

TYGODNIK EKONOMICZNY

17 – 23 listopada 2014

Chociaż ostatni tydzień roboczy był krótszy niż zwykle ze względu na Dzień Niepodległości, wcale nie znaczy to, że był mniej interesujący. Poznaliśmy dwie kluczowe publikacje danych: o październikowej inflacji i o wzroście PKB w III kwartale, i obydwie okazały się sporymi niespodziankami. Stopa inflacji spadła do nowego minimum, -0,6% r/r, sygnalizując, że ujemne odczyty CPI mogą się utrzymać dłużej niż sądziliśmy. Tymczasem, dane o PKB były lepsze od prognoz, pokazując wzrost o 3,3% r/r w III kw. i rewizje w górę odczytów za poprzednie kwartały. Wcześniej, NBP opublikował Raport o inflacji zawierający m.in. szczegółowe informacje nt. nowych średnioterminowych projekcji. Po raz pierwszy w ramach projekcji pokazano scenariusz pesymistyczny, zakładający spowolnienie wzrostu PKB poniżej 2% i inflację utrzymującą się poniżej 1% do końca horyzontu projekcji. Naszą uwagę zwróciło m.in. zaskakująco wysokie prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza (40%). Jednak najwyraźniej w ocenie RPP nie jest to duże ryzyko, ponieważ – jak wiemy – zdecydowała na ostatnim posiedzeniu o utrzymaniu stóp bez zmian.

Po sporej niespodziance ze strony PKB inwestorzy będą uważnie analizować nadchodzące miesięczne wskaźniki aktywności ekonomicznej, w poszukiwaniu wskazówek nt. perspektyw polityki pieniężnej. Nasza prognoza produkcji przemysłowej jest powyżej konsensusu, co oznacza ryzyko dalszej korekty na rynku stopy procentowej. Dane mogą być jednocześnie lekko pozytywne dla polskiej waluty, chociaż z drugiej strony złoty może pozostać pod presją ryzyka geopolitycznego w regionie. Wskaźniki aktywności gospodarczej w strefie euro (wstępne PMI, niemiecki ZEW) będą również ważne, wpływając na oczekiwania rynkowe nt. perspektyw wzrostu gospodarczego w Europie i w Polsce.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (17 listopada)							
15:15	US	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,2	-	1,0
WTOREK (18 listopada)							
11:00	DE	Indeks ZEW	XI	pkt	1,3	-	3,2
ŚRODA (19 listopada)							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	X	% r/r	3,3	3,3	3,4
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	X	% r/r	0,8	0,7	0,8
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	X	tys.	1025	-	1017
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	X	tys.	1038	-	1031
20:00	US	Minutes FOMC					
CZWARTEK (20 listopada)							
2:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	XI	pkt	50,2	-	50,4
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	XI	pkt	51,5	-	51,4
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	XI	pkt	50,9	-	50,6
11:00	PL	Aukcja zamiany obligacji					
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	1,4	2,1	4,2
14:00	PL	Produkcja budowlana	X	% r/r	2,1	1,6	5,6
14:00	PL	PPI	X	% r/r	-1,2	-1,1	-1,6
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	CPI	X	% m/m	-0,1	-	0,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	290
16:00	US	Sprzedaż domów	X	tys.	5,15	-	5,17
16:00	US	Indeks Philly Fed	XI	pkt	18,5	-	20,7

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

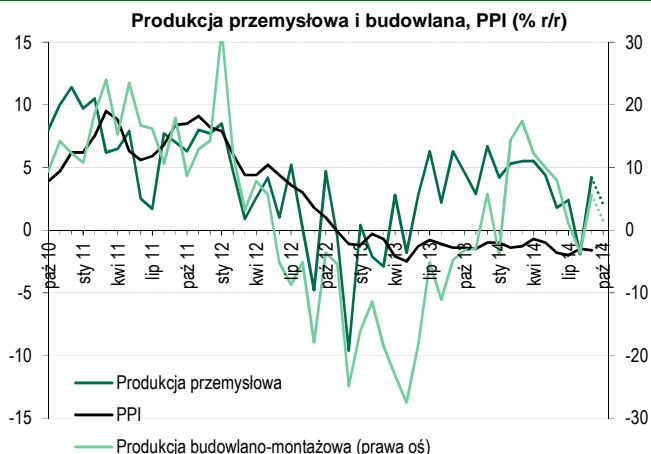
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

