

TYGODNIK EKONOMICZNY

6 – 12 października 2014

W minionym tygodniu kontynuowane były trendy obserwowane wcześniej na rynkach. Złoty pozostawał stabilny względem euro i kontynuował osłabienie wobec amerykańskiej waluty w wyniku dalszego umocnienia dolara wobec głównych walut, ale również walut krajów rozwijających się. Rentowności krajowych obligacji i stawki IRS pozostawały na niskim poziomie w wyniku zbliżających się obniżek stóp procentowych przez RPP. Europejski rynek stopy procentowej pozostawał mocny w oczekiwaniu na napływ nowych płynnych środków z EBC. Jednakże, brak wystarczających szczegółów odnośnie planowanego skupu aktywów przez EBC przyczynił się do korekty na rynkach po konferencji prasowej banku centralnego. Inwestorzy, którzy oczekiwali bardziej gołębiej retoryki w związku z napływającymi słabymi danymi ze strefy euro, poczuli się rozczarowani. Mocnym akcentem na zakończenie tygodnia były dane o zatrudnieniu z USA, które pokazały lepszy od oczekiwań wynik we wrześniu i rewizję w górę odczytu za sierpień, co dodatkowo wsparło dolara i ponowiło spekulacje nt. możliwych wcześniejszych podwyżek stóp w USA.

Kalendarz publikacji danych makro w tym tygodniu jest bardzo ubogi. Decyzja RPP obniżająca stopy procentowe o 25 pb, co jest naszym bazowym scenariuszem, może nieco rozczarować inwestorów i przyczynić się do wzrostu zmienności na rynku. W tym samym czasie globalni inwestorzy będą koncentrowali się na publikacji opisu dyskusji z wrześniowego posiedzenia FOMC oraz zaplanowanych na ten tydzień wystąpieniach wielu przedstawicieli Fed, które mogą pomóc w ocenie prawdopodobieństwa podwyżki stóp przed połową 2015.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (6 października)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VIII	% m/m	-2,3	-	4,6
WTOREK (7 października)							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	VIII	% m/m	-1,5	-	1,9
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	0,7	-	8,6
ŚRODA (8 października)							
20:00	PL	Decyzja RPP		%	2,25	2,25	2,50
	US	Minutes FOMC					
CZWARTEK (9 października)							
8:00	DE	Eksport	VIII	% m/m	-6,0	-	4,8
9:00	CZ	CPI	IX	% m/m	0,9	-	0,6
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	
PIĄTEK (10 października)							
9:00	HU	CPI	IX	% r/r	-	-	0,2

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

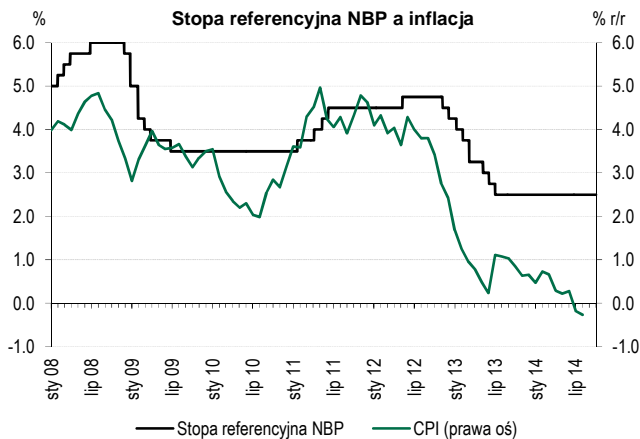
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

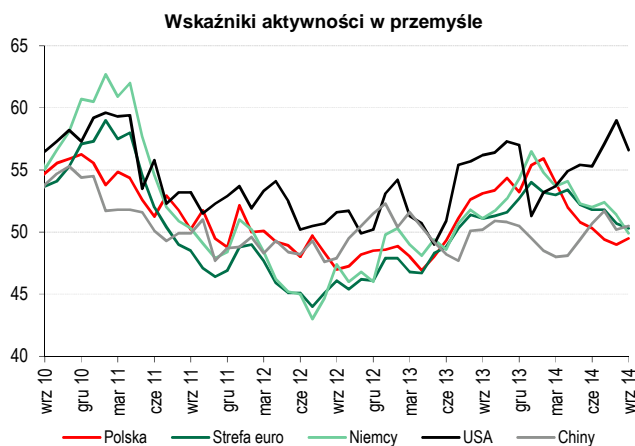
Wydarzenia nowego tygodnia – Stopy w dół! Tylko o ile?



