

TYGODNIK EKONOMICZNY

9 – 15 listopada 2015

Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej było jednym z niewielu wydarzeń w ub. tygodniu, które nie zaskoczyły – Rada utrzymała stopy procentowe bez zmian mimo lekkiej obniżki projekcji PKB i CPI. Krajowy indeks PMI zaskoczył w górę, rosnąc w październiku do 52,2 pkt dzięki ożywieniu nowych zamówień i przemysłu, podczas gdy wstępny odczyt inflacji zaskoczył w dół, stabilizując się na poziomie -0,8% r/r. Jeśli chodzi o sytuację za granicą, największym zaskoczeniem były piątkowe dane o zatrudnieniu, znacznie lepsze od oczekiwań. Ich publikacja bardzo wzmocniła oczekiwania rynku nt. możliwej podwyżki stóp procentowych w USA w grudniu, szczególnie że kilka dni wcześniej szefowa Fed Janet Yellen mówiła, że taki ruch jest możliwy.

Spekulacje nt. dalszych decyzji Fed zapewne pozostaną głównym czynnikiem napędzającym rynek na początku nowego tygodnia, jako że w kalendarzu publikacji danych aż do piątku jest niemal zupełnie pusto. Aktywność inwestorów może być obniżona również dlatego, że środa jest dniem wolnym od pracy w Polsce i w USA. W czwartek odbędzie się pierwsze po wyborach posiedzenie parlamentu, dymisja rządu Ewy Kopacz i najprawdopodobniej zaprzysiężenie rządu Beaty Szydło. Inwestorzy będą z niecierpliwością czekać na nazwiska ministrów, głównie tych odpowiedzialnych za sprawy gospodarcze. O ile nie pojawi się jakaś bardzo kontrowersyjna kandydatura na ministra finansów, to reakcja rynków raczej nie powinna być znacząca. Piątek będzie obfitym w publikacje danych: wstępny PKB, inflacja, bilans płatniczy, podaż pieniądza. Oczekujemy stabilizacji wzrostu PKB w III kw. na poziomie 3,3% r/r, co powinno być neutralne dla rynku. Inwestorów nie będzie też raczej zbyt ekscytować inflacja, której wstępny odczyt już znają. Lekko pozytywne dla złotego mogą być dane o bilansie płatniczym, pokazujące solidny wzrost eksportu i mniejszy deficyt obrotów bieżących.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (9 listopada)							
8:00	DE	Eksport	IX	% m/m	-	-	-5,2
9:00	CZ	CPI	X	% r/r	0,4	-	0,4
WTOREK (10 listopada)							
9:00	HU	CPI	X	% r/r	0,0	-	-0,4
ŚRODA (11 listopada)							
	PL	Święto Niepodległości					
CZWARTEK (12 listopada)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	0,1	-	-0,5
13:00	PL	Pierwsze posiedzenie Sejmu					
14:30	US	Tygodniowa liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	276
PIĄTEK (13 listopada)							
8:00	DE	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	1,8	-	1,6
9:00	CZ	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	4,2	-	4,6
9:00	HU	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	2,3	-	2,7
10:00	PL	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	3,3	3,3	3,3
11:00	EZ	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	1,7	-	1,5
14:00	PL	CPI	X	% r/r	-0,8	-0,8	-0,8
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IX	mln €	-418	-519	-864
14:00	PL	Eksport	IX	mln €	14950	15446	12 764
14:00	PL	Import	IX	mln €	14682	15000	12 855
14:00	PL	Podaż pieniądza	X	% r/r	8,2	8,5	8,4
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	0,3	-	0,1
16:00	US	Wstępny Michigan	XI	pkt	91,0	-	90,0

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

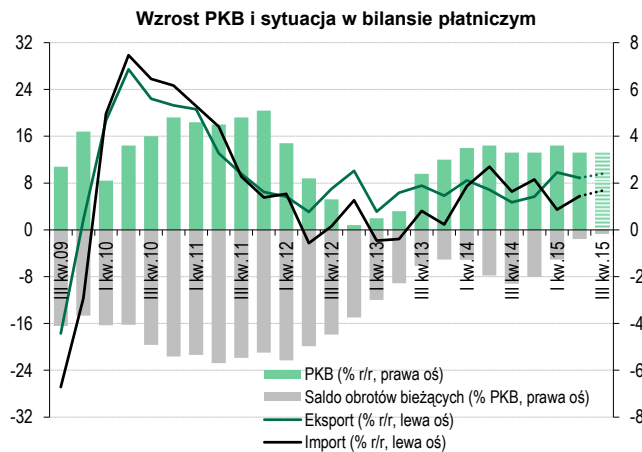
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Piątek trzynastego obfitujący w wydarzenia



