

TYGODNIK EKONOMICZNY

24 – 30 listopada 2014

Optymizm inwestorów z początku tygodnia nieco osłabł po gorszych od oczekiwań wstępnych indeksach PMI dla kilku krajów, w tym Chin, strefy euro i jej największych gospodarek: Niemiec i Francji. Minutes z posiedzenia FOMC były dla rynku neutralne. W związku z tym obawy o wzrost gospodarczy na świecie znowu weszły na pierwszy plan, wywołując wyprzedaż na rynku akcji i euro oraz wzmocnienie na bazowym rynku długu. Jednakże, później w ciągu tygodnia, niespodziewana obniżka stóp w Chinach i gołębie przemówienie Draghiego wsparły apetyt na ryzyko, w tym na polskie aktywa. Na krajowym rynku, dane makro były raczej mieszane (dane z rynku pracy były dobre, a o produkcji słabe), ale komentarze bankierów centralnych i minutes z posiedzenia RPP ożywiły oczekiwaną na łagodzenie polityki pieniężnej w nadchodzących miesiącach.

W tym miesiącu opublikowana zostanie ostatnia porcja danych makro, które mogą mieć wpływ na najbliższą decyzję polskiej RPP. W kalendarzu jest sporo danych z USA, ale inwestorzy skupią się zapewne na wstępnym odczycie inflacji HICP w strefie euro, istotnej z punktu widzenia programu łagodzenia ilościowego. Jeśli chodzi o Polskę, inwestorzy zobaczą sprzedaż detaliczną i strukturę wzrostu PKB w III kw. Te dwie publikacje będą impulsem, które mogą zmienić bilans głosów na najbliższym posiedzeniu RPP w grudniu. Jednakże, jeśli dojdzie do obniżki, to naszym zdaniem nie będzie ona głębsza niż 25 punktów bazowych.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (24 listopada)							
10:00	DE	Indeks Ifo	XI	pkt	103,3	-	103,2
WTOREK (25 listopada)							
8:00	DE	PKB	III kw.	% r/r	1,2	-	1,4
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	XI	% r/r	2,2	3,1	1,6
10:00	PL	Stopa bezrobocia	XI	% r/r	11,4	11,3	11,5
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	2,1	-	2,1
14:30	US	Drugi szacunek PKB	III kw.	% r/r	3,3	-	4,6
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	XI	pkt	95,8	-	94,5
ŚRODA (26 listopada)							
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	X	% m/m	-0,6	-	-1,3
14:30	US	Dochody osobiste	X	% m/m	0,4	-	0,2
14:30	US	Wydatki konsumentów	X	% m/m	0,3	-	-0,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	291
15:55	US	Indeks nastrojów Michigan	XI	pkt	90,0	-	89,4
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	X	% m/m	0,8	-	0,3
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	X	tys.	470	-	467
CZWARTEK (27 listopada)							
	US	Dzień wolny					
PIĄTEK (28 listopada)							
9:00	CZ	PKB	III kw.	% r/r	2,3	-	2,5
10:00	PL	PKB	III kw.	% r/r	3,3	3,3	3,5
11:00	EZ	Wstępny HICP	XI	% r/r	0,3	-	0,4
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	XI	% r/r	-	-	0,2

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

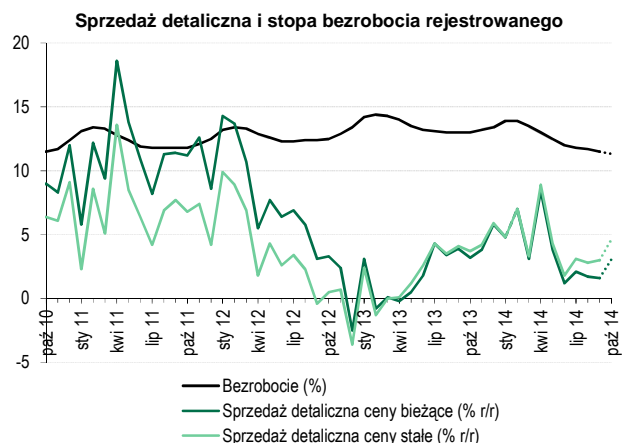
Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

