

TYGODNIK EKONOMICZNY

1 – 7 grudnia 2014

W ubiegłym tygodniu kluczowym czynnikiem wpływającym na rynki finansowe by oczekiwanie związane z bardziej gołębią polityką pieniężną głównych banków centralnych, wynikające z dość słabych danych makro w USA i strefie euro. Nadzieje na to, że EBC może rozszerzyć program skupu aktywów o obligacje korporacyjne i rządowe zostały silnie wsparte wypowiedziami prezesa EBC Mario Draghiego i wiceprezesa Vitora Constancio, co sprowadziło rentowności 10-letnich obligacji niemieckich do nowego rekordowo niskiego poziomu. Było to czynnikiem umacniającym polski dług i walutę. Dodatkowo, decyzja OPEC o utrzymaniu bez zmian limitów produkcji ropy naftowej wywołała gwałtowny spadek cen tego surowca, do najniższego poziomu od trzech lat. Dane o polskim PKB za III kwartał i jego strukturze okazały się lepsze od oczekiwań, wskazując na mocny wzrost konsumpcji prywatnej i inwestycji, co zmniejszyło szanse na obniżkę stóp procentowych w grudniu.

W tym tygodniu rynek skupi się na kolejnych ważnych publikacjach danych (indeksy PMI, zatrudnienie w USA) oraz decyzjach banków centralnych (EBC oraz krajowa RPP). Spodziewamy się, że RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian, a EBC również wstrzyma się ze zmianami w programie ilościowego łagodzenia polityki, czekając na wyniki drugiej aukcji TLTRO. W tym tygodniu zaplanowano też sporo wypowiedzi przedstawicieli Fed, które rynek z pewnością będzie śledził z dużą uwagą, biorąc pod uwagę ostatnie słabsze dane z amerykańskiej gospodarki.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (1 grudnia)							
2:45	CN	PMI – przemysł	XI	pkt	50,0	-	50,4
9:00	PL	PMI – przemysł	XI	pkt	50,9	50,7	51,2
9:55	DE	PMI – przemysł	XI	pkt	50,0	-	51,4
10:00	EZ	PMI – przemysł	XI	pkt	50,4	-	50,6
16:00	US	ISM – przemysł	XI	pkt	57,8	-	59,0
WTOREK (2 grudnia)							
Brak publikacji ważnych danych							
ŚRODA (3 grudnia)							
	PL	Decyzja RPP		%	2,0	2,0	2,0
9:00	HU	PKB	III kw.	% r/r	3,2	-	3,9
9:55	DE	PMI – usługi	XI	pkt	51,7	-	54,4
10:00	EZ	PMI – usługi	XI	pkt	51,3	-	52,3
11:00	EZ	PKB	III kw.	% r/r	0,8	-	0,8
14:15	US	Raport ADP	XI	tys.	222	-	230
16:00	US	ISM – usługi	XI	pkt	57,5	-	57,1
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
CZWARTEK (4 grudnia)							
11:00	PL	Aukcja zamiany obligacji					
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,05	-	0,05
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	313
PIĄTEK (5 grudnia)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	0,4	-	0,8
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	XI	tys.	225	-	214
14:30	US	Stopa bezrobocia	XI	%	5,8	-	5,8
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	-0,2	-	-0,6

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:

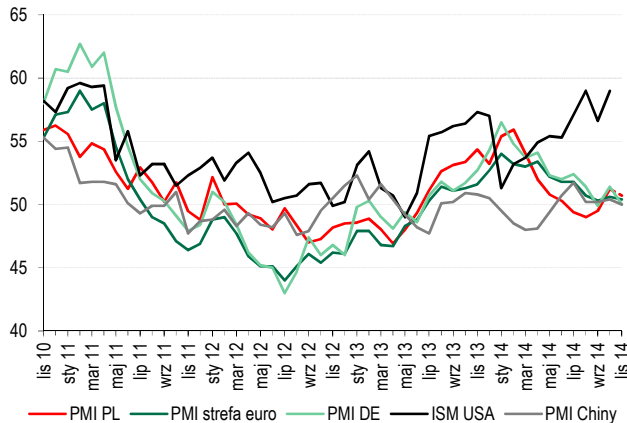
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Indeks PMI i decyzja RPP

