

TYGODNIK EKONOMICZNY

26 października – 1 listopada 2015

Retoryka EBC była głównym czynnikiem wpływającym w minionym tygodniu na rynek. Gołębie słowa szefa EBC sugerujące, że w grudniu możliwe jest dalsze poluzowanie polityki pieniężnej osłabiły euro, zainicjowały wyraźne umocnienie obligacji, wsparły waluty z rynków wschodzących, w tym złotego, i pchnęły indeksy giełdowe mocno w górę. Wcześniej w tygodniu złoty stracił nagle na wartości osłabiając się do prawie 4,30 za euro, najsłabszego poziomu od stycznia, między innymi pod wpływem kontrowersyjnych pomysłów przodującego w przedwyborczych sondażach PiS, takich jak wybór członków do nowej RPP na podstawie ich skłonności od obniżania stóp czy uruchomienia wartego 350 mld zł programu analogicznego do LTRO, prowadzonego przez EBC. Gołębia retoryka EBC pozwoliła złotemu powrócić do ok. 4,25 za euro potwierdzając, że globalne nastroje grają istotną rolę na rynku.

W tym kontekście, ostatni tydzień października będzie bardzo ciekawy, bowiem poznamy wyniki polskich wyborów parlamentarnych, a decyzję ws. stóp podejmie FOMC. W naszej ocenie, zdecydowane zwycięstwo PiS może wywołać umocnienie na krótkim końcu krzywej rentowności w wyniku wzrostu szans na poluzowanie polityki pieniężnej w 2016, co może nieco osłabić złotego. Sądzymy, że ogłoszenie wyników wyborów może nie zakończyć okresu podwyższonej zmienności z powodu decyzji FOMC i publikacji pierwszego szacunku PKB za III kw. w USA. Rynek daje wyraźnie mniej niż 10% szans na podwyżkę w tym miesiącu i wg nas FOMC nie zaskoczy. Kluczowy będzie więc komunikat, który może wzmocnić wahania na rynku. Sądzymy, że złoty i polski dług mogą skorzystać z retoryki FOMC, która wg nas będzie raczej gołębia niż jastrzębia. Dodatkowo, środki z wykupu obligacji oraz płatności kuponowych (w sumie ok 27,3 mld zł) wpłyną na rynek na początku tygodnia, co powinno wspierać popyt na aukcji zaplanowanej na czwartek. Uważamy jednak, że aukcja, dane z zagranicy (lfo w Niemczech, PKB w USA) i z kraju (wstępny CPI za październik) będą raczej w cieniu dwóch kluczowych wydarzeń.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (26 października)							
10:00	DE	Indeks Ifo	X	pkt	108,0	-	108,5
15:00	US	Sprzedaż nowych domów	IX	tys.	545	-	552
WTOREK (27 października)							
13:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	IX	% m/m	-1,2	-	-2,3
15:00	US	Indeks nastroju konsumentów	X	pkt	102,4	-	103,0
ŚRODA (28 października)							
19:00	US	Decyzja FOMC		%	0,0-0,25	-	0,0-0,25
CZWARTEK (29 października)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	259
13:30	US	Pierwszy szacunek PKB	III kw.	% kw./kw.	1,7	-	3,9
15:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	IX	% m/m	1,0	-	-1,4
PIĄTEK (30 października)							
11:00	EZ	Wstępny HICP	X	% r/r	0,1	-	-0,1
13:30	US	Dochody osobiste	IX	% m/m	0,2	-	0,3
13:30	US	Wydatki konsumentów	IX	% m/m	0,2	-	0,4
14:00	PL	Wstępny CPI	X	% r/r	-0,6	-0,6	-0,8
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	X	% r/r	-	-	0,2
15:00	US	Indeks Michigan	X	pkt	92,5	-	92,1

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 Luzziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

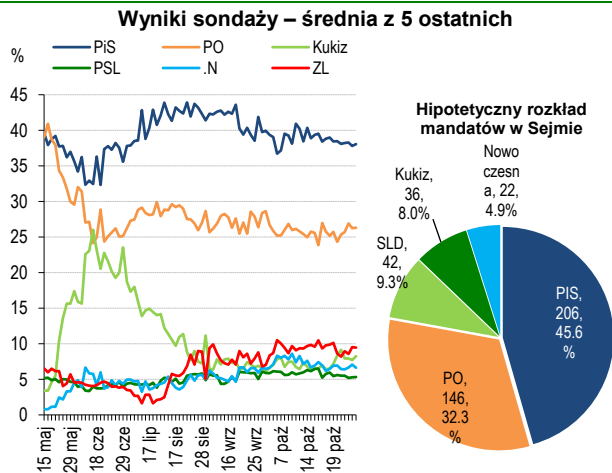
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

