

TYGODNIK EKONOMICZNY

13 – 19 października 2014

Rada Polityki Pieniężnej zaskoczyła rynek obniżką stopy referencyjnej o 50 pb, a lombardowej o 100 pb. Sądzymy, że głębsze cięcie w październiku to lepsze rozwiązanie niż małe kroki po 25 pb (których się spodziewaliśmy). Sądzymy, że RPP dokona jeszcze dostosowania stóp w listopadzie, już tylko o 25 pb i dlatego podtrzymujemy nasz scenariusz łącznego spadku głównej stopy NBP o 75 pb w IV kw. Rynek oczekuje głębszych obniżek i dlatego uważamy, że możliwa jest korekta na rynku stopy procentowej, jeśli nie już w tym tygodniu (po publikacji nieco lepszych danych z kraju), to po listopadowej decyzji RPP.

W tym tygodniu poznamy szereg ważnych danych. Pogłębienie spadku CPI jest już raczej wycenione, stąd istotniejsze mogą być dane z rynku pracy (dane z Ministerstwa Pracy sugerują pozytywną niespodziankę) i o produkcji przemysłowej (nasza prognoza wyraźnie powyżej konsensusu). Równie ważne mogą być odczyty z USA, bowiem mogą mieć wpływ na oczekiwania rynku odnośnie pierwszej podwyżki stóp Fed, co jest kluczowe dla nastrojów na rynkach wschodzących.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (13 października)							
Brak publikacji ważnych danych							
WTOREK (14 października)							
11:00	DE	Indeks ZEW	X	pkt	16,0	-	25,4
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VIII	% m/m	-1,7	-	1,0
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VIII	mln €	-340	-841	-173
14:00	PL	Eksport	VIII	mln €	12 600	12 431	14 071
14:00	PL	Import	VIII	mln €	12 400	12 468	13 678
14:00	PL	Podaż pieniądza	IX	% r/r	7,7	7,1	7,4
ŚRODA (15 października)							
14:00	PL	CPI	IX	% r/r	-0,5	-0,4	-0,3
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	IX	% m/m	-0,2	-	0,6
20:00	US	Beżowa księga Fed					
CZWARTEK (16 października)							
11:00	EZ	HICP	IX	% r/r		-	0,3
14:00	PL	Inflacja bazowa	IX	% r/r	0,6	0,8	0,5
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	IX	% r/r	3,5	3,5	3,5
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	IX	% r/r	0,8	0,8	0,7
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	287
15:15	US	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	0,4	-	-0,1
16:00	US	Indeks Philly Fed	X	pkt	20,0	-	22,5
PIĄTEK (17 października)							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	IX	% r/r	3,1	4,7	-1,9
14:00	PL	Produkcja budowlana	IX	% r/r	0,5	2,2	-3,6
14:00	PL	PPI	IX	% r/r	-1,5	-1,6	-1,5
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	IX	tys.	1002	-	956
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	IX	tys.	1035	-	1003
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	X	pkt	84,2	-	84,6

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

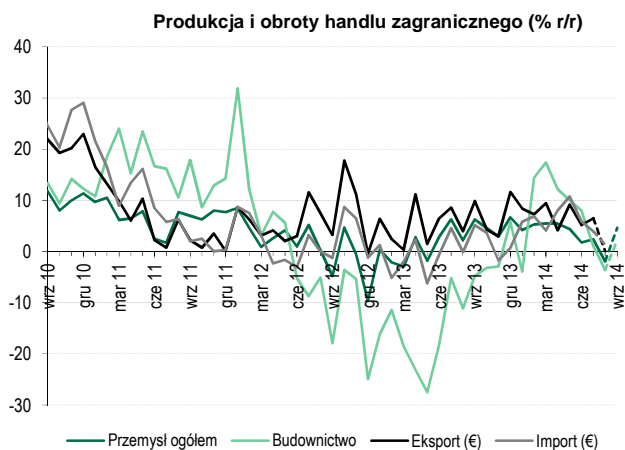
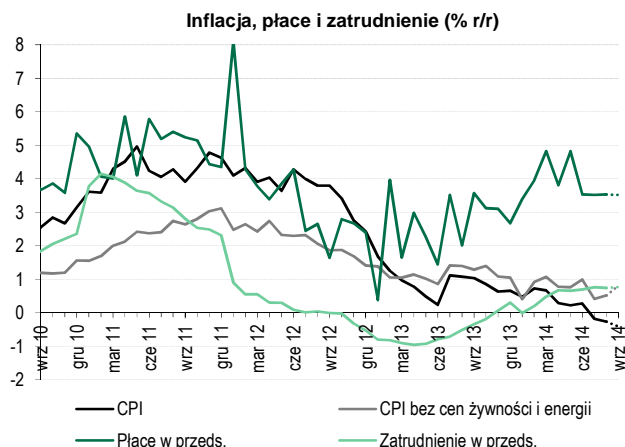
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Trochę bardziej optymistyczne dane?