▪ Kalendarz publikacji danych na ten tydzień jest bardzo ubogi, ale decyzja Rady Polityki Pieniężnej może spowodować wzrost zmienności na krajowym rynku.

▪ Uwzględniając ostatnie wypowiedzi przedstawicieli RPP oraz słabe dane z gospodarki obniżka stop procentowych jest w zasadzie przesądzona. Jednak niepewność dotyczy skali tej redukcji. Ostrożne podejście Rady we wrześniu oraz ostatnie wypowiedzi jej członków sugerują naszym zdaniem, że redukcja stóp o 25 pb jest bardziej prawdopodobna. Wg ankiety Bloomberg tylko czterech na 22 ankietowanych analityków oczekuje redukcji stop procentowych o 50 pb. Jednak rynek wycenia duże szanse obniżki o 50 pb, więc cięcie tylko o 25 pb może być rozczarowaniem i spowodować korektę na rynku stopy procentowej. Korekta powinna być jednak krótkotrwała, gdyż ton komunikatu i konferencji prasowej zapewne umocnią oczekiwania na dalsze łagodzenie polityki monetarnej.

Ostatni tydzień w gospodarce – PMI nieznacznie w górę, rewizja danych o PKB i bilansie płatniczym

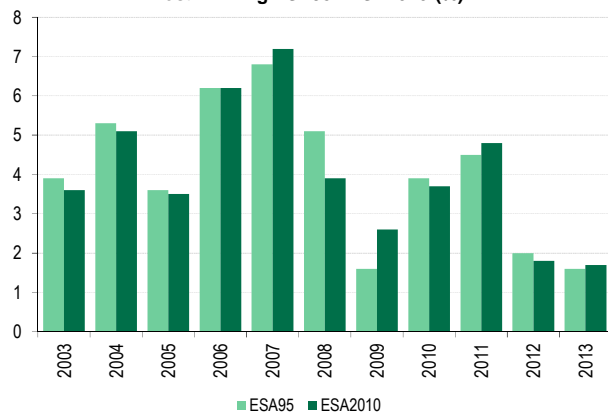


▪ PMI dla polskiego przemysłu nieznacznie wzrósł we wrześniu do 49,5 pkt z 49 pkt w sierpniu, odnotowując pierwszy ruch w górę po sześciu miesiącach spadków. Indeks pozostał jednak poniżej neutralnego poziomu 50 pkt w całym III kw. Lepszy od oczekiwań odczyt wynikał ze wzrostu zatrudnienia, który okazał się silniejszy niż w poprzednim miesiącu oraz spowolnienia spadków nowych zamówień. We wrześniu sub-indeks produkcji kontynuował spadek i jego tempo było najszybsze od maja 2013. Przedsiębiorstwa uzasadniają spadek słabszym popytem w wyniku konfliktu Ukraina-Rosja. Ostatnie odczyty indeksu PMI potwierdzają pogorszenie sytuacji w sektorze przetwórczym, choć odczyt wrześniowy jest wsparciem dla naszej prognozy produkcji przemysłowej, która jest wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego.

▪ GUS opublikował pierwsze szacunki polskiego PKB za lata 2002-2013 zgodne z nową metodologią UE, ESA2010. W wyniku wprowadzonych zmian metodologicznych do PKB wliczono m.in. działalność nielegalną, taką jak handel narkotykami, przemyt, prostytutkę, ale również takie elementy jak wydatki na systemy uzbrojenia czy na badania i rozwój. Po tej rewizji, nominalny PKB za 2013 został podniesiony o 1,6% (26,3 mld zł), z czego nielegalna działalność stanowiła 13,3 mld zł. Realny wzrost PKB w ub.r. wyniósł wg nowej metodologii 1,7% wobec 1,6% poprzednio szacowanych. Do końca listopada mają być opublikowane zrewidowane szeregi danych wg nowej metodologii od 1995 r. w ujęciu rocznym i kwartalnym.