■ Wstępny odczyt PKB za III kw. 2015 r. to kluczowa publikacja tygodnia. Naszym zdaniem wzrost PKB ustabilizował się na 3,3% r/r (zgodnie z konsensusem). Należy jednak zauważyć, że tym razem błąd prognozy jest wyższy niż zwykle, jako że GUS zrewidował dane o PKB za lata 2010-2014, ale nie pokazał jeszcze przeszacowanych danych kwartalnych.

■ Wstępny szacunek CPI za październik pokazał stabilizację na -0,8% r/r (poniżej oczekiwań) i spodziewamy się potwierdzenia tej liczby w finalnym odczycie. Najciekawsze będzie, czy wynikało to z wolniejszego wzrostu cen żywności (tani import?) czy z innych czynników. Rynek zapewne nie zareaguje na te dane, chyba że pokażą znaczne odchylenie od wstępnych.

■ Spodziewamy się poprawy salda obrotów bieżących w wrześniu pod wpływem dobrego wzrostu eksportu. Naszym zdaniem październikowe dane o podaży pieniądza potwierdzą solidny popyt na kredyt wśród firm i gospodarstw domowych.

Ostatni tydzień w gospodarce – Stopy bez zmian, dobra aktywność w przetwórstwie



■ Indeks PMI dla polskiego przemysłu znowu zaskoczył, ale tym razem pozytywnie, rosnąc w październiku do 52,2 pkt. (z 50,9 pkt. we wrześniu). Miesięczne odbicie było największe od czerwca i spowodowane było głównie poprawą subindeksów produkcji i nowych zamówień. Na poprawę tego drugiego elementu korzystnie wpłynął wzrost zamówień eksportowych, które miesiąc wcześniej zanotowały spadek. Październikowe dane pokazały jednocześnie, że w dalszym ciągu nie widać presji inflacyjnej – zanotowany spadek kosztów produkcji był najszybszy od dwóch i pół roku. Poprawa indeksu PMI, która potwierdziła analogiczne sygnały ze strony innych wskaźników aktywności za październik (m.in. indeksu ESI Komisji Europejskiej oraz wskaźników koniunktury GUS), wspiera oczekiwania, że tempo wzrostu gospodarczego w IV kwartale utrzyma się na solidnym poziomie powyżej 3%.

■ Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna na poziomie 1,5%), zgodnie z oczekiwaniami. Treść i ton komunikatu nie zmieniły się istotnie w porównaniu do poprzedniego miesiąca. Nową informacją jest aktualizacja prognozy NBP, która wskazuje – zgodnie z wcześniejszą sugestią przedstawicieli banku centralnego – na nieznacznie niższą niż poprzednio ścieżkę inflacji i PKB (głównie w 2016, bo w 2017 r. różnice są znikome). Ogólnie, przewidywane trendy w zakresie inflacji i wzrostu gospodarczego nie uległy zasadniczej zmianie. Prezes NBP Marek Belka wyraźnie powtórzył na konferencji prasowej, że nic obecnie nie uzasadnia dalszych obniżek stóp.

■ Po wyraźnej wygranej PiS w wyborach i deklaracjach przedstawicieli tej partii, że kandydaci na członków nowej RPP będą wybierani m.in. na podstawie ich skłonności do łagodzenia polityki pieniężnej uważamy, że stopy procentowe zostaną obniżone, spodziewamy się -50pb w I kw. 2016 r.

Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB			
	Lis 14	Mar 15	Lip 15	Lis 15
2015	2,0+3,7	2,7+4,2	3,0+4,3	2,9+3,9
2016	1,9+4,2	2,2+4,4	2,3+4,5	2,3+4,3
2017	-	2,4+4,6	2,5+4,7	2,4+4,6
	Inflacja CPI			
	Lis 14	Mar 15	Lip 15	Lis 15
2015	0,4+1,7	-1,0+0,0	-1,1+0,4	-0,9+0,8
2016	0,6+2,3	-0,1+1,8	0,7+2,5	0,4+1,8
2017	-	0,1+2,2	0,5+2,2	0,4+2,5

Cytat tygodnia – Coraz ciśnieć na rynku pracy

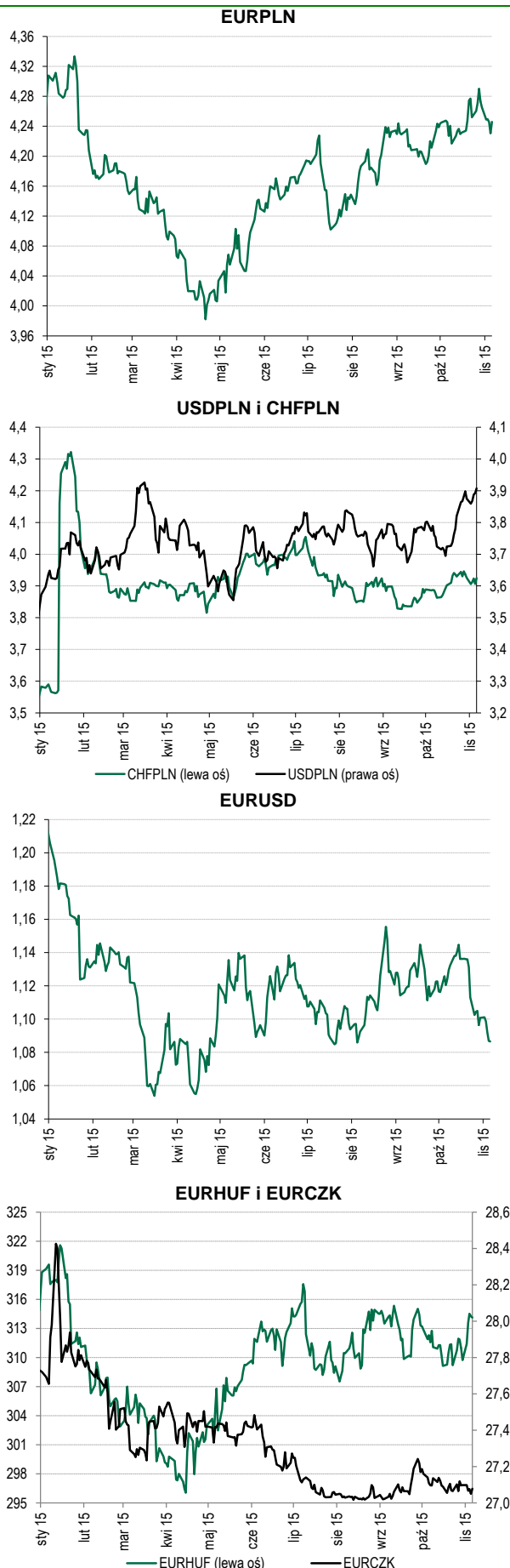
Władysław Kosiniak-Kamysz, minister pracy i polityki społecznej, 6.11.2015, www.mpips.gov.pl

Rok 2015 to okres zmniejszającej się liczby osób zarejestrowanych w urzędach pracy. Podobny poziom bezrobocia odnotowano w grudniu 2008 r., czyli prawie 7 lat temu. Październikowy wynik potwierdza stałą tendencję do poprawy na rynku pracy.

Bardzo prawdopodobne jest, że bezrobocie na koniec roku będzie jednocyfrowe.

Według szacunków Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej, stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w październiku do 9,6%, zgodnie z naszą prognozą. Zgadamy się z ministrem Kosiniakiem-Kamyszem, że bezrobocie będzie dalej spadać, ale spodziewamy się spowolnienia tego trendu. Dane za październik pokazują, że liczba wakatów na 100 bezrobotnych (12-miesięczna średnia ruchoma) wzrosła do 4,4, wyrównując rekord z października 2008 r. Ponadto, liczba osób wyrejestrowanych w związku z podjęciem pracy jest niższa niż rok wcześniej. To oznacza, że mimo dużej liczby wakatów, zatrudnianie idzie opornie, sugerując niedopasowanie popytu i podaży na rynku pracy, co może przełożyć się na szybszy wzrost płac.

Rynek walutowy – Wystąpienia członków FOMC i kwestie krajowe w centrum uwagi



Złoty przestaje się osłabiać do euro

▪ EURPLN pozostał w minionym tygodniu poniżej lokalnego szczytu na 4,30. Kurs spadł przejściowo do 4,22, ale szybko odbił w pobliżu 4,25 w reakcji na mocne dane z USA. Krajowa waluta dalej jednak traciła do dolara – USDPLN wzrósł do ok. 3,98 z 3,85 w wyniku gwałtownego spadku EURUSD.

▪ Sądzymy, że kluczowymi czynnikami dla złotego w tym tygodniu będą perspektywy polityki pieniężnej Fed i wydarzenia krajowe. Wielu członków FOMC będzie się w najbliższych dniach wypowiadać i ich opinia będzie szczególnie ważna w kontekście ostatnich danych z rynku pracy USA. Szanse na grudniową podwyżkę stóp wzrosły do ok. 70% z 50% po danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA ale nie miało to do tej pory trwałego negatywnego wpływu na złotego. Już od jakiegoś czasu wskazujemy, że normalizacja polityki pieniężnej Fed może zostać odczytana jako oznaka zaufania do amerykańskiej gospodarki i wesprzeć ryzykowne aktywa. Czynnikiem ryzyka dla umocnienia polskiej waluty są wg nas kwestie wewnętrzne. W tym tygodniu poznamy polski wstępny PKB za III kw. i gdyby odczyt rozczarował rynek mógłby zacząć wyceniać przyspieszenie obniżek stóp NBP, co mogłoby ciążyć złotemu. Nie sądzymy jednak, aby EURPLN wzrósł w tym tygodniu powyżej 4,30.

Dane z USA wspierają dolara

▪ EURUSD osiągnął ok. 1,07, najniższy poziom od kwietnia, głównie dzięki wyjątkowo mocnym danym z rynku pracy USA, ale też dzięki jastrzębim sygnałom z Fed i gołębim z EBC.

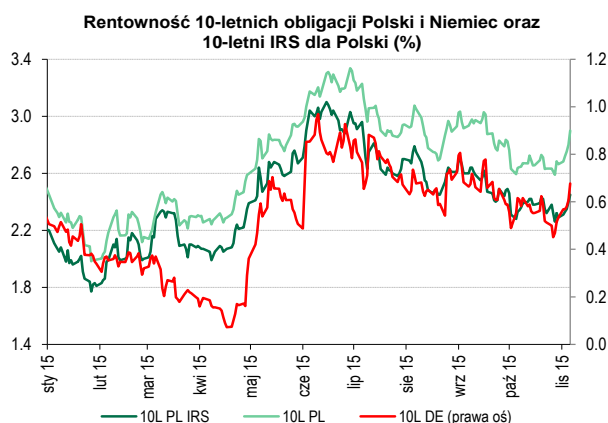
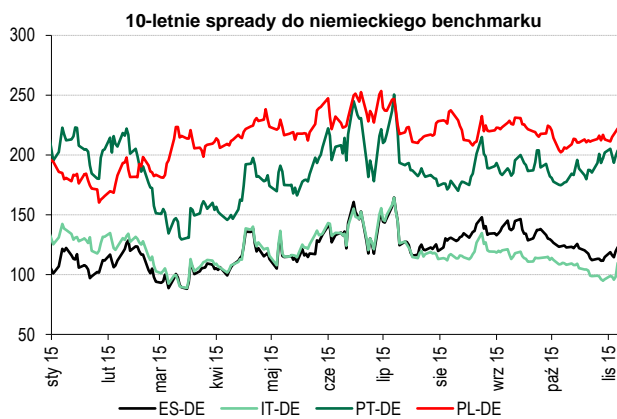
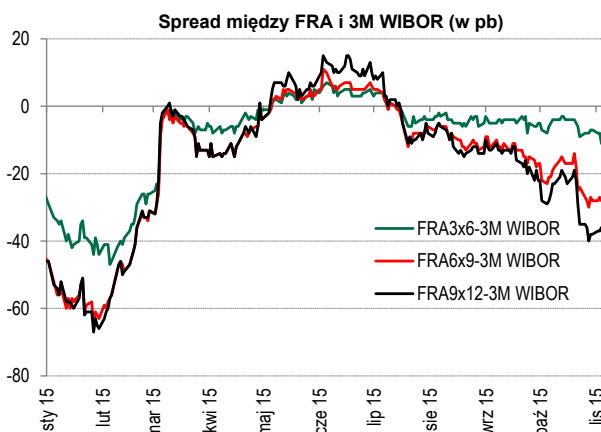
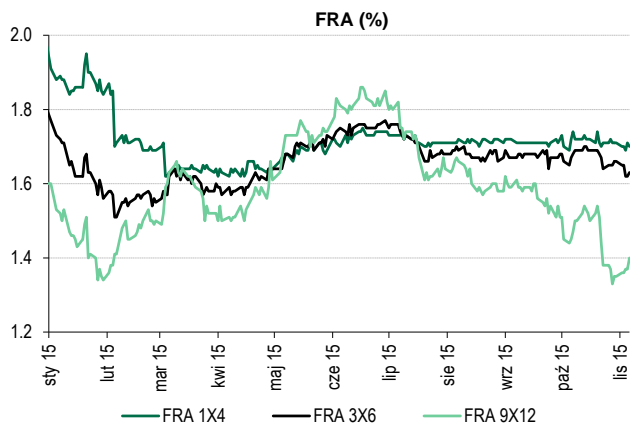
▪ Ten kalendarz jest dość pusty jeśli chodzi o publikację danych, ale wielu członków FOMC będzie się publicznie wypowiadać i ich słowa będą bardzo dokładnie analizowane w kontekście ostatnich danych z USA. Spadek poniżej 1,08 otwiera drzwi do testowania przez EURUSD tegorocznego minimum na ok. 1,045 z marca.

