

TYGODNIK EKONOMICZNY

29 września – 5 października 2014

Nastrój rynkowy uległ pewnej poprawie w zeszłym tygodniu, dzięki spadku napięcia geopolitycznego, co wsparło ryzykowne aktywa. Na krajowym rynku stopy procentowej nastąpiło wyraźne umocnienie, w ślad za Bundami i dzięki oczekiwaniom na wprowadzenie przez EBC programu ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej. Spadek rentowności był także podyktowany oczekiwaniami na obniżki stóp procentowych w kraju i ostatnimi wypowiedziami członków RPP, które wzmogły spekulację, że skala obniżek może być większa niż obecnie wyceniana przez rynek.

W tym tygodniu zobaczymy sporo ważnych danych ze strefy euro i z USA, podczas gdy krajowy kalendarz jest znacznie uboższy. Wstępne wrześniowe wskaźniki PMI dla gospodarek europejskich znowu były słabe i również wskaźnik dla Polski pokaże zapewne stagnację w przemyśle. Z drugiej strony, dane makro z USA (zwłaszcza wrześniowe zatrudnienie poza rolnictwem) powinny potwierdzić, że gospodarka USA pnie się w górę, wzmacniając oczekiwania na wcześniejsze podwyżki stóp procentowych. To może wyrzucić presję na waluty naszego regionu i na długie końce krzywych. Istotnym wydarzeniem będzie też spotkanie EBC, po którym bank centralny poda szczegóły dotyczące programu skupu aktywów.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (29 września)							
14:30	US	Dochody osobiste	VIII	% m/m	0,3	-	0,2
14:30	US	Wydatki konsumentów	VIII	% m/m	0,4	-	-0,1
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VIII	% m/m/	-0,5	-	3,3
WTOREK (30 września)							
9:00	CZ	PKB	II kw.	% r/r	2,7	-	2,9
11:00	EZ	Wstępny HICP	IX	% r/r	0,3	-	0,4
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	II kw.	mln €	674	674	-766
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	IX	% r/r	-	-	0,2
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	IX	pkt	92,4	-	92,4
ŚRODA (1 października)							
3:45	CN	PMI – przemysł	IX	pkt	50,5	-	50,2
9:00	PL	PMI – przemysł	IX	pkt	48,6	49,2	49,0
9:55	DE	PMI – przemysł	IX	pkt	50,3	-	51,4
10:00	EZ	PMI – przemysł	IX	pkt	50,5	-	50,7
14:15	US	Raport ADP	IX	tys.	204	-	204
16:00	US	ISM – przemysł	IX	pkt	58,5	-	59,0
CZWARTEK (2 października)							
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,05	-	0,05
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	293
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VIII	% m/m	-9,0	-	10,5
PIĄTEK (3 października)							
9:55	DE	PMI – usługi	IX	pkt	55,4	-	54,9
10:00	EZ	PMI – usługi	IX	pkt	52,8	-	53,1
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	IX	tys.	210	-	142
14:30	US	Stopa bezrobocia	IX	%	6,1	-	6,1
16:00	US	ISM – usługi	IX	pkt	58,5	-	59,6

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

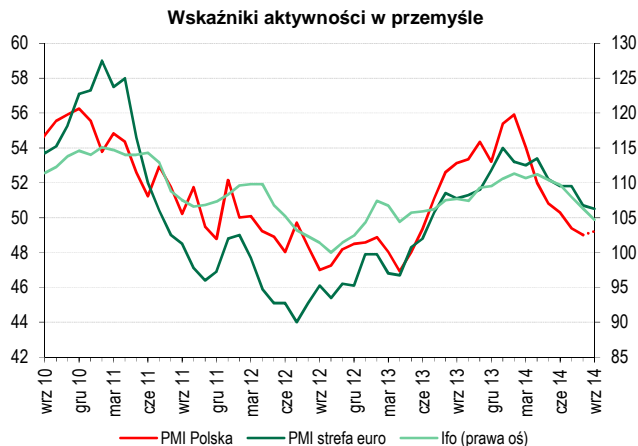
DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

