

Tygodnik ekonomiczny

10 – 16 września 2012

Dzień wolny od handlu w USA na początku tygodnia i wyczekiwanie na posiedzenie EBC sprawiły, że notowania na globalnym rynku długo przebiegały spokojnie. Pojawiające się nieoficjalne doniesienia nt. możliwych działań jakie EBC podejmie w celu „naprawienia mechanizmu transmisji polityki pieniężnej” wspierały lekki optymizm i nadzieje na to, że tym razem bank centralny nie rozczaruje. Plan przedstawiony przez prezesa EBC na konferencji prasowej był zgodny z pojawiającymi się wcześniej przeciekami (nieograniczony w skali, skupiający się na krzywej obligacyjnej od roku do trzech lat, uruchomienie zależy do inicjatywy państw i jest obwarowane warunkami) oraz został pozytywnie odebrany przez rynek. Zyskał też złoty, który kontynuował umocnienie zainicjowane po decyzji RPP.

Podczas gdy EBC wykorzystał czas od ostatniego posiedzenia na opracowanie sposobu wsparcia państw z peryferii strefy euro, krajowa RPP postanowiła czekać z obniżkami stóp NBP (po znacznie gorszym od oczekiwań odczycie PKB za II kw.) na kolejne dane z krajowej gospodarki i zmieniła tylko ton komunikatu na łagodniejszy. Komunikat ten otwiera możliwość obniżki stóp i naszym zdaniem stanie się to już w październiku (oczekujemy bowiem słabych danych za sierpień). Ogólnie, sądzimy, że RPP obniży stopy o 50 pb w IV kw. w tym roku i o 25 pb w I kw. 2013.

Utrzymanie się optymizmu związanego z nowym programem EBC będzie na pewno zależało od środowego wyroku niemieckiego Trybunału Konstytucyjnego. Zdecyduje on czy ESM jest zgodny z niemiecką konstytucją, a uruchomienie tego funduszu pomocowego jest jednym z warunków uzyskania dodatkowego wsparcia ze strony EBC. Istotne są też uwarunkowania, od których spełnienia zależy rozpoczęcie zakupów obligacji przez bank centralny, ale te wciąż nie są znane. Dzień po decyzji trybunału, posiedzenie odbędzie amerykański FOMC. W kontekście ostatnich miesięcznych danych z rynku pracy (znacznie gorszych od prognoz) oczekiwania na to, że bank centralny zasugeruje zwiększenie skali wsparcia gospodarki USA nasiliły się. Dodatkowo, bank centralny przedstawi najnowsze prognozy wzrostu PKB i inflacji, co też nie będzie bez wpływu na notowania. Dla EURPLN w dalszym ciągu obowiązuje całkiem szeroki przedział wahań 4,10-4,22, w tym tygodniu kluczowe będą wydarzenia globalne. Materializacja naszej prognozy inflacji powinna stanowić wsparcie dla krótkiego końca krzywej (FRA, IRS i obligacji). Nie wykluczamy, że rentowność 2Y po raz kolejny może przetestować wsparcie na 4,0%.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS W-WA | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | PROGNOZA | | OSTATNIA WARTOŚĆ | |
|-----------------------------------|------|--|-------|----------|----------|------------------|----------|
| | | | | RYNEK | BZWBK | | |
| PONIEDZIAŁEK (10 września) | | | | | | | |
| 3:00 | CN | Bilans handlowy | VIII | mld \$ | 19,8 | - | 25,1 |
| 10:30 | EZ | Indeks Sentix | IX | pkt | -30,7 | - | -30,3 |
| WTOREK (11 września) | | | | | | | |
| 14:00 | PL | Eksport | VII | mln € | 11 446 | 11 437 | 11 738 |
| 14:00 | PL | Import | VII | mln € | 12 125 | 12 000 | 12 150 |
| 14:00 | PL | Saldo obrotów bieżących | VII | mln € | -1285 | -1247 | -1240 |
| 14:30 | US | Bilans handlowy | VII | mld \$ | -44,0 | - | -42,9 |
| ŚRODA (12 września) | | | | | | | |
| | DE | Wyrok trybunału konstytucyjnego ws. ESM | | | | | |
| 11:00 | EZ | Produkcja przemysłowa | VII | % m/m | 0,0 | - | -0,6 |
| 14:30 | US | Ceny importu | VIII | % m/m | 1,5 | - | -0,6 |
| 16:00 | US | Zapasy hurtowników | VIII | % m/m | 0,2 | - | -0,2 |
| CZWARTEK (13 września) | | | | | | | |
| 14:00 | PL | CPI | VIII | % r/r | 3,8 | 3,7 | 4,0 |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | tyg. | tys. | 370 | - | 365 |
| 18:30 | US | Decyzja Fed | | % | 0,0-0,25 | - | 0,0-0,25 |
| PIĄTEK (14 września) | | | | | | | |
| 11:00 | EZ | HICP | VIII | % r/r | 2,6 | - | 2,4 |
| 14:00 | PL | Podaż pieniądza | VIII | % r/r | 9,8 | 9,9 | 11,1 |
| 14:30 | US | Bazowy CPI | VIII | % m/m | 0,2 | - | 0,1 |
| 14:30 | US | Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów | VIII | % m/m | 0,6 | - | 0,8 |
| 15:15 | US | Produkcja przemysłowa | VIII | % m/m | 0,1 | - | 0,6 |
| 15:55 | US | Wstępny indeks Michigan | IX | pkt | 74,0 | | 74,3 |