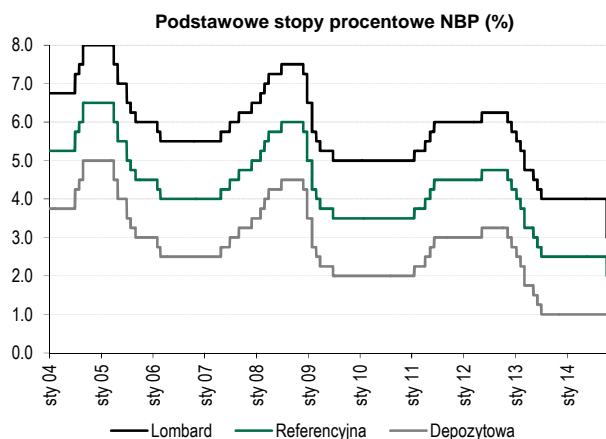
▪ Wprowadzone ostatnio przez NBP zmiany metodologiczne w danych o bilansie płatniczych spowodują zapewne, że trafność prognoz analityków w najbliższych miesiącach będzie obniżona (spójne szeregi czasowe dostępne są tylko od 2011 r.). Z tego samego powodu znaczenie tych danych dla rynku może być mniejsze. Spodziewamy się pogorszenia salda obrotów bieżących i salda handlowego w sierpniu, przy spowolnieniu wzrostu eksportu w ślad za produkcją przemysłową.

▪ Inflacja dalej obniżała się we wrześniu, według naszych szacunków do -0,4% r/r, głównie wskutek dalszego spadku cen żywności i paliw. Indeks cen żywności FAO spadł mocno we wrześniu, do najniższego poziomu od sierpnia 2010 r., a cena ropy Brent obniżyła się poniżej 95 \$ za baryłkę, najniższego poziomu od dwóch lat. Tymczasem, według naszych szacunków, inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i cen energii przyspieszyła do 0,8% r/r, głównie pod wpływem efektu niskiej bazy cen edukacji.

▪ Dane z rynku pracy prawdopodobnie dodadzą nieco cieplejszych kolorów do obrazu gospodarki i pokażą, że firmy dalej tworzą nowe miejsca pracy, a wzrost płac utrzymuje się na solidnym poziomie. Informacja Ministerstwa Pracy o zaskakująco wysokiej liczbie nowych ofert pracy we wrześniu sugeruje ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu zatrudnienia.

▪ Tydzień może zakończyć się mocnym akcentem, po tym jak produkcja przemysłowa i budowlana pokażą lepsze wyniki. Nasza prognoza jest wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego i, chociaż odbicie będzie częściowo wynikało z większej liczby dni roboczych, to dane mogą spowodować reakcję rynku w efekcie osłabienia oczekiwań na głębszą obniżkę stóp w listopadzie (podobnie jak spadek produkcji w sierpniu wskutek efektu dni roboczych wzmocnił w ocenie rynku szanse na obniżkę stóp).

Ostatni tydzień w gospodarce – 3-2-1... Obniżka!



▪ RPP obniżyła stopę lombardową o 100pb, referencyjną o 50pb i utrzymała stopę depozytową bez zmian. Teraz te stopy wynoszą odpowiednio 3%, 2% i 1%. Zawężenie korytarza między stopą depozytową a lombardową wynikało z dostosowania jego proporcji do ogólnie niższego poziomu stóp procentowych.

