

Tygodnik ekonomiczny

3 – 9 września 2012

Ostatni tydzień na globalnym rynku minął w umiarkowanie słabym nastroju. Opublikowane dane makro w większości okazały się słabsze od oczekiwań, co wzmogło obawy rynku o perspektywę wzrostu gospodarczego. Wzrost awersji do ryzyka był jednak ograniczony przede wszystkim dzięki nadziejom na to, że banki centralne podejmą działania służące wspieraniu wzrostu gospodarczego. Oczekiwania te rosły głównie ze względu na zbliżającą się konferencję w Jackson Hole (gdzie Ben Bernanke może ogłosić rozpoczęcie QE3) oraz posiedzenie EBC (gdzie Mario Draghi zapewne podejmie temat skupu obligacji peryferii strefy euro). Uwagę inwestorów znowu przyciągnęły także Włochy i Hiszpania. Włochom udało się sprzedać obligacje 5- oraz 10-letnie, ale hiszpańskie regiony (Walencja i Katalonia) wpadają w tarapaty finansowe. Niemniej, ze względu na wspomniane powyżej oczekiwania co do EBC, rentowności obligacji tych dwóch państw nie zanotowały znaczących wzrostów. Mocno osłabł natomiast złoty, kurs EURPLN wzrósł do 4,20 a USDPLN do 3,36. Wynikało to z wypowiedzi Marka Belki, który zasugerował zmianę nastawienia RPP na bardziej gołębie, nieoczekiwanej obniżki stóp przez węgierski bank centralny, wzrostu awersji do ryzyka na globalnym rynku i ostatecznie ze słabych danych o polskim PKB w drugim kwartale. Na rynku obligacji krótki koniec krzywej rentowności zyskał wyraźnie pod wpływem wzrostu oczekiwań na obniżki stóp procentowych, a dłuższy w mniejszym stopniu, będąc pod wpływem deprecjacji złotego.

W tym tygodniu uwaga inwestorów skupi się na posiedzeniach banków centralnych. Spodziewamy się, że RPP nie zmieni stóp procentowych, ale znacznie złagodzi swój ton i może zasugerować obniżkę stóp na kolejnym posiedzeniu. Ostatnio Marek Belka powiedział, że Rada nie chce zaskakiwać rynku swoimi decyzjami, co sugeruje, że RPP będzie chciała zasygnalizować obniżkę w komunikacie (podobnie jak przed majową podwyżką). Naszym zdaniem EBC nie przedstawi jeszcze pełnej wersji nowego programu stabilizacji rentowności obligacji państw peryferii strefy euro, ale zdradzi być może kolejne jego szczegóły i w ten sposób będzie chciał kupić trochę czasu na dalsze prace. Opublikowany zostanie również szereg istotnych danych ze świata, m.in. indeksy PMI, zatrudnienie i bezrobocie w USA a także niemiecki eksport.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (3 września)							
	US	Dzień wolny					
4:30	CN	PMI – przemysł	VIII	pkt	-	-	49,3
9:00	PL	PMI – przemysł	VIII	pkt	49,0	49,0	49,7
9:53	DE	PMI – przemysł	VIII	pkt	45,1	-	43,0
9:58	EZ	PMI – przemysł	VIII	pkt	45,3	-	44,0
WTOREK (4 września)							
16:00	US	ISM – przemysł	VIII	pkt	50,0	-	49,8
ŚRODA (5 września)							
	PL	Decyzja RPP		%	4,75	4,75	4,75
9:53	DE	PMI – usługi	VIII	pkt	48,3	-	50,3
9:58	EZ	PMI – usługi	VIII	pkt	47,5	-	47,9
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	VII	% m/m	-0,2	-	0,1
CZWARTEK (6 września)							
11:00	PL	Aukcja zamiany obligacji					
11:00	EZ	Rewizja PKB	II kw.	% r/r	-0,4	-	0,0
13:00	GB	Decyzja BoE		%	0,50	-	0,50
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,75	-	0,75
14:15	US	Raport ADP	VIII	tys.	150	-	163
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	370	-	374
PIĄTEK (7 września)							
8:00	DE	Eksport	VII	% m/m	-0,5	-	-1,5
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	0,0	-	-0,9
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	VIII	tys.	135	-	163
14:30	US	Stopa bezrobocia	VIII	%	8,2	-	8,3

