

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 27 października – 2 listopada 2014

Rynki finansowe nieco się ustabilizowały w ostatnim tygodniu, m.in. na fali nadziei, że największe banki centralne podejmą w razie potrzeby dalsze działania, aby zapobiec rozprzestrzenianiu się zawirowań rynkowych. Dodatkowo, poprawa indeksów aktywności w przemyśle strefy euro i Niemiec zmniejszyły nieco obawy o skalę spowolnienia i o wynikające stąd ryzyko kolejnej fali kryzysu zadłużeniowego w Europie. Polskie dane o sprzedaży detalicznej były gorsze od oczekiwań, ale z drugiej strony dane z rynku pracy i badania koniunktury pokazały poprawę, sugerując, że sytuacja gospodarcza może nie być tak zła jak niektórzy oceniają.

Mimo ostatniej stabilizacji nastrojów, naszym zdaniem za wcześnie jeszcze aby mówić o tym, że awersja do ryzyka zmniejszyła się na dobre. W powietrzu wisi jeszcze sporo czynników ryzyka i w obecnych uwarunkowaniach rynki mogą reagować nerwowo na nadchodzące wydarzenia i informacje. Na samym początku tygodnia inwestorzy będą musieli przetrwać kilka ważnych informacji z weekendu: wyniki stress testów europejskich banków i wyniki wyborów parlamentarnych z Ukrainy i prezydenckich z Brazylii. Te dwie ostatnie informacje będą szczególnie istotne dla rynków wschodzących. Najważniejszym wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie amerykańskiego Fed, ale nie zabraknie innych kluczowych informacji (w tym publikacje danych nt. niemieckiego indeksu Ifo, amerykańskiego PKB, inflacji w strefie euro), które mogą znacząco zmieniać nastroje rynkowe. Na zachowanie inwestorów wpływać mogą również obawy związane z wirusem ebola oraz ryzykiem geopolitycznym w Europie.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (27 października)</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	X	pkt	104,8	-	104,7
15:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	IX	% m/m	1,0	-	-1,0
<b>WTOREK (28 października)</b>							
13:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	IX	% m/m	0,4	-	-18,4
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	2,1	-	2,1
15:00	US	Indeks nastroju konsumentów	X	pkt	87,2	-	86,0
<b>ŚRODA (29 października)</b>							
19:00	US	Decyzja FOMC					
<b>CZWARTEK (30 października)</b>							
13:30	US	Pierwszy szacunek PKB	III kw.	% kw./kw.	3,0	-	4,6
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	283
<b>PIĄTEK (31 października)</b>							
11:00	EZ	Wstępny HICP	X	% r/r	-	-	0,3
13:30	US	Dochody osobiste	IX	% m/m	0,3	-	0,3
13:30	US	Wydatki konsumentów	IX	% m/m	0,1	-	0,5
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Oczekiwania inflacyjne</b>	<b>X</b>	<b>% r/r</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0,2</b>
14:55	US	Indeks Michigan	X	pkt	86,4	-	84,6

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

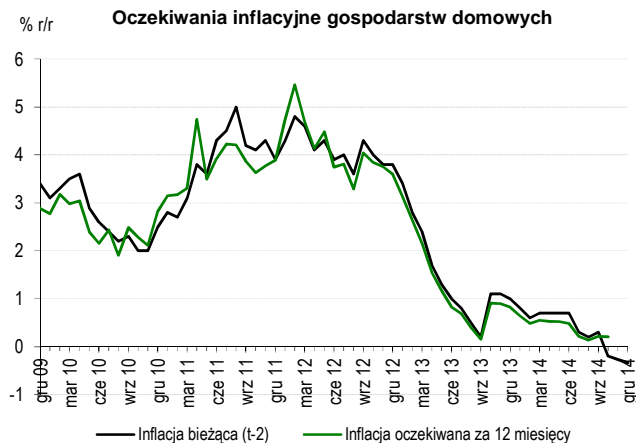
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