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet

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

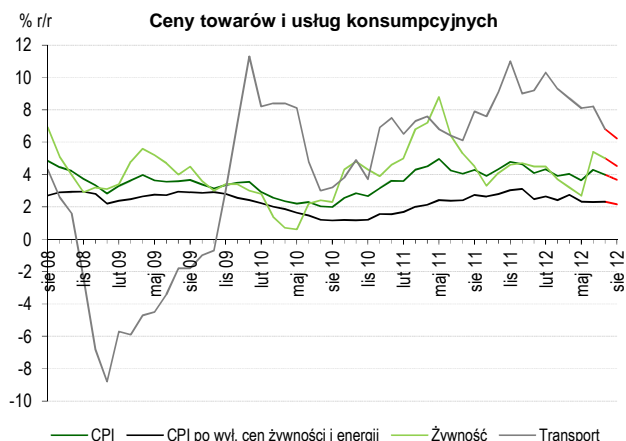
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

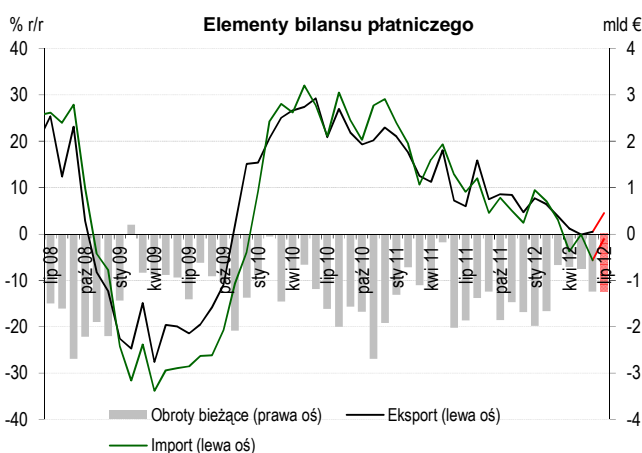
22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Spadek inflacji, deficyt obrotów bieżących stabilny



■ Spodziewamy się, że w sierpniu inflacja CPI spadła do 3,7% r/r z 4,0% r/r w lipcu. Jesteśmy w tej kwestii nieco bardziej optymistyczni niż rynek, który oczekuje spadku do 3,8% r/r, zatem odczyt zgodny z naszą prognozą mógłby wywołać pewną reakcję rynku i wzmocnić oczekiwania na obniżkę stóp w październiku. Odczyt na poziomie 3,7% może nie być w pełni satysfakcjonujący dla tych członków RPP, którzy koncentrują się na bieżącej wartości wskaźnika CPI, ale słabe dane z gospodarki powinny ich skłonić do poparcia obniżki stóp na najbliższym posiedzeniu.