▪ W kluczowym zdaniu komunikatu Rada napisała, że „nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, jeśli napływające informacje, w tym listopadowa projekcja NBP, potwierdzą istotne ryzyko utrzymywania się inflacji poniżej celu w średnim okresie”. Furtka do dalszych ruchów w polityce pieniężnej pozostała otwarta i naszym zdaniem korekcyjna obniżka w listopadzie jest prawdopodobna, ale nie powinna przekroczyć 25pb. Utrzymujemy więc prognozę, że stopa referencyjna na koniec roku wyniesie 1,75%.

Cytat tygodnia – Korekta stóp powinna być skoncentrowana w czasie

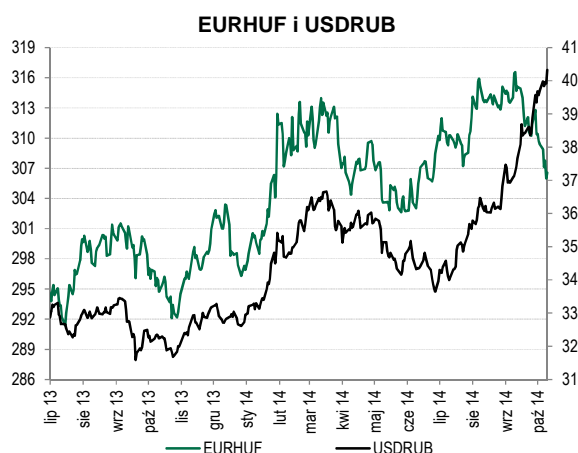
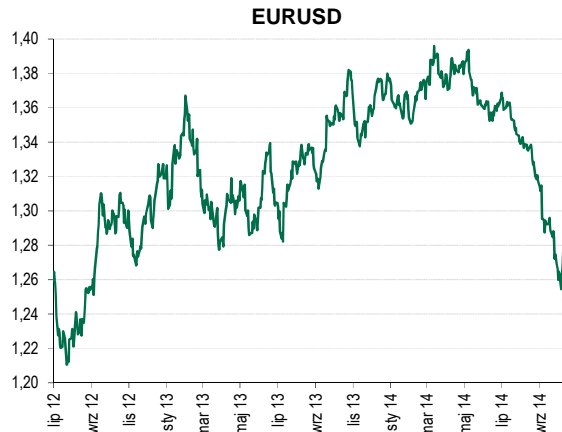
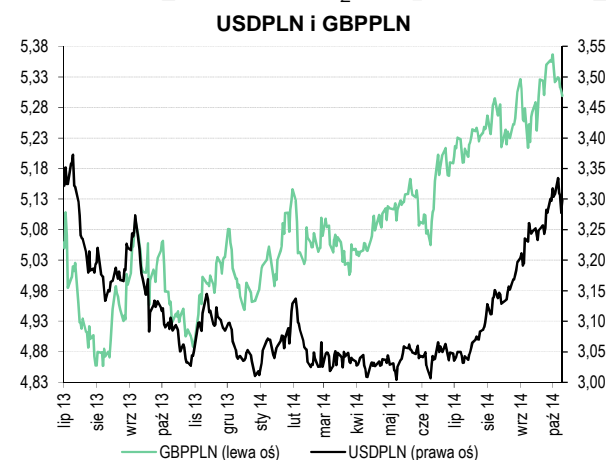
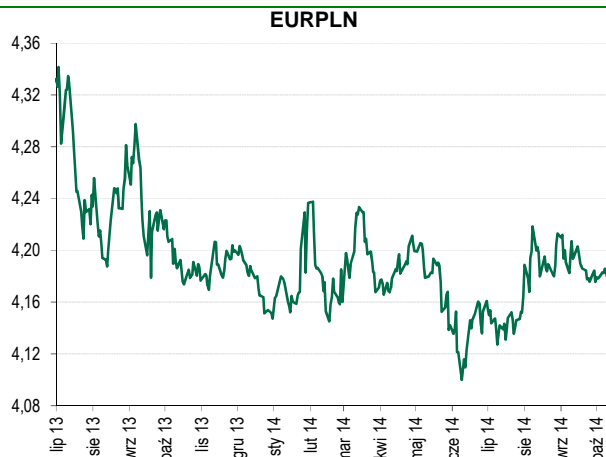
Marek Belka, Prezes NBP, konferencja RPP, 8.10

Jeżeli chodzi o skalę obniżki stopy referencyjnej (...) wyraźnie chcę powiedzieć, że nie była to decyzja jednomyślna, ale Ci, którzy głosowali za korektą, uważali, że powinno się ją skoncentrować w czasie.