Źródło: BZ WBK, Reuters, Dow Jones

Maciej Reluga

Główny Ekonomista 22 586 8363

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Piotr Bielski

Starszy Ekonomista 22 586 8333

Marcin Sulewski Analityk

22 586 8342

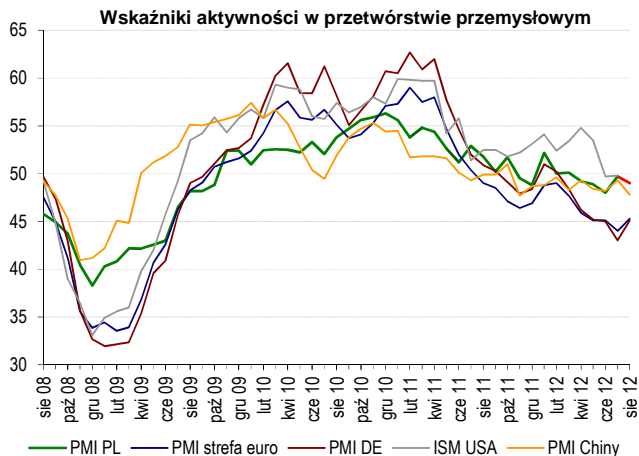
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

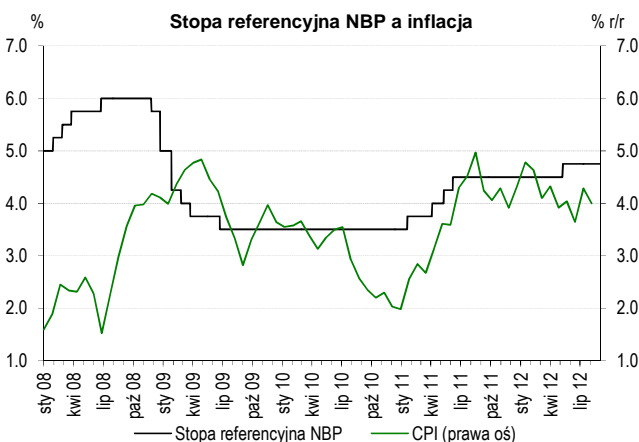
22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Indeksy PMI, pierwsza decyzja RPP po wakacjach



■ Chociaż w strefie euro wstępne publikacje indeksów PMI za sierpień pokazały lekką poprawę, w przypadku Polski korekcyjne odbicie nastąpiło miesiąc wcześniej, a w sierpniu spodziewamy się ponownie lekkiego spadku indeksu, potwierdzającego pogarszającą się sytuację w krajowym przemyśle – dalszy spadek zamówień, malejącą produkcję. W ostatnich miesiącach w badaniu PMI nieco poprawiły się oceny dotyczące sytuacji na rynku pracy, jednak nie znalazło to jak dotąd potwierdzenia w danych GUS nt. zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw.

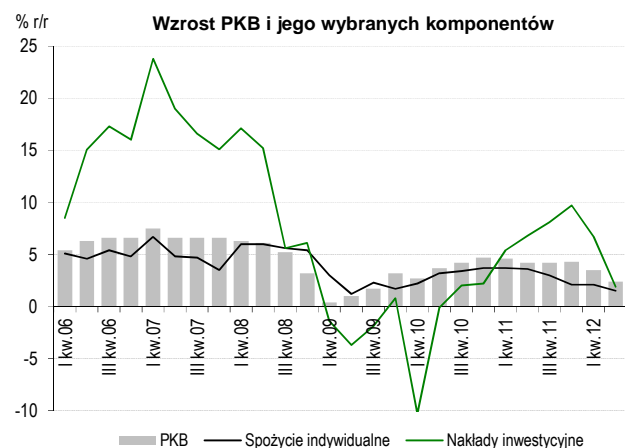
■ Dla krajowego rynku kluczowym wydarzeniem będzie jednak pierwsze po wakacjach posiedzenie RPP. Ostatnie słabe dane, które pogorszyły perspektywy gospodarki na kolejne kwartały skłoniły nas do zmiany prognoz stóp procentowych – oczekujemy dwóch obniżek po 25 pb w tym roku, jednak jeszcze nie w tym miesiącu.



