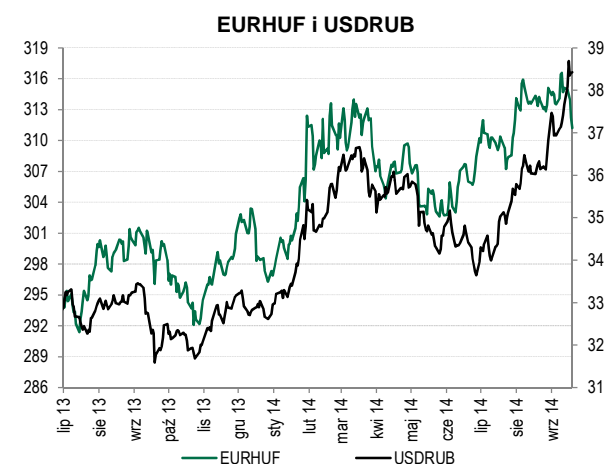
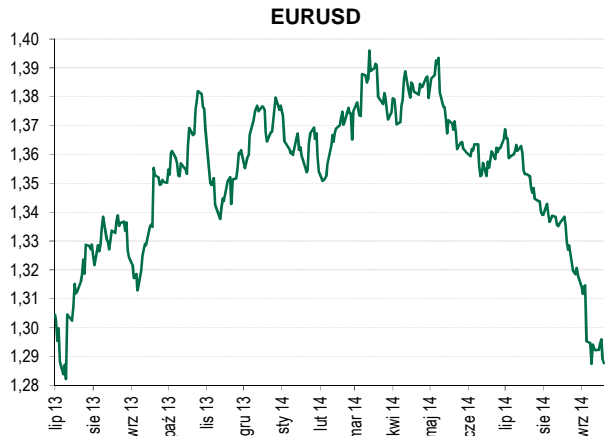
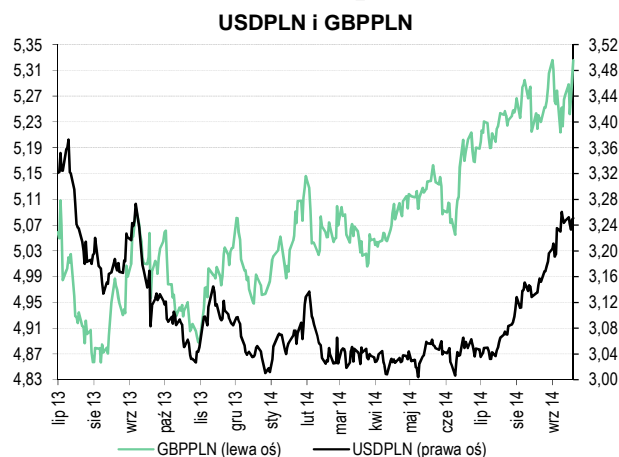
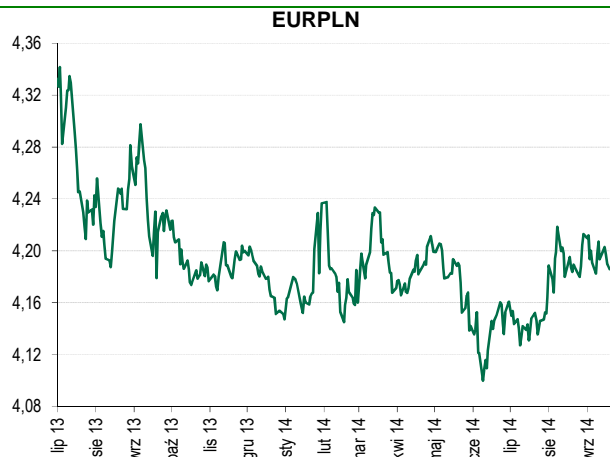
Obniżka w najbliższym czasie jest konieczna i to w zdecydowanej formie. Proponuję 50 pb, a potem zobaczyć co z sytuacją.

Andrzej Rzońca, członek RPP, 15.09, Reuters

Nie sądzę, aby Polsce groziło istotne spowolnienie. Póki co wzrost PKB wynosi powyżej trzy procent i praktycznie wszystkie prognozy wskazują, że także w przyszłym roku polska gospodarka będzie rosła w tempie wyższym niż trzy procent. (...) Ani nie czeka nas katastrofa, ani nie mamy środków, żeby przeciwdziałać spowolnieniu oczekiwanemu na najbliższe kwartały.