▪ Zmiany metodologii dotknęły również dane o bilansie płatniczym. Po rewizji wprowadzonej przez NBP pogorszeniu uległy salda obrotów bieżących i towarowych za lata 2010-2014. W II kw. 2014 deficyt obrotów bieżących wyniósł 553 mln € wobec nadwyżki 674 mln €, na którą wskazywały wcześniej publikowane dane miesięczne.

Wzrost PKB wg ESA95 i ESA2010 (%)



Cytat tygodnia – Obniżka stóp o 50 pb w październiku byłaby optymalna

Jerzy Hausner, członek RPP, 29.09, Reuters

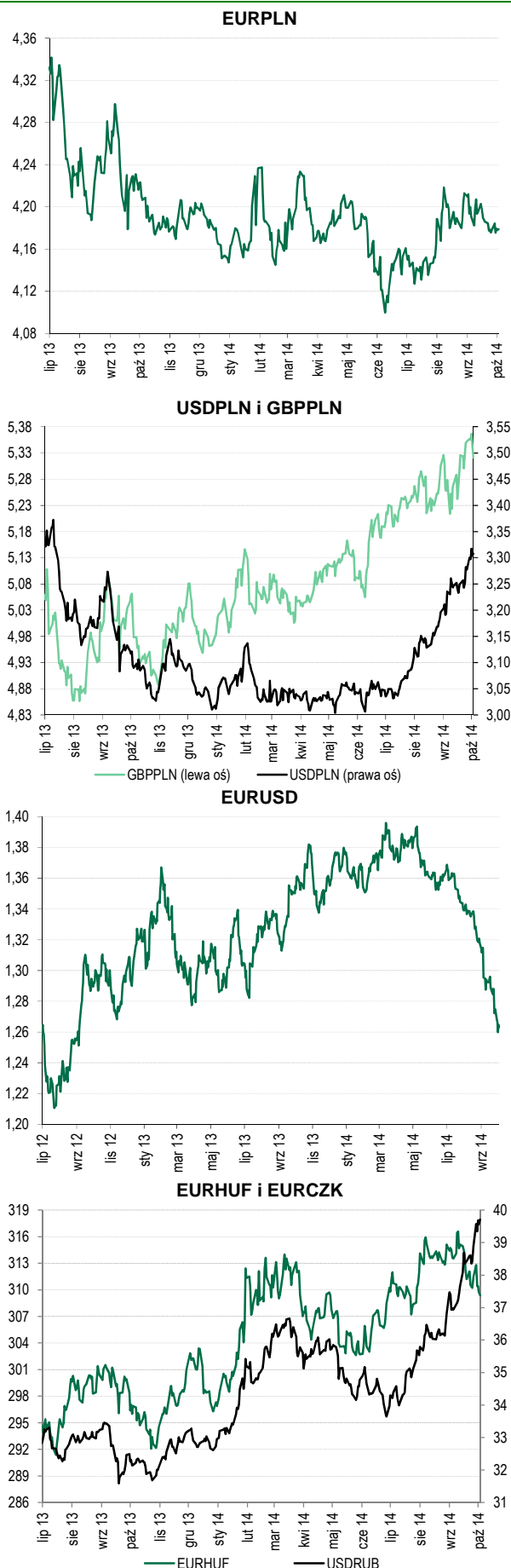
Zawsze pozostaje pytanie, czy gdy obniżymy stopy procentowe, to nastąpi pobudzenie gospodarki, a także inflacji, i czy należy pobudzać wzrost tymi impulsami. Nie jestem o tym do końca przekonany.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 29.09, Reuters

Sądzę, że optymalnie byłoby obniżyć stopy procentowe o 50 punktów bazowych w październiku, potem analizować sytuację geopolityczną i ryzyka makroekonomiczne, a potem ocenić, czy potrzebne będą dalsze obniżki. Podkreślić należy, że stopy procentowe są obecnie na rekordowo niskim poziomie. [...] Nie wiem, na jakiej podstawie rynek wycenia taką skalę luzowania [o 100 pb]

Ostatnie wypowiedzi niektórych członków RPP nieco schłodziły oczekiwania rynkowe na agresywne poluzowanie polityki monetarnej. Komentarz Elżbiety Chojny-Duch z Rady był szczególnie frapujący. Powiedziała ona, że nie wie, na jakiej podstawie rynek wycenia obecnie redukcje stóp procentowych o 100 pb. Jest to o tyle ciekawe stwierdzenie, że w ostatnich tygodniach to m.in. właśnie komentarze tej członkini RPP wspierały oczekiwania rynku na znaczną skalę obniżek stóp w Polsce. Podtrzymujemy nasz scenariusz cięcia stóp o 75 pb w IV kw. w trzech krokach po 25 pb z ryzykiem redukcji o 50 pb w październiku.

