

TYGODNIK EKONOMICZNY

20 – 26 października 2014

Poprzedni tydzień na rynkach finansowych był doprawdy burzliwy. Awersja do ryzyka wzrosła a inwestorzy uciekali z rynków wschodzących wskutek obaw, że słabszy wzrost i presja deflacyjna mogą przenieść się z Europy do USA i innych regionów świata. Strach o rozprzestrzenienie się wirusa Ebola i nowa fala obaw o peryferie strefy euro również przyczyniły się do wyprzedaży. Pod koniec tygodnia nastroje poprawiły się po tym jak inwestorzy uwierzyli w to, że banki centralne będą ratować rynki przed turbulencjami. Członek Fed James Bullard powiedział, że bank centralny powinien opóźnić moment zakończenia programu QE3 a ekonomista Banku Anglii Haldane zasugerował, że stopy w Wielkiej Brytanii mogą pozostać niższe przez dłuższy czas. Dane opublikowane w Polsce były mniej więcej zgodna z naszymi oczekiwaniami - pokazały odbicie w produkcji (pod wpływem efektów kalendarzowych), wciąż dobrą sytuację na rynku pracy i inflację stabilną poniżej zera.

Jeśli chodzi o publikacje w tym tygodniu, wydaje się, że informacje krajowe pozostaną w cieniu ważnych danych z zagranicy, gdyż to one będą kluczowe dla oceny perspektyw globalnej gospodarki, zwłaszcza biorąc pod uwagę ostatnie obawy. Wstępne indeksy PMI dla strefy euro mogą być szczególnie ważne. O ile sytuacja na Ukrainie ostatnio zeszła na drugi plan, to nie można wykluczyć, że niestabilność w tym regionie może znowu się pojawić przed wyborami parlamentarnymi zaplanowanymi na 26 października. Piątkowe rozmowy w Mediolanie między Rosją a Ukrainą nie przyniosły rozstrzygnięcia w sprawie kryzysu.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (20 października)							
Brak publikacji ważnych danych							
WTOREK (21 października)							
16:00	US	Sprzedaż domów	IX	mln	-	-	5,05
ŚRODA (22 października)							
14:30	US	CPI	IX	% m/m	0,0	-	-0,2
CZWARTEK (23 października)							
3:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	X	pkt	50,1	-	50,2
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	X	pkt	49,5	-	49,9
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	X	pkt	50,0	-	50,3
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	IX	% r/r	2,4	2,5	1,7
10:00	PL	Stopa bezrobocia	IX	%	11,6	11,5	11,7
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	264
PIĄTEK (24 października)							
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	IX	tys.	470	-	504

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

Al. Jana Pawła II 17, 00-854 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

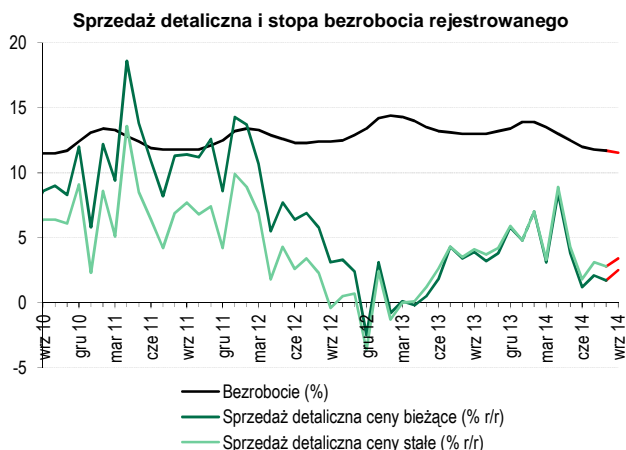
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