■ Wydaje nam się, że we wrześniu większość członków RPP nie zdecyduje się jeszcze (choć powinni) na złagodzenie polityki pieniężnej, ale komunikat będzie gołębi, zapowiadając redukcję stóp w październiku.

■ Przypomnijmy, że RPP dokonała podwyżki stóp w maju br., czyli dokładnie w środku kwartału, w którym nastąpił spadek popytu krajowego. Rada argumentowała wówczas, że perspektywy polskiej gospodarki z pewnością są o wiele lepsze niż zakłada większość analityków. Ostatnie dane wskazują coraz wyraźniej, że nie była to ocena trafiona. O ile część członków RPP najwyraźniej zdaje sobie z tego sprawę (o czym świadczą wnioski o obniżki w lipcu i ostatnie wypowiedzi M. Belki), dla niektórych (Każmierczak) nadal kluczowy pozostaje bieżący wskaźnik inflacji.

Ostatni tydzień w gospodarce – Wyraźne spowolnienie wzrostu PKB, spadek popytu krajowego



■ Wzrost PKB spowolnił w II kw. 2012 do 2,4% r/r i był poniżej naszej prognozy (najbardziej pesymistycznej na rynku). Szczególnie mocno zaskoczył spadek popytu krajowego (-0,2% r/r), który wynikał z gwałtownego wyhamowania inwestycji (1,9% r/r) oraz znacznie mniejszego niż przed rokiem przyrostu zapasów (ich zmiana odjęła od wzrostu PKB niemal 1,5 pkt. proc). Hamuje również wzrost konsumpcji prywatnej. Z drugiej strony, silny dodatni wpływ na PKB miał eksport netto (2,6 pkt. proc.), co wynikało z tego, że mimo słabnącej dynamiki eksportu, saldo wymiany z zagranicą uległo wyraźnej poprawie dzięki spadkowi importu.

■ W II półroczu spodziewamy się dalszego spowolnienia gospodarki, zapewne poniżej 2% w III kw. Oznacza to konieczność rewizji wcześniejszych prognoz PKB na ten i przyszły rok. Zrewidowane prognozy przedstawimy w najbliższym raporcie miesięcznym.

Cytat tygodnia – Dzisiaj mówimy raczej o perspektywach obniżek

Marek Belka, Prezes NBP, 28.08, Radio PiN

Na pewno nastawienie zmieniło się w porównaniu do tego, które było kilka miesięcy temu. Dzisiaj mówimy raczej o perspektywach obniżek, a nie jakiejś palącej konieczności podwyżek stóp. Nie sądzę, żeby (wrześniowe posiedzenie) było burzliwe. Nie sądzę, żeby Rada nas zaskoczyła.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 27.08, Reuters

Powinniśmy rozważyć weryfikację celu we wrześniu. Przykładowo mogliśmy celować w przedział, albo sam cel po prostu podnieść. Żyjemy w świecie inflacyjnym, nasz obecny cel czyni naszą politykę zbyt restrykcyjną.

