

TYGODNIK EKONOMICZNY

12 – 18 października 2015

Ostatnie posiedzenia banków centralnych nie przyniosły zmian parametrów polityki pieniężnej. Krajowa RPP pozostawiła stopę referencyjną na rekordowo niskim poziomie 1,50% i potwierdziła, że nie ma miejsca na zmianę polityki pieniężnej. Takie miejsce prawdopodobnie nie pojawi się do końca kadencji obecnej Rady. Nastrój inwestorów był całkiem niezły w zeszłym tygodniu, jako że dane makro oraz minutes FOMC wsparły oczekiwania na brak podwyżki stóp przez Fed. Złoty i waluty regionu zyskały, podczas gdy na rynku długu realizowano zyski po umocnieniu po słabych danych o zatrudnieniu w USA.

W tym tygodniu kalendarz jest pełen krajowych i zagranicznych wydarzeń. Inwestorzy skupią się na danych makro z USA i wypowiedziach członków FOMC i szukać będą wskazówek co do podwyżki stóp w USA. Dane z Chin (handel zagraniczny i inflacja) będą również analizowane w kontekście polityki pieniężnej FOMC. Dane z gospodarki strefy euro (produkcja przemysłowa w sierpniu) również mogą być interesujące, biorąc pod uwagę słabe dane z Niemiec. Jeśli chodzi o kraj, zobaczymy dane o bilansie płatniczym w sierpniu, finalny odczyt CPI, inflację bazową oraz dane z rynku pracy za wrzesień. Naszym zdaniem, sierpniowe saldo obrotów bieżących może być najważniejsze. Nasza prognoza jest powyżej oczekiwań rynkowych i dane te powinny potwierdzić niezły wzrost aktywności gospodarczej w Polsce. Dlatego ten odczyt może być wsparciem dla złotego, ale przestrzeń dla umocnienia złotego może być ograniczona przez niepewność przed wyborami parlamentarnymi. Pozytywne sygnały z krajowej gospodarki mogą wspierać ruch wzrostowy na rynku stopy procentowej.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (12 października)							
	US	Dzień wolny					
WTOREK (13 października)							
11:00	DE	Indeks ZEW	X	pkt	65,8	-	67,5
ŚRODA (14 października)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VIII	% m/m	-0,5	-	0,6
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VIII	mln €	-1 205	-767	-1 660
14:00	PL	Eksport	VIII	mln €	12 192	12 637	13 552
14:00	PL	Import	VIII	mln €	12 772	12 721	14 623
14:00	PL	Podaż pieniądza	IX	% r/r	7,6	7,7	7,3
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	IX	% m/m	0,2	-	0,2
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
CZWARTEK (15 października)							
14:00	PL	CPI	IX	% r/r	-	-0,8	-0,6
14:30	US	CPI	IX	% m/m	-0,2	-	-0,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	-
16:00	US	Indeks Philly Fed	X	pkt	-2,0	-	-6,0
PIĄTEK (16 października)							
11:00	EZ	HICP	IX	% r/r	-0,1	-	0,1
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	IX	% r/r	3,5	3,3	3,4
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	IX	% r/r	1,0	1,0	1,0
14:00	PL	Inflacja bazowa	IX	% r/r	0,4	0,5	0,4
15:15	US	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	-0,2	-	-0,4
16:00	US	Wstępny Michigan	X	pkt	88,5	-	87,2

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

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

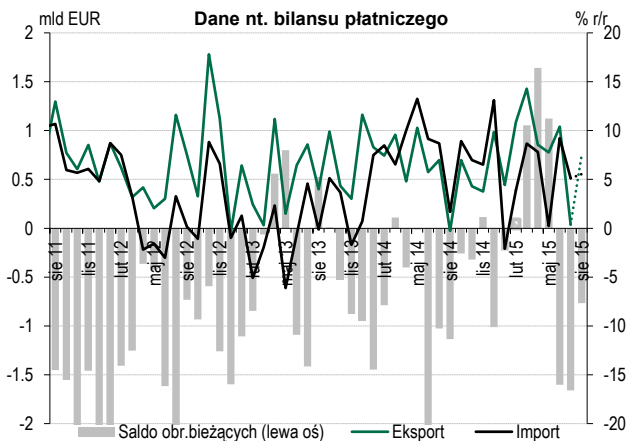
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Bilans płatniczy istotniejszy od CPI?