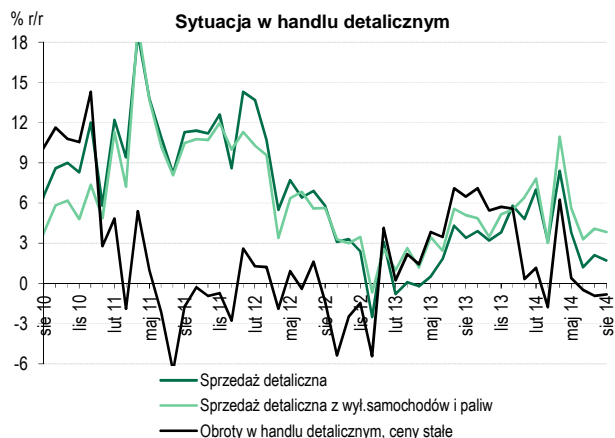
Wydarzenia nowego tygodnia – PMI i kwartalny bilans płatniczy



▪ Spodziewamy się stabilizacji wrześniowego indeksu PMI dla przemysłu w okolicy poziomu z ostatnich miesięcy. Wskaźnik utrzyma się poniżej 50 pkt, sugerując dalszy spadek aktywności w przemyśle i wspierając oczekiwania na łagodzenie polityki pieniężnej. Wskaźnik koniunktury GUS ponownie obniżył się we wrześniu, do najniższego poziomu w tym roku. Wstępne indeksy PMI dla strefy euro i dla Niemiec również spadły. Naszym zdaniem kluczowy jest indeks nowych zamówień, gdyż z reguły jako pierwszy pokazuje sygnały ożywienia. Nie oczekujemy jednak odbicia na tym etapie cyklu gospodarczego.

▪ Dane o bilansie płatniczym za II kw. będą ciekawe tylko pod warunkiem, że pokażą znaczące rewizje wobec danych miesięcznych, które wskazywały na mocny wzrost eksportu i importu (odpowiednio 8,4% i 9,1% r/r) oraz nadwyżki w bilansie handlowym i na rachunku bieżącym.

Ostatni tydzień w gospodarce – Sprzedaż detaliczna spowolniła, ale rynek pracy wciąż w formie

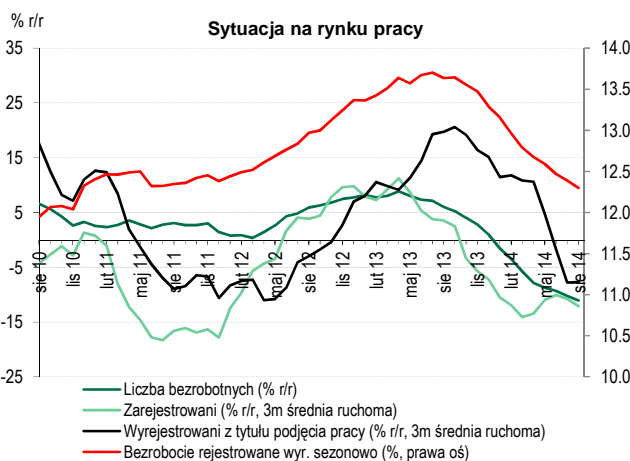


▪ W sierpniu dynamika sprzedaży detalicznej spowolniła do 1,7% r/r (z 2,1% w lipcu). Dynamika w ujęciu realnym wyniosła 2,8% r/r wobec 3,1% miesiąc wcześniej. Spowolnienie wynikało przede wszystkim ze spadku sprzedaży samochodów (o 15,1% m/m). Według naszych szacunków, tempo wzrostu sprzedaży detalicznej po wyłączeniu sprzedaży samochodów utrzymuje się w ostatnich trzech miesiącach na poziomie 2,2-2,4% r/r (co i tak jest poniżej średniej za styczeń-maj na poziomie ok. 5% r/r).