Minutes z wrześniowego posiedzenia RPP rzuciły nieco więcej światła na motywy postępowania RPP. Osłabienie koniunktury, eskalacja konfliktu na Wschodzie, spowolnienie wzrostu w strefie euro oraz obniżenie ścieżki inflacji to przesłanki za obniżeniem stóp procentowych dla **większości** członków Rady. I faktycznie, na posiedzeniu złożono wnioski o obniżenie stóp o 25 i 50 pkt (ten drugi wniosek poparała zapewne E. Chojna-Duch). Wnioski nie znalazły jednak większości ze względu na wcześniejszą deklarację utrzymywania stabilnych stóp do końca III kw. Ten argument nie będzie już jednak miał mocy w październiku. Część członków Rady wciąż uważa wprawdzie, że dostosowanie polityki pieniężnej wciąż nie jest uzasadnione (np. A. Rzońca), ale wygląda na to, że są oni w mniejszości.

Rynek walutowy – Czy kolejne dane przerwą wrześniowy marazm?



Złoty stabilny do euro, słabszy do funta

W notowaniach EURPLN nie zaszły duże zmiany, kurs pozostał w przedziale 4,17-4,23, nieco bliżej dolnej granicy tego pasma. Znacznie większe wahania odnotowano w przypadku GBPPLN. Złoty stracił do funta w wyniku aprecjacji tej waluty do euro i dolara dzięki odrzuceniu w referendum idei odłączenia się Szkocji od Wielkiej Brytanii. GBPPLN wzrósł tymczasowo do 5,38 (najwyżej od lipca 2012) wobec 5,29 na początku tygodnia.

Dotychczasowy zakres wahań EURPLN we wrześniu jest największym miesięcznym od listopada 1996 – różnica między szczytem a dołkiem nieco mniejsza niż 5 groszy. Publikowane w najbliższych dniach dane musiałyby prawdopodobnie mocno zaskoczyć, aby zmienić tę sytuację. Nasza prognoza sierpniowej sprzedaży detalicznej jest nieco powyżej konsensusu, ale i tak skala wzrostu (poniżej 2%) będzie zapewne wystarczająco niska, aby podtrzymać oczekiwania rynku na cięcie stóp NBP o 50 pb w październiku. Nie sądzimy więc, aby odczyt ten wzmocnił istotnie złotego. Publikacje ze strefy euro i USA też będą interpretowane w kontekście przyszłych możliwych decyzji banków centralnych.

Tymczasem, 4,17 i 4,23 to nadal kluczowe poziomy dla EURPLN. Następne wsparcie to 4,12.

Dane z USA wesprą dolara?

Amerykańska waluta kontynuowała aprecjację do euro, choć już w wolniejszym tempie niż w poprzednich tygodnia. Euro nadal jest trzecią najsłabszą walutą do dolara z grupy G10 od maja (kiedy rozpoczął się trend spadkowy EURUSD).

FOMC utrzymał w komunikacie zdanie o tym, że stopy procentowe pozostaną na niskim poziomie przez dłuższy okres po zakończeniu programu QE. Inwestorzy jednak skupili się na wykresie, który wskazał, że teraz członkowie tego komitetu oczekują szybszych podwyżek stóp, niż jeszcze trzy miesiące temu. W rezultacie, EURUSD spadł do 1,283.

W przypadku innych kursów, EURGBP spadł do 0,781, najniżej od sierpnia 2012, w reakcji na odrzucenie w referendum przez Szkotów wniosku o odłączenie się od Wielkiej Brytanii. Wkrótce po ogłoszeniu tych wyników, funt oddał jednak część zysków.

Sporo istotnych danych będzie opublikowanych w tym tygodniu. Wstępne PMI i indeks Ifo pozwolą ocenić w jakiej kondycji jest europejska gospodarka na koniec III kw. i czy spowolnienie w przemyśle obserwowane od początku roku jest kontynuowane we wrześniu. Pod koniec tygodnia poznamy trzeci szacunek PKB dla USA za II kw. Odczyt był już rewidowany w górę przy drugiej publikacji, więc jakkolwiek dalsza poprawa może wesprzeć dolara.