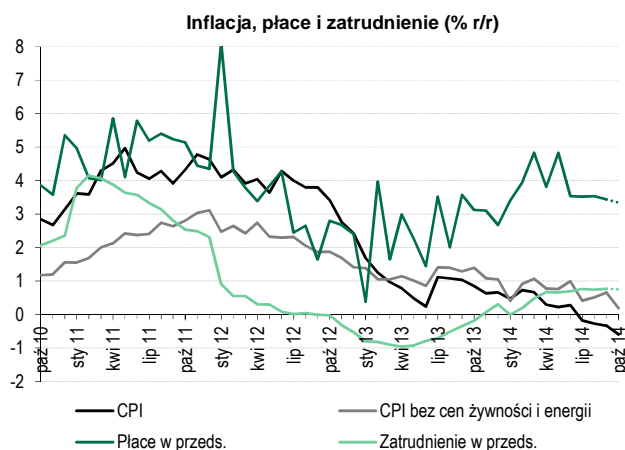
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Dane o produkcji i z rynku pracy

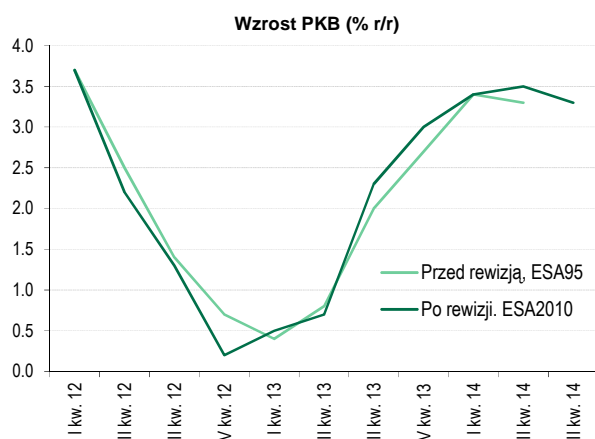


- Nie spodziewamy się znaczącej zmiany trendu na polskim rynku pracy w październiku. Wzrost płac w sektorze firm zapewne nieco spowolnił, podczas gdy wzrost zatrudnienia pozostał stabilny. Dane będą wspierały prognozę umiarkowanego wzrostu konsumpcji prywatnej.
- Według naszej prognozy, wzrost produkcji w przemyśle i budownictwie spowolnił w październiku w porównaniu do września, jako że w tym miesiącu brak było pozytywnego oddziaływania efektu dni roboczych. Jednak nasze prognozy są bardziej optymistyczne od konsensusu, co (po lepszym od oczekiwań PKB) może wzmocnić oczekiwania rynkowe, że obniżka stóp w grudniu nie jest zbyt prawdopodobna.
- Raport z listopadowego posiedzenia RPP może rzucić nieco więcej światła na przesłanki, które zachęciły członków Rady do pozostawienia stóp procentowych bez zmian. Wydaje nam się jednak, że dla rynku dużo ważniejsze będą nowe wypowiedzi członków RPP.