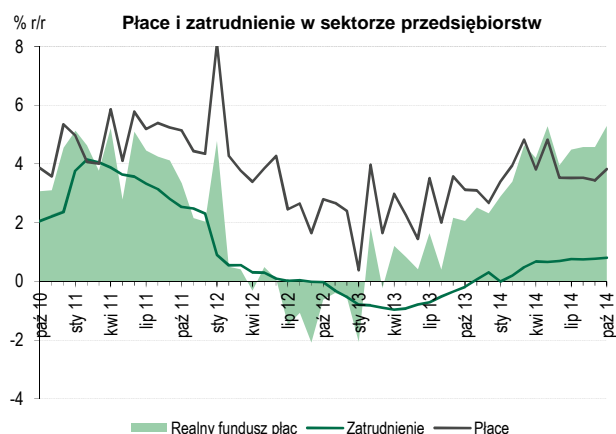
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Struktura wzrostu PKB w III kw., sprzedaż detaliczna i bezrobocie

▪ Ostatnie dane z krajowej gospodarki za październik powinny być całkiem dobre, pokazując spadek stopy bezrobocia do 11,3% i wzrost sprzedaży detalicznej na poziomie 3+. Spodziewamy się, że obie liczby mogą być lepsze od konsensusu.

▪ Struktura wzrostu PKB w III kw. zostanie opublikowana pod koniec tygodnia. Dane wstępne zaskoczyły w górę, zmniejszając oczekiwania na obniżkę stóp w grudniu. Struktura wzrostu będzie także istotna dla RPP. Wydaje nam się, że możliwe jest lekkie przyspieszenie wzrostu konsumpcji prywatnej i mocne inwestycje. Jednak poziom niepewności jest wysoki jako że wciąż nie wiemy, jak ostatnie zmiany metodologiczne wpłynęły na kwartalne dane o PKB.

▪ Ogólnie, naszym zdaniem dane publikowane w tym tygodniu będą raczej jastrzębie, co powinno zmniejszyć oczekiwania rynkowe na obniżkę stóp w grudniu.

Ostatni tydzień w gospodarce – Dobre dane z rynku pracy, ale przemysł i budownictwo spowolniły

▪ Średnie zatrudnienie w sektorze firm wzrosło o 0,8% r/r w październiku. Przyrost liczby pracujących wyniósł 7 tys. m/m, co jest całkiem dobrym rezultatem w tym okresie roku. W ostatnich miesiącach ma miejsce wyraźna poprawa w popycie na siłę roboczą ze strony przedsiębiorstw.

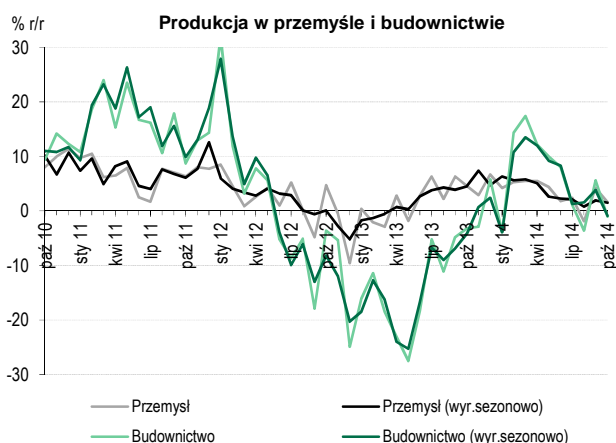
▪ Wzrost płac w sektorze firm przyspieszył w październiku do 3,8% r/r. Płace rosną mimo wyraźnego trendu spadkowego CPI, co sugeruje, że firmy mogą mieć poważniejsze problemy w znalezieniu wykwalifikowanej siły roboczej.

▪ Szacujemy, że w październiku płace w ujęciu realnym wzrosły o 4,5% r/r, podczas gdy dynamika funduszu płac w ujęciu realnym wyniosła 5,3% r/r. W obu przypadkach był to najsilniejszy wzrost od stycznia 2009 r. Wzrost realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych powinien wspierać konsumpcję prywatną w najbliższych kwartałach.

▪ Wzrost produkcji przemysłowej spowolnił w październiku do 1,6% r/r (1,5% r/r po korekcie sezonowej). Naszym zdaniem, dane potwierdzają spowolnienie w sektorze przemysłowym. Głównym źródłem wolniejszego wzrostu jest pogorszenie popytu zewnętrznego. Warto jednak zauważyć, że spośród branż z najwyższą dynamiką r/r jest kilka tych zorientowanych na eksport – np. meble (16,9% r/r), produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych (10,1% r/r), maszyn i urządzeń (9,9% r/r) czy urządzeń elektrycznych (9% r/r).