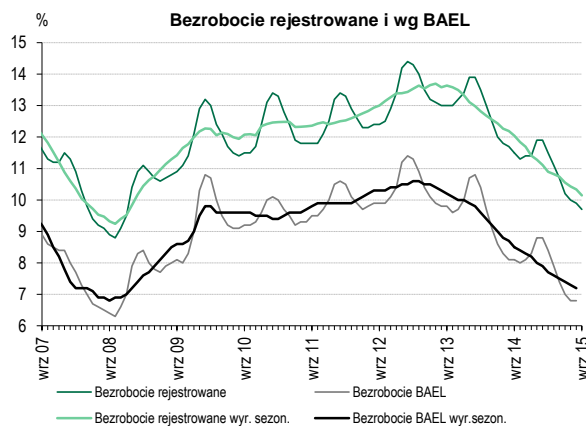
Wydarzenia nowego tygodnia – Wstępny CPI i wyniki wyborów



Wyniki wyborów będą głównym krajowym wydarzeniem w tym tygodniu. Nasza analiza możliwych wyników (na podstawie ostatnich sondaży) wskazuje, że opozycyjnemu PiS może niewiele zabraknąć do bezwzględnej większości (231 mandatów). Będzie to oczywiście zależne od liczby partii w Sejmie, a według sondaży pięć z nich jest blisko prognozy wyborczej. Jeśli chodzi o małe partie, to Kukiz'15 prawdopodobnie jako jedyne może poprzeć rząd PiS. Dokładne wyniki poznamy prawdopodobnie w poniedziałek wieczorem.

Spodziewamy się wzrostu inflacji do -0,6% r/r w październiku, głównie pod wpływem wzrostu cen żywności, które pokażą dodatnią stopę wzrostu w ujęciu rocznym po raz pierwszy od ponad roku (w IV kw. 2014 też spadały). Nadchodzące miesiące pokażą zapewne mocniejszą korektę w górę: naszym zdaniem listopadowy CPI będzie blisko 0%.

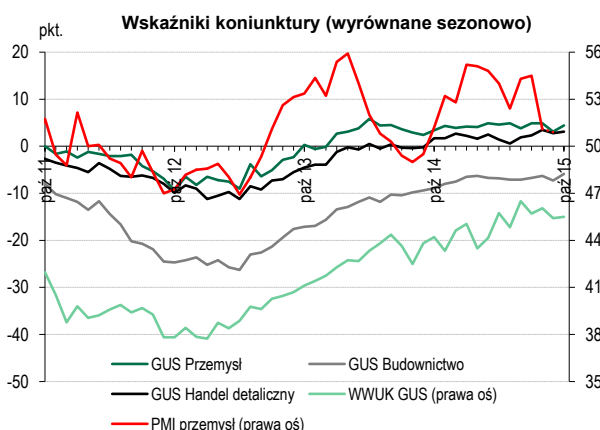
Ostatni tydzień w gospodarce – Bezrobocie w dół, nastroje w górę



Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła we wrześniu do 9,7%, poniżej oczekiwań naszych (9,8%) i Ministerstwa Pracy (9,9%). Nasz szacunek stopy bezrobocia wyrównanej sezonowo wyniósł 10,1%, najniższej od stycznia 2009. Niespodziankę w dół zawdzięczamy rewizji w górę liczby zatrudnionych przez GUS, co obniżyło ścieżkę aż od grudnia 2014. GUS nie opublikował danych o zatrudnionych, ale szacujemy, że ich liczba wzrosła o ok. 150 tys., czyli o 1%. Dane są optymistyczne i potwierdzają dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy. Oczekujemy dalszego spadku stopy bezrobocia w kolejnych miesiącach.

W październiku nastroje konsumentów nie uległy znacznym zmianom. Indeks dla bieżących nastrojów wzrósł o 0,5 pkt od września. Korzystnie na odczyt wpłynęła ocena sytuacji finansowej gospodarstw domowych, przyszłej sytuacji ekonomicznej kraju i możliwości dokonywania ważnych zakupów. Wskaźnik wyprzedzający wzrósł o 0,3 pkt dzięki ocenie przyszłej sytuacji ekonomicznej kraju.