Ostatni tydzień w gospodarce – Słodko-gorzkie dane



- Inflacja CPI obniżyła się w październiku do -0,6% r/r, czyli najniższego poziomu w historii. Spadek CPI wynika w znacznej mierze z obniżających się cen żywności i paliw. Te dwa czynniki będą wywierały ujemną presję na inflację w krótkim okresie. Inne sektory również pokazują całkowity brak wzrostowej presji na ceny. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii spadła w październiku do 0,2% r/r – najniższej od ośmiu lat. Według naszej prognozy, inflacja CPI utrzyma się poniżej zera do końca I kw. 2015.
- Wzrost PKB w III kw. wyniósł 3,3% r/r, znacząco powyżej oczekiwań. Dane za poprzednie 6 kwartałów zostały zrewidowane znacząco w górę. Dane kwartalne wyrównane sezonowo pokazały przyśpieszenie w III kw. 2014 do 0,9% (z 0,7% w II kw. 2014). Według Eurostatu, w III kw. Polska była najszybciej rosnącą gospodarką w UE (w ujęciu rocznym, choć warto zaznaczyć, że niektóre państwa nie opublikowały jeszcze swoich danych). Publikacja wstępnego PKB za III kw. nie zawiera informacji o strukturze wzrostu, dlatego też trudno ocenić, co wywołało tę niespodziankę. W naszej ocenie wynikało to z dwóch czynników. Po pierwsze był to wynik zmian metodologicznych (pierwsza publikacja danych wg ESA 2010). Po drugie to prawdopodobnie wynik silniejszego od oczekiwań wzrostu inwestycji.
- Tempo wzrostu eksportu i importu przyśpieszyło we wrześniu (do 5,5% r/r i 5,8% r/r, odpowiednio), co jednak częściowo wynikało z pozytywnego efektu dni roboczych. Dane pokazują jednak słabnięcie trendu wzrostowego – w III kw. eksport urósł o 3,5% r/r wobec 6,1% r/r w II kw. i 8,4% r/r w I kw. Wynika to z osłabienia koniunktury w krajach strefy euro, zatem słaby wzrost eksportu możemy obserwować jeszcze przez kilka kwartałów. Import tymczasem będzie wspierany przez popyt krajowy. Będzie się to przekładało na pogorszenie wkładu eksportu netto we wzrost gospodarczy.



Cytat tygodnia – W grudniu można rozważyć „wait-and-see”

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 12 listopada, Wall Street Journal

Jest miejsce by obciążyć stopy do 1% (...) nie widzę przyczyn, by nie obcinać stóp procentowych jako że scenariusz bazowy NBP pokazuje wzrost w okolicach 3% przed najbliższymi dwoma latami i inflację wyraźnie poniżej celu 2,5%

Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 13 listopada, Bloomberg

Nie widzę żadnych oznak załamania wzrostu gospodarczego, które mogłyby uzasadniać dodatkowe łagodzenie polityki pieniężnej. Obniżka stóp procentowych w sytuacji, kiedy gospodarka urośnie o 2,8-3,0% w przyszłym roku, po tymczasowym spowolnieniu, byłaby objawem zbędnej paniki.

Elżbieta Chojna-Duch, członek RPP, 14 listopada, Reuters

W grudniu można rozważyć kontynuację formuły 'wait and see' i poczekać na kolejne dane.