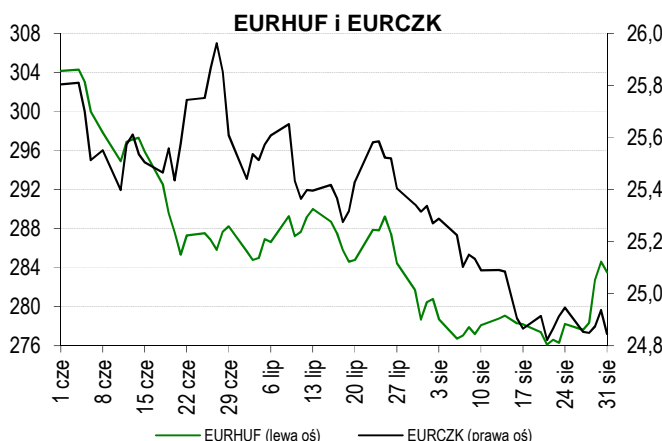
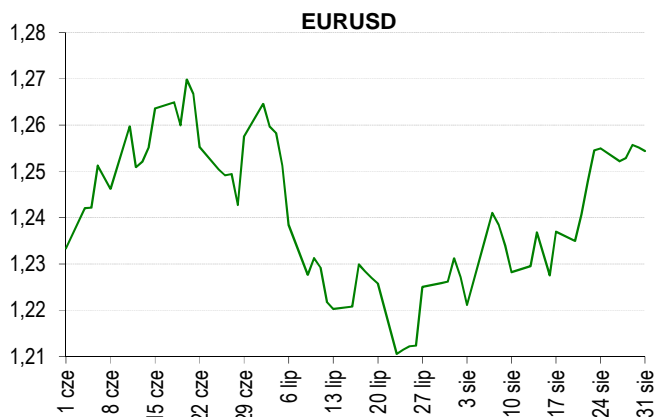
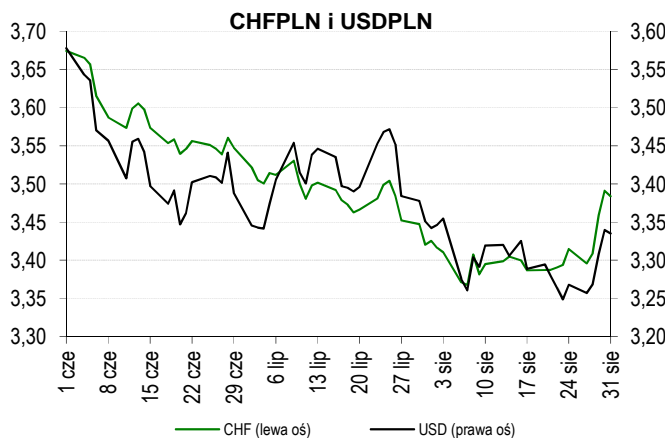
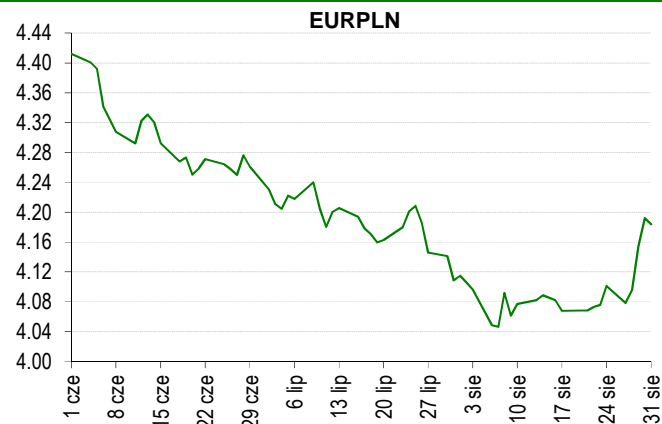
Andrzej Każmierczak, członek RPP, 27.08, Reuters

Dyskusja o obniżce stóp procentowych byłaby przedwczesna. Musielibyśmy być pewnie że spadek inflacji ma charakter trwały, a czynniki inflacyjne nie będą występowały w istotnym nasileniu.

Marek Belka wyraźnie dał do zrozumienia, że nastawienie Rady zmieniło się na bardziej gołębie. A było to jeszcze przed publikacją danych o PKB, które zapewne okazały się dla RPP sporym zaskoczeniem (lipcowa projekcja inflacyjna zakładała ponad 3%, a ostatnie prognozy analityków NBP wskazywały na ok. 2,9%). Zostanie to zapewne odzwierciedlone w tonie komunikatu.

Na posiedzeniu będzie zapewne dyskusja nt. zmiany celu inflacyjnego, choć jej wyniku możemy nie poznać przed publikacją „Założeń polityki pieniężnej na 2013 r.” (pod koniec września). Podniesienie celu ułatwiłoby oczywiście RPP decyzję o obniżce stóp. Nie sądzimy jednak, aby RPP zdecydowała się na taki krok, który naszym zdaniem nie sprzyjałby wiarygodności polityki pieniężnej.