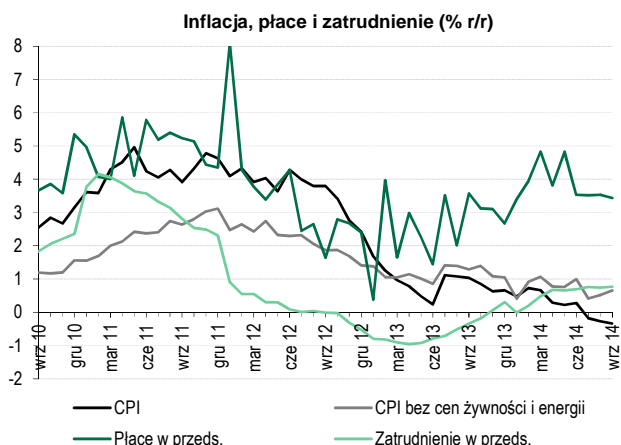
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Sprzedaż detaliczna w górę, bezrobocie w dół



- Spodziewamy się pewnego odbicia stopy wzrostu sprzedaży detalicznej we wrześniu, ale i tak utrzyma się ona na względnie niskim poziomie. Jednak perspektywy dla sprzedaży detalicznej nie są złe, biorąc pod uwagę dobrą sytuację na rynku pracy, która powinna wspierać konsumpcję prywatną w ostatnim kwartale roku. Dane o sprzedaży samochodów we wrześniu były całkiem niezłe i wspierają naszą prognozę sprzedaży detalicznej.
- Spodziewamy się dalszego spadku stopy bezrobocia rejestrowanego do 11,5% we wrześniu, najniższego poziomu od 2010 r. Wszystkie główne statystyki z rynku pracy pokazują, że znajduje się on w dobrej sytuacji. Spodziewamy się utrzymania tych pozytywnych tendencji, jednak ryzyko jest w dół, biorąc pod uwagę potencjalny negatywny wpływ gorszych perspektyw gospodarczych na popyt na pracę. Z drugiej strony, najnowszy raport NBP o koniunkturze pokazuje, że firmy wciąż chcą zatrudniać, pomimo słabszych wyników gospodarczych.

Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja wciąż poniżej zera, produkcja przemysłowa przyspiesza

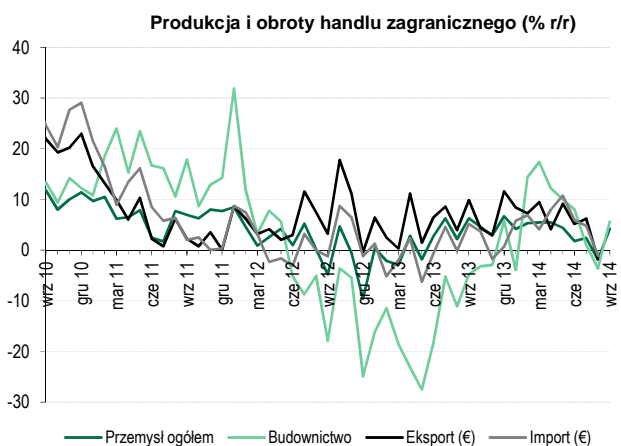


- Wskaźnik inflacji CPI obniżył się we wrześniu o 0,3% r/r (tyle samo co w sierpniu). Ceny żywności przerwały trwający siedem miesięcy trend spadkowy i zanotowały lekki wzrost we wrześniu (o 0,1% m/m). W innych kategoriach również nie widać istotnych impulsów do wzrostu cen. Wzrost CPI prawdopodobnie utrzyma się do grudnia poniżej zera. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii lekko wzrosła we wrześniu do 0,7% r/r z 0,5% r/r w sierpniu. Wzrost wynikał z efektu bazy w cenach edukacji, gdyż we wrześniu 2013 zanotowano mocny spadek opłat za przedszkola w związku ze zmianami ustawowymi. Inne miary inflacji bazowej były stabilne lub obniżyły się, wskazując na brak presji na wzrost cen.

- Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw urosło o 0,8% r/r a płace o 3,4% r/r we wrześniu. Dane te były zgodne z innymi dobrymi informacjami z rynku pracy.

- Dynamika eksportu obniżyła się z ponad 6% r/r w lipcu do -1,8% r/r w sierpniu, a dynamika importu z 4,8% do -1,1% r/r. To najniższy wynik eksportu od kiedy dostępne są spójne szeregi czasowe po zmianie metodologii (od 2011 r.). Najwyraźniej pogorszenie koniunktury w strefie euro coraz mocniej odbija się na wynikach polskiego handlu zagranicznego. Dalszy spadek aktywności w europejskiej gospodarce (na co wskazuje spadek indeksów koniunktury, m.in. opublikowany dzisiaj rano niemiecki indeks ZEW) nie zapowiada na razie odwrócenia tego trendu.