▪ Obroty w handlu detalicznym spadły w sierpniu o 0,8% r/r (po spadku o 0,9% w lipcu). Dane wyrównane sezonowo pokazały wzrost o 1,1% r/r po spadku o 1,2% r/r miesiąc wcześniej.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w sierpniu do 11,7% z 11,8% w lipcu (GUS obniżył dane z poprzedniego miesiąca), zgodnie z szacunkiem Ministerstwa Pracy i naszym. Liczba bezrobotnych spadła w ujęciu m/m o 25,3 tys. osób, znacznie mocniej niż przed rokiem (spadek o 9,9 tys. osób), kiedy na rynku pracy zaczynało się ożywienie. Mocniejszy spadek liczby bezrobotnych wynikał przede wszystkim z niższej liczby zarejestrowań (czyli zwolnień), podczas gdy liczba wyrejestrowań była niższa niż rok wcześniej. Oznacza to, że spowolniło zarówno tempo tworzenia nowych miejsc pracy, jak i likwidowania już istniejących. Ogólnie dane pokazują, że rynek pracy wciąż jest w dobrej formie, co naszym zdaniem będzie wspierało konsumpcję prywatną w drugiej połowie roku. Spodziewamy się stabilizacji stopy bezrobocia w kolejnych miesiącach, a potem wzrostu zgodnie z wzorcem sezonowym do nieco powyżej 12% na koniec roku.

▪ Dane wpisały się w nasz scenariusz na najbliższe miesiące. Spodziewamy się stopniowej poprawy dynamiki sprzedaży detalicznej, co powinno być wspierane utrzymującą się dobrą sytuacją na rynku pracy, a także wzrostem realnych dochodów do dyspozycji. To powinno wspierać stabilizację wzrostu konsumpcji na poziomie ok. 3% r/r.



Cytat tygodnia – Należy oczekiwać dostosowania

Marek Belka, prezes NBP, 23.09, PAP

Brak zmian w polityce pieniężnej oznacza jej zacieśnienie.

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 24.09, PAP

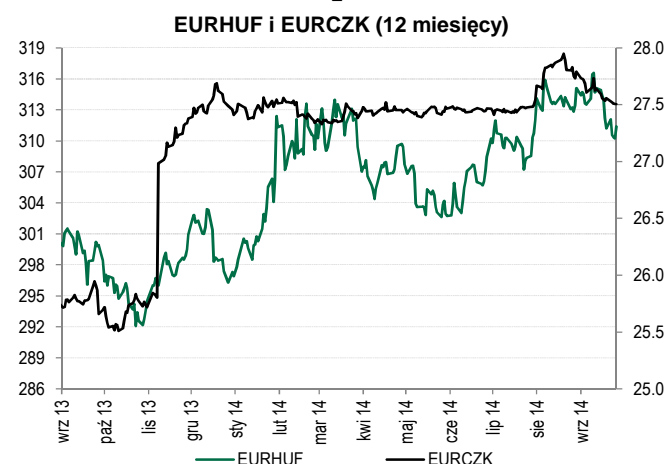
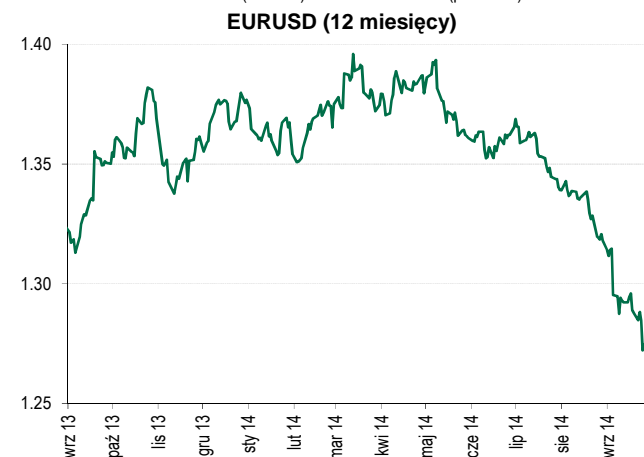
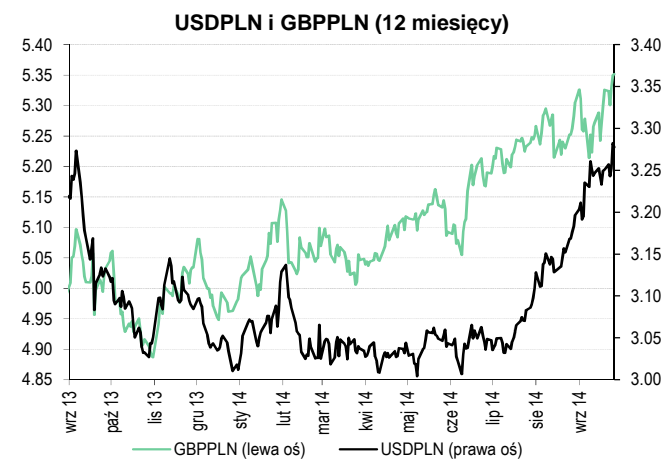
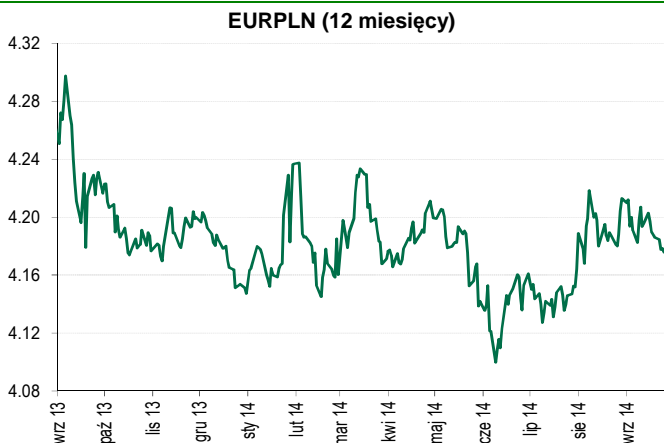
Generalnie tak bym to widział: cykl, który zaczynamy od 25 pb, być może - jeżeli większość będzie uważała, że lepiej od 50 pb - to od 50. Cykl, który moim zdaniem prawdopodobnie powinien wynieść co najmniej 100 pb. A być może nawet trochę więcej.

