

TYGODNIK EKONOMICZNY

10 – 16 listopada 2014

Posiedzenia banków centralnych były kluczowymi wydarzeniami dla rynków w minionym tygodniu, zarówno w Polsce, jak za granicą. EBC podjął żadnych nowych działań, ale odnotował pogorszenie sytuacji w strefie euro, podkreślając, że ryzyka są asymetryczne w dół i rozbudzając oczekiwania, że może zdecydować się na dalsze kroki w przyszłości. Rada Polityki Pieniężnej zaskoczyła inwestorów i analityków, pozostawiając stopy procentowe bez zmian, podczas gdy obniżka była powszechnie oczekiwana i wyceniana. Najwyraźniej niektórzy z gołębich członków Rady (po tym jak w październiku poparli redukcję o 50pb) zmienili zdanie i obecnie spodziewają się bardziej optymistycznego scenariusza w porównaniu z projekcją (której wyniki uzasadniają naszym zdaniem dalsze złagodzenie polityki pieniężnej). Oczekujemy, że kolejne dane nie pokażą poprawy sytuacji, więc zakładamy, że czeka nas jeszcze jedna obniżka stóp procentowych, jeśli nie w grudniu to w I kwartale 2015.

Ze względu na wtorkowe święto, płynność na polskim rynku finansowym na początku tygodnia będzie znikoma. Jednak w dwóch ostatnich dniach tygodnia pojawią się bardzo ważne dane. Oczekujemy pogłębienia deflacji w październiku do -0,5% r/r oraz spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w III kwartale poniżej 3% (podobne tempo wzrostu prawdopodobnie zostanie utrzymane również w IV kwartale). Takie informacje będą wspierały naszą prognozę, zakładającą, że możliwe jest jeszcze złagodzenie polityki pieniężnej. Możliwa jest więc korekta ostatniej wyprzedzaży na rynku obligacji. Po ostatnich danych sugerujących hamowanie europejskiej gospodarki, kolejne słabe odczyty ze strefy euro mogą wspierać oczekiwania, że EBC w końcu rozpocznie dodatkowe działania stymulujące.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (10 listopada)							
9:00	CZ	CPI	X	% r/r	0,6	-	0,7
WTOREK (11 listopada)							
	PL	Święto Niepodległości					
9:00	HU	CPI	X	% r/r	-0,3	-	-0,5
ŚRODA (12 listopada)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	0,7	-	-1,8
CZWARTEK (13 listopada)							
14:00	PL	CPI	X	% r/r	-0,4	-0,5	-0,3
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IX	mln €	-460	28	-986
14:00	PL	Eksport	IX	mln €	13 825	14 505	11 560
14:00	PL	Import	IX	mln €	13 473	13 708	11 624
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	278
PIĄTEK (14 listopada)							
8:00	DE	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	1,1	-	1,2
9:00	CZ	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	2,5	-	2,5
9:00	HU	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	2,9	-	3,9
10:00	PL	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	2,7	2,8	3,3
11:00	EZ	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	0,7	-	0,7
11:00	EZ	HICP	X	% r/r	0,4	-	0,4
14:00	PL	Podaż pieniądza	X	% r/r	7,9	8,1	7,8
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	0,2	-	-0,3
15:55	US	Wstępny Michigan	XI	pkt	87,5	-	86,9

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 Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

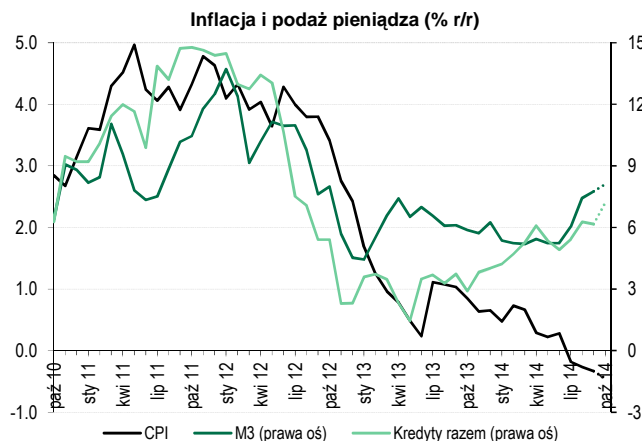
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Kluczowe dane po długim weekendzie