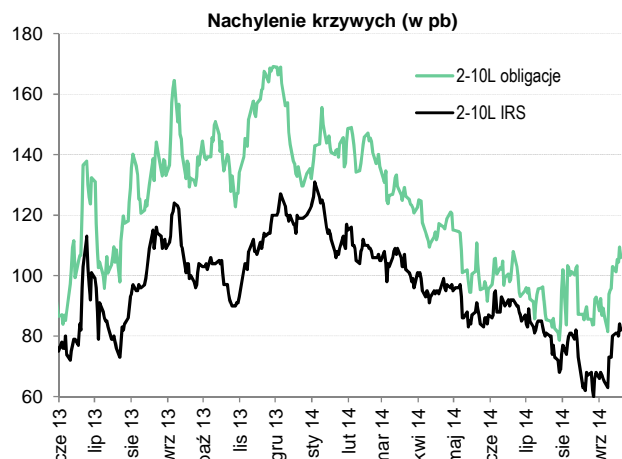
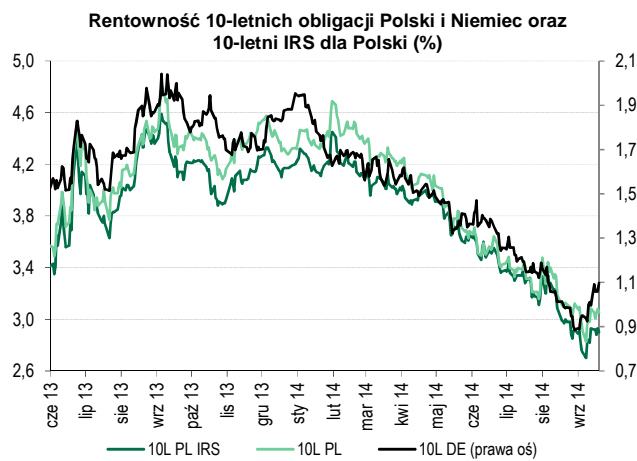
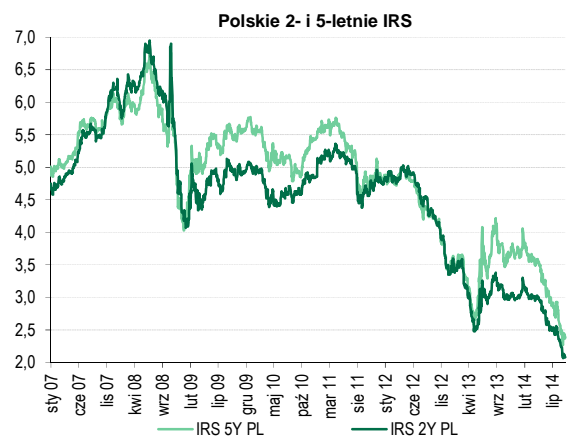
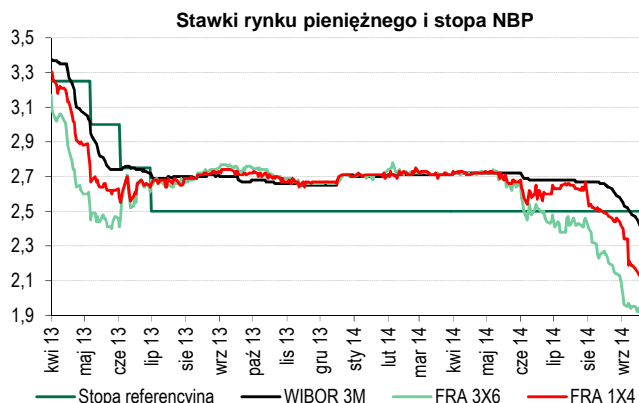
EURUSD zbliża się stopniowo do strefy 1.275-1.28, która była już testowana kilkakrotnie w okresie kwiecień-lipiec 2013. Kolejny istotny poziom to 1.266.

Rubel rekordowo słaby do dolara

Rosyjski rubel ustanowił kolejny rekord słabości do dolara – USDRUB wzrósł do 38,87. Na rynku pojawiają się plotki, że rosyjskie firmy są zmuszone do wejścia na rynek walutowy w celu pozyskania walut obcych po tym jak zagraniczne rynki kredytowe zostały dla nich w dużej mierze ograniczone przez sankcje nałożone przez UE i USA. Rosyjski bank centralny powiedział, że oczekuje odpływu kapitału rzędu 20 mld \$ w drugiej połowie br. i ok. 90 mld \$ w całym 2014. Bank widzi też ryzyko w górę dla tych szacunków.

Forint zyskał do euro w zeszłym tygodniu, EURHUF spadł do 310 z 314 przed posiedzeniem węgierskiego banku centralnego. Ostatnie dane z tego kraju miały pozytywny wydźwięk, więc retoryka węgierskiego banku powinna być raczej wspierająca dla tamtejszej waluty.