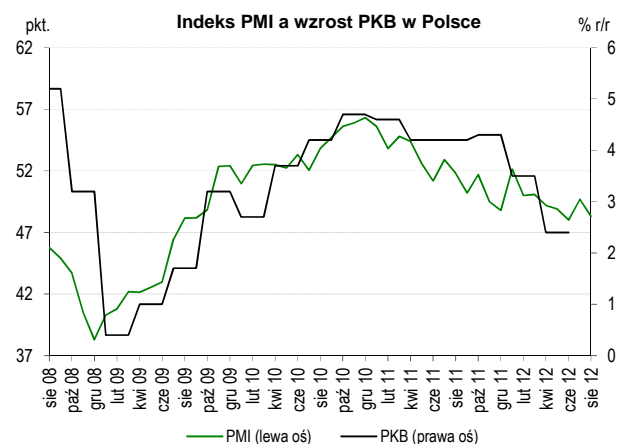
■ Inflacja obniży się głównie ze względu na sezonowy spadek cen żywności, zwłaszcza warzyw i owoców. Naszym zdaniem inflacja ponownie wzrośnie we wrześniu, po czym rozpocznie trend spadkowy i osiągnie cel RPP (2,5%) na przełomie I i II kw. 2013 r.



■ Naszym zdaniem deficyt obrotów bieżących w lipcu utrzymał się na podobnym poziomie co w czerwcu. Głębszy deficyt handlowy i mniejsza nadwyżka na saldzie usług zostały zrównoważone przez większy napływ środków z Unii Europejskiej. Oczekujemy dalszego spadku importu (-1,1% r/r), podczas gdy eksport może zanotować jednorazowe odbicie (+4,5% r/r) ze względu na niską bazę lipca 2011 r. oraz dobry wynik przemysłu w lipcu. W kolejnych miesiącach zarówno eksport, jak i import będą pokazywały ujemną dynamikę w obliczu spowolnienia gospodarczego.

■ Tempo wzrostu podaży pieniądza M3 obniży się w sierpniu do 9,9% r/r z 11,1% r/r w lipcu, na co pewien wpływ będzie miała wysoka baza statystyczna. Spodziewamy się dalszego spowolnienia dynamiki kredytów i depozytów.

Ostatni tydzień w gospodarce – Indeksy PMI nie dają nadziei



■ Indeks PMI dla polskiego przemysłu spadł znacznie w sierpniu. Odczyt na poziomie 48,3 pkt. (wobec 49,7 pkt. poprzednio) jest najniższy od czerwca (48,0 pkt) i drugi najniższy od września 2009. Już czwarty miesiąc z rzędu, i w rezultacie w najszybszym tempie od czerwca 2009, malała wielkość produkcji. Nadal słabł popyt krajowy i zagraniczny (subindeksy dla tych kategorii są poniżej neutralnej granicy od odpowiednio 7 oraz 5 miesięcy). Pozytywnie na poziom indeksu wpłynęło natomiast zwiększanie zatrudnienia przez przedsiębiorstwa już piąty miesiąc z rzędu.

■ Indeksy PMI dla strefy euro i Niemiec zanotowały wzrost w porównaniu do ostatniego miesiąca (odpowiednio do 45,1 i 44,7 pkt.). Lekką poprawę zanotowały subindeksy dla produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia, ale wciąż przyspieszają spadki nowych zamówień eksportowych.

Cytat tygodnia – Możliwość obniżki stóp jest otwarta

Komunikat po decyzji RPP, 05.09, NBP

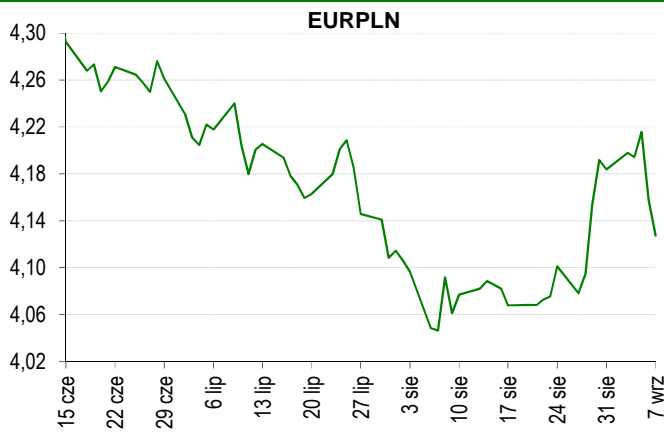
Jeśli napływające informacje będą potwierdzały dalsze osłabienie koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej będzie ograniczone, Rada rozważy dostosowanie polityki pieniężnej.