Rynek walutowy – EURPLN wciąż czeka na impuls



Złoty stabilny do euro i słabszy do dolara

▪ Niska zmienność na rynku EURPLN utrzymała się w ubiegłym tygodniu. Kurs wahał się blisko dolnej granicy przedziału 4,17-4,23, testując ją kilkakrotnie, ale bez powodzenia. Złoty ustabilizował się w relacji do franka szwajcarskiego, odrobił część strat do funta i pogłębił deprecjację do dolara. USDPLN przebił szczyt z zeszłego tygodnia (na ok. 3,30) i zakończył tydzień blisko 3,34.

▪ Kurs EURPLN nie zareagował w pierwszej chwili na znacznie lepsze od oczekiwań miesięczne dane z rynku pracy USA, ale pod koniec dnia zaczął rosnąć i zakończył tydzień blisko 4,18. Polityka pieniężna będzie miała zapewne w tym tygodniu największy wpływ na krajową walutę. Spodziewamy się, że RPP obniży stopy tylko o 25 pb, mniej niż rynek oczekuje. Z jednej strony, taka decyzja może korzystnie wpłynąć na złotego z powodu mniejszego od oczekiwań zawężenia się dysparytetu stóp między Polską a rynkami bazowymi. Z drugiej strony, zachowawcza decyzja RPP może wywołać korektę na krajowym rynku długu, co może z kolei ciążyć złotemu. Jednocześnie, waluty państw rozwijających się będą prawdopodobnie wciąż pod znacznym wpływem sygnałów z FOMC (publikacja minutes i wystąpienia wielu członków Komitetu).

▪ Spodziewamy się, że EURPLN pozostanie w tym tygodniu poniżej oporu na 4,23. Jeśli kolejne testy 4,17 będą udane, wtedy kurs mógłby spadać w kierunku 4,12 w kolejnych tygodniach. Zakres wahań EURPLN stopniowo się zawęża sugerując, że wkrótce może nastąpić wyraźniejszy ruch.

Trzeci z rzędu tydzień spadku EURUSD

▪ Dolar kontynuował trend na umocnienie wobec głównych walut, takich jak euro, jen czy funt. EURUSD zdołał przebić poziom 1.266, wskazywany przez nas miesiąc temu, dzięki słabym danym ze strefy euro i oczekiwaniom na podwyżki stóp w USA wzmocnionych po zaskakująco dobrych miesięcznych danych z amerykańskiego rynku pracy. W rezultacie, EURUSD był na koniec tygodnia blisko 1,252, najniższej od września 2012. Był to trzeci tydzień z rzędu spadku tego kursu.

▪ Wielu członków FOMC będzie się wypowiadało w tym tygodniu i ich wystąpienia zapowiadają się wyjątkowo ciekawie w kontekście ostatnich danych z rynku pracy USA.

▪ Z punktu widzenia analizy technicznej, przebicie 1,266 otworzyło kursowi drogę do dalszych spadków w kierunku 1.245.

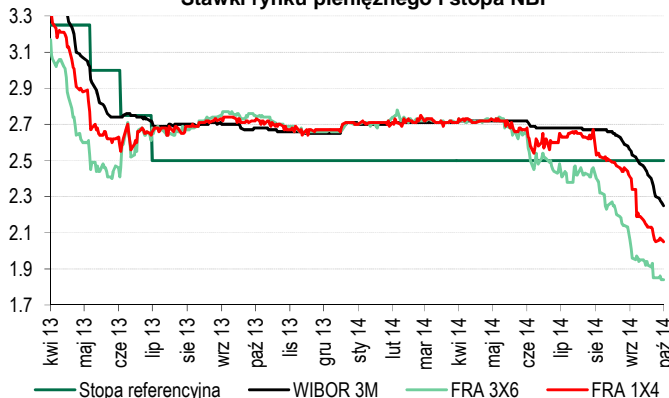
Kolejny rekord słabości rubla, lekka aprecjacja forinta

▪ Węgierski forint zyskał nieco do euro (EURHUF spadł do 309 z 313), czeska korona pozostała stabilna (EURCZK wahał się wokół 27,5) a rosyjski rubel osiągnął kolejny rekord słabości do dolara (USDRUB wzrósł powyżej 39.9). Forint, tak jak i złoty, w dalszym ciągu korzystał ze zbliżającego się napływu dodatkowej płynności z EBC, podczas gdy rubel tracił z powodu pesymistycznych perspektyw dla rosyjskiej gospodarki.