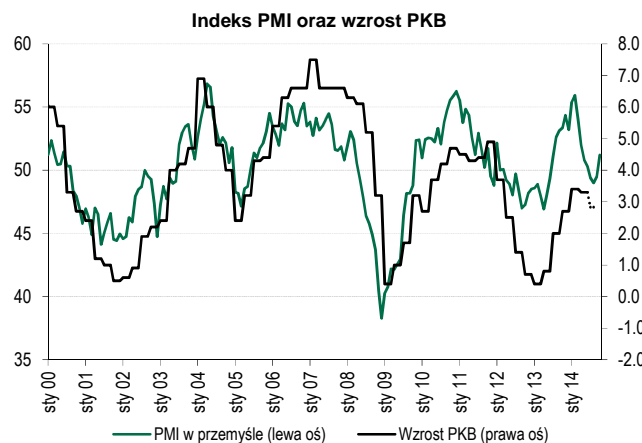


▪ Spodziewamy się dalszego spadku inflacji w październiku, do nowego minimum $-0,5\%$ r/r. Nasza prognoza jest poniżej konsensusu rynkowego, więc jej realizacja może wywołać umocnienie na rynku stopy. Naszym zdaniem ceny żywności lekko wzrosły w październiku, co ze względu na bardzo niską bazę w tej kategorii pchało w górę wskaźnik CPI. Jednak nad tym efektem przeważyły efekty wysokiej bazy w dwóch innych kategoriach: łączności oraz odzieży i obuwiu, co w sumie spowodowało spadek dynamiki CPI.

▪ Dane o bilansie płatniczym prawdopodobnie pokażą dość wyraźną poprawę we wrześniu, z bilansem handlowym i obrotów bieżących ponownie na plusach (choć głównie za sprawą efektu sezonowego). Wzrosty eksportu i importu zapewne przyspieszyły, wspierane większą liczbą dni roboczych. Możemy jednak się spodziewać ich ponownego spowolnienia w kolejnych miesiącach, ponieważ słaba koniunktura w strefie euro negatywnie wpływa na zamówienia dla polskich firm.

▪ W piątek GUS opublikuje przyspieszony szacunek PKB za III kwartał. Oczekujemy spowolnienia wzrostu poniżej 3% r/r. Należy jednak mieć świadomość, że ryzyko niespodzianki (zarówno w jedną, jak i w drugą stronę) jest tym razem szczególnie duże, ponieważ będzie to pierwsza kwartalna publikacja PKB w oparciu o nową metodologię (ESA2010 plus pozostałe korekty). GUS nie opublikował dotąd kwartalnych danych historycznych w nowym ujęciu, więc nie sposób dokładnie prognozować III kwartału nie znając wyników z poprzednich kwartałów.

▪ Dane o podaży pieniądza zwykle nie są dla rynku zbyt istotne. Naszym zdaniem może to być jednak przydatny wskaźnik wyprzedzający aktywności na rynku krajowym. Jeśli wzrost kredytów będzie nadal przyspieszał, będzie to dla nas wskazówką, że popyt krajowy pozostaje dość mocny w końcówce roku.



Ostatni tydzień w gospodarce – Czy RPP wcisnęła pauzę, czy stop?

Projekcje NBP w kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB			
	Lis 13	Mar 14	Lip 14	Lis 14
2014	2,0-3,9	2,9-4,2	3,2-4,1	2,9-3,5
2015	2,1-4,5	2,7-4,8	2,6-4,5	2,0-3,7
2016		2,3-4,8	2,3-4,5	1,9-4,2
	Inflacja CPI			
	Lis 13	Mar 14	Lip 14	Lis 14
2014	1,1-2,2	0,8-1,4	-0,1-0,4	0,0-0,2
2015	1,1-2,6	1,0-2,6	0,5-2,1	0,4-1,7
2016		1,6-3,3	1,3-3,1	0,6-2,3

▪ RPP postanowiła utrzymać stopy procentowe bez zmian, pomimo tego, że nowe projekcje banku centralnego wyraźnie sugerują złagodzenie polityki pieniężnej.