EURCZK powyżej 27 na dłużej, Węgry dalej luzują

▪ Bank centralnych Czech nie zmienił parametrów polityki pieniężnej. Nowe prognozy PKB i CPI zostały zrewidowane jedynie nieznacznie i bank centralny nadal oczekuje wzrostu PKB w tempie tuż poniżej 3% w latach 2017 i 2018 (wobec 4,7% w 2015) i inflacji blisko 2% w dwóch najbliższych latach. Projekcja inflacyjna opiera się jednak na założeniu, że EURCZK pozostanie powyżej 27 do końca 2016. Obecnie, bank centralny zamierza utrzymywać kurs powyżej tej granicy do co najmniej połowy 2016 i jego szef, Miroslav Singer, powiedział, że wydłużenie tego okresu do początku 2017 było dyskutowane już w tym tygodniu. Rynek nie zareagował na te słowa. Wydaje się, że dla inwestorów ważniejsze jest to, że bank centralny nie zamierza podnieść tego poziomu, a jedynie zamierza wydłużyć czas jego obowiązywania.

▪ Miniony tydzień był najgorszy dla forinta do euro od końca września – EURHUF wzrósł do 314 z 310. Największą presję na węgierską walutę wywierała perspektywa dalszego poluzowania polityki pieniężnej na Węgrzech. Najpierw, członek rady stabilności finansowej węgierskiego banku centralnego powiedział, że w kolejnych latach stopy procentowe mogą dalej spadać, co mogłoby mieć negatywny wpływ na forinta. Następnie, bank centralny ogłosił, że przedłuży na 2016 rok program wsparcia wzrostu gospodarczego (Lending for Growth – program, na którym wzoruje się PiS), którego wartość ma wynieść 600 mld HUF. U uruchomienie mają też zostać zachęty w celu zwiększenia akcji kredytowej przez banki dla małych oraz średnich przedsiębiorstw.