▪ Produkcja budowlana spadła w październiku o 1% r/r i była znacząco gorsza od prognoz, co również zwiększa nasz pesymizm odnośnie wyników gospodarczych w ostatnim kwartale bieżącego roku. Spodziewaliśmy się odbicia, nie tylko ze względu na dobrą pogodę, ale także dzięki większej aktywności inwestycyjnej w sektorze prywatnym i wyższym inwestycjom przed wyborami samorządowymi.

▪ Inflacja PPI wyniosła w październiku -1,2% r/r i był to 24 miesiąc z rzędu gdy ten wskaźnik jest poniżej zera.

**Cytat tygodnia – Istnieje przestrzeń do obniżki stóp**

Jerzy Osiatyński, 21 listopada 2014, Reuters

Nadal więc uważam, że istnieje przestrzeń do obniżki stóp procentowych. Niezależnie od ostatnich danych wskazujących na to, że dynamika wzrostu PKB jest wyższa od oczekiwań. Wszystkie prognozy inflacji, także inflacji bazowej, wskazują na to, że przynajmniej do końca 2016 roku będzie się ona kształtować znacznie poniżej celu 2,5 proc. W tym wypadku na naszą politykę należy patrzeć także w kategoriach drugiego zadania, jakie stoi przed NBP, czyli wspierania wzrostu gospodarczego.

Marek Belka, 20 listopada 2014, Wall Street Journal

Nie można dopuścić do tego, by utrwalił się trend deflacyjny

Anna Zielińska-Głębocka, 20 listopada 2014, PAP

Nie można dopuścić do tego, by utrwalił się trend deflacyjny

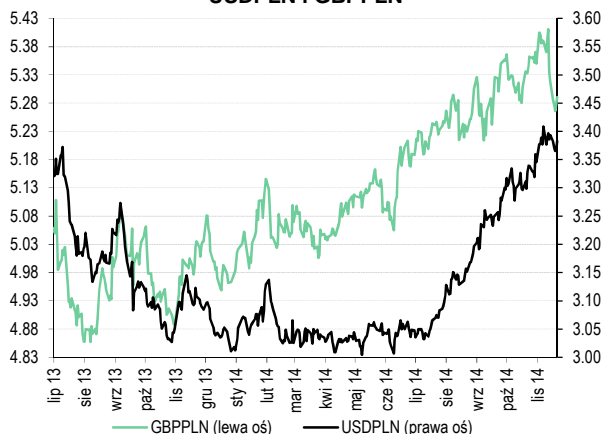
W ostatnim tygodniu usłyszeliśmy kilka komentarzy pochodzących od gołębiych członków RPP. Wydaje się, że nie zmienili oni swojego nastawienia i poprą obniżkę stóp również w grudniu, pomimo kilku lepszych od oczekiwań danych makro. Niektórzy członkowie mają niewątpliwie duży apetyt na obniżki: minutes z ostatniego posiedzenia RPP pokazały, że pod głosowanie poddano trzy wnioski: obniżki o 100, 50 i 25 pb, przy czym żaden z nich nie przeszedł. To pokazuje, że Rada jest głęboko podzielona. Wciąż spodziewamy się dalszych obniżek, ale naprawdę trudno jest stwierdzić, czy bilans głosów w RPP zmieni się już w grudniu. Przed nami jeszcze kilka publikacji danych makro, które mogą mieć wpływ na politykę RPP. Ale, jeśli zobaczymy obniżkę, to naszym zdaniem nie większą niż 25 pb.