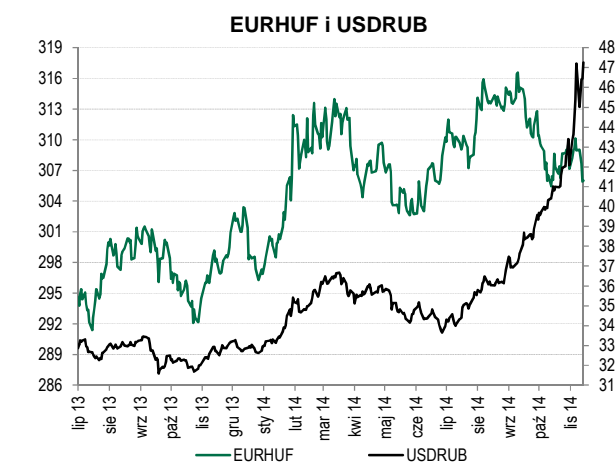
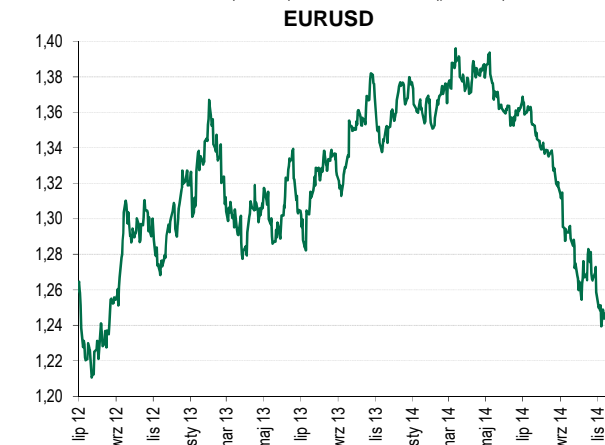
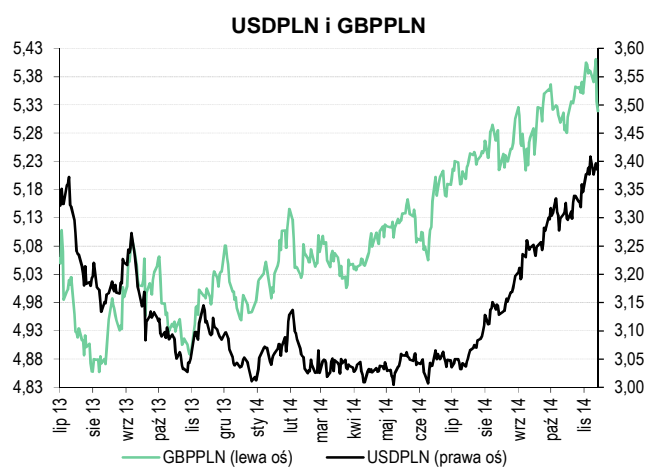
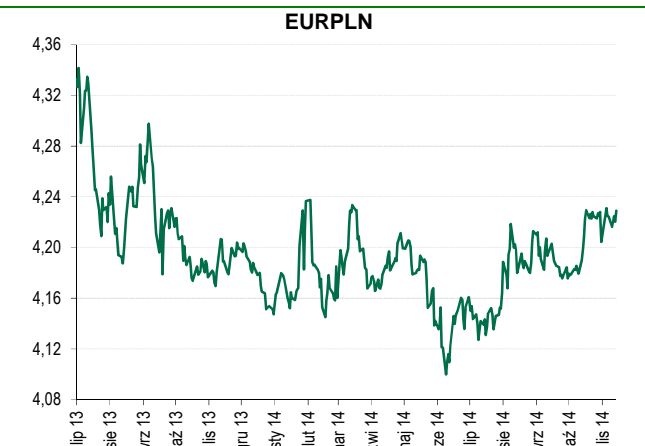
Anna Zielińska-Głębocka, członek RPP, 14 listopada, Reuters

Moim zdaniem Rada ma teraz czas na obserwowanie sytuacji.

Dane o PKB w III kw. to istotne wsparcie dla stanowiska Elżbiety Chojny-Duch, gdyż to ona obecnie jest kluczowym członkiem RPP i prawdopodobnie to ona była odpowiedzialna za utrzymanie stóp bez zmian w listopadzie. Po danych o wzroście gospodarczym może ona być jeszcze mniej chętna do wspierania obniżek w grudniu.

Jednak, perspektywy stóp procentowych w nadchodzących miesiącach będą zależeć od prognoz inflacji i PKB. Jeśli dane potwierdzą scenariusz zaprezentowany w ostatniej projekcji NBP, to Rada może ponownie obciążyć stopy. W Raporcie o Inflacji po raz pierwszy przedstawiono pesymistyczny scenariusz, gdzie wzrost PKB obniża się poniżej 2% a inflacja utrzymuje się poniżej 1% w całym horyzoncie prognozy. Prawdopodobieństwo tego scenariusza oceniono na 40% (wobec 55% dla głównego scenariusza), co pokazuje, jak duże ryzyko w dół widzą analitycy NBP.