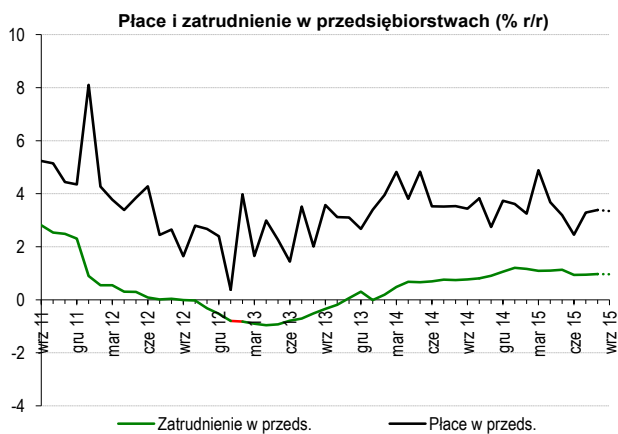
▪ Oczekujemy odbicia tempa wzrostu eksportu w sierpniu, głównie pod wpływem efektu niskiej bazy. Deficyty na rachunku bieżącym i handlowy będą zapewne znacznie niższe niż w lipcu. Jednakże, sierpniowy odczyt charakteryzuje się wyższym błędem prognozy niż wcześniejsze, gdyż: (1) ostatnio NBP zmienił metodologię (np. włączając nielegalny handel), (2) lipcowe zmiany w przepisach dotyczących VAT będą miały negatywny wpływ na eksport telefonów komórkowych, co jest trudne do oszacowania. Ostatnie słabe dane o niemieckiej produkcji i eksporcie również zwiększają niepewność co do polskich danych.

▪ Wrześniowy odczyt CPI może być mniej istotny niż zwykle, gdyż znamy już wstępny szacunek na poziomie -0,8% r/r. Dopiero rewizja tych danych może spowodować reakcję rynku. Widzimy większe szanse na rewizję w górę niż w dół, jeśli w ogóle jakaś będzie. Inflację bazową po wyłączeniu cen żywności i energii szacujemy na 0,5% r/r, nieco wyżej niż w sierpniu. Spodziewamy się, że na koniec roku inflacja CPI wzrośnie do +0,5% r/r a inflacja bazowa do 1,0% r/r.

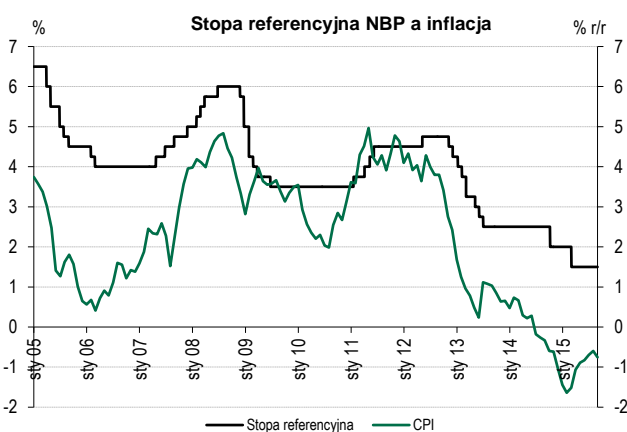
▪ Wrześniowe dane z rynku pracy będą dobre, zatrudnienie wzrośnie o 1,0% r/r a płace o 3,3% r/r. W sierpniu zatrudnienie zaskoczyło w górę, ale wynikało to głównie ze skoku liczby pracujących w jednym sektorze (administracja i działalność wspierająca) i uważamy, że był to efekt jednorazowy, który nie przyczyni się do dalszego przyspieszenia w dalszej części roku. Wprost przeciwnie, spodziewamy się pewnego spowolnienia w obliczu wyczerpywania się zasobów pracy.