▪ Możliwe są obecnie dwa scenariusze na najbliższe miesiące. Po pierwsze, zapowiadana koncentracja w polityce pieniężnej już nastąpiła i jeden wyraźny ruch w październiku był wystarczający (byłoby to dość dziwne, biorąc pod uwagę wyniki projekcji). Po drugie, RPP na chwilę się zdekoncentrowała i wcześniej czy później dostarczy kolejną obniżkę. Zakładamy raczej to drugie, choć trudność Prezesa Belki w przekonaniu większości za obniżką w listopadzie pokazuje, że nie należy liczyć na zbyt wiele. Podtrzymujemy naszą prognozę, że stopa referencyjna osiągnie poziom $1,75\%$ w tym cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Jest to spójne z naszą prognozą wyższego od projekcji NBP tempa wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach

Cytat tygodnia – Sztuka komunikacji na najwyższym poziomie?

Marek Belka, Prezes NBP, 6.11, konferencja RPP

Kluczowe dla większości Rady było to, iż osłabienie tempa wzrostu gospodarczego może być przejściowe i w związku z tym, tak jak nikt nie polemizuje z nieuchronnością niskiego tempa wzrostu cen w horyzoncie projekcji, tak kwestia wzrostu tempa PKB budziła pewne kontrowersje, rozbieżności. (...) Gdyby okazało się, że ten scenariusz pesymistyczny z projekcji... gdyby w tym kierunku szła koniunktura to byłaby możliwość dalszego dostosowania polityki pieniężnej.

Nie ma już ryzyka, że inflacja będzie poniżej celu - teraz jest pewność. Wychodzi na to, że najważniejszy jest wzrost gospodarczy (dla decyzji).

Wg mnie tak (jest miejsce na obniżki w kolejnych miesiącach).

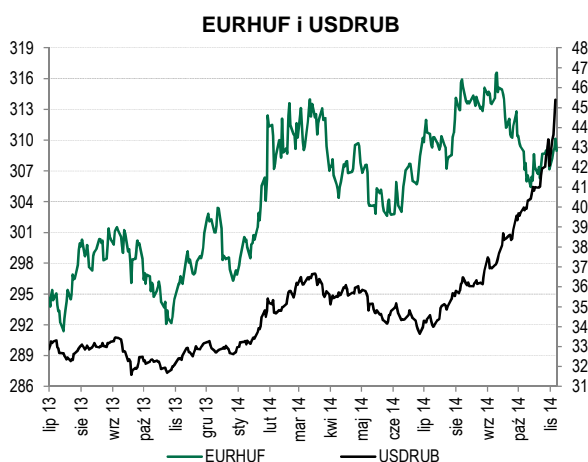
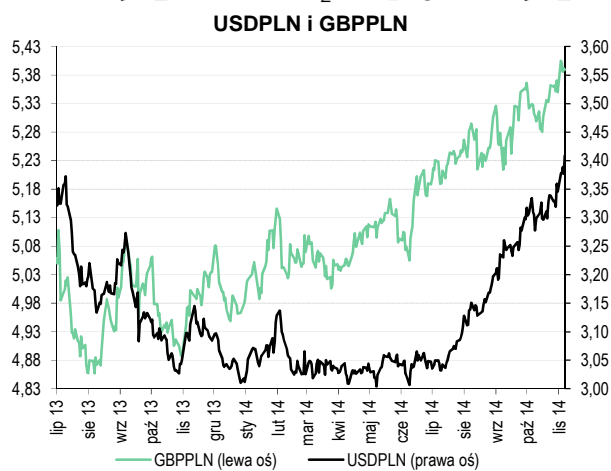
To nie jest mój pogląd (że trzeba zostawić sobie amunicję).

Sztuka komunikacji jest na najwyższym poziomie, tylko chodzi o to jaką decyzję podjęła Rada.