Wskaźniki aktywności w przetwórstwie przemysłowym

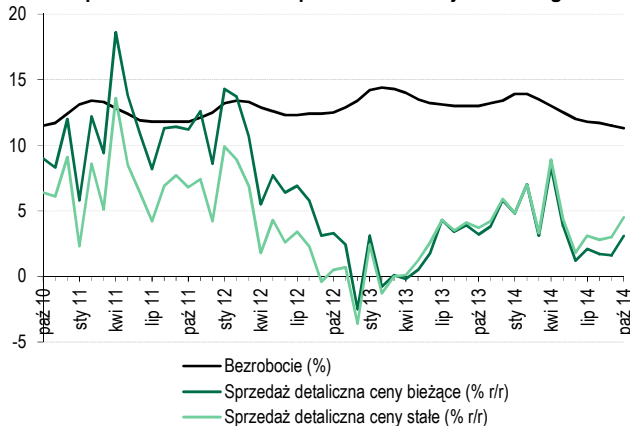


▪ Według naszej prognozy wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu obniżył się nieznacznie w listopadzie, do 50,7 pkt, podążając w ślad za odpowiednim indeksem dla Niemiec i strefy euro. Naszym zdaniem wzrost do poziomu 51,2 zanotowany w październiku był nieco na wyrost, biorąc pod uwagę słabe nastroje w gospodarce strefy euro i światowej, co oznacza możliwość wystąpienia korekty.

▪ Spodziewamy się, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe bez zmian na grudniowym posiedzeniu. Większość danych opublikowanych ostatnio była lepsza od oczekiwań, w szczególności dane o wzroście PKB i jego strukturze (szczegóły poniżej). To raczej nie skłoni członków RPP do zmiany stóp na najbliższym spotkaniu. Niemniej, ponieważ niektórzy przedstawiciele banku centralnego nadal widzą przestrzeń do znacznych obniżek, a niektórzy zapewne się wahają, nie wykluczamy jeszcze jednej obniżki o 25pb na początku 2015 r.

Ostatni tydzień w gospodarce – Dobre dane o PKB, dalsza poprawa na rynku pracy

Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia rejestrowanego



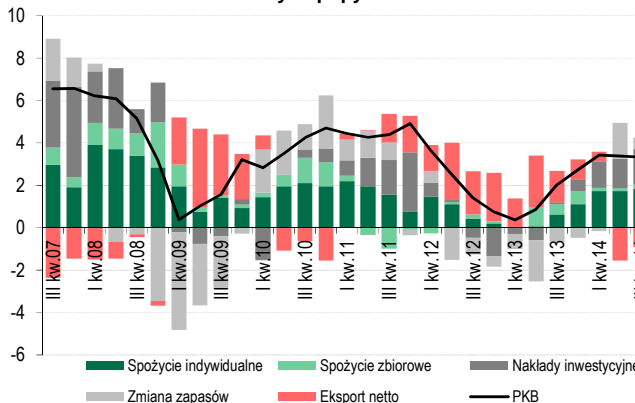
▪ Tempo wzrostu sprzedaży detalicznej przyspieszyło w październiku do 2,3% r/r. Sprzedaż samochodów rozczarowała, rosnąc tylko o 0,8% m/m, o połowę mniej niż wskazywały na to dane o rejestracji samochodów. Tymczasem, sprzedaż w pozostałych kategoriach wzrosła mniej więcej zgodnie z naszymi przypuszczeniami. Wg naszych szacunków, sprzedaż po wyłączeniu samochodów i paliw przyspieszyła do 5,1% r/r, najmocniej od maja.

▪ Stopa bezrobocia obniżyła się do 11,3%, wskazując na największy październikowy miesięczny spadek bezrobotnych od 2007 r. Pozytywne trendy na rynku będą kontynuowane.

▪ Wzrost PKB w III kw. osiągnął 3,3% r/r wobec 3,5% r/r w II kw., podczas gdy wzrost oczyszczony z wahań sezonowych przyspieszył do 0,9% kw/kw z 0,7% w II kw. Konsumpcja urosła w III kw. o 3,2% r/r (najwyższy wzrost od II kw. 2011). Wzrost inwestycji zaskoczył, przyspieszając w III kw. do 9,9% r/r z 8,7% r/r w II kw. Wkład eksportu netto do PKB był negatywny i wyniósł -1,6 pp (wobec -1,9 w II kw.).

▪ Dane o PKB potwierdziły siłę popytu krajowego, który łagodzi negatywny wpływ spowalniającego wzrostu popytu zagranicznego na polski wzrost gospodarczy. Widocznie ani przedsiębiorcy, ani konsumenci nie wystraszyli się słabnącej aktywności gospodarczej za granicą. Pierwsi wciąż rozszerzają swój biznes, prawdopodobnie spodziewając się, że spowolnienie w strefie euro będzie krótkotrwałe, a drudzy wciąż wydają jako że ich siła nabywczą rośnie dzięki dobrej sytuacji na rynku pracy i spadającym cenom. Ten trend będzie jeszcze widoczny, wobec czego wzrost PKB w najbliższych kwartałach może być wyższy niż dotychczas zakładaliśmy. Jednakże, wzrost gospodarczy nie będzie w stanie przyspieszyć znacząco tylko na jednym silniku. A zatem, ożywienie popytu zagranicznego (zwłaszcza ze strefy euro) jest kluczowe dla podtrzymania wzrostu PKB w średnim okresie.

Udział składowych popytu we wzroście PKB



Cytat tygodnia – Część członków RPP chce poczekać

Jerzy Hausner, członek RPP, 25 listopada 2014, Reuters

Poziom stóp jest adekwatny. Nie jestem gotów do poparcia przejścia od polityki umiarkowanej dodatnich realnych stóp do polityki bardzo niskich stóp.

Marek Belka, prezes NBP, 24 listopada 2014, Reuters

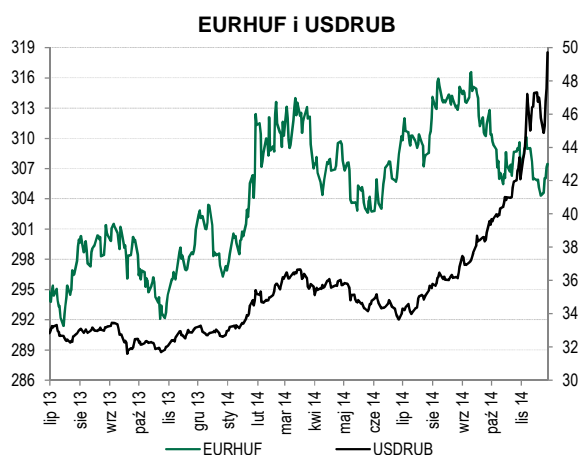
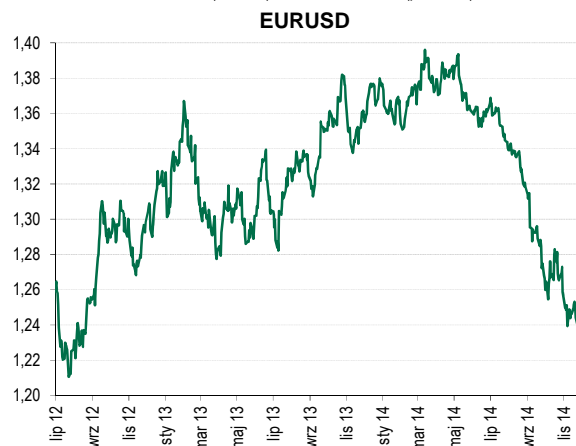
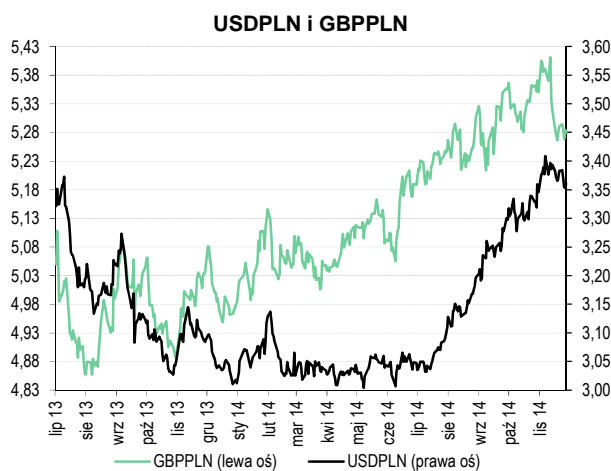
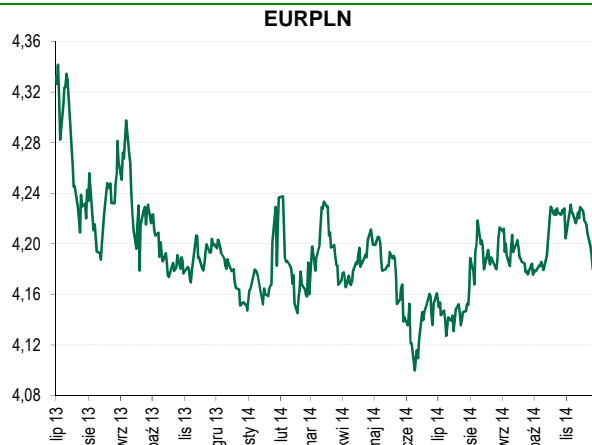
Obawiam się umocnienia PLN wobec EUR. Mogłoby to skomplikować ożywienie. To (...) wzięlibyśmy pod uwagę w trakcie dyskusji o dalszej postawie w polityce monetarnej. Część członków RPP chciałaby dalszych cięć, część ich by nie chciała, a jeszcze inna część wołałaby poczekać. Jesteśmy w sytuacji, w której trudno powiedzieć, w którą stronę to pójdzie.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 26 listopada 2014, PAP

Krajowe dane dotyczące sprzedaży detalicznej czy produkcji przemysłowej nie budzą niepokoju, a w szczególności sytuacja na rynku pracy. Ważne będą piątkowe dane, czyli struktura wzrostu PKB. Wartością jest również istniejąca przestrzeń do złagodzenia polityki pieniężnej

Szczegółowe wyniki głosowania RPP w październiku potwierdziły nasze przypuszczenie, że obniżka o 50 pb została poparta przez M. Belkę, A. Bratkowskiego, E. Chojnę-Duch, J. Osiatyńskiego i A. Zielińską-Głębocką. Inni członkowie nie chcą obniżek i w tej opinii są dość stabilni, więc poglądy wcześniej wymienionych pięciu gołębi są tutaj kluczowe. E. Chojna-Duch jest prawdopodobnie tą osobą, która „chciała poczekać” w listopadzie. Warto jednak zauważyć, że członkini RPP wciąż widzi przestrzeń do obniżek. Skoro struktura wzrostu w III kw. (silny wzrost inwestycji i umiarkowane przyspieszenie konsumpcji) była dla niej ważna, to zapewne nie zobaczymy obniżki w grudniu. Jednakże, Chojna-Duch jest także zaniepokojona sytuacją na zewnątrz Polski, zatem jeśli dane na temat strefy euro i Niemiec pokażą dalsze pogorszenie sytuacji, to może to ją skłonić do ponownego poparcia obniżek.

Rynek walutowy – Złoty może się jeszcze umocnić



Złoty najmocniejszy od października i może jeszcze zyskać

■ Tak jak się spodziewaliśmy, po przebiciu ważnego wsparcia na 4,20 pod koniec poprzedniego tygodnia złoty dalej się umacniał i kurs osiągnął chwilowo 4,17, najniższy poziom od początku października. Krajowa waluta korzystała z oczekiwań na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC, niezłych polskich danych makro i niejednoznacznych komentarzy członków RPP, które zmniejszyły w ocenie rynku szanse na grudniową obniżkę stóp.