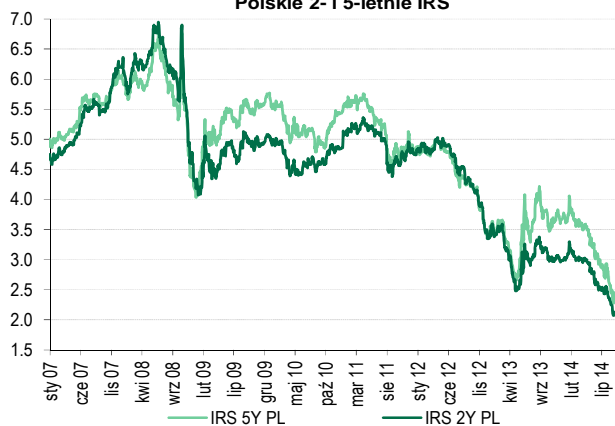
▪ W tym tygodniu poznamy dane o węgierskiej i czeskiej inflacji. Deflacja zakończyła się na Węgrzech kilka miesięcy temu, co pomogło tamtejszej walucie odrobić część strat poniesionych w trakcie cyklu obniżek stóp. Perspektywy wzrostu cen poprawiły się ostatnio i sytuacja nie powinna się istotnie zmienić w tym tygodniu. Czeska inflacja też odbiła, ale skala tego ruchu może wciąż martwić tamtejszych bankierów centralnych. Jeśli CPI rozczaruje w tym tygodniu, to nasili się mogą spekulacje, że granica 27.0 dla EURCZK ustalona przez bank centralny zostanie podniesiona, co może ciążyć koronie.

Rynek stopy procentowej – Krótkotrwała korekta (po redukcji stóp o 25 pb) bardzo możliwa

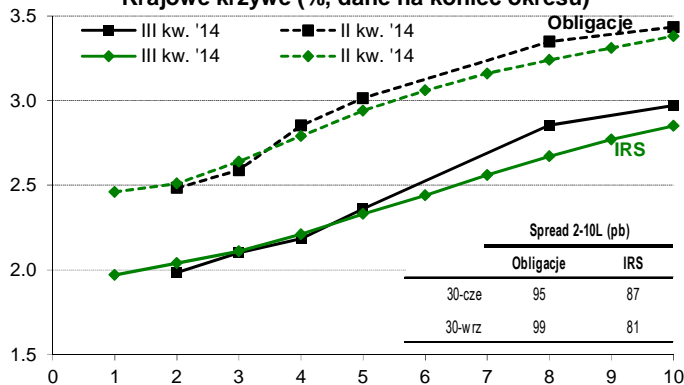
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



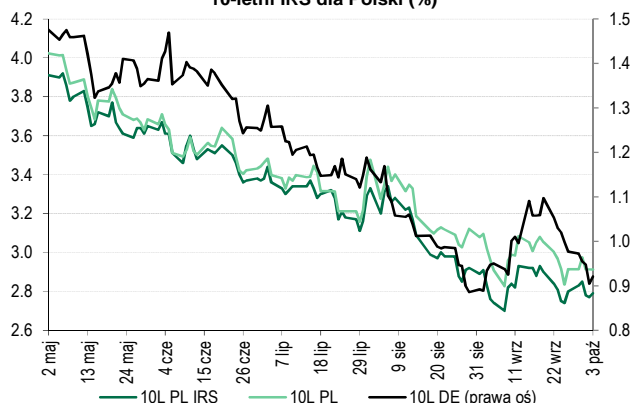
Polskie 2- i 5-letnie IRS



Krajowe krzywe (% dane na koniec okresu)



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



Stawki WIBOR coraz niżej

Stawki na krajowym rynku pieniężnym kontynuowały spadki, choć ich skala była mniejsza niż w poprzednich tygodniach. Był to efekt wypowiedzi członków RPP (Hausnera, Chojny-Duch), które nieco schłodziły oczekiwania na znaczące obniżki stóp procentowych. W skali tygodnia stawki WIBOR 1M-12M obniżyły się o 5-6 pb (wobec spadków o 7-13 pb tydzień wcześniej).