Rynek walutowy – Czy kolejne polskie dane wesprą złotego?



Krajowa waluta pod wpływem polskich danych

▪ Największy wpływ na złotego w minionym tygodniu miały Polskie dane makro. Najpierw, niższy od prognoz odczyt październikowego CPI osłabił walutę w wyniku nasilenia się oczekiwań na obniżkę stóp NBP w grudniu – EURPLN wzrósł nagle do 4,24 (najwyżej od marca) z ok. 4,22. Ruch ten został jednak szybko odwrócony dzięki znacznie lepszym od konsensusu danym o wstępnym PKB za III kw. opublikowanym dzień później. Zaskakująco dobry odczyt powstrzymał EURPLN przed przebicciem ważnego oporu na 4,24 i kurs zakończył tydzień w przedziale 4,20-4,24 (w którym porusza się już od połowy października).

▪ Naszym zdaniem to nie koniec pozytywnych niespodzianek ze strony krajowych danych. W tym tygodniu poznamy październikową produkcję przemysłową i nasza prognoza jest nieco powyżej konsensusu. Jeśli się zmaterializuje, to złoty może kontynuować ruch aprecjacyjny zainicjowany po danych o PKB i EURPLN mógłby zbliżyć się do 4,20. Co więcej, w następnym tygodniu poznamy dane o sprzedaży detalicznej i tutaj spodziewamy się odczytu znacznie powyżej oczekiwań.

▪ Warto jednak pamiętać o wciąż napiętej sytuacji na wschodzie Europy. Doniesienia NATO o aktywności rosyjskiej armii na Ukrainie lub blisko granicy z nią mogą negatywnie wpływać na nastrój w regionie CEE i ograniczać potencjał do wyraźniejszego umocnienia złotego.

EURUSD czeka na impuls

▪ W zeszłym tygodniu EURUSD pozostał w bardzo wąskim przedziale (ok. 1,24-1,25) bowiem globalne dane makro nie różniły się znacznie od oczekiwań.

▪ Okres obniżonej zmienności może się skończyć w tym tygodniu, ponieważ opublikowanych zostanie dużo danych o aktywności gospodarczej z Europy i USA. Ostatnie odczyty ze strefy euro zaskakiwały na plus, co rozbudziło nadzieję, że dołek spowolnienia gospodarka ma już za sobą. Jeśli wstępne PMI dla przemysłu potwierdzą październikowe odbicie, wtedy euro mogłoby umocnić się do dolara. Jednocześnie, dane z USA też będą ważne.