▪ Oczekujemy wzrostu podaży pieniądza M3 o 7,7% we wrześniu przy przyspieszeniu wzrostu depozytów i kredytów.

▪ Ogólnie, spodziewamy się że krajowe dane publikowane w tym tygodniu będą mniej ważne niż wydarzenia zagraniczne, które będą kluczowe dla momentu podwyżki stóp w USA i globalnych perspektyw gospodarczych.



Ostatni tydzień w gospodarce – Stopy bez zmian



▪ Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian (referencyjna na poziomie 1,5%). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, ostatnie dane nie zmieniły istotnie oceny perspektyw gospodarczych przez bank centralny, który nadal spodziewa się, że inflacja będzie powoli rosła, a wzrost gospodarczy pozostanie stabilny i dość solidny (luka popytowa będzie się stopniowo domykała).

▪ Prezes NBP Marek Belka powiedział, że nie ma miejsca na zauważalne zmiany w polityce pieniężnej ani obecnie, ani prawdopodobnie po zmianie kadencji RPP. Najbardziej gołębi członek obecnej Rady Jerzy Osiatyński (który jako jedyny nie kończy kadencji na początku 2016 r.) zasugerował, że nie widzi przesłanek do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, ponieważ efektywność takich działań byłaby niewielka.

▪ Nadal jest bardzo prawdopodobne, że polityka pieniężna nie zmieni się do końca kadencji obecnej RPP.

Cytat tygodnia – Efektywność obniżek byłaby niska

Marek Belka, prezes NBP, 06.10.2015, konferencja RPP

Zobaczymy jaka będzie nowa Rada, ale nie sądzę aby polityka pieniężna mogła być w sposób znaczący modyfikowana. Nie kierujemy się danymi miesięcznymi, patrzymy na dłuższy horyzont, prognoza PKB charakteryzuje się znaczną stabilnością – za miesiąc będzie kolejna. Głównym źródłem niepewności nt sytuacji w kraju jest sytuacja zewnętrzna.

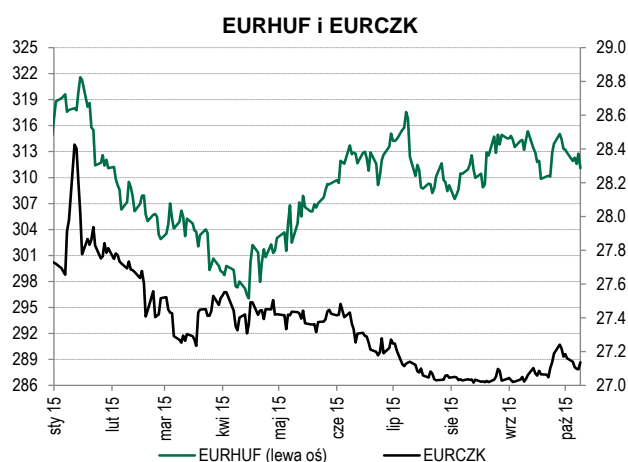
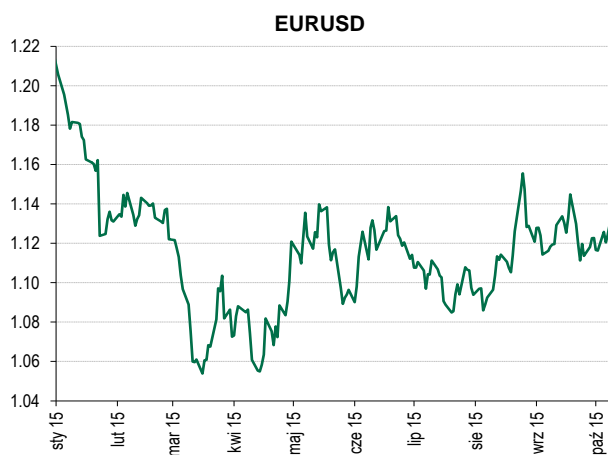
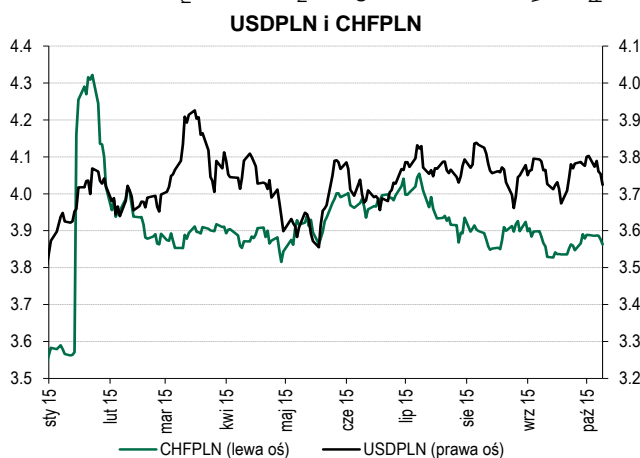
Jerzy Osiatyński, członek RPP, 06.10.2015, konferencja RPP