Rynek walutowy – Złoty słabszy, banki centralne zdecydują o tendencjach na rynku FX



Silna deprecjacja złotego w wyniku słabego PKB

Miniony tydzień przyniósł znaczące osłabienie złotego w relacji do głównych walut, co wynikało z kilku czynników, w tym: (1) bardziej gołej wypowiedzi prezesa NBP, który stwierdził, że obecnie bardziej prawdopodobne są obniżki stóp niż podwyżki; (2) osłabienia forinta po nieoczekiwanej decyzji banku Węgier o redukcji stóp o 25pb; (3) słabszych od przewidywań danych o PKB za II kwartał, które umocniły oczekiwania na obniżki stóp jeszcze w tym roku. Kurs EURPLN po przełamaniu pierwszego oporu na 4,10 wzrósł powyżej 4,15, by w czwartek testować poziom 4,20 (tygodniowe maksimum wyniosło ok. 4,206). Złoty odrobił część strat w czasie piątkowej sesji.

Złoty osłabił się również w relacji do amerykańskiej waluty. Kurs USDPLN po konsolidacji w przedziale 3,25-3,30, przełamał górne ograniczenie pasma wahań i po danych o PKB testował pierwszy opór na 3,33. Gwałtowny spadek EURUSD (poniżej 1,25 wywołany wypowiedziami polityków) dał impuls do wzrostu kursu USDPLN w kierunku 3,36. Złoty stracił również w relacji do CHF, kurs CHFPLN na chwilę zbliżył się do 3,50, kończąc tydzień na 3,48.

Przed nami interesujący tydzień z posiedzeniami banków centralnych (RPP, EBC). Materializacja naszego scenariusza (stopy bez zmian i złagodzenie tonu) mogą stabilizować złotego. Sugestie EBC o skupie długu czy też decyzja o obniżce stóp powinny wpłynąć na wzrost apetytu na ryzyko. W efekcie kurs EURPLN mógłby kierować się w stronę 4,14. Istotną strefą oporu dla EURPLN pozostaje 4,20-4,22, którego przełamanie otworzyłoby drogę w kierunku 4,30.

EURUSD pod wpływem oczekiwań na Jackson Hole

W minionym tygodniu notowania wspólnej waluty były pod wpływem oczekiwań na piątkowe wydarzenie, tj. na wystąpienie szefa Fed w Jackson Hole. Obawy o globalny wzrost gospodarczy przeplatane były nadziejami, że banki centralne podejmą działania na rzecz stabilizacji europejskiego rynku długu i wsparcia gospodarki (silne oczekiwania na QE3 przez Fed). W efekcie EURUSD konsolidował się w przedziale 1,2475-1,2575, przy czym przez większą część tygodnia kurs pozostawał powyżej 1,25, gdy spadki poniżej tego poziomu były krótkotrwałe i wywołane wypowiedziami polityków.

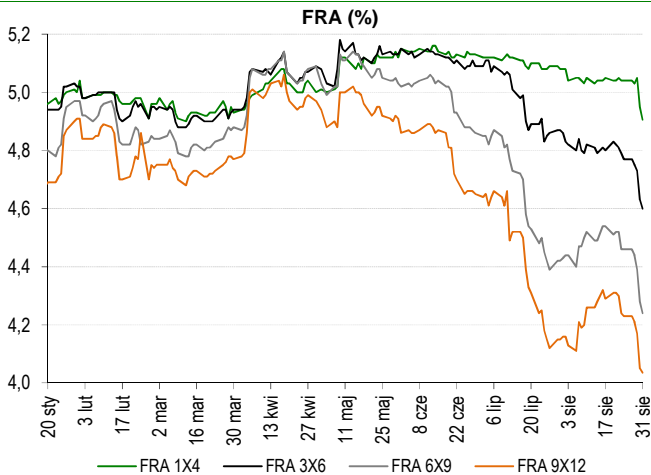
W oczekiwaniu na informację z Jackson Hole wspólna waluta testowała górne ograniczenie pasma wahań. Zasygnalizowanie możliwości przeprowadzenia QE3, pomimo iż takie działanie po części jest już w cenach, powinno przyczynić się do osłabienia amerykańskiej waluty. W konsekwencji mogłoby to wygenerować ruch w kierunku 1,27 (po wcześniejszym przełamaniu oporu na 1,26). Ten impuls mogłaby wzmocnić decyzja EBC odnośnie wsparcia długu peryferii strefy euro. Rozczarowanie EBC może wygenerować ruch w kierunku 1,24-1,23.

