

Tygodnik ekonomiczny

17 – 23 września 2012

Miniony tydzień obfitował w istotne decyzje, które być może nawet przez kilka tygodni będą ograniczać potencjał do znaczącego wzrostu awersji do ryzyka. Amerykański bank centralny wkroczył do akcji ogłaszając długo oczekiwaną trzecią rundę ilościowego luzowania polityki pieniężnej (QE3) tydzień po decyzji EBC, która wydatnie poprawiła nastrój rynkowy. Fed zamierza: (1) skupować obligacje oparte o kredyty hipoteczne (MBS) o wartości 40 mld \$ miesięcznie (aż do momentu poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy), (2) utrzymać w mocy tzw. Operację Twist (ma być kontynuowana do końca roku) oraz (3) utrzymać stopy na historycznie niskim poziomie do połowy 2015 r. (nieco dłużej niż wcześniejsze deklaracje). Ponadto, niemiecki Trybunał Konstytucyjny zgodził się na ratyfikację ESM, a w Holandii partia eurosceptyczna zanotowała spadek poparcia podczas wyborów parlamentarnych. Ostatnie tygodnie znacząco zmniejszyły liczbę czynników ryzyka dla globalnych rynków finansowych. Wciąż aktualna pozostaje groźba znaczącego zacieśnienia fiskalnego w USA (*fiscal cliff*) na początku 2013 r., jednak naszym zdaniem rozwiązanie tego problemu leży w interesie obu głównych partii. Ponadto, według nieoficjalnych doniesień z MFW, Grecja może potrzebować trzeciego pakietu pomocowego.

Mimo znaczącej poprawy nastroju inwestorów, dane z gospodarki realnej wciąż są (i będą) słabe. W tym tygodniu opublikowane zostaną wstępne indeksy PMI dla głównych gospodarek, dane z rynku nieruchomości USA i niemiecki indeks ZEW. Naszym zdaniem pokażą one, że ożywienie gospodarcze to wciąż odległa perspektywa. Na początku tygodnia rynek może się skupić na wynikach spotkania ministrów finansów strefy euro. Poznamy także szereg danych z gospodarki krajowej oraz minutes z wrześniowego posiedzenia RPP. Naszym zdaniem dane z polskiej gospodarki będą słabe i dostarczą Radzie Polityki Pieniężnej kolejnych argumentów za obniżką stóp procentowych już w październiku, co jest naszym bazowym scenariuszem. Poprawa nastrojów rynkowych po decyzjach banków centralnych wzmocniła apetyt na ryzykowne aktywa, w tym złotego. W naszej ocenie o ile nie można wykluczyć testu lokalnego minimum na 4,026, a nawet 4,0 przez kurs EURPLN, to jednak bardziej prawdopodobnym scenariuszem jest konsolidacja kursu w przedziale 4,05-4,10. W przypadku rynku długu napływające dane z gospodarki realnej powinny wspierać krótki koniec krzywej, umacniając oczekiwania na obniżkę stóp już w październiku.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (17 września)							
Brak publikacji ważnych danych							
WTOREK (18 września)							
11:00	DE	Indeks ZEW	IX	pkt	-19,0	-	-25,5
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VIII	% r/r	3,1	2,9	2,4
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VIII	% r/r	0,0	0,0	0,0
ŚRODA (19 września)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	1,9	1,9	5,2
14:00	PL	Produkcja budowlana	VIII	% r/r	-8,2	-5,6	-8,8
14:00	PL	PPI	VIII	% r/r	3,0	3,0	3,7
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VIII	tys.	760	-	746
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	VIII	tys.	792	-	811
16:00	US	Sprzedaż domów	VIII	mln	4,55	-	4,47
CZWARTEK (20 września)							
4:30	CN	Wstępny PMI – przemysł	IX	pkt	-	-	47,6
9:28	DE	Wstępny PMI – przemysł	IX	pkt	45,3	-	44,7
9:58	EZ	Wstępny PMI – przemysł	IX	pkt	45,5	-	45,1
14:00	PL	Inflacja bazowa	VIII	% r/r	2,0	2,0	2,3
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	382
16:00	US	Wskaźniki wyprzedzające	VIII	% m/m	-0,1	-	0,4
PIĄTEK (21 września)							
Brak publikacji ważnych danych							

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

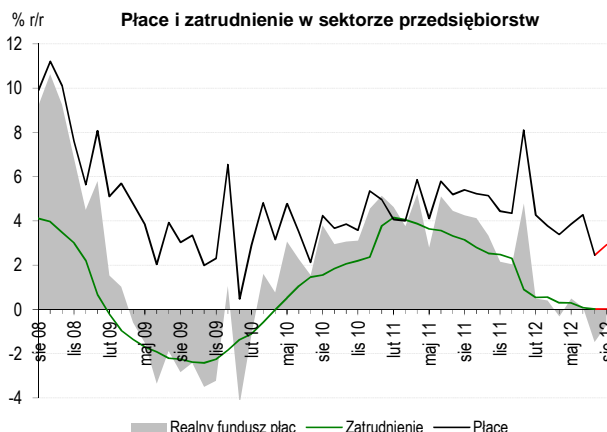
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

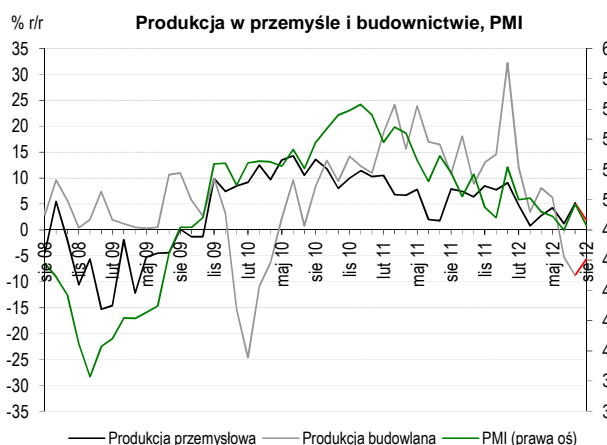
Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Kolejne sygnały spowolnienia gospodarczego

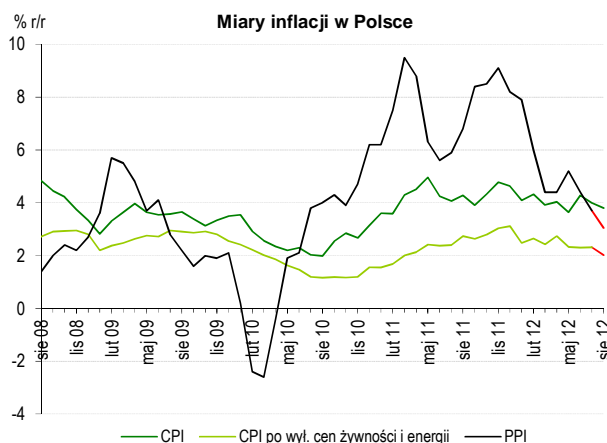


- Zestaw krajowych danych ekonomicznych, który pojawi się w tym tygodniu, powinien pomóc RPP w podjęciu decyzji o obniżce stóp procentowych.
- Przewidujemy, że zatrudnienie w sektorze firm obniżyło się po raz kolejny w sierpniu (a jego roczna dynamika pozostała na zerowym poziomie). Wraz z umiarkowaną (w ujęciu realnym ujemną) dynamiką płac potwierdzi to brak poprawy sytuacji na rynku pracy, co oznacza brak zagrożenia presją inflacyjną.
- Potwierdzą to również kolejne odczyty wskaźników inflacyjnych – spadek dynamiki PPI do 3% r/r (najmniej od ponad dwóch lat), odzwierciedlający spadek presji kosztowej na przedsiębiorców, oraz spadek inflacji bazowej bez cen żywności i energii do 2,0% r/r (najmniej od 1,5 roku).