Rynek walutowy – Obietnica QE wspiera waluty CEE

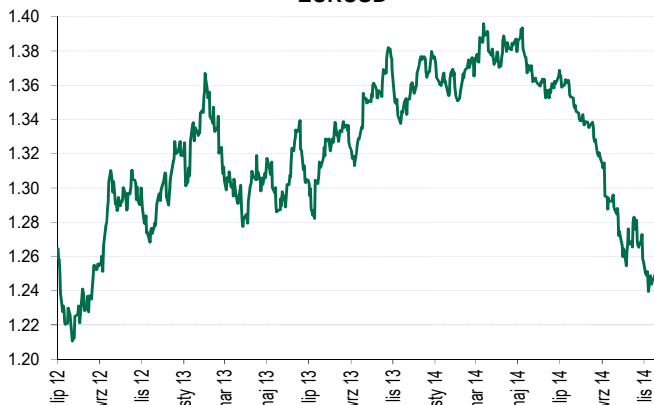
EURPLN



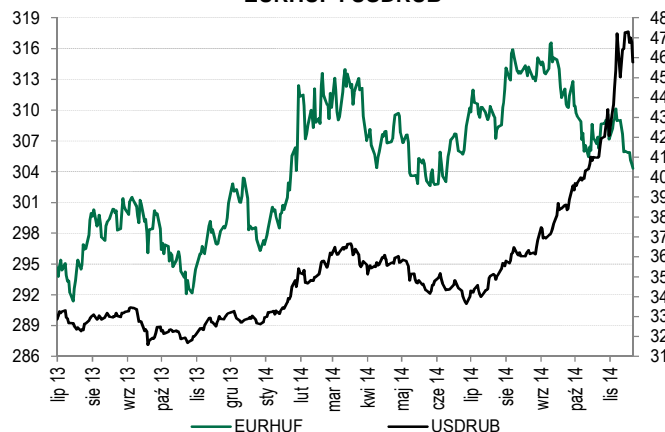
USDPLN i GBPPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



Złoty coraz mocniejszy

W minionym tygodniu złoty umocnił się w relacji do głównych walut pomimo ożywienia oczekiwań na dalsze dostosowania w polityce monetarnej w nadchodzących miesiącach. Nieco lepsze dane z krajowej gospodarki, ale przede wszystkim umocnienie oczekiwań na QE w strefie euro po słabszej serii danych z Europy wsparły aprecjację krajowej waluty. W konsekwencji kurs EUR/PLN spadł poniżej 4,21 w czasie piątkowej sesji i tymczasowo osiągnął 4,191 (najniższy poziom od połowy października). W skali tygodnia większą zmienność obserwowaliśmy na USD/PLN, w ślad a zmieniającym się kursem EUR/USD. Kurs powrócił do wzrostów na koniec tygodnia (po tymczasowym osiągnięciu poziomu 3,346) w wyniku silnego spadku EUR/USD.

W czasie piątkowej sesji EUR/PLN przełamał istotne wsparcie na 4,20. Naszym zdaniem, krajowe dane, które będą publikowane w tym tygodniu (sprzedaż detaliczna, struktura wzrostu PKB za III kw.) powinny stanowić wsparcie dla dalszej aprecjacji złotego, w szczególności sprzedaż detaliczna (nasza prognoza jest powyżej konsensusu rynkowego). W związku z tym krajowe dane w połączeniu z wciąż silnymi oczekiwaniami na QE w strefie euro powinny mogąc zepchnąć EUR/PLN w kierunku 4,18 w najbliższych dniach.

EUR/USD obniżył się w wyniku silnych oczekiwań na QE

Wspólna waluta odrobiła część strat z początku minionego tygodnia po lepszym od oczekiwań odczycie ZEW dla Niemiec, który dał podstawy do nieco większego optymizmu odnośnie perspektyw dla gospodarki strefy euro. Jednak, nowe dane ze światowej gospodarki (wstępne indeksy PMI dla sektora przemysłowego w strefie euro, w Chinach) już nie były tak optymistyczne, co skłoniło inwestorów do realizacji zysków na euro (po tym jak EURUSD osiągnął 1,257). W piątkowym wystąpieniu szef EBC Draghi wyraźnie podkreślił, że rozszerzenie skupu aktywów jest wysoce prawdopodobne jeśli odbicie w gospodarce będzie słabe. To spowodowało pogłębienie spadków EUR/USD (w kierunku 1,24).

W tym tygodniu wstępne dane HICP dla strefy euro, obok danych z USA, będą kluczowe, gdyż ich odczyt może wpłynąć na perspektywy inflacyjne, które są istotne z punktu widzenia wprowadzenia programu QE przez EBC. Niższy od oczekiwań odczyt może zepchnąć EUR/USD nawet poniżej 1,24.