Jerzy Hausner, członek RPP, 22.09, PAP

Należy oczekiwać dostosowania. Co oznacza oczywiście, że najprawdopodobniej obniżymy stopy. I najprawdopodobniej zacznie się to w październiku.

Komentarz Jerzego Hausnera jasno pokazuje, że dołączył on do grona zwolenników obniżek, które liczy już 6 osób. Warto jednak podkreślić, że **obniżka w październiku jest praktycznie przesądzona** już od pewnego czasu, biorąc pod uwagę decydujący głos Marka Belki. Pytanie dotyczy tego, czy Rada obetnie stopy o 25 czy o 50pb. Komentarz Bratkowskiego sprawił, że bardziej znaczący ruch wydaje nam się mniej prawdopodobny, zwłaszcza biorąc pod uwagę, że Radzie nie spieszyło się z decyzją we wrześniu (kiedy powinni byli obniżyć stopy ale postanowili czekać). A zatem, **zakładamy obniżkę o 25pb** (z szansą 60:40 na rzecz obniżki o 25pb wobec 50pb). Jeśli chodzi o łączną skalę obniżek zasugerowaną przez A. Bratkowskiego (100-150pb), wydaje nam się, że nie znajdzie ona poparcia większości, więc podtrzymujemy nasz scenariusz obniżki o 75pb.

Rynek walutowy – Złoty wciąż wyjątkowo stabilny wobec euro



Przedział wahań dla EURPLN pozostaje bez zmian

▪ Początek minionego tygodnia przyniósł nieznaczne umocnienie złotego, głównie w relacji do euro. Lepsze od oczekiwań krajowe dane o sprzedaży detalicznej (ale nie zmieniające gołębiego wydziewku danych) oraz dalsze umocnienie na krajowym rynku długu wspierały krajową walutę. Kurs EURPLN testował istotne wsparcie na 4,17 i tymczasowo spadł do 4,163. Jednakże to umocnienie okazało się tymczasowe, gdyż krajowa waluta (podobnie jak inne waluty krajów rozwijających się – forint, rubel, turecka lira) znalazła się pod presją umacniającego się dolara. W konsekwencji kurs EURPLN szybko powrócił powyżej 4,18.