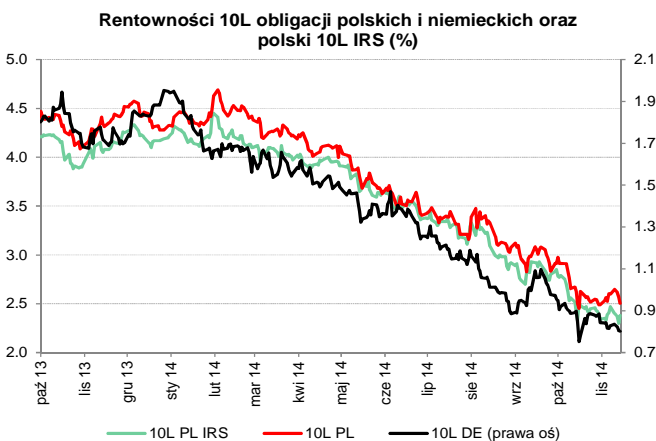
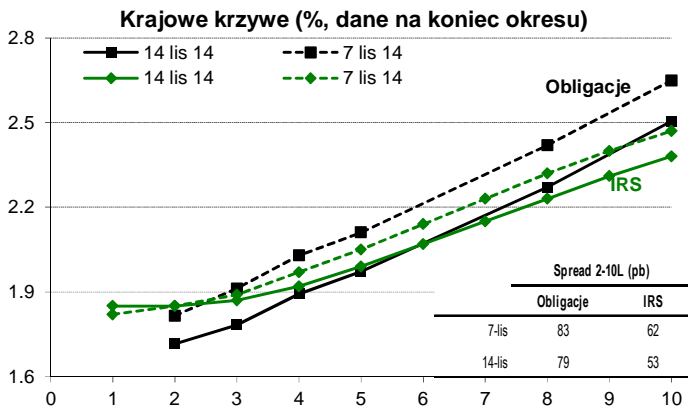
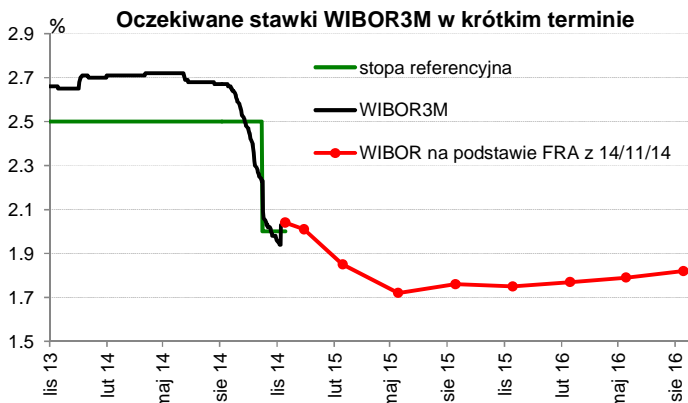
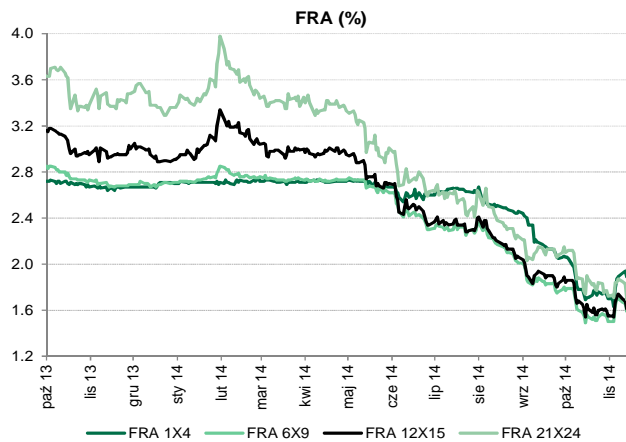
▪ Zakres wahań EURUSD zawęzał się w trakcie ostatnich kilku dni, co sugeruje, że wkrótce nastąpić może wyraźniejszy ruch. Ważne poziomy to ok. 1,24 i 1,25.

Przerwa w deprecjacji rubla

▪ USDRUB pozostał w minionym tygodniu poniżej rekordowego 48,6 dzięki działaniom rosyjskiego banku centralnego, który ograniczył możliwość spekulacji na rublu. Kurs spadł do 44,95, ale ruch ten okazał się tylko tymczasowy, bowiem spadające ceny ropy i aktywność rosyjskiej armii na Ukrainie (lub blisko jej granicy) wywarły presję na rubla. USDRUB zakończył tydzień powyżej 47,0.

▪ Forint umocnił się do euro w trakcie ostatnich sesji. Wstępny PKB dla Węgier za III kw. był znacznie lepszy od oczekiwań (3,2% r/r wobec 2,9% r/r), ale nie wsparł jeszcze bardziej forinta i na koniec tygodnia odnotowano lekką realizację zysków. W rezultacie, EURHUF nie zdołał przebić lokalnego minimum na ok. 305 (na początku tygodnia kurs był blisko 309).