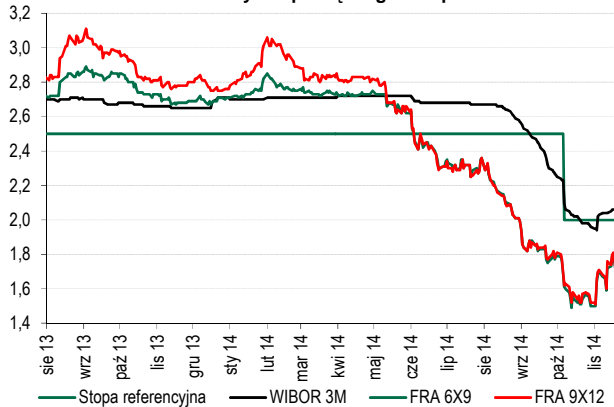
Znaczne odbicie rosyjskiego rubla

W minionym tygodniu sytuacja na fornicie, czeskiej koronie i rosyjskim rublu była zróżnicowana. Rosyjska waluta zyskała najwięcej spośród walut krajów rozwijających się (3,4% wobec USD oraz 4,6% wobec EUR) w wyniku wzrostu cen ropy oraz wysokiego popytu na rubla ze strony rosyjskich firm w związku z płatnościami podatków. Poprawa nastrojów na globalnych rynkach przyczyniła się do umocnienia forinta i czeskiej korony, jednak zyski wobec głównych walut nie były już tak imponujące.

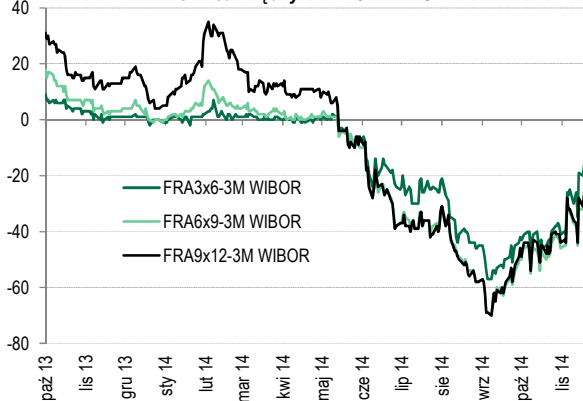
Czynniki krajowe będą istotne dla notowań walut regionu. Brak obniżki stóp procentowych na Węgrzech (pomimo dalszego spadku inflacji) powinien wspierać forinta. Analiza techniczna wskazuje, że EUR/HUF może kontynuować spadki w kierunku 300, po przełamaniu w minionym tygodniu istotnego wsparcia na 305. W tym samym czasie, oczekujemy trendu horyzontalnego na EURCZK, gdyż struktura wzrostu PKB za III kw. powinna potwierdzić tylko nieznaczne pogorszenie popytu krajowego.

Rynek stopy procentowej – Krótki koniec i środek krzywych mogą pozostać pod presją

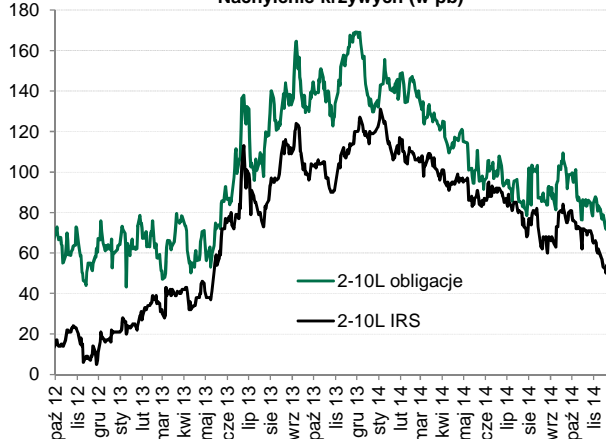
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



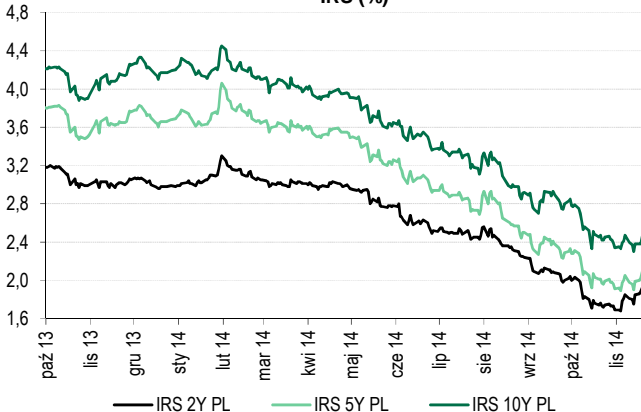
Różnica między FRA i 3M WIBOR



Nachylenie krzywych (w pb)



IRS (%)



WIBOR lekko w górę, dynamiczne zmiany IRS i obligacji

Stawki WIBOR od 1 do 12 miesięcy wzrosły w minionym tygodniu o 2 pb. FRA zanotowały lekki spadek, szczególnie pod koniec tygodnia. Obecnie rynek FRA nie wycenia grudniowej obniżki (1x4 jest blisko 2%) ani całej obniżki o 25 pb za 3 miesiące. Dopiero w perspektywie 6 miesięcy rynek widzi szanse na cięcie o 25 pb. Biorąc pod uwagę nasz scenariusz (oczekujemy jeszcze jednej obniżki o 25 pb), widzimy potencjał do spadku FRA1x4 w najbliższych 1-2 miesiącach. Jednocześnie, nie uważamy, aby ewentualny dalszy spadek FRA6x9 i FRA9x12 był uzasadniony.