Indeksy nastroju w przedsiębiorcach poprawiły się w tym miesiącu w każdym z głównych sektorów, czyli przetwórstwie, budownictwie i handlu. Odczyty te są dla nas dużą ulgą, bowiem we wrześniu odnotowano silne spadki, co wzmocniło obawy o trwałość ożywienia gospodarczego i zwiększyły ryzyko wolniejszego wzrostu na koniec 2015. Nastroj konsumentów i przedsiębiorców daje nadzieję, że popyt konsumencki pozostanie silny i w obliczu negatywnych czynników zewnętrznych pozwoli utrzymać tempo wzrostu gospodarczego powyżej 3%.



Cytat tygodnia – Członkowie do RPP mają być gołębi

Henryk Kowalczyk, poseł PiS, 21.10.2015, PAP

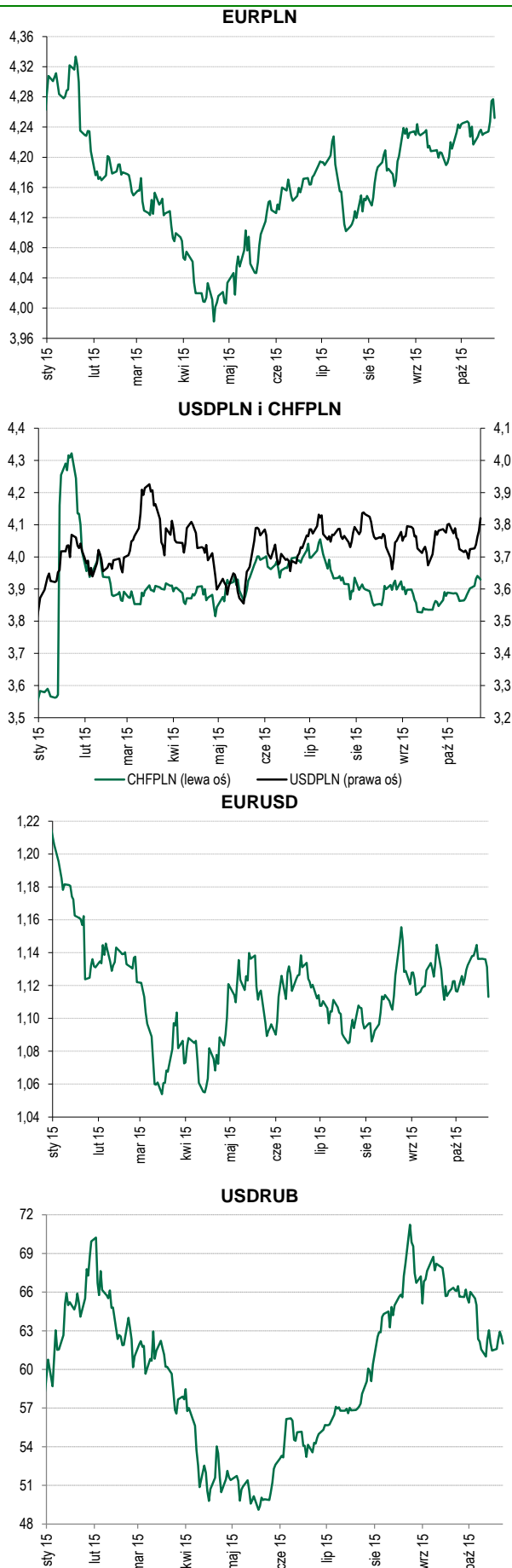
Tak jest. Na pewno będzie ten czynnik [skłonność do poluzowania polityki pieniężnej] brany pod uwagę. Poglądy.

List otwarty obecnych i byłych członków RPP (Jan Czekaj, Dariusz Filar, Marian Noga, Andrzej Rzońca, Jan Winiecki, Andrzej Wojtyna, Anna Zielińska-Głęboka), 22.10.2015

Deklaracja Henryka Kowalczyka (...) jest przejawem skrajnej nieodpowiedzialności oraz niekompetencji polityka, który ją składa. Konstytucja stanowi, że kryterium wyboru członka Rady ma być jego wyróżniająca się wiedza z zakresu finansów. Z kolei Ustawa o NBP zobowiązuje go przed objęciem obowiązków w RPP złożenia przysięgi, że zachowa pełną bezstronność i będzie działał w zgodzie z celami działalności NBP, z których podstawowy jest jeden: utrzymanie stabilnego poziomu cen. Wymaganie od nowych członków Rady gotowości do poluzowania polityki pieniężnej jest w istocie żądaniem krzywoprzysięstwa.