▪ W ubiegłym tygodniu złoty stracił w relacji do dolara i funta (odpowiednio 0,8% i 0,5%). Kurs USDPLN tymczasowo przebił maksimum na 3,286 osiągnięte rok temu, podczas gdy GBPPLN wzrósł powyżej 5,35 (najwyżej od lipca 2012). Warto jednak zauważyć, że w porównaniu do innych walut krajów rozwijających się złoty stracił do dolara najmniej.

▪ W tym tygodniu złoty pozostanie pod wpływem wydarzeń zagranicznych (EBC, dane makro z USA). Spodziewamy się, że brak decyzji EBC odnośnie implementacji szeroko zakrojonego QE przez i mocne dane z rynku pracy USA (zwiększające prawdopodobieństwo szybszych podwyżek stóp przez Fed) mogą spowodować dalsze osłabienie złotego, ale EURPLN powinien pozostać poniżej 4,23, tj. Górnego ograniczenia kanału konsolidacji 4,17-4,23. Krajowe dane (wciąż niski PMI dla krajowego przemysłu) mogą dodać nieco zmienności rynkowi. Z drugiej strony silny popyt na krajowe aktywa powinien ograniczyć negatywny wpływ publikacji makro.

Dolar coraz mocniejszy

▪ Euro pozostaje pod presją luźniej polityki monetarnej EBC i perspektywy zacieśniania monetarnego przez Fed. Dane makro z USA wskazują, że podwyżki stóp mogą mieć miejsce wcześniej niż obecnie oczekuje rynek. W efekcie EURUSD tymczasowo spadł poniżej 1,27 (najniżej od listopada 2012), ale szybko powrócił powyżej 1,27 na koniec tygodnia.