- Produkcja przemysłowa wzrosła we wrześniu o 4,2% r/r, a budowlana o 5,6% r/r. Oba odczyty były powyżej prognoz. Trzeba pamiętać, że wrześniowe dane były pod pozytywnym wpływem liczby dni roboczych, odwrotnie niż w sierpniu. Ogólnie, dane wskazują, że tempo wzrostu PKB spadło poniżej 3% w III kw., co w obliczu braku inflacji uzasadnia dalsze poluzowanie polityki pieniężnej.



Cytat tygodnia – Spieszyć się czy się nie spieszyć (z obniżkami)?

Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 17.10, PAP

Nie należy spieszyć się z kolejną obniżką stóp procentowych (...) Na pewno nie jestem za obniżką stóp w listopadzie.

Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, 15.10, Reuters

Jeśli dalej ciąć stopy to, w listopadzie, tak mi się wydaje. Ale RPP powinna zostawić sobie otwartą furtkę do zmian [po listopadzie].

Jerzy Osiatyński, członek RPP, 13.10, Bloomberg

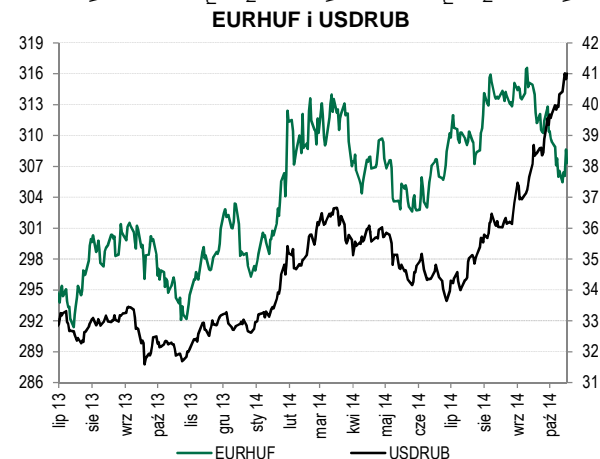
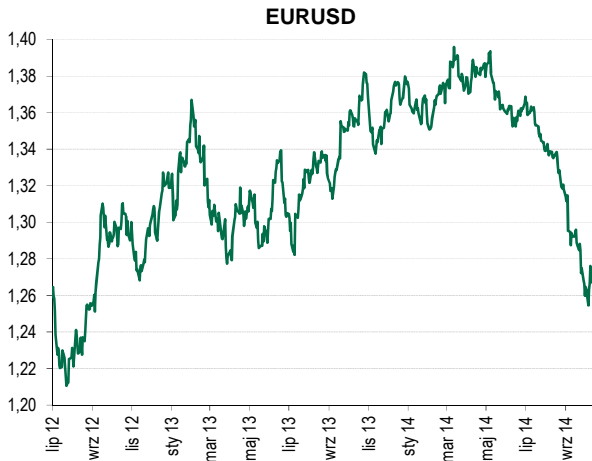
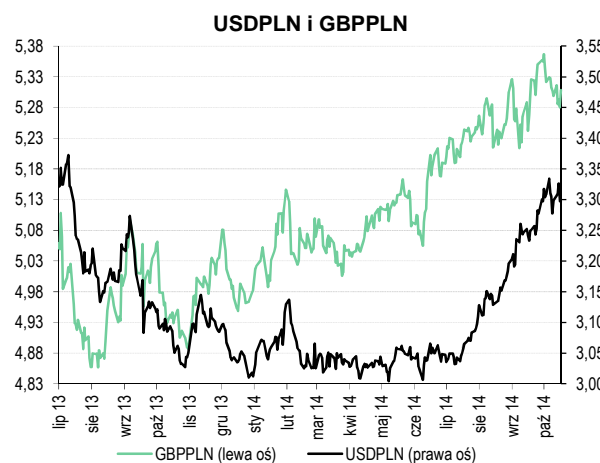
Jest jeszcze przestrzeń do obniżki stóp procentowych o kolejne 75 pb.