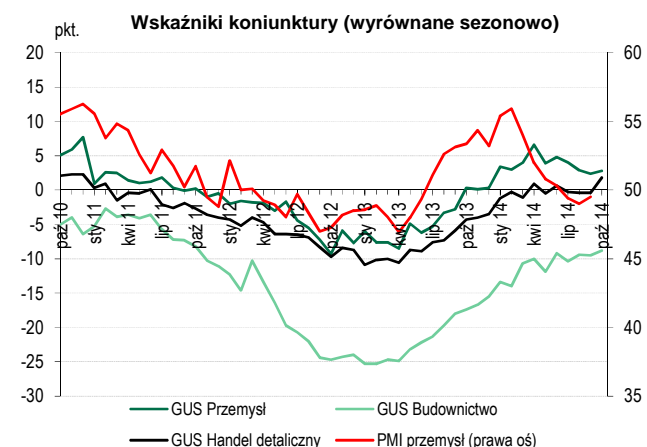
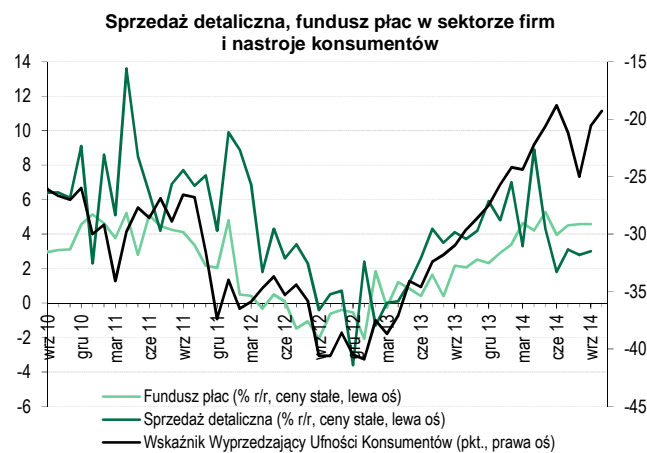
Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Brak danych w kraju, ale informacje z zagranicy będą kluczowe



- W tym tygodniu brak istotnych danych z kraju. Jedyną publikacją to oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych, które nie powinny mieć wpływu na rynek. Jest to bardzo adaptacyjna miara i pewnie obniży się w ślad za CPI.
- Rynek skoncentruje się na wydarzeniach za granicą, m.in. na pierwszym szacunku PKB w USA za III kw. i wynik posiedzenia FOMC. Ostatnio członkowie Fed wypowiedzieli się nieco bardziej łagodnie i nowe dane mogą mieć wpływ na oczekiwania odnośnie polityki pieniężnej w USA. Niemiecki indeks Ifo również będzie istotny, jako że ostatnio prognozy dla Niemiec były rewidowane w dół i rynek zwraca szczególną uwagę na dane z największej gospodarki strefy euro.
- Geopolityka wciąż będzie istotna, zwłaszcza biorąc pod uwagę większą obecność rosyjskich i niezidentyfikowanych obiektów w krajach w regionie Bałtyku. Wirus ebola to kolejny czynnik, który może mieć wpływ na inwestorów.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Ocieplenie na rynku pracy i w koniunkturze



- Wzrost sprzedaży detalicznej rozczarował, spowalniając we wrześniu do 1,6% r/r. Do słabszego wyniku mocno przyczyniła się słabsza sprzedaż odzieży i obuwia, co mogło być efektem wyjątkowo dobrej wrześniowej pogody i wynikającego stąd opóźnienia wymiany garderoby na jesienne. Co ciekawe, indeks koniunktury w handlu detalicznym uległ zdecydowanej poprawie w październiku. To, razem z wciąż dobrą sytuacją na rynku pracy, dobrze wróży dla perspektyw konsumpcji prywatnej.
- Dane o bezrobociu wskazują, że pozytywne tendencje na rynku pracy ponownie się wzmacniają, co powinno sprzyjać konsumpcji prywatnej w drugiej połowie roku. Z drugiej strony, można mieć obawy o trwałość tych tendencji w obliczu słabnącego popytu zewnętrznego, przekładającego się na zmniejszenie aktywności w sektorze przemysłowym. Dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw pokazują, że firmy wciąż zatrudniają, ale popyt na pracę jest napędzany głównie przez przetwórstwo przemysłowe. Wzrost zatrudnienia w sektorze firm po wyłączeniu przetwórstwa był ujemny i wyniósł -0,1% r/r. A zatem, słabsza produkcja w przetwórstwie może w końcu przełożyć się na pogorszenie popytu na pracę.
- Jednakże, wskaźniki koniunktury GUSu zanotowały poprawę w październiku we wszystkich głównych sektorach, m.in. w przetwórstwie, budownictwie, handlu i transporcie, po kilku miesiącach stabilizacji lub nawet spadku. To, plus wzrost indeksu PMI dla Niemiec i strefy euro, może sugerować, że spowolnienie gospodarcze nie będzie się pogłębiać.
- Stopień wykorzystania mocy wytwórczych wg GUS wyniósł 77,6% w III kw., czyli najwięcej od 2008 r. W przeszłości taki poziom był zgodny z dwucyfrowym wzrostem inwestycji. A zatem, wydaje się, że III kw. mógł być trzecim kwartałem z rzędu zaskakująco dobrego wyniku inwestycji. Wsparciem dla tej tezy jest także wysoki wzrost kredytów inwestycyjnych oraz niesłabnący popyt firm na pracowników.