EURHUF coraz wyżej po decyzji Banku Węgier

Węgierska waluta znalazła się pod presją sierpniowej decyzji banku centralnego Węgier, który nieoczekiwanie zdecydował o obniżeniu stóp o 25pb, w tym stopy referencyjnej do 6,75%. W reakcji na tę decyzję kurs EURHUF przełamał opór na 280 i wzrósł w kierunku 285. W skali tygodnia węgierska waluta osłabiła się o prawie 2% w relacji do euro.

Na tle złotego i forinta notowania czeskiej korony można uznać za relatywnie stabilne. Kurs EURCZK wahał się w przedziale 24,845-24,94.

Rynek stopy procentowej – Komunikat Rady w centrum uwagi



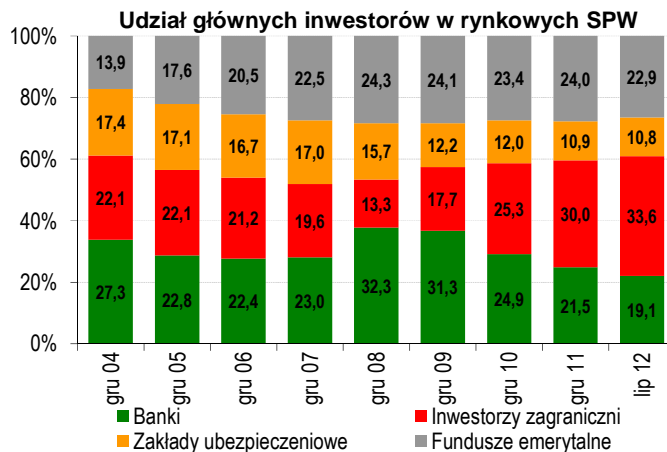
Krótki koniec krzywej w dół po danych o PKB

- Publikacja danych o PKB Polski za II kw. (gorszych nawet od naszej prognozy, która była najbardziej pesymistyczna na rynku) zainicjowała gwałtowny spadek rentowności na krótkim końcu krzywej. Agresywniejsze wycenianie przez rynek obniżek stóp procentowych wywołane było również komentarzem prezesa NBP o tym, że nastawienie RPP ws. polityki pieniężnej uległo zmianie. Wpływ na polski rynek miała też nieoczekiwana obniżka stóp na Węgrzech.
- Stawki FRA spadły w skali tygodnia od 9 pb dla 1x4 do prawie 20 pb dla 9x12. W konsekwencji, rynek ten wycenia obecnie, że za 3 miesiące stopy procentowe z 80% prawdopodobieństwem będą niższe o 50 pb. Równocześnie, po raz pierwszy od dawna na zmianę oczekiwań dotyczących skali przyszłych obniżek wyraźnie zareagowały stawki WIBOR – po publikacji słabych danych o PKB obniżyły się one o 5-7pb, co było największym dziennym spadkiem od czerwca 2009. Na przestrzeni tygodnia spadek wyniósł 12 pb dla WIBOR 3- i 6-mies.
- Obligacje średnioterminowe zyskały ok. 10 pb, w nieco mniejszej skali niż krótkoterminowe (13 pb). W najmniejszym stopniu spadły rentowności na długim końcu (3 pb) i to dopiero na zakończenie tygodnia, ponieważ wcześniej były one pod presją deprecjacji złotego. Na przestrzeni całego tygodnia obroty na rynku obligacji były bardzo małe, wzrosły nieznacznie i tymczasowo po danych o PKB. Krzywe obligacyjna oraz IRS wystromiły się w ub. tygodniu. W obu przypadkach spread 2-10 wzrósł o ok. 10 pb.