Rynek stopy procentowej – Polityka Fed wyznacza kierunek rynkowi długu



Krzywe coraz bardziej strome

▪ Sytuacja na rynku pieniężnym nie zmieniła się znacząco w minionym tygodniu. Stawki WIBOR pozostały stabilne, podczas gdy stawki FRA wzrosły (poza stawką 3x6, która spadła o 4 pb w skali tygodnia) w wyniku wzrostu stawek IRS. Mimo to utrzymały się oczekiwania na dalsze luzowanie polityki monetarnej na początku 2016 r. Obecnie rynek wycenia pełną obniżkę stóp o 25 pb w perspektywie 6 miesięcy i widzi ponad 70% szans na obniżkę stóp o 50 pb w horyzoncie 9 miesięcy.

▪ W minionym tygodniu rentowności i stawek IRS wzrosły w ślad za rynkami bazowymi. W skali tygodnia obie krzywe przesunęły się w górę o 5-24 pb, głównie na długim końcu krzywych, gdyż rynek jastrzębią wypowiedź szefowej Fed Janet Yellen zinterpretował jako możliwość podwyżki stóp na grudniowym posiedzeniu FOMC. Z drugiej strony krajowe wydarzenia (publikacja wstępnej inflacji, posiedzenie RPP) nie miały wpływu na rynek. Znacznie mocniejszy od oczekiwań odczyt piątkowych danych z rynku pracy w USA spowodował wzrost rentowności obligacji globalnie (rentowność niemieckiej 10-latkki wzrosła do prawie 0,70%). W efekcie rentowność krajowej 10-latkki wzrosła do powyżej 2,90% (najwyżej od połowy września).

▪ Długi koniec krzywych tracił najbardziej w porównaniu do krótkiego końca. W efekcie obie krzywe wystrzymały się, a spread 2-10L wzrósł powyżej 125 pb dla obligacji i prawie 90 pb dla IRS. Co więcej, nastąpiło również rozszerzenie spreadu wobec niemieckich obligacji, w ślad za rynkami peryferyjnymi w strefy euro. Dla krajowego sektora 10L spread ten rozszerzył się ponad 220 pb (najwyższego poziomu od połowy września).

▪ Ministerstwo Finansów potwierdziło, że na koniec października w pełni sfinansowano tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto. Resort finansów rozpoczął refinansowanie potrzeb pożyczkowych na 2016 r., głównie poprzez aukcję zamiany. Uważamy, że na koniec tego roku ministerstwo może osiągnąć 20-30% przyszłorocznego planu (180 mld zł).

Komentarze członków Fed i dane makro w centrum uwagi

▪ Nastroje inwestorów na początku tygodnia pozostaną pod wpływem silnych danych z rynku pracy z USA ze względu na brak istotnych wydarzeń. Podtrzymujemy, że jest wciąż miejsce do umocnienia na krótkim końcu krzywej, gdyż oczekiwania na obniżki stóp w 2016 r. mogą się jeszcze wzmocnić w najbliższych tygodniach. Spread do WIBOR dla sektora 2L również wskazuje na umocnienie, tym bardziej, że ścieżka wychodzenia z deflacji może być dłuższa niż wcześniej wydawało. Podtrzymujemy jednak, że inflacja może być dodatnia na koniec roku. Sądzymy, że sektor 5L powinien również nieco zyskać na umacniających się oczekiwaniach na obniżki stóp.

▪ Długi koniec krzywych będzie wrażliwy na informacje napływające z głównych banków centralnych, dlatego też wypowiedzi przedstawicieli Fed będą z uwagą śledzone przez inwestorów. W naszej ocenie podwyżka stóp w USA w grudniu jest wysoce prawdopodobna i informacje oraz dane makro potwierdzające taki scenariusz będą pchały rentowności długoterminowych obligacji w górę.

▪ Krajowe publikacje danych makro (CPI, wstępny PKB za III kw., bilans płatniczy), będą w naszej ocenie raczej neutralne dla rynku, gdyż nasze prognozy są bliskie rynkowym oczekiwaniom. Inwestorzy z uwagą będą śledzić wydarzenia na scenie politycznej, w tym powołanie nowego rządu. Zmienność na rynku mogłaby nieco wzrosnąć, gdyby nazwisko nowego ministra finansów nie wzbudziło zaufania inwestorów. Wzrost ryzyka znacznego poluzowania polityki fiskalnej mógłby się wówczas negatywnie przekładać na wycenę krajowych aktywów, utrzymując rentowności/stawki IRS w sektorze 10L na podwyższonym poziomie.

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