Uważam, że **korekta polityki pieniężnej powinna być skoncentrowana w czasie**. Powinniśmy podjąć decyzję w miarę szybko i ten, jak wolicie, cykl - skoro nie jeden ruch, **bo może być ich więcej, ale nie musi** - to trzeba go szybko zakończyć, choćby po to, żeby zdjąć presję z rynku papierów skarbowych. Nadmierne oczekiwania obniżek stóp powodują zachowania, które niekoniecznie są pozytywne.

Jeżeli by większość członków RPP miała przekonanie, że w dającej się przewidzieć niedalekiej przyszłości nastąpi odbicie wzrostu gospodarczego, to dziś nie mielibyśmy obniżki.

Marek Belka stwierdził jasno podczas konferencji, że RPP jest zdania, że nowy cykl łagodzenia polityki pieniężnej powinien być możliwie krótki. Prezes NBP bardzo ostrożnie wspominał o możliwości dalszych obniżek stóp i kilkakrotnie powtórzył, że nie są one wcale pewne. Wydaje się, że Belka chciał uniknąć wzmocnienia oczekiwań na dalsze obniżki stóp. Ciekawe, czy inni członkowie RPP będą wyrażali podobne poglądy w swoich wywiadach i komentarzach; pierwsze z nich mogą się pojawić po publikacji nowych danych makroekonomicznych. Jeśli tak będzie, i jeśli nowe dane będą nieco lepsze niż ostatnio (a spodziewamy się, że tak), to rynkowe oczekiwania na obniżki stóp mogą się osłabić.

Rynek walutowy – EURPLN nadal powyżej wsparcia na 4,17**Złoty stabilny do euro i mocniejszy do dolara**

W notowaniach EURPLN nie zaszły w minionym tygodniu wyraźne zmiany. Kurs ponownie testował wsparcie na 4,17, ale bez powodzenia. Osłabienie złotego po głębszej od oczekiwań obniżce stóp NBP były tylko chwilowe, ponieważ gołębi wydzwięk protokołu z ostatniego posiedzenia FOMC pomógł walutom krajów rozwijających się odrobić część strat poniesionych w ostatnim czasie do dolara. Skorzystał na tym też złoty, który umocnił się do amerykańskiej waluty – USDPLN spadł do 3,264 z 3,35. Kurs przerwał tym samym serię 12 kolejnych tygodni wzrostów.

Sporo ważnych danych z kraju i USA będzie opublikowanych w tym tygodniu. Naszym zdaniem, odczyty z Polski pokażą nieco bardziej pozytywny obraz gospodarki w porównaniu do sierpnia (choć częściowo dzięki efektowi dni roboczych), co powinno ograniczyć oczekiwania rynku na głębokie obniżki stóp NBP i wesprzeć złotego. Jednocześnie, złoty może być pod dużym wpływem danych z USA oraz wahań walut z rynków rozwijających się.

Wsparcie na 4,17 pozostaje ważnym poziomem dla kursu EURPLN. Jeżeli zostanie przebite, następnym celem będzie 4.12.

Euro odrabia część strat do dolara

Wspólna waluta umocniła się w zeszłym tygodniu do dolara. Pomimo serii bardzo słabych danych z Niemiec, EURUSD odbił tymczasowo do 1,28 z 1,25 w wyniku realizacji zysków z ostatnich znacznych spadków i dzięki gołębi minutes z ostatniego posiedzenia FOMC.

Obawy, czy podwyżki stóp procentowych w USA będą miały miejsce wcześniej niż w połowie 2015, pozostaną zapewne w centrum uwagi. Pozytywne niespodzianki w amerykańskich odczytach mogą przesłonić gołębi wydzwięk minutes FOMC i przyczynić się do wznowienia trendu aprecjacyjnego dolara w relacji do głównych walut i tych z rynków wschodzących. Poza tym, ostatnie sygnały z MFW (rosnące ryzyko recesji i deflacji w strefie euro) powinny ograniczać potencjał do trwalszego i wyraźniejszego odreagowania euro.