Komunikacja Rady podczas listopadowej konferencji prasowej była daleka od ideału (pomijając mowę ciała Prezesa NBP, która wyraźnie dawała do zrozumienia, że nie był on zadowolony z decyzji). RPP po prostu była niespójna w wielu kwestiach. Przykładowo, Marek Belka powiedział, że jest pewne, iż inflacja pozostanie poniżej celu, a w komunikacie napisano, że ryzyko utrzymywania się inflacji poniżej celu zmalało.

Wydaje się, że Rada po prostu nie uwierzyła w scenariusz przedstawiony w nowej projekcji NBP. Przykładowo, Elżbieta Chojna-Duch (która tym razem była zapewne przeciwna obniżce) spodziewa się przyspieszenia wzrostu PKB w IV kw. Naszym zdaniem nadchodzące dane pokażą raczej pogorszenie sytuacji, co skłoni RPP do kolejnej obniżki. Trudno jednak przesądzić, czy nastąpi to już w grudniu.

Rynek walutowy – EURPLN stabilny na podwyższonym poziomie



Złoty stabilny do euro mimo RPP i EBC

■ Pomimo ważnych wydarzeń, EURPLN pozostał w minionym tygodniu dość stabilny. Kurs wahał się w niezbyt szerokim przedziale w okolicy 4,22. Pozytywny wpływ zaskakującej decyzji RPP o utrzymaniu stóp bez zmian i gołębih sygnałów z EBC został zneutralizowany przez deprecjację rubla (więcej o tym w ostatnim akapicie).

■ Jednocześnie, krajowa waluta w dalszym ciągu traciła do dolara w wyniku wznowienia spadków przez EURUSD. W rezultacie, USDPLN wzrósł przejściowo powyżej 3,40, najwyższej od lipca 2012. Od lipca (kiedy to rozpoczął się trend wzrostowy USDPLN) do teraz, złoty jest piątą najsłabszą walutą do dolara spośród walut państw rozwijających się (stracił ponad 10%).

■ Żadne z wydarzeń zeszłego tygodnia nie zdołało odepchnąć kursu EURPLN od 4,22. Możliwe, że zdoła to zrobić któreś z ważnych wydarzeń tego tygodnia. Po pierwsze, płynność polskiego rynku będzie zmniejszona wobec święta we wtorek. Po drugie, nasza prognoza salda dochodów bieżących jest znacząco powyżej konsensusu, co może mieć pozytywny wpływ na złotego. Ponadto, dane o PKB mogą zaskoczyć, gdyż po raz pierwszy zobaczymy publikację według nowej metodologii.

■ Ważne poziomy dla EURPLN to 4,20 i 4,24.

Euro pod presją EBC

■ Od początku zeszłego tygodnia EURUSD był dość stabilny w pobliżu 1,25 w oczekiwaniu na decyzję EBC. Gołębi wydziewek posiedzenia dość wyraźnie wsparł dolara do euro i pchnął kurs nawet poniżej drugiego wsparcia wskazanego tydzień temu (1,246). EURUSD osiągnął najniższy poziom od sierpnia 2012 (ok. 1,236).

■ Ostatni dzień nadchodzącego tygodnia będzie po brzegi wypełniony ważnymi danymi makro, które mogą wywołać bardziej znaczący ruch na rynku. Najbliższy ważny poziom dla EURUSD to 1,226, opór znajduje się na 1,28.