## Cytat tygodnia – Możliwy jest jeszcze ruch lub ruchy w tym roku.

**Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 21.10.2014, PAP**

Oczywiście, jeżeli deflacja będzie się przedłużała nie wykluczamy dalszych działań na rzecz walki z tą deflacją, to jest oczywiste. Ale nie możemy działać bardzo nerwowo, impulsywnie.

**Marek Belka, prezes NBP, 22.10, Financial Times**

Chcemy skoncentrować obniżki stóp w czasie. Nic nie obiecuję, ale możliwy jest jeszcze ruch lub ruchy w tym roku.

**Jerzy Hausner, członek RPP, 24.10, Bloomberg**

Czy stopy powinny zostać jeszcze obniżone? Moja odpowiedź brzmi: nie. Ale nie wykluczam tego, jeśli bieżące prognozy ulegną znaczącym zmianom. (...) Prawdopodobieństwo utrzymania stóp bez zmian jest większe niż obniżki.

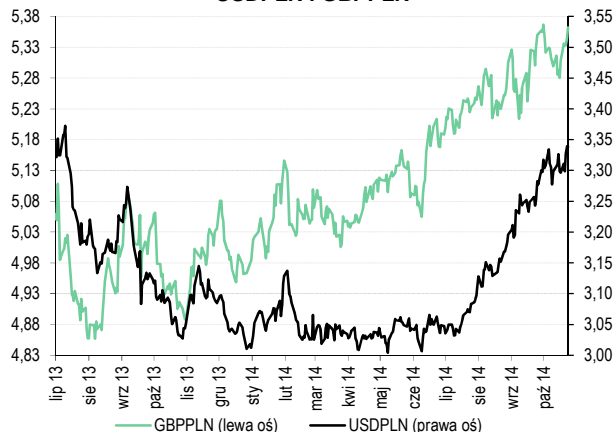
Protokół z październikowego posiedzenia RPP mówi, że obniżki stóp NBP powinny być „możliwie szybkie i istotne”. Trudno powiedzieć czy październikowe cięcie o 50 pb było już w opinii Rady „istotne”. Uważamy, że nowa projekcja NBP (którą RPP będzie miała do dyspozycji na listopadowym posiedzeniu) pokaże niższą ścieżkę inflacji i PKB. Ostatnie wypowiedzi wiceprezesa NBP A. Rączki zdają się wspierać tę tezę. Uzasadni to kontynuację luzowania polityki pieniężnej. Spodziewamy się cięcia o 25 pb w przyszłym miesiącu, bez zamykania drzwi dla dalszych obniżek, ale tylko jeśli sytuacja gospodarcza będzie gorsza niż przedstawiona w projekcji.