Marek Belka, prezes NBP, 05.09, konferencja po posiedzeniu RPP

Ostatnie zdanie komunikatu należy interpretować jako otwarcie możliwości takiego zdarzenia [obniżki stóp procentowych]. (...) Taka możliwość jest otwarta. W listopadzie będziemy mieli garść ważnych informacji, wtedy będziemy mieli kolejną projekcję PKB i inflacji, ale to nie znaczy, że w październiku nie będziemy mieli odpowiednich informacji, potwierdzających tę niekorzystną tendencję, jaka się zarysowała w gospodarce. (...) Jedną z cech polityki pieniężnej jest jej stabilność, przewidywalność i brak gwałtownych skoków. Najważniejszą cechą polityki pieniężnej jest opieranie jej na perspektywach, na projekcjach w przyszłość.

W komunikacie Rada złagodziła ton, ale nie zmieniła stóp. Cóż, podtrzymywanie lipcowego stwierdzenia o możliwości dalszych podwyżek wyglądałoby raczej groteskowo. Z kolei obniżka stóp procentowych już teraz byłaby jak najbardziej zrozumiała, uzasadniona obecną i oczekiwaną sytuacją gospodarczą. Najwyraźniej RPP preferuje stopniowe zmiany parametrów niezależnie od tego, że perspektywy gospodarcze zmieniły się znacząco od ostatniego posiedzenia. Niepotrzebną podwyżką w maju RPP nawarzyła sobie piwa, które w końcu trzeba będzie wypić (i stopy obniżyć), a wstrzymywanie się z tym ruchem nie sprawi, że będzie to przyjemniejsze. Wygląda na to, że dla większości członków RPP bieżąca inflacja jest istotną przeszkodą żeby zdecydować się na obniżkę stóp. My zwrócilibyśmy uwagę na „najważniejszą cechę” polityki pieniężnej wspomnianą przez Prezesa Belkę – opieranie decyzji na średnioterminowych perspektywach. Nie możemy się oprzeć wrażeniu, że trochę tego ostatnio brakuje.

Rynek walutowy – EBC spełnił oczekiwania, teraz pora na Fed



Złoty mocny dzięki RPP i EBC

▪ Ubiegły tydzień obfitował w wyraźne wahania EURPLN. W wyniku nasilenia się ryzyka obniżenia stóp przez RPP już na wrześniowym posiedzeniu złoty osłabił się chwilowo do prawie 4,22 za euro. Na koniec tygodnia nastąpiło jednak bardzo dynamiczne odreagowanie dzięki utrzymaniu stóp przez RPP bez zmian. EURPLN przebił pierwsze wsparcie wskazane w poprzednim raporcie (4,14) oraz dodatkowo wsparty przez wzrost apetytu na ryzyko po decyzji EBC na koniec tygodnia był blisko 4,12. W sumie, w trakcie dwóch dni tygodnia złoty odrobił do euro ok. 10 groszy.

▪ Spore wahania miały też miejsce w przypadku USDPLN. O ile przed decyzją RPP był on blisko 3,36, o tyle na koniec tygodnia wahał się już w pobliżu 3,25. Warto też wspomnieć o 10 groszowym umocnieniu złotego do franka, do czego w pewnym stopniu przyczynił się wzrost kursu EURCHF do ok. 1,214 w wyniku plotek o działaniach SNB.

▪ Spore wahania kursu EURPLN w minionym tygodniu nie zmieniły znacznie sytuacji na tym rynku. W dalszym ciągu obowiązującej całkiem szeroki przedział wahań 4,10-4,22. W tym tygodniu istotne dla notowań złotego będzie decyzja Trybunału Konstytucyjnego w Niemczech i posiedzenie Fed.