Ścieżka wzrostu stabilna, z perspektywą raczej wzrostową niż osłabienia. Jedyny niepewny czynnik dotyczy konsumpcji zbiorowej (absorbacja nowych środków UE). Efektywność [ruchów w polityce pieniężnej] byłaby niewielka, więc przesłanki [do cięć] wydają się wątpliwe.

Anna Zielińska-Głęboka, członkini RPP, 06.10.2015, konferencja RPP

Jeśli dotychczasowa polityka pieniężna nie spowodowała nierównowag, to była efektywna.

Dwóch członków obecnej RPP, którzy najdłużej pozostaną na stanowisku (Belka do połowy 2016 r. i Osiatyński do końca 2019 r.) nie są chętni do zmian stóp, jako że wzrost jest zdrowy i bliski potencjału, a inflacja ma iść powoli w górę. Podzielamy ten pogląd i uważamy, że Belka i Osiatyński nie poprą obniżek w 2016 r., obecnie wycenianych przez rynek. Jednak jak zauważyli oni istnieje duża niepewność co do otoczenia polskiej gospodarki, zatem naszym zdaniem tylko mocny szok (jak np. spowolnienie w Chinach) może spowodować zmianę tego nastawienia. Mimo wszystko, wciąż nic nie wiemy o potencjalnych kandydatach do nowej RPP, a to ich poglądy będą kluczowe dla polityki pieniężnej.

Rynek walutowy – Oddalająca się perspektywa podwyżek stóp w USA wspiera złoto i waluty CEE**Złoty względnie stabilny**

Miniony tydzień nie przyniósł przełomowych zmian na polskim rynku walutowym. Tak jak oczekiwaliśmy kurs EURPLN pozostał w przedziale wahań 4,18-4,26, choć przez większą część tygodnia był notowany bliżej górnego ograniczenia. Koniec tygodnia przyniósł umocnienie złoto po publikacji protokołu FOMC z wrześniowego posiedzenia, która potwierdziła, że Fed nie będzie się śpieszył z podwyżkami stóp. W efekcie EURPLN tymczasowo spadł nieco poniżej 4,21, najniżej w tym miesiącu. W skali tygodnia złoty umocnił się wobec wszystkich głównych walut, choć najbardziej do dolara amerykańskiego (o 2,1%).