Komentarze H. Kowalczyka pokazują, że PiS planuje dobierać członków RPP na podstawie ich skłonności do obniżania stóp i wspierania polityki gospodarczej rządu. Po pierwsze, jest to krótkowzroczna strategia oparta na obserwacji, że obecnie inflacja jest niska a wzrost umiarkowany. Po drugie, jak zauważyli w liście członkowie RPP, jest to wbrew Konstytucji, która stanowi, że wiedza z zakresu finansów ma być kryterium wyboru. To członkowie RPP powinni decydować o tym, czy powinni wspierać politykę rządu. Co ciekawe, mamy też wrażenie, że dwóch członków obecnej RPP nominowanych przez PiS (Adam Glapiński i Andrzej Kaźmierczak) nagle stali się gołębi, pomimo faktu, że w ostatnich 17 głosowaniach Rady zawsze byli przeciw obniżkom.

Rynek walutowy – Uwaga na wyniki wyborów i Fed



Złoty traci przed wyborami

▪ Już tydzień i dwa tygodnie temu pisaliśmy, że zmienność na polskim rynku walutowym wzrosła, co może mieć przejściowy negatywny wpływ na złote. Wydaje się, że w ostatnich dniach scenariusz ten się zmaterializował – EURPLN wzrósł gwałtownie do ok. 4,295, najwyższej od stycznia w wyniku wzrostu szans na poluzowanie polityki pieniężnej w Polsce po wyborach. Złoty szybko jednak odrobił straty i umocnił się do 4,25 za euro dzięki gołębim sygnałom z EBC. Zakres wahań kursu EURPLN z minionego tygodnia był największy od końca sierpnia.

▪ Ostatnie ruchy EURPLN sugerują, że rynek bardziej agresywnie zaczął wyceniać scenariusz zmiany rządu w Polsce. Widzimy szanse na lekkie umocnienie złotego w ostatnim tygodniu października w myśl zasady „kupuj plotki, sprzedawaj fakty”, ale skala odreagowania będzie zapewne zależała od wyników wyborów. Sądzymy, że możliwe jest jedynie niewielkie umocnienie w przypadku uzyskania przez PiS większości w parlamencie, podczas gdy utrzymanie władzy przez koalicyjny rząd PO byłoby prawdopodobnie najkorzystniejsze dla krajowej waluty.

▪ Zapowiadany scenariusz wzrostu wahań na polskim rynku FX zrealizował się i uważamy, że w tym tygodniu podwyższona zmienność może się utrzymać bowiem decyzję ws. stóp ogłosi FOMC i poznamy ważne dane z USA, w tym pierwszy szacunek PKB za III kw. Rynek daje wyraźnie mniej niż 10% szans na podwyżkę w tym miesiącu i wg nas FOMC nie zaskoczy. Kluczowy będzie więc komunikat, który może wzmocnić wahania na rynku.

Uwaga przenosi się z EBC na Fed

▪ Największy wpływ na EURUSD w zeszłym tygodniu miała retoryka EBC, która wzmocniła oczekiwania, że w grudniu polityka pieniężna w strefie euro zostanie jeszcze bardziej poluzowana. Wspólna waluta straciła gwałtownie na wartości, kurs spadł do ok. 1,102, poniżej wrześniowego minimum i do najniższego poziomu od połowy sierpnia.

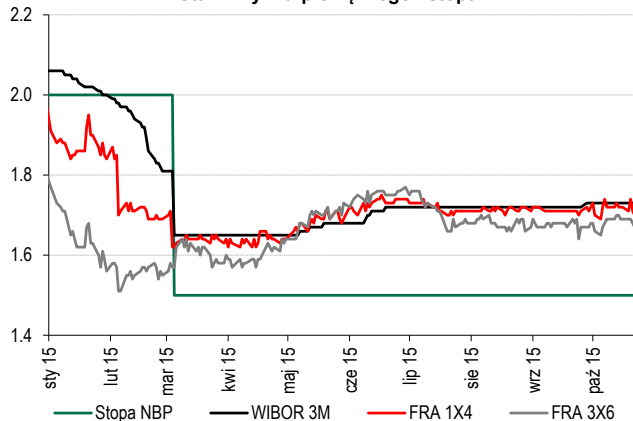
▪ Z punktu widzenia analizy technicznej, przebiecie wrześniowego dołka powinno otworzyć drzwi do dalszego spadku EURUSD. Wydaje nam się jednak, że mocna waluta to „gorący ziemniak”, którego EBC i Fed nie chcą zbyt długo trzymać w rękach, więc w naszej ocenie w tym tygodniu FOMC będzie się starał by raczej nie dostarczyć powodów do dalszej aprecjacji dolara. Wydaje się, że jedynie mocne dane z USA mogą pchnąć EURUSD wyraźnie poniżej 1,10.