EURUSD czeka na wynik posiedzenia Fed

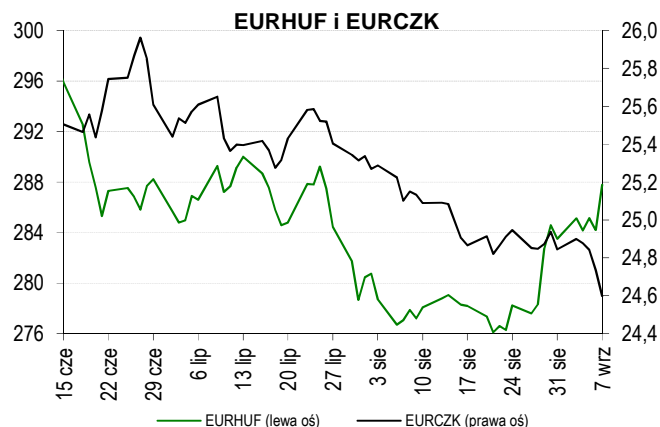
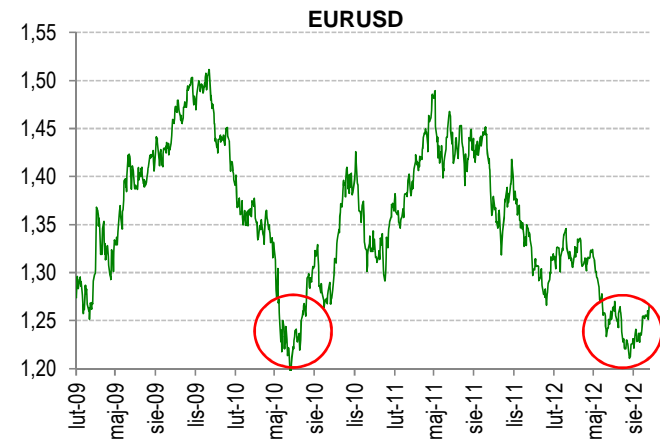
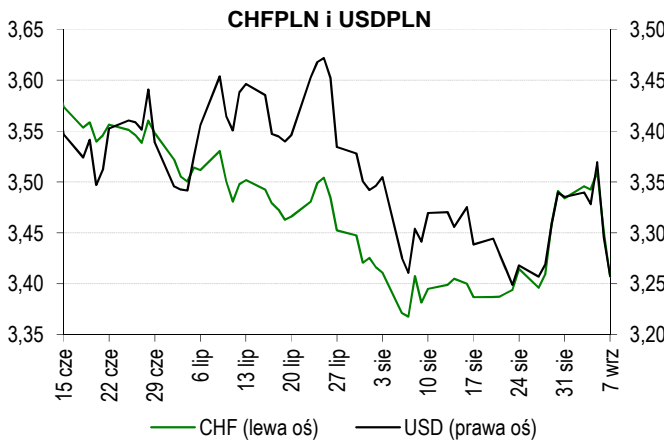
▪ Kurs EURUSD wahał się od początku minionego tygodnia blisko lokalnego szczytu na 1,264. Na korzyść euro działały nadzieje na to, że tym razem EBC nie rozczaruje i pokaże szczegóły nowego programu skupu obligacji. Rynek całkiem pozytywnie odebrał przedstawienie warunków aktywności EBC na peryferiach strefy euro, co pchnęło kurs EURUSD w górę. Dodatkowo, miesięczne dane z rynku pracy USA były znacznie gorsze od oczekiwań, co nasiliło nadzieje na QE3 i pchnęło kurs do 1,2775, najwyższej od drugiej połowy maja.

▪ Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia dla EURUSD to wyrok niemieckiego Trybunału Konstytucyjnego oraz posiedzenie Fed. Warto zauważyć, że obecnie kurs jest na podobnym poziomie co dwa lata temu w sierpniu, kiedy to w Jackson Hole Ben Bernanke zasugerował możliwość rozpoczęcia QE2. Wówczas kolejna runda stymulacji gospodarki USA została ogłoszona w listopadzie i jak widać na wykresie, w kolejnych miesiącach dolar wyraźnie tracił na wartości. O ile w przypadku sytuacji na wykresie faktycznie notowania są w podobnym miejscu, to w międzyczasie pogorszeniu uległa sytuacja jeśli chodzi o kryzys w strefie euro. Nawet jeśli Fed w najbliższym czasie rzeczywiście ogłosi QE3, to w przypadku przedłużania się czasu uruchomienia ESM w Europie (a jest to tylko jeden z wielu czynników ryzyka), to wspólna waluta wcale nie musi umacniać się do dolara tak wyraźnie jak w przeszłości.

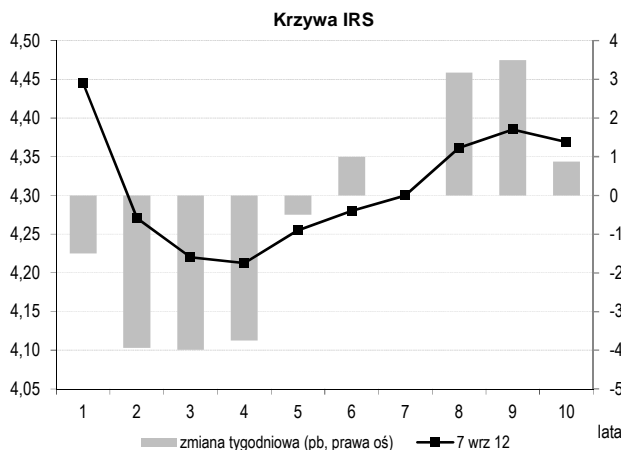
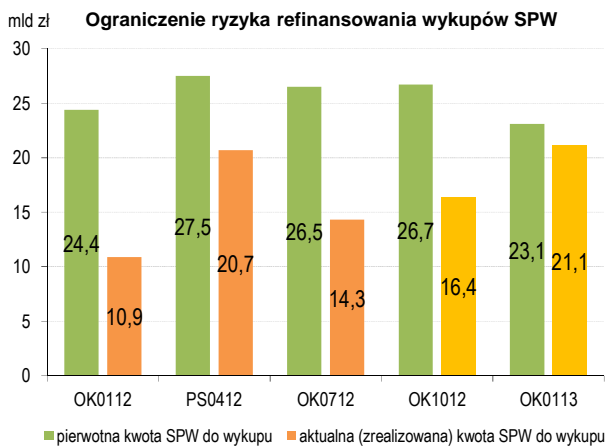
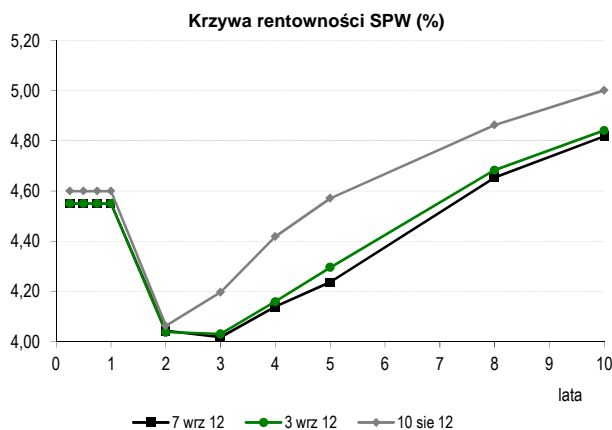
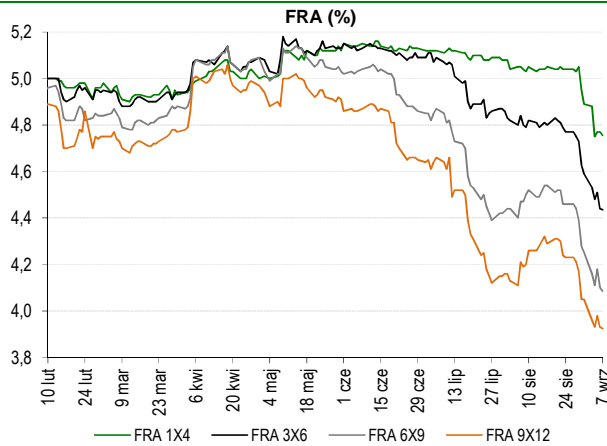
Forint traci po decyzji węgierskiego rządu

▪ Forint nie skorzystał ze znacznej poprawy nastrojów jaka miała miejsce na koniec tygodnia. Węgierska waluta była pod presją odrzucenia przez tamtejszy rząd warunków jakie z zamian za pomoc zaproponował MFW. W konsekwencji, EURHUF wzrósł na przestrzeni tygodnia z 284 do 289.

▪ Czeska korona, podobnie jak złoty zyskała w wyniku wzrostu popytu na ryzykowne aktywa. Kurs EURCZK tymczasowo osiągnął ok. 24,52, najniższy poziom od początku kwietnia. Od początku III kw. korona zyskała 3,6% do euro (złoty zyskał 2,3%, forint stracił 0,7%).



Rynek stopy procentowej – Dane inflacyjne wsparciem dla krótkiego końca krzywej



Oczekiwania na szybkie obniżki stóp wciąż obecne

Najważniejszym wydarzeniem na rynku stopy procentowej było środowe posiedzenie RPP. Rynek wyceniał możliwość redukcji stóp (o 25 pb) już w tym miesiącu. Od końca sierpnia do decyzji Rady stawki FRA obniżyły się o 11-14pb, w tym najbardziej 1x4 (spadek do 4,75%, najniżej od października 2011). Utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie spowodowało korekcyjny wzrost stawek FRA (o 2-7 pb). Okazał się on jednak krótkotrwały i koniec tygodnia przyniósł ponownie ich spadek.

Stawki WIBOR 3M i powyżej kontynuowały stopniowy spadek. W skali tygodnia obniżyły się one o 2-3 pb, w tym stawka 6M spadła poniżej 5,0%.

Strategia na wystromienie krzywej wciąż obowiązuje

Oczekiwania na wrześniową redukcję stóp procentowych dały silny impuls dla spadków rentowności wzdłuż krzywej. Przed decyzją Rady rentowność 2-letniego benchmarku spadła poniżej 4,0%, osiągając nowe tegoroczne minimum (ale również najniższy poziom w historii) na 3,98%. Jednak spadek ten okazał się krótkotrwały i po decyzji RPP (mimo złagodzenia tonu komunikatu) rentowność powróciła powyżej 4%, stabilizując nieco poniżej 4,05%.

Miniony tydzień „należał” do 5-latki. W ciągu tygodnia rentowność tego papieru obniżyła się o 15pb do 4,20% (osiągając tym samym najniższy poziom w historii), chociaż w piątek nastąpiła częściowa korekta tego ruchu. Warto wspomnieć, że w ramach aukcji zamiany inwestorzy nabyli również 5-letni benchmark z rentownością 4,18%. Obecnie 5-latka reprezentuje krótki koniec krzywej, ze względu na brak w ofercie 2-latki. W efekcie ostatni tydzień przyniósł dalsze zawężenie spreadu 2-5Y do 17 pb z ok. 30 pb na koniec sierpnia.

Stawki IRS również spadły wzdłuż krzywej, choć tygodniowe zmiany były bardziej ograniczone niż w przypadku obligacji. Najbardziej obniżyły się stawki z krótkiego końca (ok. 4 pb), co spowodowało kontynuację rozszerzenia spreadu 2-10Y.

Aukcja zamiany okazała się dużym sukcesem dla Ministerstwa Finansów. Resort odkupił obligacje OK1012 i OK0113 o łącznej wartości 5,78 mld zł, w tym tegoroczny odkup został zmniejszony o 3,8 mld zł. Wysoka sprzedaż obligacji WZ0117 może świadczyć o aktywnym uczestnictwie krajowych banków w aukcji zamiany.

Dane inflacyjne wsparciem dla krótkiego końca krzywej

Przed nami interesujący tydzień, obfitujący w szereg wydarzeń i publikacji danych makro. Z punktu widzenia krajowego rynku uwaga inwestorów skoncentruje się na publikacji sierpniowego wskaźnika inflacji. Materializacja naszego scenariusza (spadek CPI do 3,7% r/r) powinna stanowić wsparcie dla krótkiego końca krzywej (FRA, IRS i obligacji). Nie wykluczamy, że rentowność 2Y po raz kolejny może przetestować wsparcie na 4,0%.

Zmiany rentowności na długim końcu krzywej w większym stopniu będą zależne od sytuacji na rynkach bazowych. Po ogłoszeniu technicznych szczegółów programu skupu długu krajów peryferyjnych strefy euro, inwestorzy będą oczekiwali na decyzję Trybunału Konstytucyjnego Niemiec odnośnie ESM (12.09), co może wprowadzić nieco nerwowości na rynku. Kluczowe wsparcie dla rentowności 10Y znajduje się na 4,80%, a kolejne na 4,75%. Przy tych poziomach nie wykluczamy realizacji zysków.

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