We wrześniu różnica pomiędzy najwyższym a najniższym kursem EURPLN wyniosła ok. 8 groszy i był to najniższa miesięczna wartość od listopada 2014 r. Tak jak pisaliśmy dwa tygodnie temu, waluty regionu CEE, ale również i EURUSD odnotowały najniższe miesięczne zmiany. Okres niskiej zmienności bardzo często kończy się gwałtownie i zazwyczaj poprzedzony jest spadkiem popytu na ryzykowne aktywa. Trudno zgadnąć, kiedy nastąpi ponowny gwałtowny wzrost zmienności, ale niepewność przed wyborami parlamentarnymi (25 października) i przed posiedzeniem FOMC (28 października) mogą być takimi czynnikami. Sądzymy jednak, że nawet jeśli złoty dość znacząco osłabi się do euro w najbliższym czasie, to będzie to krótkotrwałe.

W tym tygodniu zobaczymy wiele publikacji danych makro z USA i wiele wystąpień członków FOMC. Dane te będą kluczowe dla oceny terminu rozpoczęcia przez Fed podwyżek stóp procentowych i wpłyną na nastroje na rynkach. W kraju najważniejsza będzie natomiast publikacja sierpniowego bilansu płatniczego. Nasz prognoza deficytu jest niższa od konsensusu, a w związku z tym oczekujemy, że dane te będą wspierające dla złoto, w szczególności po słabym lipcowym odczycie. Skala umocnienia jest jednak ograniczona wobec niepewności co do wyniku wyborów do Sejmu.

EURUSD wyżej mimo słabych danych z Niemiec

W minionym tygodniu przedział zmian EURUSD był najwęższy od grudnia 2014 r. Kurs wahał się między 1,117 i 1,135 mimo serii słabych danych z Niemiec. Skala osłabienia euro jest ograniczana przez słabe dane z rynku pracy w USA za wrzesień, które w ocenie inwestorów przesuwają w czasie moment rozpoczęcia podwyżek stóp przez FOMC. Protokół z posiedzenia FOMC potwierdził gołębią retorykę Fed i pchnął EURUSD w kierunku górnego pasma wahań.

Sądzymy, że w tym tygodniu zmienność na rynku może wzrosnąć, ze względu na publikacje danych z USA i wystąpienia przedstawicieli Fed. Po słabych danych z rynku pracy USA oczekiwania na szybką podwyżkę stop spadły znacząco i obecnie rynek wycenia tylko 8% szans na wzrost stóp w tym miesiącu. Dane z USA musiałyby być bardzo mocne aby to zmienić. Sądzymy, że EURUSD pozostanie powyżej 1,108, z większym ryzykiem w górę.

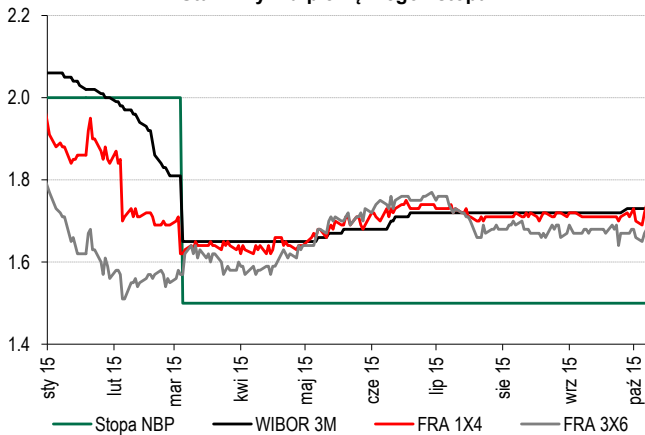
Waluty regionu nieco mocniejsze

Waluty regionu, podobnie jak złoty, również zyskały wobec głównych walut. Wsparciem dla umocnienia był gołębi ton protokołu FOMC, sugerujący, że Fed może nie podwyższyć stóp w tym roku. Forint zyskiwał również pod wpływem silnego popytu na węgierski dług ze strony zagranicznych inwestorów. W efekcie EURHUF obniżył się do 310, najniżej od połowy września. Natomiast rubel korzystał na wzroście cen ropy. Póki co inwestorzy ignorują informacje o działaniach Rosji na terenie Syrii.