■ Wydarzenia zaplanowane na najbliższe dni mogą przesądzić o tym czy EURPLN przebije strefę wsparcia na 4,16-4,17 (wyznaczoną przez wrześniowe minima) czy odbije z powrotem do 4,20. Decyzja RPP o utrzymaniu stóp bez zmian drugi miesiąc z rzędu powinna korzystnie wpłynąć na złotego, a listopadowy PMI dla przemysłu – choć spadający nieco po październikowym silnym odbiciu – raczej neutralny. Z drugiej strony, nie spodziewamy się, aby EBC już w tym tygodniu ogłosił rozszerzenie programu skupu aktywów, co może rozczarować i wyrzucić presję na ryzykowne aktywa.

■ Jeśli EURPLN przebije 4,16-4,17, następnym celem będzie 4,12. Poziom oporu znajduje się na 4,20-4,21.

Euro lekko mocniejsze do dolara

■ Wspólna waluta zyskała w zeszłym tygodniu nieco do dolara dzięki słabym danym z USA, które osłabiły oczekiwania rynku na szybkie podwyżki stóp w USA. Potencjał do odbicia EURUSD był jednak ograniczony przez kolejne gołębie sygnały z EBC. Kurs wzrósł do 1,253 z 1,236, ale ostatecznie cofnął się do 1,246.

■ Wygląda na to, że polityka pieniężna głównych banków centralnych będzie czynnikiem najmocniej wpływającym na EURUSD w tym tygodniu. Wypowiadać się bowiem będzie wielu członków FOMC i poznamy miesięczne dane z rynku pracy USA. Ostatnie dane z największej gospodarki świata były niezbyt imponujące, więc inwestorzy będą wrażliwi na słowa bankierów centralnych i na zmianę zatrudnienia poza rolnictwem, jeśli też będzie słaba. Znacznych wahań przysporzyć może też wynik posiedzenia EBC, bowiem ostatecznie wypowiedzi jego przedstawicieli oraz niezbyt dobre dane makro wzmocniły nadzieje, że program skupu aktywów może zostać rozszerzony już w grudniu. Naszym zdaniem, bank centralny będzie chciał poczekać na wynik drugiej aukcji TLTRO zanim zwiększy skalę pieniężnej stymulacji gospodarki.

■ Chociaż trudno ocenić wpływ wypowiedzi członków FOMC i danych z USA, to uważamy że wynik posiedzenia EBC będzie korzystny dla euro, przynajmniej w bardzo krótkim terminie. Ostatnie sondaże pokazują, że szwajcarskie referendum w sprawie rezerw złota tamtejszego banku centralnego nie powiedzie się, co może wygenerować ruch w górę EURCHF i także w ten sposób pchnąć EURUSD w górę.

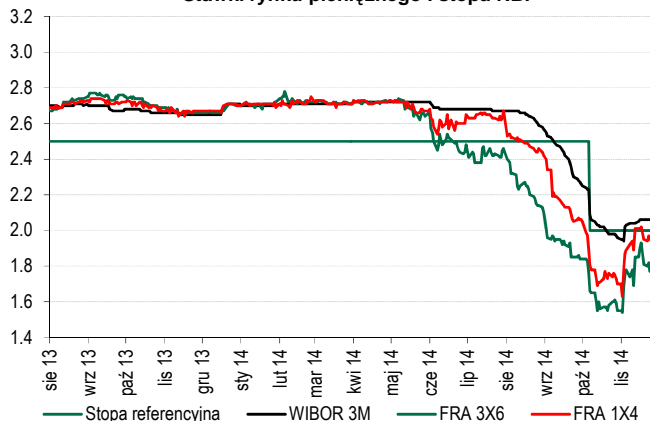
Rubel i forint tracą

■ USDRUB wznowił ruch wzrostowy w ubiegłym tygodniu po dwóch tygodniach stabilizacji. Trend spadkowy cen ropy przyspieszył po decyzji OPEC o utrzymaniu produkcji bez zmian co uderzyło w rubla – kurs przebił poprzedni szczyt na 48,6 i osiągnął nowy rekord na 49,8.