Rubel wystarczająco silny dla banku centralnego?

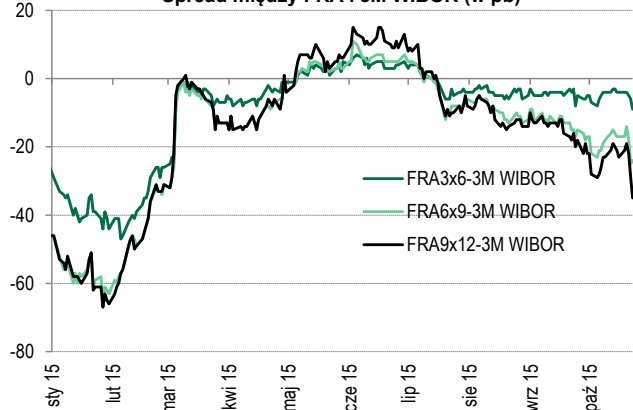
▪ Od końca sierpnia, kiedy waluty z rynków wschodzących zaczęły odrabiać straty poniesione w reakcji na silne spadki na chińskiej giełdzie, rubel radził sobie zdecydowanie najlepiej i zyskał prawie 12% do dolara, wg danych Bloomberg. Drugie w rankingu chilijskie peso zyskało mniej niż 10%. Aprecjacja rubla wzbudziła spekulacje kiedy bank centralny Rosji mógłby wznowić swój program skupu walut obcych w celu odbudowy rezerw walutowych. Szefowa banku, Elvira Nabiullina, powiedziała że kiedy zmienność na rynku spadnie, wtedy program mógłby zostać wznowiony, ale jej zdaniem nie ma na razie pośpiechu by zwiększać rezerwy szacowane obecnie na ok. 370 mld USD. Dodała, że nie podjęto jeszcze decyzji o tym kiedy bank mógłby ponownie wkroczyć na rynek, ale spekuluje się że mogłoby to zostać ogłoszone już w piątek (30 października) po posiedzeniu banku centralnego. Zdecydowanie się na taki krok mogłoby spowolnić tempo aprecjacji rubla lub nawet wywołać pewną realizację zysków.

Rynek stopy procentowej – Krótki koniec dobrze zakotwiczony oczekiwaniami na obniżki stóp

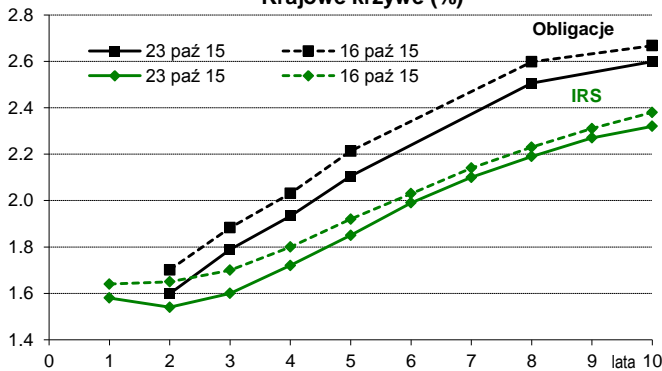
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



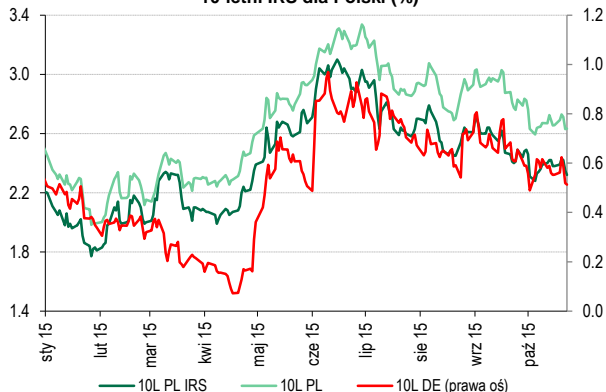
Spread między FRA i 3M WIBOR (w pb)