Rubel dalej traci, dolny limit dla EUR/CZK dalej na 27,0

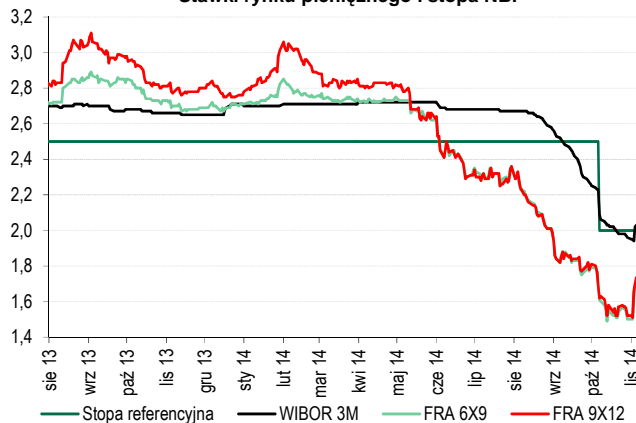
■ To był typowy ostatnio tydzień w wykonaniu USDRUB – rubel w dalszym ciągu tracił do dolara, a kurs osiągnął nowy rekord na 48,6. Dodatkową presję na rosyjską walutę wywierała decyzja banku centralnego, który zmienił zasady przeprowadzania interwencji walutowych – teraz dzienna skala działań nie będzie mogła przekroczyć 350 mln \$, podczas gdy wcześniej nie było takich ograniczeń i bank wydawał nawet prawie 3 mld \$ dziennie na obronę rubla.

■ Kurs wzrostowy USDRUB jest bardzo silny, więc przewidywanie punktu zwrotnego jest niezwykle trudne. Warto jednak zauważyć, że cofnięcie się kursu od rekordowego szczytu na koniec minionego tygodnia było największe w ostatnich dziewięciu tygodniach wzrostów kursu. Może to być pierwszy sygnał, że trend wzrostowy powoli słabnie.

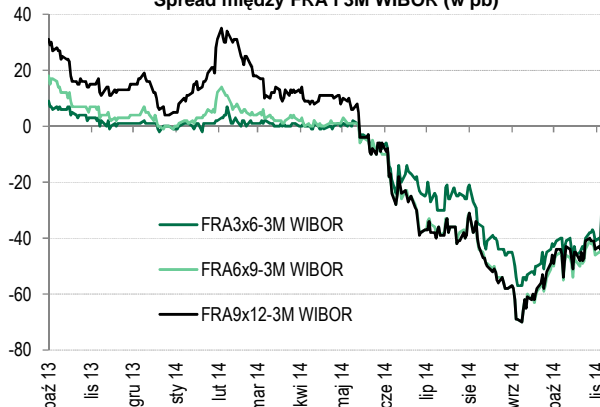
■ Bank centralny Czech utrzymał stopy bez zmian i minimalny akceptowalny poziom EURCZK na 27,0. Już miesiąc temu bank wskazywał na ryzyko w dół dla inflacji i wzrostu wskutek pogorszenia sytuacji w strefie euro, ale nie zdecydował się na podjęcie dodatkowych kroków. Być może dane o produkcji przemysłowej (wzrost o 8,3% r/r we wrześniu, najmocniej od lipca, oczekiwano +4,4% r/r) przekonały bank do tego, aby nie zmieniać granicy dla EURCZK.

Rynek stopy procentowej – Decyzja RPP ciąży rynekowi

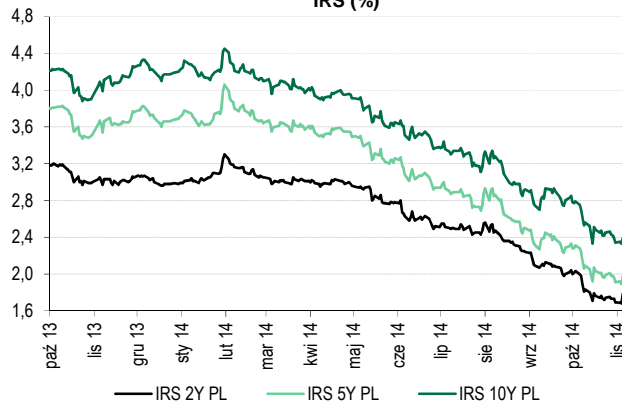
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