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 13.10, Bloomberg

Rada mogłaby obniżyć stopy nawet o jeszcze 75 pb, jeśli wzrost spowolni w 2015 poniżej 3%.

Czasy, kiedy członkowie RPP były jednogłośni w swoich decyzjach, minęły. Komentarze, które pojawiły się ostatnio zwiększyły stopień niepewności co do decyzji w listopadzie. O ile wydaje się oczywiste, że J. Osiatyński i A. Bratkowski poprzę dalsze obniżki, łącznie nawet o 75 pb, to ten ostatni zasugerował, że nie należy spodziewać się większych ruchów. M. Belka powiedział, że czuje się komfortowo z rynkową wyceną obniżki o 50pb do końca roku. Co ciekawe, Choja-Duch, która należała do najbardziej gołych członków na posiedzeniach we wrześniu i październiku, teraz powiedziała, że lepiej nie zmieniać stóp w listopadzie i poczekać. Również Zielińska-Głębocka stwierdziła, że obniżka jest tak samo prawdopodobna jak brak zmiany stóp. Wydaje nam się, że ostatnie dane i nowa projekcja NBP dadzą RPP argumenty do obniżki w listopadzie, prawdopodobnie o 25 pb.

Rynek walutowy – Globalna awersja do ryzyka ciąży złotemu



Wreszcie wyraźniejszy ruch EURPLN

■ Po kilku tygodniach zaskakującej stabilizacji z zawężającym się pasmem wahań i stopniowym zbliżaniem się do silnego wsparcia na 4,17, w minionym tygodniu odnotowano wyraźny wzrost zmienności EURPLN. Kurs odbił z 4,18 do 4,24 (najwyżej od marca), a 1- i 3-miesięczne zmienności implikowane wzrosły odpowiednio z 4,84 do 5,88 oraz z 5,13 do 6,04 (najwyżej od odpowiednio czerwca i kwietnia). Polski rynek był głównie pod wpływem znacznego pogorszenia nastrojów na świecie (wywołanych obawami o globalny wzrost gospodarczy i stabilność strefy euro) co doprowadziło do gwałtownego odpływu kapitału z rynków wschodzących. W tygodniowym rozrachunku spośród walut państw rozwijających się tylko czeska korona nie osłabiła się do euro. Zmiany do dolara były bardziej zróżnicowane, bowiem EURUSD wzrósł w ciągu tygodnia i ok. 30% walut wschodzących umocniła się do dolara, w tym złoty. USDPLN spadł przejęciowo do ok. 3,26 z ubiegłotygodniowego szczytu na ok. 3,33.

■ Chociaż kalendarz publikacji danych na ten tydzień nie jest zbyt bogaty, to zaplanowane odczyty mogą podtrzymać wysoką zmienność na rynku. W naszej ocenie, w centrum uwagi będą wstępne PMI dla przemysłu za październik. Indeksy dla Niemiec i całej strefy euro spadają od lutego i dalsze pogorszenie jest oczekiwane przez rynek. Jeszcze kilka dni temu byłoby oczywiste założyć, że słabe dane wesprą oczekiwania na dalsze działania EBC i tym samym korzystnie wpłyną na ryzykowne aktywa. Wydaje się jednak, że w ostatnich dniach zwiększyły się jednak dość istotnie obawy o globalny wzrost i sytuację w strefie euro. Kolejne słabe dane z Eurolandu mogą więc wywołać kolejną falę awersji do ryzyka, co może ciążyć złotemu. EURPLN przebił opór na 4,23. Kolejne ważne poziomy to 4,24-4,26.

Euro zyskuje po słabej sprzedaży w USA

■ Mimo znacznych spadków indeksów giełdowych w wyniku nasilenia się obaw o wzrost gospodarczy, euro zyskało w minionym tygodniu do dolara. EURUSD odbił się z ok. 1,26 do prawie 1,29 – ruch ten był wywołany słabymi danymi o sprzedaży detalicznej z USA. W reakcji na ten odczyt, EURUSD zanotował największy dzienny zakres wahań od lutego 2013.