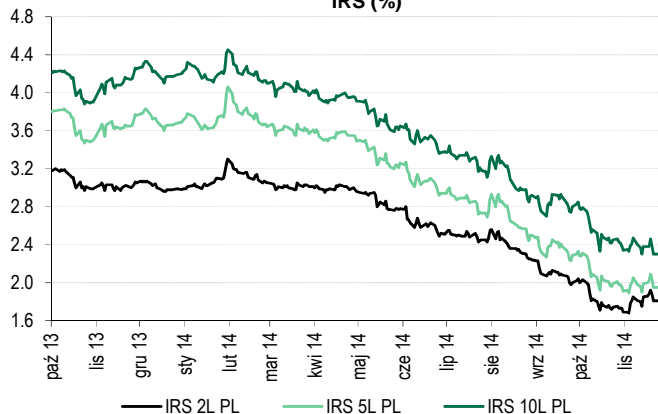
■ Węgierski bank centralny utrzymał stopy bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami. Rynek jednak zaczyna dostrzegać ryzyko, że cykl obniżek stóp może zostać wznowiony wskutek negatywnego wpływu jaki na węgierską gospodarkę może mieć spowolnienie w strefie euro. Perspektywa taka ciążyła forintowi w zeszłym tygodniu i pchnęła EURHUF do 307, ponownie powyżej ważnego wsparcia na 305 przebitego w poprzednim tygodniu.

Rynek stopy procentowej – Brak obniżki stóp przez RPP może zaowocować realizacją zysków

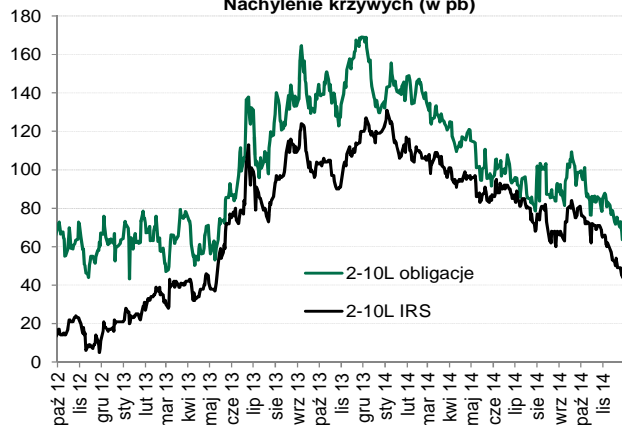
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



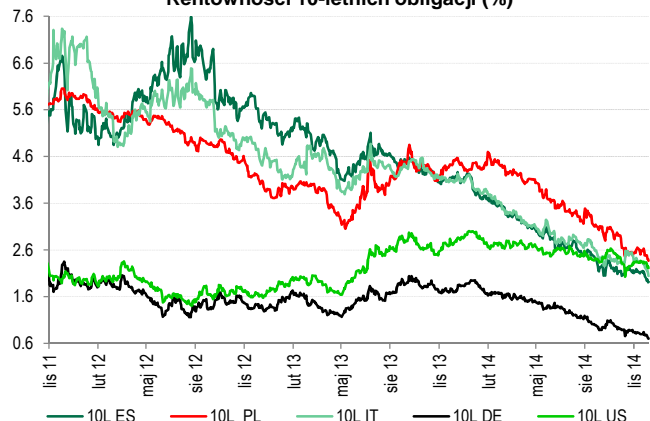
IRS (%)



Nachylenie krzywych (w pb)



Rentowności 10-letnich obligacji (%)



Stawki pieniężne mogą się stabilizować w tym tygodniu

Stawki WIBOR pozostały stabilne w minionym tygodniu, podczas gdy stawki FRA przez większą część tygodnia spadały, wspierane pozytywnymi nastrojami inwestorów na rynku stopy procentowej. Koniec tygodnia przyniósł jednak ich wzrost w wyniku spadku oczekiwań na grudniową obniżkę stóp procentowych po danych o strukturze wzrostu PKB za III kw. 2014. Pomimo tego wzrostu stawki FRA pozostały poniżej poziomów sprzed tygodnia.