## Rynek walutowy – Kluczowe wydarzenia przed nami

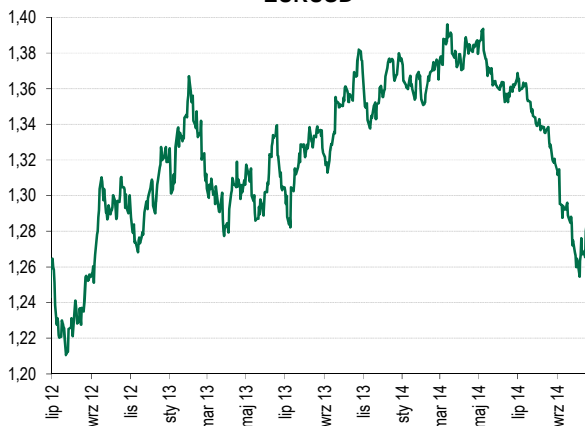
EURPLN



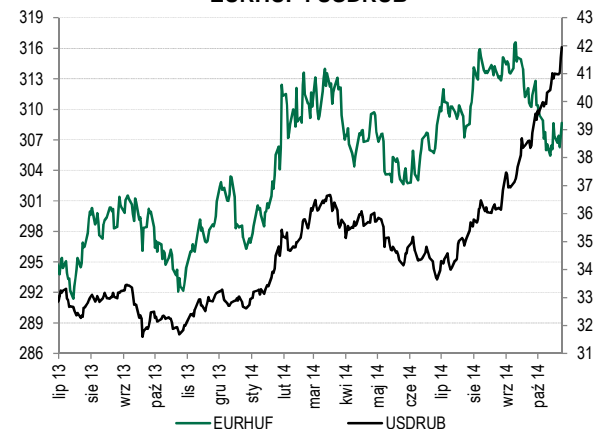
USDPLN i GBPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



## EURPLN znowu stabilny, ale jak długo?

▪ Po znaczącym wzroście zmienności na rynku EURPLN, zeszły tydzień był już dość spokojny a kurs ustabilizował się w przedziale 4.21-4.24. Większość walut z gospodarek wschodzących zyskała wobec euro, ale straciła wobec dolara pomimo odbicia na giełdach i ogólnej stabilizacji nastrojów. USDPLN wzrósł tymczasowo do 3,36 (nieco powyżej lokalnego maksimum ustanowionego w pierwszym tygodniu października) z 3,26.

▪ Kluczowym wydarzeniem nowego tygodnia jest środowa decyzja Fed. Powszechnie oczekuje się, że na tym posiedzeniu program QE3 zostanie wygaszony. Jednakże, ostatecznie z Fed płynęły gołębie sygnały a dane z USA były mieszane i teraz inwestorzy zdają się być mniej pewni co do tego, że przesłanie banku centralnego będzie jastrzębie. Jeśli komunikat odniesie się do obaw związanych z ostatnimi danymi and ryzyka wzrostu na świecie i w USA, to inwestorzy mogą zacząć wyceniać późniejszą podwyżkę stóp przez Fed. Przesłanie byłoby jeszcze mocniejsze, gdyby FOMC zdecydował się nie ograniczać zakupów w ramach QE3 (obecnie 15 mld \$ miesięcznie). To, razem z oczekiwaniami na dalsze działania EBC (np. zakupy obligacji korporacyjnych, jak głosiły zeszłotygodniowe plotki) może wspierać popyt na ryzyko.

▪ Warto jednak zauważyć, że waluty gospodarek wschodzących nie radziły sobie szczególnie dobrze w zeszłym tygodniu, pomimo stabilizacji (lub nawet poprawy) globalnych nastrojów. Wśród przyczyn tej sytuacji mogą być m.in. obawy przed wyborami na Ukrainie i w Brazylii w weekend oraz napięcie geopolityczne w regionie Bałtyku.

## FOMC i wyniki stress testów w centrum uwagi

▪ Spekulacje, że EBC może zwiększyć rozmiar programu skupu aktywów o obligacje korporacyjne od początku 2015 r. wywarły presję na euro. Ponadto, inwestorzy obawiali się o wyniki stress testów europejskich banków (w niedziele). W związku z tym EURUSD spadł z 1,284 do prawie 1,26.

▪ Niedzielne wyniki stress testów mogą zadecydować o zachowaniu kursu EURUSD na początku tygodnia. Wydaje nam się jednak, że zmienność nie będzie wysoka, jako że inwestorzy będą czekali na środowe posiedzenie FOMC. Ostatnie słabe dane ze strefy euro wzmocniły obawy, że spowolnienie gospodarcze może się przeciągać. A zatem, inwestorzy mogą być mniej pewni tego, że Fed podwyższy stopy procentowe wcześniej niż w połowie 2015 r.

▪ Kluczowe poziomy EURUSD to 1,26 (kolejne wsparcie na 1,25) oraz 1,29.

## USDRUB na 42, mocna deprecjacja korony

▪ Rubel, forint i korona czeska osłabiły się w zeszłym tygodniu.

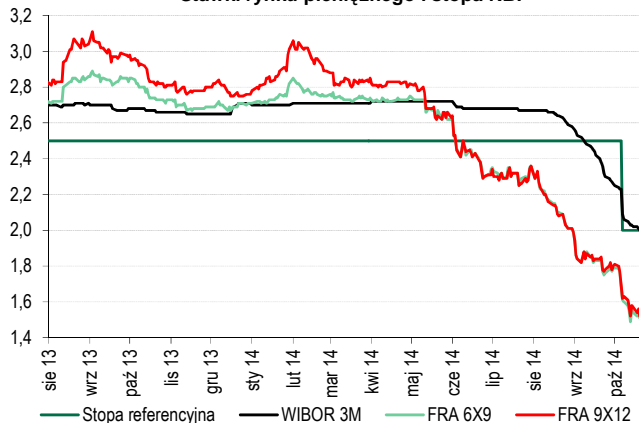
▪ EURCZK zanotował największą różnicę między kursem otwarcia a zamknięcia tygodnia od listopada 2013, kiedy Czeski Bank Narodowy (CNB) ustanowił dolną granicę wahań na poziomie 27,0.

▪ Ostatnie czeskie dane inflacyjne były poniżej oczekiwań i inwestorzy mogą spekulować, że CNB podniesie tę granicę.

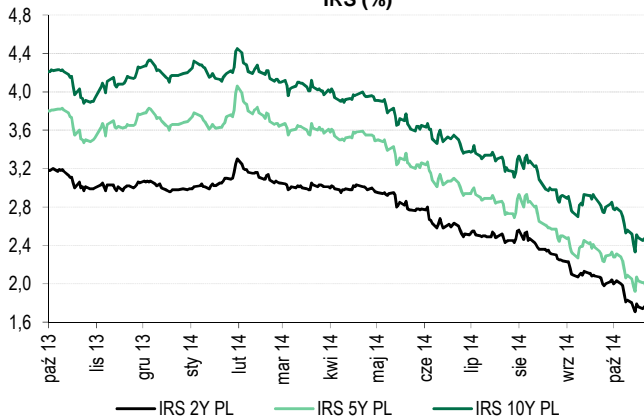
▪ USDRUB rósł siódmy tydzień z rzędu i osiągnął 42. Rubel wciąż jest pod presją gorszych perspektyw rosyjskiej gospodarki i obaw o obniżenie ratingu kredytowego. W tym tygodniu odbywa się posiedzenie węgierskiego banku centralnego (MNB). Kilka miesięcy temu MNB ogłosił, że zakończył cykl łagodzenia polityki pieniężnej i inwestorzy będą zapewne oceniać czy ocena MNB uległa zmianie pod wpływem osłabienia aktywności gospodarczej w Europie.

## Rynek stopy procentowej – FOMC może wyznaczyć kierunek

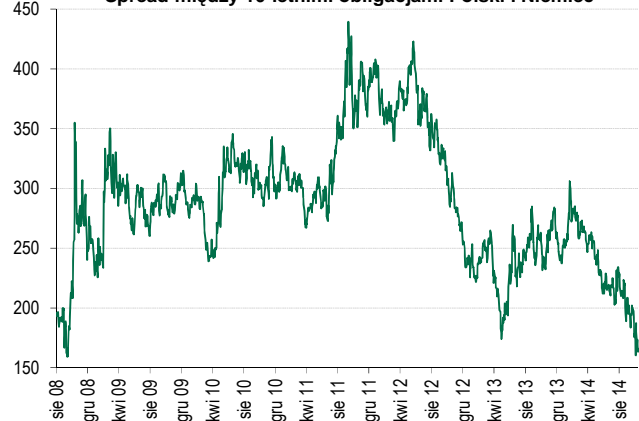
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



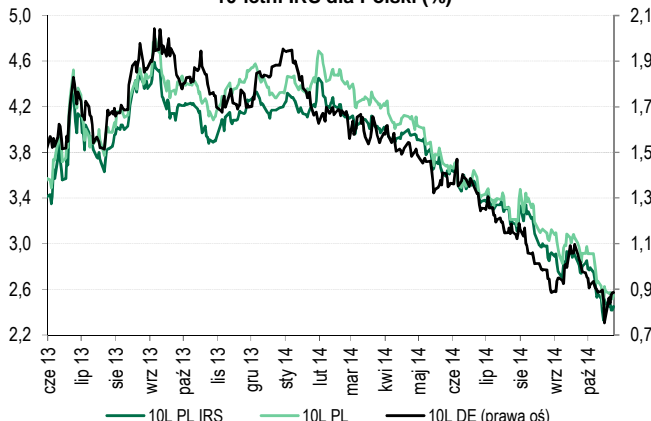
IRS (%)



Spread między 10-letnimi obligacjami Polski i Niemiec



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



## WIBOR w dół, IRS i rentowności obligacji też niżej

WIBOR pozostał w trendzie spadkowym i obniżył się o kolejne 3-4 pb w segmencie 1-12 miesięcy w ostatnim tygodniu i już o 23-32 pb (najmocniej na krótkim końcu) od październikowej obniżki stóp NBP. FRA wycenia dalszy spadek 3-miesięcznego WIBOR-u o ok. 25 pb w ciągu miesiąca i o 50 pb w ciągu trzech miesięcy.

Miniony tydzień na rynku stopy procentowej cechował się wyraźnie mniejszymi wahaniami niż poprzedni. Krzywa IRS obniżyła się o 4-7 pb, a obligacyjna o 2-7 pb (najmocniej na krótkim końcu). Takie nieznaczne zmiany były spójne z relatywnie stabilnymi Bundami (odnotowano lekkie osłabienie) i brakiem znacznych zmian kursu EURPLN. Polski rynek stopy procentowej nie zareagował istotnie ani na dane o słabszej od oczekiwań sprzedaży detalicznej ani na komentarze członków RPP. Obecnie, 2-letni IRS jest na 1,72%, blisko najniższego poziomu w historii, 5-letni na 1,96% (ok. 5 pb powyżej rekordowego minimum), a 10-letni na ok. 2,42% (ok. 10 pb powyżej najniższego poziomu w historii).

Aukcja obligacji była udana. Ministerstwo Finansów sprzedało dług za 6,1 mld zł (wobec górnej granicy planowanej oferty na 6 mld zł) przy popycie ponad 9,6 mld zł. Ze sprzedaży OK0716 pozyskano 2,3 mld zł, a PS0719 3,8 mld zł. Rentowności na aukcji były nieco wyższe niż w tym czasie na rynku.

Dzięki umocnieniu polskich obligacji i lekkemu osłabieniu na rynkach bazowych, 10-letni spread między krajowym, a niemieckim benchmarkiem spadł o ok. 10 pb, do 163 pb (najniższy poziom od września 2008). Jednocześnie, spready dla Hiszpanii i Włoch są lekko powyżej najniższych poziomów od odpowiednio 2010 i 2011 ustanowionych kilka tygodni temu. Polski spread jest mniej więcej równy włoskiemu i ok. 35 pb wyższy niż hiszpański.

## Decyzja FOMC w centrum uwagi

Globalny nastrój był w ostatnim czasie kluczowym czynnikiem dla polskich obligacji i IRS. W tym tygodniu, oczekiwania inwestorów odnośnie przyszłych decyzji banków centralnych mogą odgrywać główną rolę.

W niedzielę poznamy wyniki stress testów europejskich banków komercyjnych. W ostatnich dniach pojawiały się plotki odnośnie liczby instytucji, które ich nie przeszły. Jeśli ostateczne wyniki będą gorsze od oczekiwań, wtedy nadzieje na to, że EBC rozszerzy program skupu aktywów o obligacje korporacyjne mogą się wzmacnić.

Wydaje się jednak, że kluczowym wydarzeniem tygodnia będzie decyzja FOMC. Inwestorzy będą próbowali ocenić czy od ostatniego posiedzenia członkowie komitetu bardziej obawiają się o przyszłość amerykańskiej gospodarki w kontekście ostatnich słabych danych ze strefy euro. Sygnały o tym, że ocena perspektyw pogorszyła się może ożywić oczekiwania rynku, że nastawienie w polityce pieniężnej nie ulegnie zmianie co najmniej do połowy 2015 i wesprze globalny rynek stopy procentowej.

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, Al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)