■ Zaplanowane na ten tydzień publikacje wstępnych PMI dla przemysłu Niemiec i strefy euro mogą wywołać znaczne wahania EURUSD. Ważne poziomy dla kursu to 1,25 i 1,30.

Rubel dalej pod presją

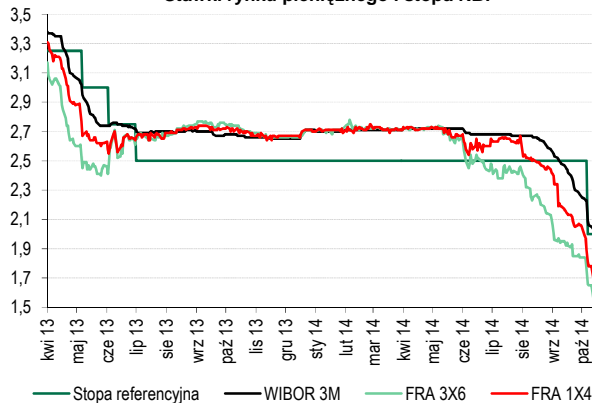
■ Szósty tydzień z rzędu wzrostów przyniósł kolejny rekord USD/RUB. Kurs osiągnął 41,16 w wyniku obaw o globalny wzrost gospodarczy i że spadające ceny ropy wywrą dodatkową presję na i tak już słabą rosyjską gospodarkę. Interwencje banku centralnego Rosji nie są w stanie zatrzymać deprecjacji rubla.

■ Forint osłabił się nieco do euro, ale dzięki umocnieniu z poprzednich tygodni EURHUF nadal jest blisko najniższych poziomów od czerwca. Kurs wzrósł w ciągu ostatnich pięciu sesji z 305 do 310, ale na koniec tygodnia był blisko 307.

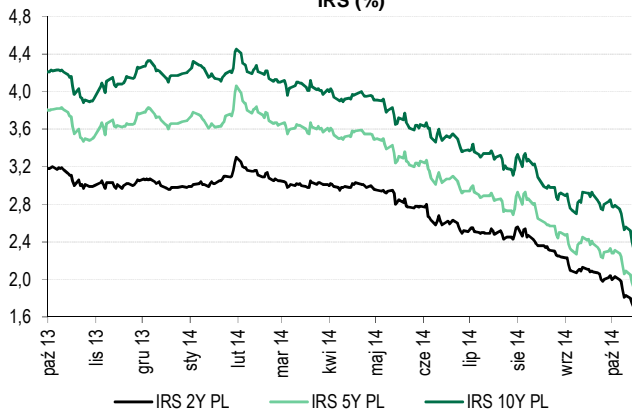
■ Tak jak w przypadku złotego, rubel i forint będą w najbliższych dniach prawdopodobnie pod wpływem zmian globalnego nastroju.

Rynek stopy procentowej – Krajowe dane w cieniu

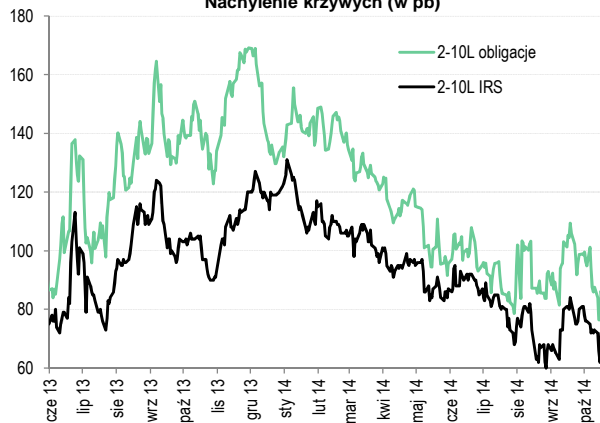
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