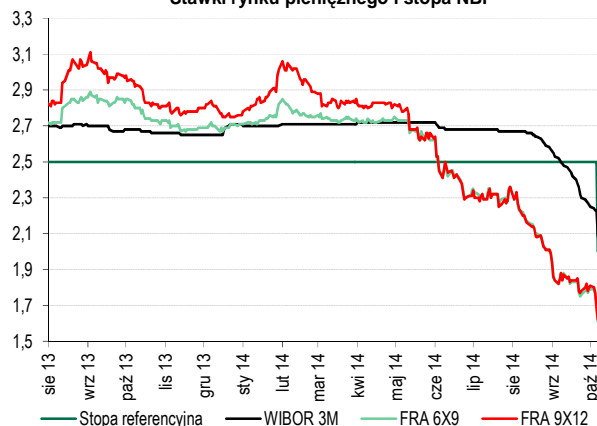
Rubel wciąż pod presją, forint zyskuje

Rubel w dalszym ciągu był pod presją w relacji do euro oraz dolara w wyniku odpływu zagranicznego kapitału, spadających cen ropy naftowej i ogólnie pesymistycznych perspektyw dla rosyjskiej gospodarki. W rezultacie, USDRUB oraz EURRUB ustanowiły w minionym tygodniu nowe rekordowo wysokie poziomy na odpowiednio 40,464 i 51,174. Prognozowanie odreagowania rubla jest obecnie jak próba łapania spadającego noża, więc widzimy potencjał do dalszej deprecjacji rosyjskiej waluty wobec niezakończonych konfliktu na Ukrainie (zawieszenie broni to tylko chwilowe rozwiązanie) oraz sankcji nałożonych przez USA i UE, które negatywnie wpływają na zaufanie do rosyjskiej gospodarki.

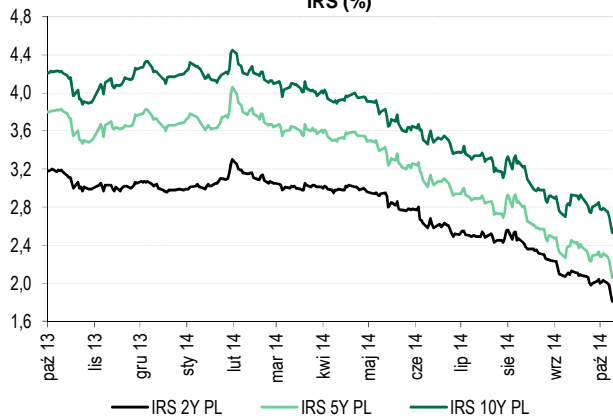
Forint z kolei umocnił się do euro już drugi tydzień z rzędu, EURHUF spadł z 310 do 305 (najniższej od czerwca). Notowania waluty są wyraźnie wspierane przez spadające rentowności węgierskich obligacji. Dane inflacyjne zaskoczyły negatywnie (-0,5% r/r z września to najgłębsza deflacja w historii), ale nie przeszkodziły forintowi zakończyć tygodnia zyskiem. W ostatnich tygodniach węgierska waluta korzystała z dużej skali poluzowania polityki pieniężnej przez EBC. W tym tygodniu uwaga inwestorów skupi się na danych z USA, które mogą wpłynąć na oczekiwania odnośnie perspektyw stóp Fed i tym samym być ważnym czynnikiem dla kursu EURHUF w najbliższych dniach.

Rynek stopy procentowej – Nowe dane mogą wywołać korektę

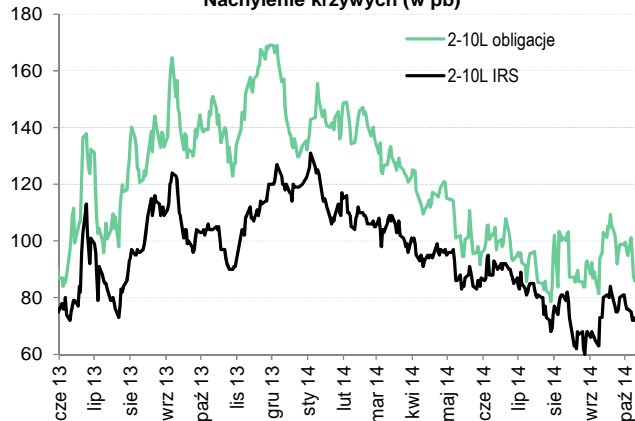
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