Rynek stopy procentowej – Oczekiwania na obniżki stóp pod wpływem danych makro



Mniejsze oczekiwania na obniżki stóp po danych o PKB

W ubiegłym tygodniu stawki WIBOR kontynuowały stopniowy wzrost (o 1 pb wzdłuż krzywej). W tym samym czasie stawki FRA spadły dość znacząco w wyniku umocnienia IRS. Jednakże zaskakująco wysoki wstępny odczyt PKB za III kw. przyczynił się do zatrzymania trendu spadkowego w wyniku osłabienia oczekiwań na obniżki stóp procentowych. Jednakże, bieżąca wycena na rynku FRA wciąż sugeruje, że RPP obniży stopy procentowe o 25 pb w horyzoncie trzech miesięcy.

Ten tydzień będzie interesujący pod względem publikacji krajowych danych makroekonomicznych (dane z rynku pracy, produkcja przemysłowa, produkcja budowlana, PPI). Nasza prognoza wzrostu produkcji kształtuje się powyżej oczekiwań rynkowych i materializacja takiego scenariusza może negatywnie wpłynąć na wycenę FRA. W odniesieniu do WIBORów, stawki mogą pozostać względnie stabilne w ciągu tygodnia.

Wyższy wzrost PKB ograniczył zyski na rynku długu

Obligacje i IRS zyskały na wartości w pierwszej części minionego tygodnia w wyniku dalszego umocnienia na rynkach bazowych oraz oczekiwań, że dane o CPI i PKB potwierdzą konieczność dalszych dostosowań w polityce monetarnej. Październikowa inflacja zaskoczyła rynek głębszym spadkiem od oczekiwanego, co przyspieszyło spadki rentowności obligacji i stawek IRS wzdłuż krzywych. Jednak wstępny odczyt PKB za III kw. był znacząco lepszy od oczekiwań, co ostudziło oczekiwania inwestorów na obniżkę stóp w grudniu. W konsekwencji rentowności/stawki IRS wzrosły dość znacząco, ograniczając wcześniejsze zyski na rynku stopy procentowej. Po publikacji wstępnego PKB za III kw. rentowności wzrosły średnio o 10 pb wzdłuż krzywej.

W skali tygodnia spread 2-10L zarówno dla obligacji, jak i IRS zawężił się w wyniku większego osłabienia na krótkim końcu krzywych w porównaniu do pozostałych sektorów. Co więcej, miniony tydzień przyniósł zawężenie spreadu wobec niemieckich obligacji po dość znaczącym jego rozszerzeniu w pierwszym tygodniu listopada (dla sektora 10L spread zawężił się o 5 pb po rozszerzeniu o 13 pb tydzień wcześniej).

Krajowe dane pozostaną w centrum uwagi

W tym tygodniu uwaga inwestorów wciąż pozostanie skupiona na krajowych danych makro. Prognozujemy, że w październiku produkcja wzrośnie mocniej niż przewiduje konsensus rynkowy i może to być negatywny czynnik dla wyceny krajowego długu, głównie na krótkim końcu krzywych. Osłabienie na długim końcu może być ograniczone przez pozytywne nastroje na rynkach bazowych. Jednak publikacja opisu dyskusji FOMC z październikowego posiedzenia może zwiększyć zmienność na rynku.

Prawdopodobieństwo obniżki stóp w grudniu spadło po mocniejszym odczycie wstępnego PKB za III kw. 2014. W naszej ocenie wciąż istnieje możliwość obniżki stóp w perspektywie do końca I kw. 2015, tym bardziej, że roczny wskaźnik inflacji pozostanie poniżej zera przez dłuższy okres niż wcześniej oczekiwano. W związku z tym negatywne niespodzianki w danych będą aktywizowały stronę popytową, a co więcej wzrosty rentowności mogą być wykorzystywane do akumulacji obligacji / IRS.

W tym tygodniu odbędzie się również aukcja zamiany. Na początku tygodnia ministerstwo przedstawi ofertę obligacji w zamian za odkupywane WZ0115, PS0415 i OK0715. Oczekujemy, że resort finansów zaoferuje obligacje ze środka krzywej i zmiennokuponowe. Wyniki aukcji powinny mieć raczej ograniczony wpływ na nastroje na rynku wtórnym.

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