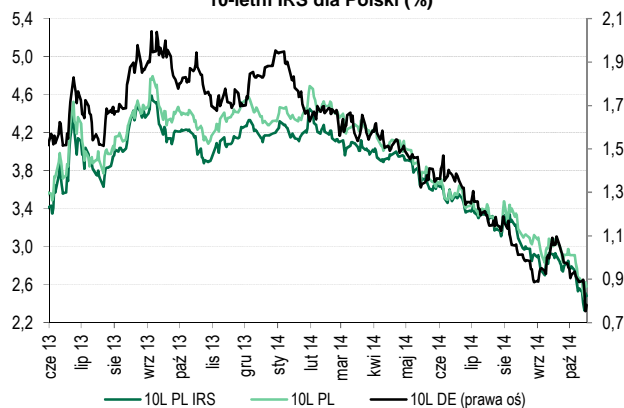
IRS (%)



Nachylenie krzywych (w pb)



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



Stawki WIBOR dalej spadają

WIBOR-y od 1 do 12 miesięcy dostosowywały się w minionym tygodniu po decyzji RPP i spadły o kolejne 3-5 pb (roczna stawka jest teraz 1 pb poniżej 2%). Mimo sporych wahań IRS i obligacji, FRA dalej wycenia, że 3-miesięczny WIBOR spadnie o ponad 30 pb w ciągu miesiąca i o prawie 50 pb w ciągu kolejnych 3 miesięcy.

Wysoka zmienność IRS i obligacji

Miniony tydzień przyniósł znaczny wzrost wahań IRS i rentowności obligacji. Pierwsze trzy sesje stały pod znakiem silnego spadku IRS, nawet o 10-20 pb w stosunku do piątkowego zamknięcia. W rezultacie, stawka 2-letnia spadła do ok. 1,70%, 5-letnia poniżej 2% a 10-letnia do prawie 2,30%. Rynek był wspierany przez wyraźne umocnienie na rynkach bazowych pod wpływem oczekiwań na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej. W połowie tygodnia nastąpiła gwałtowna korekta w wyniku podwyższonej awersji do ryzyka utrzymującej się na globalnym rynku i wycofywania się inwestorów z rynków wschodzących. Ruch w górę wspierany był przez wzrost rentowności na europejskich rynkach bazowych (Francja, Belgia, Austria) i peryferyjnych (Grecja, Hiszpania, Portugalia, Włochy). W rezultacie, 2-, 5- i 10-letnie IRS i rentowności odpowiednich obligacji powróciły do poziomów z końca poprzedniego tygodnia.

Globalne nastroje ważniejsze niż krajowe dane

W zeszłym tygodniu oczekiwaliśmy, że seria lepszych od konsensusu danych makro z kraju wywoła korektę na polskim rynku. Tymczasem, wpływ tych odczytów był bardzo niewielki i rynek był głównie pod wpływem zmian globalnego nastroju. W tym tygodniu poznamy dane o sprzedaży detalicznej, nasza prognoza jest nieznacznie powyżej konsensusu, więc nie powinna wywołać istotnej reakcji rynku. Jeśli jednak odczyt ten wpisze się w pozytywny obraz, jaki pokazały dane opublikowane w ostatnich dniach, to może sprawić, że rynek będzie mniej przekonany, że RPP obniży stopy w listopadzie o 50 pb.

Spodziewamy się, że globalny nastrój pozostanie głównym czynnikiem wpływającym na polskie IRS i obligacje w najbliższych dniach, a krajowe dane pozostaną w cieniu. Ostatnie dni pokazały, że jeśli globalna awersja przekroczy pewien poziom, to nie jest już korzystna dla krajowego rynku stopy procentowej.

Na czwartek zaplanowana jest aukcja obligacji i wydaje się, że będzie to dobra okazja, aby sprawdzić nastawienie inwestorów do polskiego długu. Wstępna wartość oferty wynosi 2-6 mld zł, a wybór oferowanych obligacji będzie zależał od sytuacji rynkowej. Ministerstwo Finansów nie zaoferuje raczej obligacji długoterminowych, które przedstawiono już do sprzedaży wcześniej w tym miesiącu, więc należy się raczej spodziewać benchmarków 2- i/lub 5-letnich. Ostatnie dane resortu pokazują, że inwestorzy zagraniczni posiadali 26% PS0719 i 27% OK0716 wyemitowanych na koniec sierpnia.

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