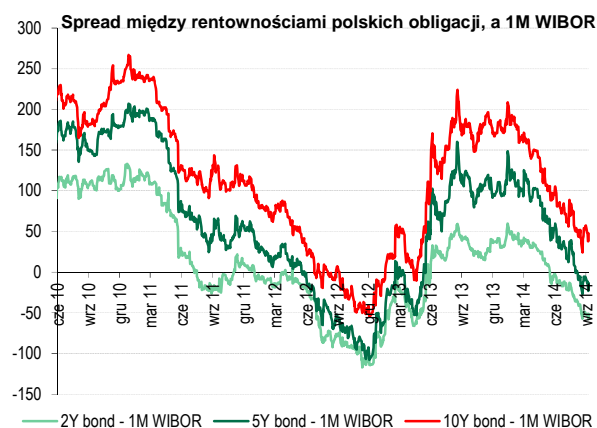
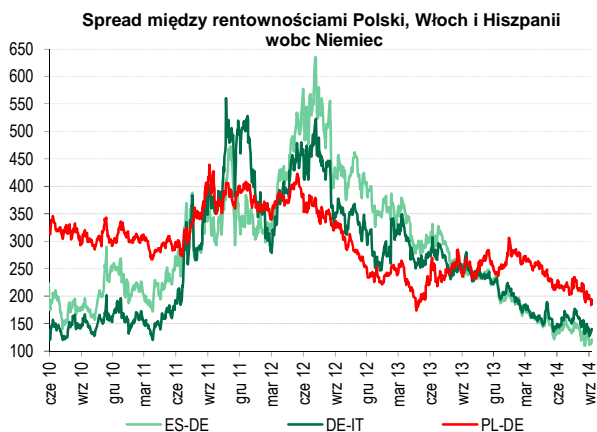
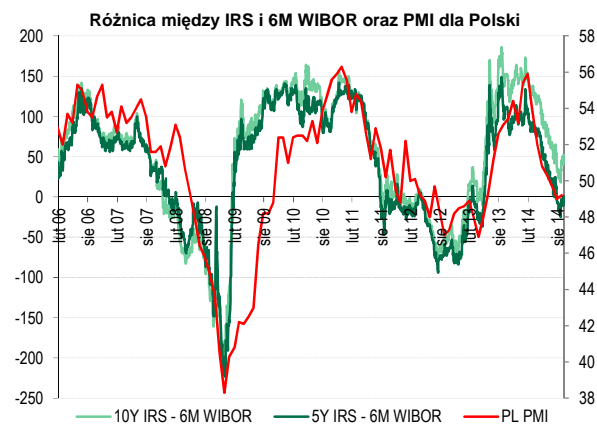
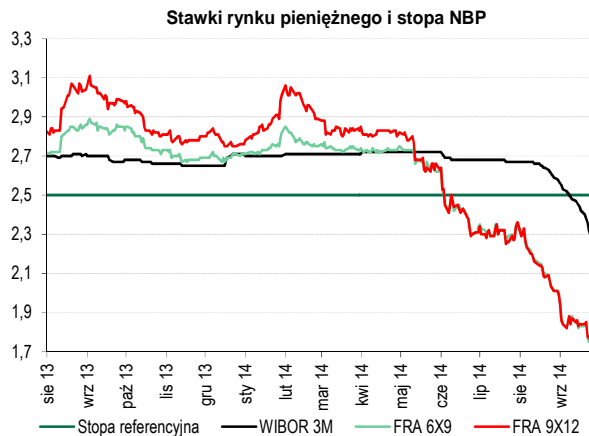
▪ Kalendarz publikacji i wydarzeń na ten tydzień jest bardzo bogaty; kluczowe będą posiedzenie EBC i dane z rynku pracy USA. Rozczarowujące dane ze strefy euro wspierają oczekiwania na dalsze działania EBC i rozpoczęcie skupu aktywów w kolejnych miesiącach. W naszej ocenie EBC wstrzyma się z ogłoszeniem tej decyzji w październiku i jej brak powinien przynieść tymczasowe wsparcie dla euro. Na koniec tygodnia zostaną opublikowane dane z rynku pracy USA, które wg nas będą dobre, a sierpniowe prawdopodobnie zostaną zrewidowane w górę. Będzie to czynnik wspierający dla dolara, z możliwością kolejnych testów wsparcia na 1,27 przez EURUSD, którego przełamanie otworzy drogę w kierunku 1,266.

Nieznaczne umocnienie walut regionu

▪ Waluty region (forint, korona) umocniły się do euro w wyniku zmniejszenia napięć geopolitycznych, w tym zawieszenia broni na Ukrainie, zagłosowaniem na "nie" dla niepodległości Szkocji oraz solidnego popytu na papiery dłużne. W wyniku tych czynników EURCZK powrócił w kierunku 27,5, podczas gdy EURHUF spadł do 310. Posiedzenia banków centralnych (węgierskiego i czeskiego) nie przyniosły zmian. Oba banki utrzymały dotychczasową politykę pieniężną na niezmiennym poziomie. Co więcej, bank Czech potwierdził wykorzystanie kursu jako instrument polityki pieniężnej przynajmniej do 2016. W związku z tym oczekujemy stabilizacji EURCZK blisko 27,5.

▪ Forint będzie bardziej niż korona wrażliwy na informacje o popycie na ryzykowne aktywa, działaniach Fed czy też sytuacji na Ukrainie. Czynniki zewnętrzne sugerują dalsze osłabienie forinta, ale powinno to być częściowo niwelowane przez wzrost nadwyżki na rachunku bieżącym, umacniające się perspektywy dla wzrostu gospodarczego i łagodną politykę EBC.