Obecnie rynek FRA wycenia redukcję stóp NBP o 25 pb w perspektywie 3 miesięcy i o 50 pb łącznie w horyzoncie pół roku. W naszej ocenie brak redukcji stóp na grudniowym posiedzeniu RPP nie będzie zaskoczeniem, a w związku z tym stawki rynku pieniężnego powinny pozostać stabilne w oczekiwaniu na publikację danych makro w dalszej części miesiąca. Warto pamiętać, że przełom roku zazwyczaj charakteryzuje się nieco wyższym kosztem kapitału, a w związku z tym nie można wykluczyć nieznacznego wzrostu stawek WIBOR w nadchodzących tygodniach.

IRS i rentowności obligacji na historycznych minimach

Krajowy rynek stopy procentowej umocnił się dość znacząco w minionym tygodniu. Trend spadkowy rentowności obligacji i stawek IRS wspierany był przez umocnienie na bazowym i peryferyjnych rynkach długu w wyniku znaczącego wzrostu oczekiwań na QE w strefie euro. W konsekwencji stawki IRS i rentowności obligacji osiągnęły nowe historyczne minima, w tym rentowność krajowej 10-latkii obniżyła się tymczasowo do 2,36%. Jednak dane o strukturze polskiej gospodarki, które potwierdziły dobre fundamenty polskiej gospodarki, efektywnie zatrzymały trend spadkowy wzdłuż krzywych. Niektórzy inwestorzy zdecydowali się bowiem na realizację zysków, co częściowo ograniczyło wcześniejsze zyski na rynku stopy procentowej.

W minionym tygodniu krzywe przesunęły się w dół odpowiednio o 3-9 pb dla IRS oraz o 1-9 pb dla obligacji. Obie krzywe się spłaszczyły, gdyż najbardziej zyskał długi koniec, a co więcej spready 2-10L zawężyły się do najniższych poziomów od połowy maja 2013.

Ministerstwo Finansów podało, że w grudniu odbędzie się tylko aukcja zamiany (4 grudnia), zgodnie z planem podaży SPW na IV kw. ministerstwo zamierza wykupić obligacje o WZ0115, PS0415 i OK0715. Oferta obligacji na aukcji będzie uzależniona od warunków rynkowych; w naszej ocenie będą to obligacje ze środka i długiego końca krzywej oraz obligacje WZ. Ostateczna oferta zostanie podana 2 grudnia.

Posiedzenia banków centralnych i aukcja kluczowe

W tym tygodniu posiedzenia banków centralnych będą istotne dla inwestorów, którzy będą szukali nowych informacji odnośnie dalszych perspektyw polityki monetarnej w Polsce, ale również sugestii co do rozpoczęcia QE w strefie euro. Naszym zdaniem RPP utrzyma stopy na niezmiennym poziomie w grudniu, co może zaowocować realizacją zysków na rynku stopy, głównie na krótkim końcu krzywych. W kolejnych tygodniach rentowności/stawki IRS mogą powrócić do spadków ze względu na publikowane dane makro (spodziewamy się utrzymania inflacji na bardzo niskim poziomie i znaczącego spadku produkcji).

Długi koniec krzywych rentowności będzie pod wpływem posiedzenia EBC i aukcji. Oczekiwania na QE w strefie euro spowodowały spadki rentowności na rynkach bazowych i peryferyjnych, w tym rentowności 10L spadły odpowiednio do 0,7% dla Niemiec, poniżej 1% dla Francji oraz poniżej 1,9% dla Hiszpanii. Dalsze umocnienie rynków bazowych powinno sprzyjać stabilizacji wyceny krajowych aktywów na bieżącym poziomie. Dobre wyniki aukcji również powinny wspierać rynek długu, podobnie jak w listopadzie.

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