Ubiegły tydzień był dość zmienny na polskim rynku obligacji i IRS, głównie z powodu czynników globalnych. Po pierwsze, minutes z ostatniego posiedzenia Banku Anglii było dość jastrzębie, ale osłabienie tym wywołane zostało szybko z nawiązką odrobione. Przyczyniły się do tego słabe wstępne PMI dla przemysłu Francji, Niemiec i całej strefy euro, gołębie wystąpienie szefa EBC i piątkowa obniżka stóp przez bank Chin. Krajowe dane pozostały w cieniu. W tygodniowym rozrachunku, krzywe obligacyjna i IRS przesunęły się w dół o 5-10 pb. Obroty na rynku długu były jednak przez cały tydzień dość niskie.

Aukcja zamiany obligacji była bardzo udana, uplasowano na niej dług o wartości prawie 7 mld zł: ponad 4 mld zł uzyskano ze sprzedaży 5-letniego benchmarku (PS0719) i 2,9 mld zł z WZ0119. Ministerstwo Finansów odkupiło 5,9 mld zł WZ0115, 1,1 mld zł PS0415 i 67 mln OK0715.

Krzywa może dalej się wypłaszczać

Polskie krzywe wypłaszczają się od listopadowej decyzji RPP o utrzymaniu stóp bez zmian. Spread 2-10 zawężił się o 12-14 pb do 75 pb dla obligacji i 50 pb dla IRS. Z kolei spready 5-10 spadły o ok. 10 pb do 45 pb dla obligacji i 35 pb dla IRS. Krótkie końce i środki krzywych okazały się dość wrażliwe na spadek szans na kolejne cięcia stóp po ostatniej decyzji RPP i znacznie lepszych od oczekiwań danych o PKB.

Uważamy, że sektory 2 i 5 lat mogą w dalszym ciągu być pod presją z powodu kolejnych polskich danych. Nasza prognoza październikowej sprzedaży detalicznej jest wyraźnie powyżej konsensusu i może dołączyć do serii pozytywnych wieści z polskiej gospodarki. Jeśli się zmaterializuje, wtedy krótki koniec i środek obu krzywych mogą jeszcze się osłabić i krzywe mogą jeszcze się wypłaszczać.

Dane o PKB również mogą być śledzone z uwagą, szczególnie ważne będzie to czy nastąpi rewizja pierwszego szacunku oraz jaka będzie struktura wzrostu w III kw. Naszym zdaniem silne inwestycje i konsumpcja mogłyby sprawić, że dane te będą wyglądały jeszcze lepiej i dołączą do listy wskaźników, które – wg niektórych członków RPP – ograniczają przestrzeń do dalszych obniżek stóp.

Jednocześnie, warto pamiętać, że ostatnie wypowiedzi członków RPP potwierdzają, że gołębia frakcja Rady nadal widzi potencjał do luzowania polityki pieniężnej, niezależnie od ostatnich niezłych danych. Dla niektórych z nich przestrzeń do cięcia jest nadal znaczna, co pokazały minutes z listopadowego posiedzenia RPP, na którym głosowano wnioski o obniżkę stóp o 100 pb. Choć aż tak znaczna redukcja jest mało prawdopodobna, to kolejne dane mogą przesunąć poparcie w kierunku mniejszej obniżki, co powinno ograniczać potencjał do nagłego wzrostu 2- i 5-letnich IRS i rentowności obligacji.

Kolejnym czynnikiem ograniczającym potencjał do wypłaszczenia krzywej z powodu osłabienia krótkiego końca i środka jest szansa, że wiele spośród publikowanych w tym tygodniu danych z USA zaskoczy na plus. Wzmocnienie oczekiwań na podwyżki stóp Fed może pchnąć w górę wszystkie rentowności na rynkach bazowych, a przez to i w kraju.

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