Krajowe krzywe (%)



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



Gołębi EBC spowodował umocnienie długu globalnie

Posiedzenie EBC było najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia. Gołębi komentarz szefa EBC Mario Draghi'ego, wskazujący, że EBC może ponownie rozważyć poluzowanie polityki pieniężnej w grudniu, spowodował znaczące umocnienia długu globalnie, włączając polski rynek stopy procentowej. Spośród krajowych czynników, deklaracja PiS, że nowi członkowie RPP będą wybierani pod względem ich skłonności do dalszego luzowania polityki monetarnej wsparła krajowy rynek długu, w szczególności krótki koniec krzywych. Jednakże koniec tygodnia przyniósł realizację zysków, która okazała się krótkotrwała mimo zbliżających się wyborów parlamentarnych.

W skali tygodnia obie krzywe przesunęły się w dół o 4-11 pb, w tym najmocniej zyskał krótki koniec i środek krzywych. W konsekwencji obie krzywe się nieco wystromiły, w tym spread 2-10L rozszerzył się nieco powyżej 100 pb, po raz pierwszy od końca września. Jednakże rynki bazowe i peryferyjne bardziej zyskały na gołębij retoryce EBC, co spowodowało większe zacieśnienie spreadu wobec niemieckich obligacji niż w przypadku polskich 10-letnich obligacji (spread pozostał nieznacznie powyżej 210 pb).

Stawki FRA również znacząco spadły w wyniku sugestii PiS, że po wyborach stopy NBP będą niższe. Obecnie rynek FRA dyskontuje w pełni obniżkę stóp o 25 pb w perspektywie 6 miesięcy i prawie 70% szans, że stopy mogą łącznie spaść o 50 pb w perspektywie 9 miesięcy.

Wyniki wyborów, FOMC i aukcja w centrum uwagi

W tym tygodniu kalendarz publikacji jest wypełniony istotnymi wydarzeniami, włączając wybory parlamentarne w Polsce, posiedzenie monetarne FOMC, aukcję krajowego długu i publikację danych makro. Wyniki wyborów będą jednakże kluczowe. Ostatnie sondaże wyraźnie wskazują na zmiany na polskiej scenie politycznej, gdyż PiS najwyraźniej zmierza do zwycięstwa w niedzielnych wyborach, podczas gdy obecnie rządząca PO będzie najprawdopodobniej największą partią opozycyjną. Wygrana PiS może przyczynić się do umocnienia na krótkim końcu krzywych w wyniku rosnącego prawdopodobieństwa obniżek stóp w 2016 roku.

Umocnienie na środku i długim końcu krzywych może być ograniczone gdyż globalne czynniki mogą przesłonić krajowe wydarzenia. W naszej opinii posiedzenie FOMC nie przyniesie zmian w polityce monetarnej, zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami. W związku z tym komunikat Fed będzie kluczowy, gdyż może wskazać na kierunek przyszłej polityki monetarnej w USA w najbliższych miesiącach. Sądzymy, że FOMC może rozpocząć normalizację polityki pieniężnej jeszcze w tym roku, jednakże retoryka FOMC w październiku powinna pozostać gołębia. Biorąc pod uwagę perspektywę dalszego łagodzenia polityki monetarnej przez EBC i możliwość przesunięcia terminu pierwszej podwyżki stop przez Fed, rynki bazowe powinny pozostać relatywnie silne, wspierając tym samym krajowy dług. Pomimo to zmienność na rynku może utrzymać się na wysokim poziomie ze względu na niepewność odnośnie przyszłego rządu.

W tym tygodniu na rynek wpłyną środki z wykupu DS1015 i płatności odsetkowych (poniedziałek) w wysokości ok. 27,3 mld zł. Część z tych środków może zostać zagospodarowana przez planowaną na czwartek aukcję obligacji. Resort finansów zaplanował przetarg 29 października, jednak oferta będzie zależna od sytuacji rynkowej – na dwa dni przed aukcją dowiemy się czy przetarg się odbędzie. W planie emisji na IV kw. br. Ministerstwo Finansów zaplanowało ofertę obligacji w wysokości 5-10 mld zł na aukcji 29 października lub 5 listopada.

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