Rynek stopy procentowej – Rynek wierzy w głębokie redukcje stóp



Rynek wycenia szanse na znaczne obniżki stóp

▪ Polski rynek stopy procentowej umocnił się dość znacznie w ostatnim tygodniu dzięki wzmocnionym oczekiwaniom na obniżki stóp NBP po gołębim komentarzu Andrzeja Bratkowskiego i powrocie rentowności 10-letnich Bundów poniżej 1%. Stawki IRS dla 2, 5 i 10 lat spadły o 10 pb w tygodniowym rozrachunku, a rentowności odpowiednich obligacji o 6-14 pb. Tenory 2 i 5 lat osiągnęły w obu przypadkach nowe rekordowo niskie poziomy. 2-letni IRS spadł chwilowo nieco poniżej 2%, 5-letni jest nieco powyżej 2,2% (podobnie jak rentowność obligacji). Nasilenie się oczekiwań na obniżki stóp NBP było też bardzo wyraźnie widoczne w spadku stawek WIBOR. W czwartek WIBOR-y od 1 do 12 miesięcy spadły o 3-5 pb, podczas gdy dotychczasowe spadki były rzędu 1-2 pb.

▪ WIBOR od 3 do 12 miesięcy spadł o 38-48 pb on lipca, kiedy to RPP zrezygnowała z forward guidance wskazującego, że stopy NBP pozostaną stabilne do końca III kw. Obecnie FRA wyceniają spadek 3-miesięcznego WIBOR-u o 50 pb w ciągu najbliższych 3 miesięcy. Wynika z tego, że rynek wycenia spadek stóp NBP o niemal 100 pb do końca roku z dużymi szansami na cięcie o 50 pb w październiku. Naszym zdaniem, dostosowanie stóp NBP wyniesie 75 pb w krokach po 25 pb w ciągu trzech kolejnych miesięcy. Widzimy więc ryzyko korekty (przynajmniej chwilowej) jeśli RPP faktycznie zdecyduje się na zachowawczy ruch na najbliższym posiedzeniu. Zanim to się jednak stanie, dalszy spadek stawek z krótkiego końca jest możliwy, zwłaszcza jeśli wrześniowy PMI dla polskiego przemysłu rozczaruje.

Poszukiwanie wysokiej rentowności wesprze obligacje

▪ Różnica między rentownościami polskich 2-, 5- i 10-letnich obligacji i 1M WIBOR (będącego przybliżonym kosztem finansowania) jest najniższej od maja 2013 i tylko w przypadku długiego końca jest dodatnia. Nawet jeśli popyt na polskie obligacje ze strony krajowych inwestorów nieco osłabnie, to sądzimy, że zagranica nadal będzie zainteresowana polskim długiem wobec wysokich na tle państw strefy rentowności i mając w perspektywie napływ dodatkowych płynnych środków z EBC. Chociaż spread między polskimi a niemieckimi obligacjami zawęża się od początku roku, to pod tym kątem krajowy dług wygląda atrakcyjniej niż np. włoski czy hiszpański. Ten drugi może w najbliższym czasie radzić sobie nieco słabiej wobec możliwego referendum niepodległościowego w Katalonii. Widzimy potencjał do dalszego wyplaszczania się krajowej krzywej wobec oczekiwanego napływu środków z EBC już od października, co powinno korzystnie wpłynąć na sektory 5 i 10 lat.

▪ Czynnikiem ryzyka dla tego scenariusza, obok sytuacji na Ukrainie i Bliskim Wschodzie, są dane z USA. Wrześniowe miesięczne dane z rynku pracy pojawiają się na zakończenie tygodnia. Ostatni odczyt mocno rozczarował i schłodził przejściowo oczekiwania rynku na podwyżki stóp w USA. Także indeks ISM może okazać się istotny, w zeszłym miesiącu osiągnął bowiem najwyższy poziom od marca 2011.

▪ W Polsce poznamy wrześniowy indeks PMI dla polskiego przemysłu. Naszym zdaniem, odczyt ten może mieć duży wpływ na krótki koniec krzywej, ponieważ będzie to ostatnia publikacja przed październikowym posiedzeniem RPP. Może ona przesądzić czy rynek nadal będzie oczekiwał cięcia o 50 pb czy skoryguje wycenę do 25 pb (tak jak wskazuje nasza prognoza).

▪ Ministerstwo Finansów przedstawi plan podaży obligacji na IV kw.

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