Stawki FRA były względnie stabilne w ostatnich dniach po dość znaczących spadkach w poprzednich tygodniach. Obecnie rynek wycenia spadek WIBOR 3M nieco poniżej 1,80% w horyzoncie sześciu miesięcy. To oznacza, że w cenach są już uwzględnione obniżki stóp o nieco więcej niż 75 pb w perspektywie do końca I kw. 2015.

W tym tygodniu uwaga inwestorów skupi się na posiedzeniu RPP, w szczególności, że niektórzy inwestorzy nie wykluczają redukcji stóp o 50 pb. W związku z tym obniżka stóp o 25 pb może spowodować krótkotrwałą korektę. Podtrzymujemy naszą prognozę dalszych spadków stawek WIBOR w perspektywie do końca roku, w tym stawki 3M do poziomu ok. 1,90% w związku z obniżkami stóp procentowych, słabymi danymi makro oraz przedłużonym okresem utrzymywania się inflacji poniżej zera.

Odreagowanie po korekcie wzrostowej na koniec III kw.

Koniec września przyniósł osłabienie na rynku obligacji i IRS, które okazało się być tylko krótkotrwałe, gdyż rentowności i stawki IRS szybko powróciły na ścieżkę spadkową na otwarciu nowego miesiąca. Kluczowy wpływ na tak wyraźne zmiany miało umocnienie niemieckich obligacji – rentowność 10-letniego Bunda spadła nieco poniżej 0,90% w reakcji na słabe dane o PMI dla niemieckiego przemysłu. Jednak rentowności obligacji na rynkach bazowych ponownie wzrosły po rozczarującym komunikacie EBC (retoryka Draghi'ego nie była tak gołębia jak rynek oczekiwał) i silnych danych z rynku pracy USA za wrzesień, co wywierało presję na krajowe krzywe.

Podsumowując trzeci kwartał można stwierdzić, że był to okres bardzo pozytywny dla krajowych aktywów. Rentowności obligacji spadły o 45-65 pb, podczas gdy stawki IRS były niższe o 47-61 pb, w tym największe spadki dotyczyły środka krzywych. W konsekwencji dość znacząco zawężił się spread 2-5L, podczas gdy spread 5-10L nieznacznie się rozszerzył.

Na aukcji zamiany Ministerstwo Finansów sprzedało długoterminowe obligacje o wartości 3,7 mld zł, w zamian odkupując papiery zapadające w 2015 r. (WZ0115 i PS0415). Łączny popyt wyniósł 4,4 mld zł i głównie koncentrował się na obligacjach o zmiennym oprocentowaniu. Ministerstwo uplasowało obligacje WZ0124 o wartości 1,9 mld zł, DS0725 za 1,5 mld zł (z rentownością nieco poniżej 3%) i WS0428 o wartości tylko 0,3 mld zł z rentownością 3,16%. Ceny aukcyjne były zbliżone do poziomów z rynku wtórnego.

Decyzja RPP kluczowa dla rynku

Posiedzenie RPP będzie głównym wydarzeniem tygodnia. Spodziewamy się, że RPP obniży stopy procentowe o 25 pb, co może wygenerować impuls do krótkotrwałej korekty (nawet ograniczającej się do zmian tylko w ciągu sesji), gdyż komunikat i konferencja prasowa powinny sugerować dalsze obniżki stóp.

Naszym zdaniem jest jeszcze miejsce na spadek rentowności/stawek IRS w najbliższych tygodniach. Trend ten będzie wspierany działaniami EBC, które przyczynią się do obniżenia premii za ryzyko, oczekiwaniami na dalsze cięcia stóp w kraju oraz wciąż słabymi danymi makro.

Długi koniec krzywych może być bardziej zmienny pod wpływem wypowiedzi przedstawicieli Fed zaplanowanych na ten tydzień. Wydaje nam się, że wzrost rentowności 10-latków do 3% może ponownie uruchomić popyt ze strony zagranicznych inwestorów, którzy będą szukali wyższych stóp zwrotu niż w strefie euro.

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