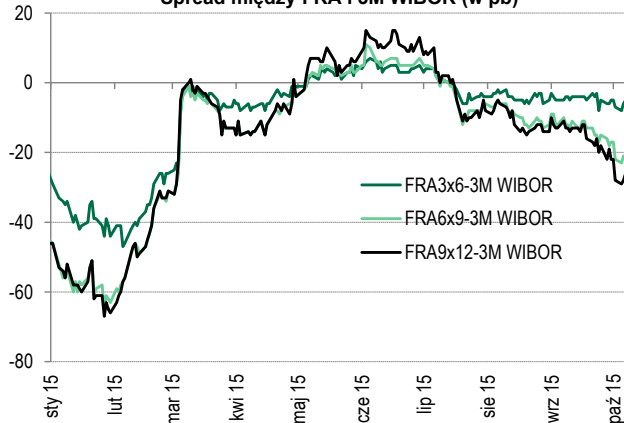
Waluty CEE pozostaną wrażliwe na napływające dane z globalnej gospodarki, głównie z USA. Kolejne sygnały mówiące, że w tym roku nie dojdzie do podwyżki stóp w USA, będą wspierające dla tych walut.

Rynek stopy procentowej – Rentowności nieco w górę dzięki dobrym danym i zbliżającym się wyborom

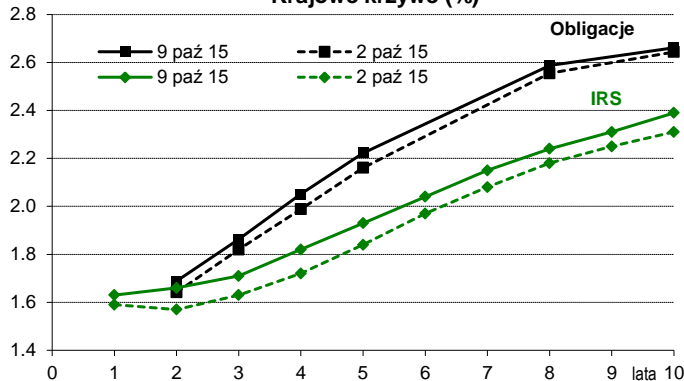
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



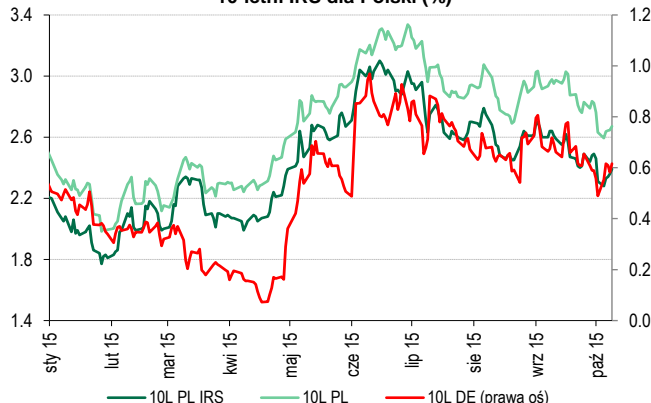
Spread między FRA i 3M WIBOR (w pb)



Krajowe krzywe (%)



Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)



Realizacja zysków po silnym umocnieniu

▪ Krajowy rynek stopy procentowej na początku tygodnia kontynuował umocnienie zapoczątkowane przez publikację słabych danych z rynku pracy w USA. W efekcie rentowność 10-latk spadła do 2,57%, po raz pierwszy od kwietnia. Jednak mniej gołębia retoryka RPP i informacje o podaży obligacji długoterminowych na czwartkowej aukcji dały impuls do realizacji zysków w kolejnych dniach.