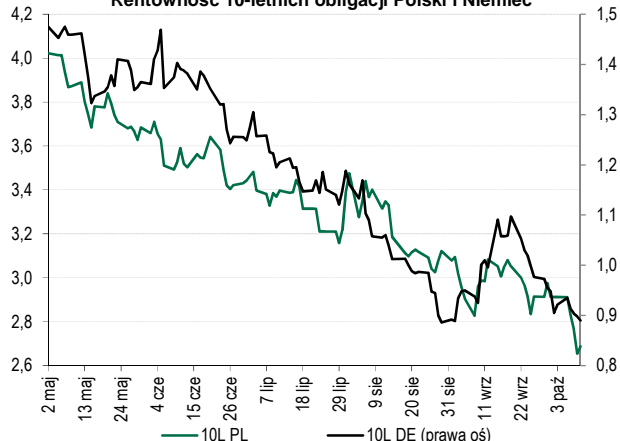
IRS (%)



Nachylenie krzywych (w pb)



Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec



Wszystkie stawki w dół po decyzji RPP...

■ Choć od lipca (kiedy RPP zrezygnowała z forward guidance) do środowej decyzji RPP stawki WIBOR spadły od 26 pb dla 1-miesięcznej do 45-54 pb dla pozostałych do 12 miesięcy, to reakcja rynku pieniężnego na cięcie stóp o 50 pb była dość wyraźna. W tygodniowym rozrachunku, WIBOR 1M spadł o 28 pb, a 3M-12M o 17-19 pb.

■ RPP pozostawiła drzwi otwarte dla dalszych cięć i pomimo znacznego dostosowania stawek runku pieniężnego, FRA wycenia, że 3-miesięczny WIBOR spadnie jeszcze o 30 pb w ciągu miesiąca i o prawie 50 pb w ciągu 6 miesięcy.

■ IRS i rentowności obligacji spadły gwałtownie do rekordowych minimów w reakcji na decyzję RPP. W ciągu tygodnia skala ruchu wyniosła 20-30 pb, najczęściej na środku i długim końcu krzywej. Dodatkowym wsparciem dla umocnienia były notowania na rynkach bazowych, gdzie gołębie minutes FOMC i słabe dane z Niemiec pchnęły rentowności 10-letnich niemieckich obligacji do najniższego poziomu w historii (0,858%). Krajowe krzywe wypląszczyły się, spready 2-10, 2-5 i 5-10 spadły najniżej od przełomu sierpnia i września.

... ale krajowe dane mogą wywołać korektę

■ Naszym zdaniem, skala cięć stóp wyceniania przez rynek FRA jest zbyt agresywna, bowiem spodziewamy się obniżki w listopadzie o 25 pb, na czym cykl dostosowawczy powinien się zakończyć. Warto także zauważyć, że rentowność 2-letniego benchmarku obligacyjnego wyniosła w trakcie tygodnia 1,75%, a więc osiągnęła poziom, na którym spodziewamy się, że główna stopa NBP zakończy rok. Widzimy ograniczony potencjał do spadku krótkich IRS i rentowności obligacji.

■ Nawet, jeśli rynek znacznie wyceniać głębsze obniżki, to wg nas może to być tylko chwilowa sytuacja, bowiem już w tym tygodniu może dojść do korekty po serii danych kraju, które w naszej ocenie pokażą nieco lepszy obraz gospodarki niż w poprzednim miesiącu. Publikacja produkcji przemysłowej może się okazać szczególnie ważna, bowiem nasza prognoza jest wyraźnie powyżej konsensusu. Wyższa od oczekiwań rynku jest także nasza prognoza inflacji bazowej, a nie można też wykluczyć pozytywnej niespodzianki z rynku pracy. Te odczyty mogą przypomnieć inwestorom słowa prezesa NBP Marka Belki, który powiedział, że obniżka stóp w listopadzie może, ale nie musi mieć miejsca. W efekcie, korekta może nastąpić w przypadku FRA i krótkich końców krzywych IRS i obligacji.

■ Jednocześnie, nadchodzące poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC i gołębie sygnały z Fed mogą dalej wspierać środek i długi koniec krzywych. Seria danych z USA zaplanowana na ten tydzień może jednak wpłynąć na rynkowe oczekiwania odnośnie perspektyw dla polityki pieniężnej Fed i wywołać pewien wzrost wahań w krajowych tenorach 5 i 10 lat. Dwumiesięczna korelacja polskich i niemieckich 10-letnich obligacji wynosi prawie 70%.

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