Planowane aukcje obligacji we wrześniu				
	Wartość emisji (mld zł)	Zmiana rentowności od 1.08.2012		Rent. na ost. aukcji
6.09.12*				
WZ/PS	-	-/-2 pb	-	-/4,36
19.09.12				
IZ0823	2,0-4,0	-	-	-
WZ0121		-	-	-
DS1021		-4 pb	-101 pb.	5,56

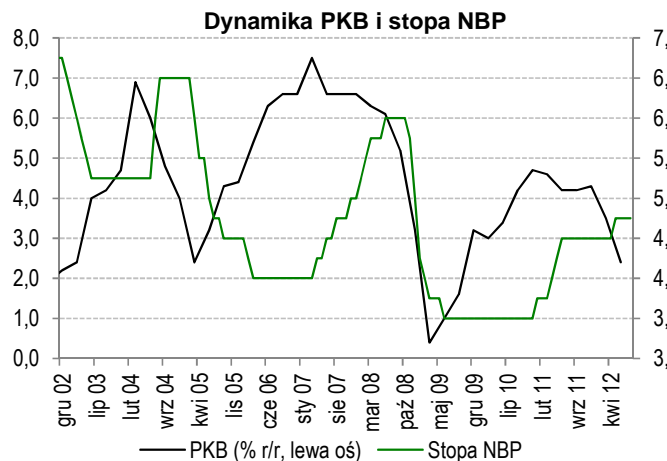
*Aukcja zamiany

- We wrześniu MinFin na aukcji zamiany sprzeda obligacje WZ0117 i PS0417, a odkupi OK1012 i OK0113. Na aukcji regularnej zaproponuje m.in. 10-letni benchmark.
- Zaangażowanie inwestorów zagranicznych w rynkowych obligacjach denominowanych w złotych wzrosło na koniec lipca o 3,9 mld zł do rekordowych 178,2 mld zł. Stanowi to 33,6% rynkowego długu Polski. Uwagę zwraca też spadek zaangażowania krajowych banków (o 7,2 mld zł, najwięcej od września 2011) do 101,2 mld zł.



Decyzja i komunikat RPP w centrum uwagi

- Chociaż pierwszej z dwóch oczekiwanych w tym roku obniżek stóp spodziewamy się w październiku, to w zasadzie uważamy, że RPP nie powinna zwlekać z rozluźnieniem polityki pieniężnej. Co ciekawe, gdyby obniżka stóp procentowych nastąpiła już we wrześniu, pojawiłaby się ona w siódmym kwartale od lokalnego szczytu dynamiki PKB. Analogiczna sytuacja miała miejsce w przypadku decyzji poprzedniej Rady w listopadzie 2008, kiedy to dokonano obniżki o 25 pb (z 6,0%), co było wstępem do gwałtownej redukcji stóp do rekordowo niskiego poziomu 3,5% w reakcji na światowy kryzys finansowy.
- W komunikacie z wrześniowego posiedzenia pojawi się wg nas sygnalizacja zmiany nastawienia RPP, o którym w minionym tygodniu mówił prezes NBP. W pierwszej reakcji po ogłoszeniu decyzji o utrzymaniu stóp bez zmian nastąpić może pewna korekta ostatniego spadku stawek FRA i umocnienia obligacji 2-letnich. Bardziej gołębi wydźwięk komunikatu opublikowanego w kolejnych godzinach powinien na nowo rozbudzić oczekiwania na obniżkę stóp na październikowym posiedzeniu.
- Obligacje ze środka i długiego końca będą pod wpływem wydarzeń na świecie i wyników krajowej aukcji zamiany. Warto zauważyć, że spread 5-letnich obligacji do papierów niemieckich jest blisko lokalnego minimum (400 pb), a dla 10-lat odbił się od oporu na 360 pb.



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., Pion Skarbu, Zespół Głównego Ekonomisty, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl