

TYGODNIK EKONOMICZNY

3 – 9 listopada 2014

Banki centralne ponownie wyszły na pierwszy plan! W minionym tygodniu Fed zakończył program ilościowego łagodzenia polityki. Jednak wcale nie oznacza to, że płynność na globalnych rynkach nie będzie w najbliższym czasie wspierana przez banki centralne. Już pod koniec minionego tygodnia bank centralny Japonii zaskoczył zwiększeniem skali ekspansji swojego bilansu, a w najbliższym tygodniu więcej szczegółów na temat swoich planów może przedstawić EBC. Posiedzenie EBC będzie zapewne wydarzeniem tygodnia w Europie. Inwestorzy liczą, że stanowisko EBC będzie jeszcze bardziej gołębie niż poprzednio, szczególnie w kontekście ostatnich słabych danych ze strefy euro. Widzimy jednak ryzyko, że bank centralny będzie chciał poczekać na grudniową turę TLTRO zanim podejmie dodatkowe działania, po tym jak we wrześniu ogłosił program skupu aktywów. Jeśli tak się wydarzy, to złoty i obligacje mogą oddać część ostatnich zysków. Oczywiście z punktu widzenia polskiego rynku istotnym wydarzeniem będzie posiedzenie RPP. Spodziewamy się obniżki o 25pb z pozostawieniem otwartych drzwi do dalszego dostosowania, jeśli kolejne dane z gospodarki zaskoczą *in minus*.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (3 listopada)							
2:45	CN	PMI – przemysł	X	pkt	50,4	-	50,2
9:00	PL	PMI – przemysł	X	pkt	50,0	49,7	49,5
9:55	DE	PMI – przemysł	X	pkt	51,8	-	49,9
10:00	EZ	PMI – przemysł	X	pkt	50,7	-	50,3
16:00	US	ISM – przemysł	X	pkt	56,5	-	56,6
WTOREK (4 listopada)							
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	IX	% m/m	-0,5	-	-10,1
ŚRODA (5 listopada)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,75	1,75	2,00
9:55	DE	PMI – usługi	X	pkt	54,8	-	55,7
10:00	EZ	PMI – usługi	X	pkt	52,4	-	52,4
14:15	US	Raport ADP	X	tys.	214	-	213
16:00	US	ISM – usługi	X	pkt	58,0	-	58,6
CZWARTEK (6 listopada)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	IX	% m/m	2,0	-	-5,7
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	IX	% r/r	3,8	-	-5,2
11:00	PL	Aukcja obligacji					
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,05	-	0,05
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	287
PIĄTEK (7 listopada)							
8:00	DE	Eksport	IX	% m/m	2,3	-	-5,8
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	1,8	-	-4,0
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	X	tys.	230	-	248
14:30	US	Stopa bezrobocia	X	%	5,9	-	5,9

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 Luzziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

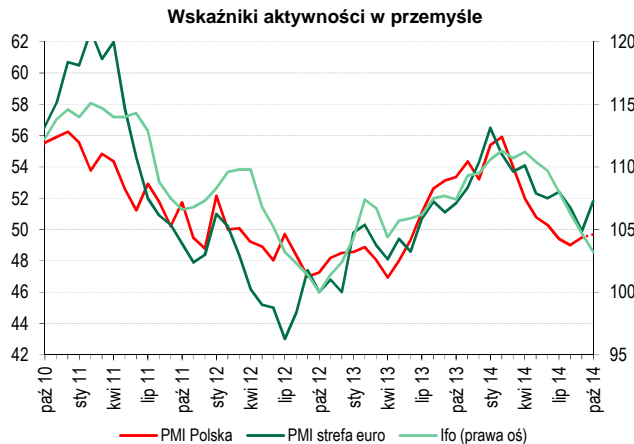
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

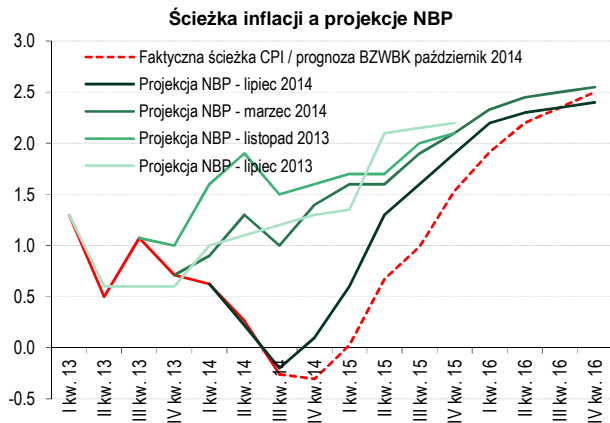
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Stopy w dół, tylko o ile?



▪ Wstępne indeksy PMI dla przetwórstwa przemysłowego strefy euro i Niemiec odbiły nieco w górę w październiku. Pozytywnie zaskoczyły również wskaźniki koniunktury Eurostatu. Z drugiej strony, niemiecki indeks Ifo spadł mocno do najniższego poziomu od grudnia 2012, co – razem z wcześniejszym niskim odczytem ZEW – jest dość pesymistycznym sygnałem, sugerującym osłabienie aktywności w największej europejskiej gospodarce.

▪ Spodziewamy się, że indeks PMI dla polskiego przemysłu podaży w górę w październiku, w ślad za europejskimi indeksami, ale wzrost będzie bardzo niewielki i wskaźnik pozostanie poniżej neutralnego poziomu 50 pkt, wskazując na dość ograniczone pole do odbicia produkcji przemysłowej. Indeks koniunktury GUS w sektorze przetwórczym wzrósł lekko w październiku; poprawiły się również oceny bieżącej i przyszłej produkcji, po wyraźnym spadku we wrześniu.

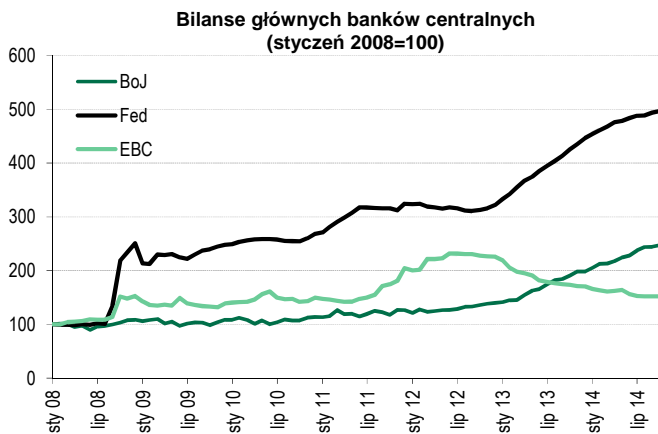


▪ Naszym zdaniem decyzja RPP o obniżce stóp o 50pb w październiku przeszła niewielką większością, przy decydującym głosie prezesa NBP. Dlatego zbudowanie większości za kontynuacją łagodzenia polityki pieniężnej może nie być wcale takie łatwe.

▪ Uważamy, że RPP obniży stopy w listopadzie o 25pb, co jest scenariuszem wycenianym przez rynek i oczekiwanym przez większość analityków. Wg najnowszej ankiety agencji Reuters 17 z 26 ankietowanych analityków oczekuje obniżki stóp w listopadzie o 25pb, 6 spodziewa się redukcji o 50pb, a zaledwie 3 zakłada, że stopy pozostaną bez zmian.

▪ Oczekujemy, że nowa projekcja NBP pokaże wyraźnie niższą ścieżkę PKB w kolejnych kwartałach (nawet o 1,5 pkt. proc. w I kw.15) i niższą inflację, co dostarczy argumentów dla dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. W efekcie, RPP raczej pozostawi uchylone drzwi do dalszych obniżek, ale tylko gdyby sytuacja ekonomiczna pogorszyła się bardziej.

Ostatni tydzień w gospodarce – To nie koniec QE na świecie



▪ Na ostatnim posiedzeniu FOMC zakończył program luzowania ilościowego (QE3), a komunikat okazał się być bardziej jastrzębi niż oczekiwano. Fed podkreślił, że gospodarka USA jest w fazie ożywienia, ale nie odniósł się do ostatniego zamieszania na rynkach finansowych i nie zmienił swojej retoryki odnośnie przyszłej ścieżki stóp (które pozostaną niezmiennymi przez „dłuższy czas”). Jednak nie spodziewamy się spadku płynności w globalnym systemie finansowym, gdyż:

- 1) Fed będzie dalej reinwestował przychody z wykupu papierów skarbowych na rynku ABS i do rolowania amerykańskich papierów skarbowych.
- 2) Bank Japonii niespodziewanie postanowił zwiększyć skalę swojego programu QE z 60-70 bln do 80 bln JPY rocznie.
- 3) EBC kontynuuje skup aktywów i na rynku obecne są oczekiwania, że program obejmie także obligacje korporacyjne (a nawet rządowe).

Cytat tygodnia – (Węższa) przestrzeń do obniżki w listopadzie

Andrzej Rzońca, członek RPP, 29.10.2014, Gazeta Wyborcza

Nie ma potrzeby dalszych cięć stóp procentowych.

Jan Winięcki, członek RPP, 27.10.2014, Reuters

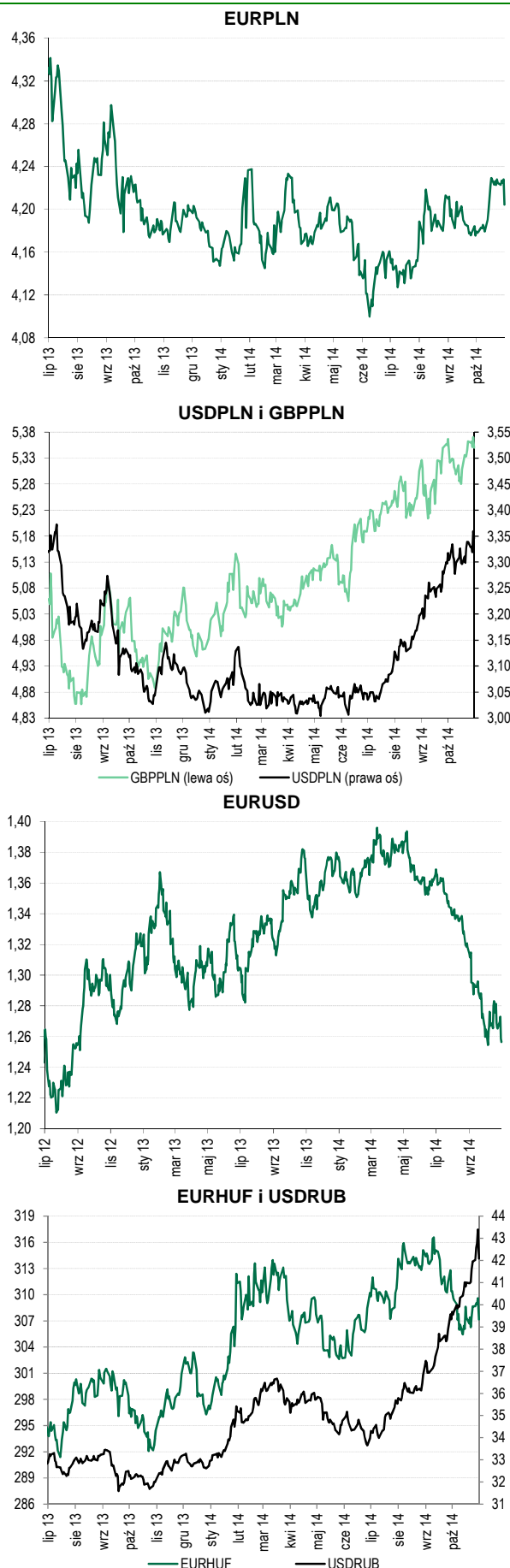
Polityka pieniężna jest blisko wejścia w niekonwencjonalne działania, które nie przynoszą efektów.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 27.10.2014, PAP

Jest jeszcze przestrzeń do obniżki stóp procentowych w listopadzie, ale ona się mocno zawężała po październikowej, istotnej redukcji głównej stopy o 50 punktów bazowych. Moim zdaniem ten temat jest wciąż otwarty, nic tu nie jest jeszcze przesądzone.

Naszym zdaniem październikowa obniżka stóp została przegłosowana minimalną większością, z poparciem czterech członków (A. Bratkowski, E. Chojna-Duch, J. Osiatyński, A. Zielińska-Głębocka) i prezesa M. Belki. Spodziewamy się, że ta sama piątka poprze dalsze łagodzenie polityki w listopadzie. Teoretycznie, wystarczy by tylko jedna osoba zmieniła zdanie i obniżki nie będzie. Nie jest to jednak nasz scenariusz bazowy. Mimo że E. Chojna-Duch wydawała się być mniej gołębia w swoich niedawnych komentarzach, to ten najnowszy wskazuje, że poprze ona obniżkę w listopadzie. Nowa projekcja PKB i CPI prawdopodobnie będzie argumentem za obniżką. Wprawdzie spodziewamy się obniżki stóp w listopadzie, ale naszym zdaniem oczekiwania rynkowe na złagodzenie polityki o ponad 50pb w perspektywie 3 miesięcy są przesadzone.

Rynek walutowy – EBC kluczowy dla złotego



Złoty lekko zyskuje do euro

▪ Złoty umocnił się nieco w minionym tygodniu do euro, EURPLN osiągnął tymczasowo ok. 4,20 (najniższy poziom od połowy października). Krajowa waluta pozostała odporna na jastrzębi komunikat FOMC i skorzystała z zaskakującej decyzji banku centralnego Japonii o zwiększeniu skali programu skupu aktywów. Jednocześnie, złoty stracił do dolara, ponieważ spadek EURPLN został zneutralizowany przez spadek EURUSD. W rezultacie, USDPLN wzrósł powyżej 3,36 (najwyżej od lipca 2013).

▪ Krajowa waluta pozytywnie zareagowała na decyzję Banku Japonii, co może sugerować, które z ważnych wydarzeń tego tygodnia będą kluczowe dla złotego. Inwestorzy liczą, że stanowisko EBC będzie jeszcze bardziej gołębie niż poprzednio biorąc pod uwagę ostatnie słabe dane ze strefy euro. Sądzymy jednak, że jest ryzyko, że bank centralny będzie chciał poczekać na grudniową turę TLTRO zanim podejmie dodatkowe działania, po tym jak we wrześniu ogłosił program skupu aktywów. Jeśli więc EBC rozczaruje, wtedy złoty może wytracić co najmniej część ostatnich zysków. Istotne poziomy dla EURPLN to 4,20 (kolejne wsparcie na 4,17-4,18) i 4,24.

Dolar zyskuje dzięki jastrzębiemu FOMC

▪ EURUSD spadł w minionym tygodniu głównie dzięki bardziej jastrzębiemu od oczekiwań komunikatowi z posiedzenia FOMC. Kurs spadł do 1,25 z 1,276 w trakcie drugiego tygodnia spadków z rzędu.

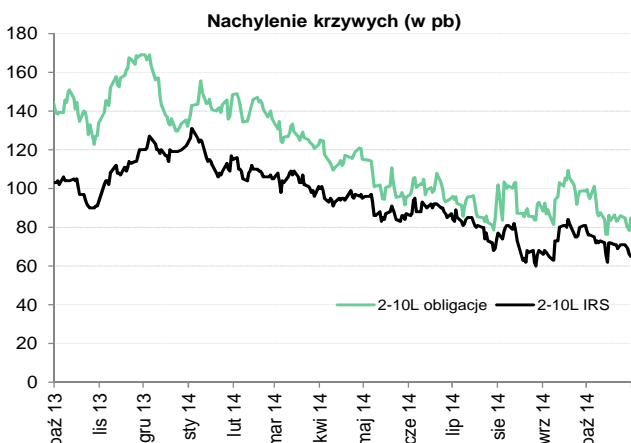
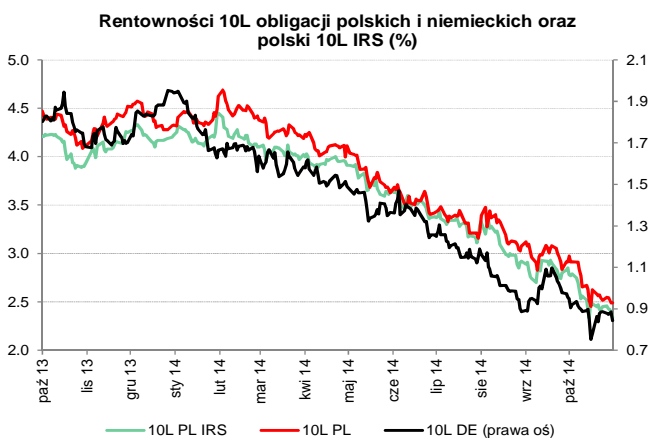
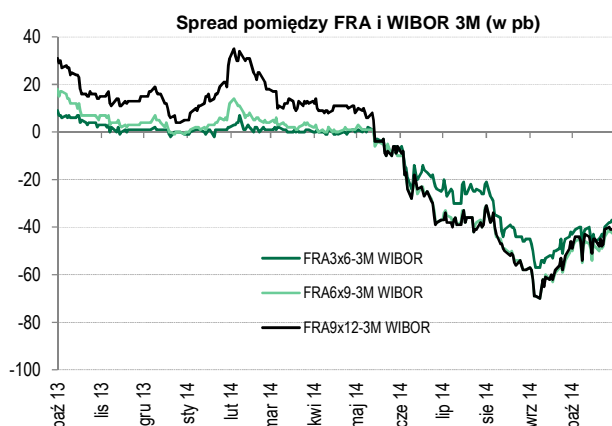
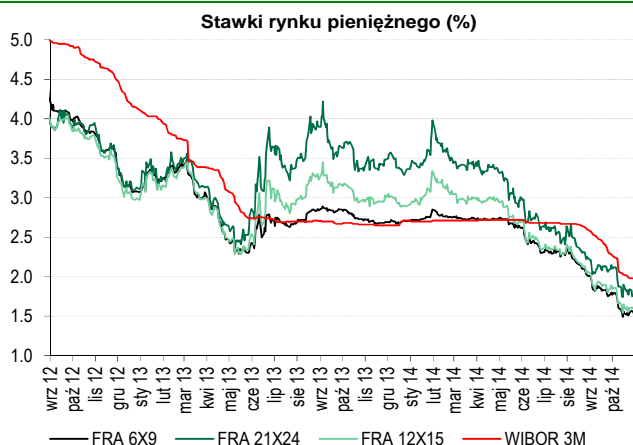
▪ Najbliższy tydzień pełen jest ważnych wydarzeń. Oczekiwanie na rozszerzenie przez EBC programu skupu aktywów wzmocniły się w ostatnim czasie w wyniku słabych danych ze strefy euro i wywarły już wyraźną presję na wspólną walutę. Warto zauważyć, że nawet znacznie lepsze od oczekiwań wstępne dane o amerykańskim PKB za III kw. nie zdołały umocnić dolara jeszcze bardziej. Sugeruje to, że znaczne poluzowanie polityki pieniężnej w strefie euro i silne dane z USA zostały już wycenione przez rynek. Wynika z tego, że tylko zaskakująca retoryka EBC i/lub miesięczne dane z amerykańskiego rynku pracy znacznie różniące się od oczekiwań mogłyby pchnąć EURUSD znacznie poniżej 1,25 (kolejne wsparcia są na 1,246 i 1,226). W przeciwnym razie, pierwszy opór dla kursu znajduje się na 1,29.

Rubel pod presją mimo podwyżki stóp

▪ USDRUB osiągnął kolejny rekordowo wysoki poziom na 43,87 i zakończył tydzień blisko historycznego szczytu. W międzyczasie, kurs odnotował dynamiczny spadek do ok. 41,5 (największy dzienny spadek od marca 1999) w wyniku spekulacji, że prezydenci Putin oraz Poroszenko doszli do porozumienia ws. statusu Krymu. Bank centralny Rosji podniósł stopy procentowe o 150 pb do 9,5% (rynek oczekiwał ruchu o 100 pb) w celu zatrzymania deprecjacji rosyjskiej waluty i zniechęcenia gospodarstw domowych od przewalutowania oszczędności z rubli na waluty obce. Decyzja ta nie powstrzymała jednak ruchu wzrostowego USDRUB, który odbił do 42,9 na koniec tygodnia.

▪ Kurs EURHUF pozostał dość stabilny nieco powyżej 305, najniższego poziomu od czerwca. Z kolei EURCZK zanotował drugi tydzień z rzędu dość wyraźnych wzrostów – w ostatnich dniach odbił do 27,8 z 27,6. Inwestorzy mogą być zaniepokojeni tym, że słaby wzrost w strefie euro zmusi czeski bank centralny do podniesienia dolnej tolerowanej granicy EURCZK (obecnie na 27,0). W tym tygodniu poznamy dane o czeskiej produkcji przemysłowej i odczyt ten może wpłynąć na koronę.

Rynek stopy procentowej – Wynik posiedzenia RPP kluczowy dla kierunku rynku



Stawki rynku pieniężnego w trendzie spadkowym

Stawki rynku pieniężnego kontynuowały trend spadkowy w wyniku silnych oczekiwań na redukcję stóp w listopadzie. Jastrzębie komentarze niektórych członków RPP spowodowały wzrost stawek FRA na początku minionego tygodnia. Jednak wzrost stawek był krótkotrwały w związku z wciąż silnymi oczekiwaniami na dalsze luzowanie polityki monetarnej w nadchodzących miesiącach. Stawki FRA obniżyły się o 1-7 pb, w tym najbardziej spadły stawki na długie terminy.

Obecnie stawki FRA wskazują, że rynek oczekuje redukcji stóp o 25 pb w listopadzie i o więcej niż 50 pb w ciągu najbliższych trzech miesięcy. Stąd, możliwa skala dalszego łagodzenia polityki monetarnej znajduje już odzwierciedlenie w cenach rynkowych. Warto jednak zauważyć, że rynek jest wciąż niepewny co do dalszego dostosowania w polityce monetarnej. W związku z tym inwestorzy z uwagą będą śledzić konferencję prasową i komunikat RPP (który będzie zawierał nowe projekcje CPI i PKB) próbując odgadnąć czy RPP zakończyła cykl obniżek stóp czy też nie. W naszej ocenie Rada utrzyma łagodne nastawienie w polityce monetarnej. W konsekwencji oczekujemy dalszego nieznacznego spadku stawek WIBOR w nadchodzących tygodniach.

Pozytywny trend na krajowym rynku długu utrzymuje się

Wydawało się, że wynik posiedzenia FOMC będzie najważniejszym wydarzeniem w minionym tygodniu. Jednak reakcja rynków bazowych, ale również krajowego rynku długu, na bardziej jastrzębią od oczekiwań retorykę Fed była ograniczona. Wzrosty rentowności okazały się krótkotrwałe gdyż publikowane dane makro ze strefy euro, a także z USA były wspierające dla rynku obligacji. Dodatkowo, nieoczekiwana decyzja banku centralnego Japonii zwiększająca skalę poluzowania monetarnego poprzez zwiększenie limitu zakupu papierów dłużnych umożliwiła powrót do trendu spadkowego rentowności, dzięki czemu rentowność krajowej 10-latki osiągnęła nowe historyczne minimum.

W skali tygodnia krzywe rentowności przesunęły się w dół odpowiednio o 1-10 pb dla obligacji i 1-7 pb dla IRS. Długi koniec krzywych zyskał najbardziej i w efekcie 2-10L spready znacznie zawężyły się w porównaniu do poprzedniego tygodnia. To świadczy o tym, że inwestorzy powrócili do strategii na spłaszczenie krzywych, wykorzystując spadek cen 10-latek do akumulacji obligacji z tego sektora.

Posiedzenie RPP będzie kluczowe dla rynku

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem będzie posiedzenie RPP. Powszechnie oczekuje się, że Rada obniży stopy procentowe. Większość inwestorów oczekuje obniżki stóp o 25 pb (co jest również naszym scenariuszem), podczas gdy niektórzy spodziewają się kolejnego cięcia o 50 pb. Materializacja naszego scenariusza z wciąż łagodnym nastawieniem Rady powinny wspierać rynek obligacji i IRS, tym bardziej, że miesięczne dane publikowane w dalszej części miesiąca powinny potwierdzać spowolnienie gospodarki. Uważamy, że tylko jasny sygnał końca redukcji stóp może przyczynić się do odwrócenia bieżącego trendu na rynku długu.

Nastroje inwestorów po RPP będą miały przełożenie na wyniki aukcji obligacji. Wykorzystując sprzyjające warunki rynkowe Ministerstwo Finansów zaoferuje w czwartek obligacje długoterminowe (DS0725, WS0428 i WZ0124) o wartości 2-4 mld zł. Środki z tej aukcji będą finansowały przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe brutto, które w naszej ocenie na koniec października były już sfinansowane w ok. 13% (przy założeniu niższego deficytu budżetowego o 10 mld zł). Nastroje na rynku i relatywnie niska oferta będą wspierały wyniki aukcji, a Ministerstwo nie powinno mieć problemu z uplasowaniem maksymalnej wartości oferty.

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, www.bzwbk.pl