Rynek stopy procentowej – Silne oczekiwania obniżek, rynki bazowe ważne dla długiego końca krzywej



Dane z kraju wzmacniają oczekiwania na redukcję stóp

■ Za nami kolejny tydzień spadku stawek rynku pieniężnego. Dane makro publikowane w minionym tygodniu (CPI, produkcja) umocniły oczekiwania na obniżki stóp przez RPP w najbliższych miesiącach, co znalazło przełożenie na głębszy spadek stawek WIBOR na dłuższe terminy. W konsekwencji na koniec tygodnia stawka 12M była o 12 pb poniżej stawki 1M i o 11 pb poniżej stopy referencyjnej. Dane te znalazły również odzwierciedlenie w rynkowej wycenie stawek FRA.

■ W tym tygodniu zostaną opublikowane ostatnie dane z krajowej gospodarki (sprzedaż detaliczna, stopa bezrobocia), które w naszej ocenie powinny wspierać oczekiwania na obniżki stóp na najbliższym posiedzeniu RPP. Obecnie rynek wycenia spadek stóp NBP o ponad 50 pb w perspektywie do końca roku. W naszej ocenie do końca roku stopy mogą zostać obniżone łącznie o 75 pb, dlatego też uważamy, że wciąż jest miejsce do spadku WIBOR, w tym stawki 3M nieco poniżej 2% do końca roku.

Rentowność 2L poniżej 2%, uwaga wciąż na rynki bazowe

■ Miniony tydzień przyniósł umocnienie obligacji, głównie w terminie zapadalności do 5 lat. Wsparciem dla spadków rentowności w sektorach 2L i 5L były m.in. słabsze dane o produkcji (po których wzrosły oczekiwania na bardziej znaczącą obniżkę stóp w październiku), pogłębienie spadku inflacji (do -0,3% r/r w sierpniu), dobre wyniki aukcji zamiany (szczególnie poniżej) oraz opis dyskusji z wrześniowego posiedzenia RPP, które sugeruje poparcie dla obniżek stóp w najbliższych miesiącach. W efekcie rentowność 2-latków osiągnęła nowe historyczne minimum na 1,99%, podczas gdy rentowność 5L zbliżyła się do 2,40% (wobec prawie 2,50% na zamknięcie poprzedniego tygodnia). Nieco mniejsze zmiany zaszły na rynku IRS – w skali tygodnia spadki w sektorach 2L i 5L wyniosły średnio 3-4 pb.

■ Bardziej zmienny okazał się długi koniec krzywych, który pozostaje wrażliwy na sytuację na rynkach bazowych. W oczekiwaniu na decyzję FOMC, ale również wyniki referendum w Szkocji i pierwszego TLTRO rentowności obligacji i stawki IRS nieco spadły w odrobinie silnych wzrostów na koniec poprzedniego tygodnia. Jednak wzrost rentowności Bundów po decyzji FOMC spowodował tymczasowy wzrost rentowności 10L w okolice 3,10%, a 10L IRS powyżej 2,90%. Dopiero wyniki referendum niepodległościowego w Szkocji dały impuls do nieznacznego umocnienia na długim końcu krzywych.

■ Aukcja zamiany obligacji była całkiem udana. Mimo ustalenia ceny odkupowanych papierów PS0415 oraz WZ0115 poniżej rynkowej, Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje PS0719 za 1,16 mld zł (z rentownością 2,439%) i WZ0119 za 2,34 mld zł. Była to kolejna aukcja prefinansująca potrzeby pożyczkowe brutto na 2015 r. Do tej pory w ramach zamiany pozyskano środki w wysokości 5,8 mld zł, co stanowi ok. 4% planowanych na przyszły rok potrzeb pożyczkowych brutto w wysokości 154,8 mld zł (wg projektu budżetu na 2015).

■ Ostatni zestaw danych z krajowej gospodarki (sprzedaż detaliczna, stopa bezrobocia) powinien wspierać oczekiwania na redukcję stóp procentowych w październiku, co powinno stabilizować rentowność 2-latków nieco poniżej 2% i zakotwiczyć rentowność 5L na ok. 2,40%.

■ Długi koniec krzywych pozostanie zapewne bardziej zmienny, w zależności od nastrojów na rynkach bazowych, które będą kształtowane przez napływające dane z europejskiej i amerykańskiej gospodarki. Brak impulsów do wzrostów rentowności niemieckich obligacji byłby wsparciem dla wyceny krajowej 10-latków (powrót do spadków w kierunku 3%), co skutkowałoby zacieśnieniem spreadu 2-10L.

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