▪ W skali tygodnia obie krzywe przesunęły się w górę. Skala osłabienia na krótkim końcu była większa niż na środku i długim końcu krzywej rentowności, co spowodowało zawężenie spreadu 2-10L do poniżej 100 pb. W przypadku krzywej IRS nastąpiło bardziej równoległe przesunięcie, co w efekcie dało nieznaczne zmiany spreadu 2-10L (który pozostał blisko 74 pb). W tym samym czasie spread wobec niemieckiej obligacji tymczasowo spadł do ok. 200 pb, po raz pierwszy od końca marca.

▪ Na rynku pieniężnym stawki FRA początkowo spadły znacząco w wyniku wzrostu oczekiwań na kolejne dostosowania w polityce monetarnej (spadek stóp o 50 pb). Jednak mniej gołębia retoryka RPP i korekta na rynku IRS spowodowały ostatecznie wzrosty stawek FRA. W konsekwencji oczekiwania co do przyszłych obniżek stop nieco osłabły. Obecnie rynek widzi ok. 80% szans na obniżkę stop w perspektywie 6 miesięcy i w pełni wycenia obniżkę stóp o 25 pb w ciągu 9 miesięcy (FRA6x9 na 1,55% i FRA9x12 na 1,50%).

Ministerstwo Finansów aktywne na rynku pierwotnym

▪ W minionym tygodniu wiele się działo na pierwotnym rynku długu. Realizując plany emisyjne na IV kw., Ministerstwo Finansów z sukcesem uplasowało emisję 6-letnich obligacji (o terminie wykupu 14 października 2021 r.) denominowanych w euro. Wartość emisji wyniosła 1,75 mld € (przy popycie przekraczającym 2,5 mld €). Obligacje te wyceniono na 45 pb powyżej średniej stopy swap, co oznacza rentowność na poziomie 0,94%, najniżej w historii emisji polskich obligacji na rynku euro. Wg resortu finansów w strukturze podmiotowej inwestorów największy udział miały banki – 38%, a następnie fundusze inwestycyjne – 35% oraz banki centralne i instytucje publiczne – 20%. W komunikacie podkreślono, że nominalna kwota obligacji objętych przez banki centralne i instytucje publiczne była najwyższa w historii wszystkich emisji polskich obligacji na rynkach zagranicznych. Wartość tej emisji stanowi ok. 40% przyszłorocznych walutowych potrzeb pożyczkowych.

▪ Wyniki aukcji zamiany można również uznać za bardzo dobre. Ministerstwo sprzedało nową serię 5-letnich obligacji PS0421 o wartości 3,14 mld zł z rentownością 2,29% oraz 10-letni benchmark DS0726 o wartości 2,5 mld zł z rentownością 2,78% (nieco wyższą niż na rynku wtórnym przed aukcją).

Uwaga na kluczowe publikacje danych

▪ W tym tygodniu poznamy wiele istotnych danych z kraju, np. bilans płatniczy za sierpień i finalny odczyt CPI za wrzesień. Te pierwsze dane będą kluczowe, tym bardziej, że oczekujemy poprawy salda na rachunku obrotów bieżących po słabym lipcu. Poprawa dynamiki eksportu będzie potwierdzała solidny wzrost aktywności gospodarczej w Polsce. Będzie to sprzyjało kontynuacji korekty na rynku długu. Finalny odczyt inflacji za wrzesień będzie raczej neutralny, gdyż oczekujemy odczytu na poziomie wstępnego poziomu (-0,8% r/r).

▪ Czynniki zewnętrzne mogą po raz kolejny mieć kluczowe znaczenie. Jeśli publikowane w tym tygodniu dane makro z USA potwierdzą, że Fed może przesunąć termin podwyżki na grudzień to będzie to negatywny czynnik dla długu. Dane z Chin mogą dodać zmienności na rynku. Zbliżający się termin wyborów będzie również generował presję na wzrost rentowności.

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