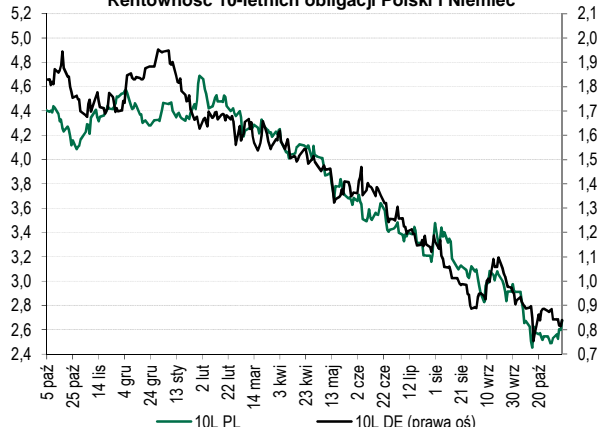
Spread między FRA i 3M WIBOR (w pb)



IRS (%)



Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec



Silne wzrosty stawek po decyzji RPP

▪ Znaczne zmiany na rynku pieniężnym występują zazwyczaj w reakcji na ruchy stóp NBP, kiedy WIBOR dostosowuje się do nowych poziomów stopy referencyjnej. Jednak w minionym tygodniu, mimo że RPP utrzymała stopy bez zmian, WIBOR-y od 1 do 12 miesięcy odnotowały całkiem wyraźne zmiany. Dwa dni po posiedzeniu Rady stawki były 7-11 pb wyżej niż w dniu decyzji. Największy ruch odnotowano w przypadku najkrótszej stawki, a najmniejszy dla najdłuższej. Żadna ze stawek od 1 do 12 miesięcy nie jest już poniżej 2%.

▪ IRS i rentowności obligacji również odnotowały dynamiczne wzrosty po zaskakującej decyzji RPP. Na koniec tygodnia, krzywa IRS była ok. 15 pb powyżej poziomu z poprzedniego piątku i 15-20 pb wyżej niż na dzień przed decyzją RPP. 2-letnia stawka jest obecnie na ok. 1,8% (najwyżej od początku października), 5-letnia na 2,0% (najwyżej od końca października), a 10-letnia na 2,40% (najwyżej od połowy października). Rentowności obligacji także przesunęły się gwałtownie w górę, o ok. 15 pb w stosunku do zamknięcia poprzedniego tygodnia i od poziomów na dzień przed decyzją Rady. Gołębia retoryka EBC miała jedynie tymczasowy pozytywny wpływ na krajowy rynek stopy procentowej.

Udana aukcja obligacji

▪ Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za prawie 4,5 mld zł (górną granicę planowanej oferty wynosiła 4 mld zł). Ze sprzedaży 10-letniego benchmarku DS0725 resort pozyskał 1,05 mld zł (przy popycie ok. 3,9 mld zł i rentowności 2,669%). Uplasowano także WZ0124 za 1,65 mld zł i WS0428 za 35 mln zł. Wg naszych szacunków, resort ma pokryte 10% przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych brutto i w naszej ocenie są szanse na osiągnięcie 15% pokrycia do końca roku.

Jest przestrzeń do odreagowania

▪ Wygląda na to, że ostatnie mocne osłabienie polskiego rynku długu wynikało z rozczarowania ostatnią decyzją RPP oraz z aktywacji zleceń stop-loss. Wydaje się, że ostatni ruch stóp w górę był zbyt szybki, by możliwa była jego kontynuacja. Uważamy, że jest potencjał do umocnienia polskiego rynku stopy procentowej w nadchodzących dniach, m. in. pod wpływem nowych danych. Nasza prognoza CPI (-0,5% r/r) jest poniżej oczekiwań rynkowych i jej realizacja może ożywić oczekiwania na więcej obniżek stóp NBP w Polsce. Spodziewamy się także spowolnienia wzrostu PKB w III kw. do poniżej 3%, co powinno być dla rynku gołębim sygnałem.

▪ Ponadto, retoryka EBC, sugerująca dalsze łagodzenie polityki pieniężnej, powinna zachęcać inwestorów do kupowania aktywów o wyższej rentowności, na przykład polskiego długu, który stał się bardziej atrakcyjny po ostatniej wyprzedaży.

▪ Ze względu na Święto Niepodległości we wtorek, płynność rynku będzie niska na początku tygodnia.

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