- Po chwilowym odbiciu w lipcu, wynikającym z efektów kalendarzowych, wzrost produkcji przemysłowej zapewne spowolnił ponownie w sierpniu, pod wpływem malejących zamówień krajowych i zagranicznych (na co wskazuje raport PMI).
- Kłopoty firm budowlanych i zastopowanie inwestycji infrastrukturalnych sprawiają, że trzeba się liczyć z kontynuacją głębokich spadków produkcji budowlano-montażowej (choć nasza prognoza i tak należy do bardziej optymistycznych na rynku).
- Po piątkowej nieoficjalnej informacji Reutersa, że na wrześniowym spotkaniu RPP nieobecnych było dwoje „jastrzębi” (Gilowska, Winiecki), sprawozdanie z posiedzenia RPP będzie ciekawą informacją nt. przebiegu dyskusji.

Ostatni tydzień w gospodarce – Spadek inflacji, (chwilowe) odbicie w handlu zagranicznym



- Inflacja CPI spadła w sierpniu do 3,8% r/r, mniej więcej zgodnie z oczekiwaniami, do czego przyczynił się głównie efekt wysokiej bazy (podwyżki cen usług telekomunikacyjnych w sierpniu 2011). We wrześniu oczekujemy ponownego wzrostu inflacji do ok. 4%, a w kolejnych miesiącach powinien rozpocząć się trwalszy trend spadkowy, który sprowadzi CPI do 3% w grudniu i co celu inflacyjnego pod koniec I kw. 2013.
- Roczne dynamiki eksportu i importu mocno wzrosły w lipcu (do 12,7% r/r i 4,2% r/r). Wynikało to jednak w dużym stopniu – podobnie jak odbicie w produkcji przemysłowej – z czynników przejściowych (m.in. niska baza) i w kolejnych miesiącach oczekujemy powrotu trendu spadkowego. Wskazówką nt. perspektyw eksportu będą sierpniowe wyniki produkcji przemysłu.

Cytat tygodnia – Obniżki stóp są uzasadnione

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 13.09, Reuters

Moim zdaniem, jest dość duża szansa na to, że koledzy zdecydują się w tym roku na obniżki, ale nie wiem kiedy (...). Moi koledzy nie są zbyt skłonni do bardziej gwałtownych ruchów.

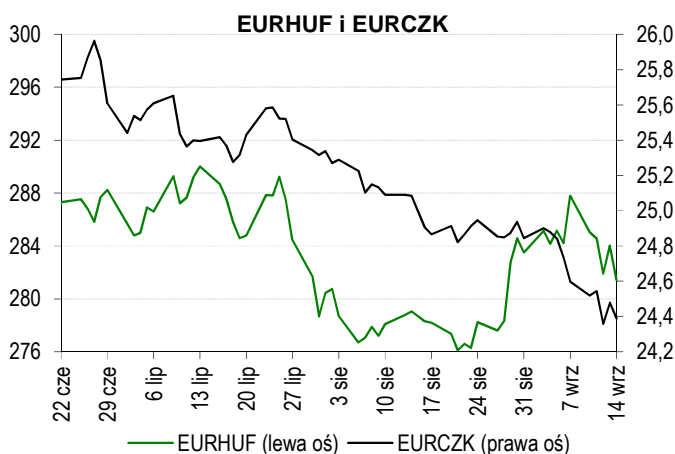
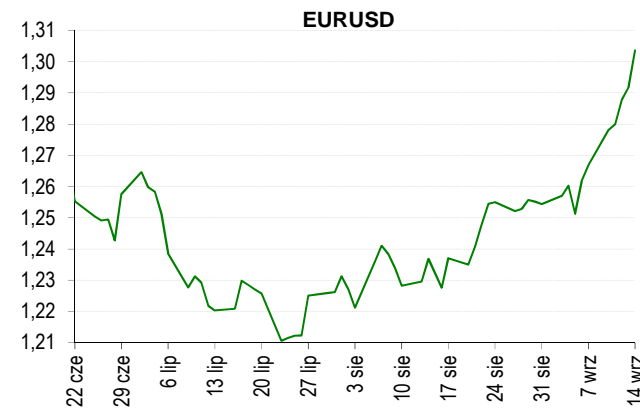
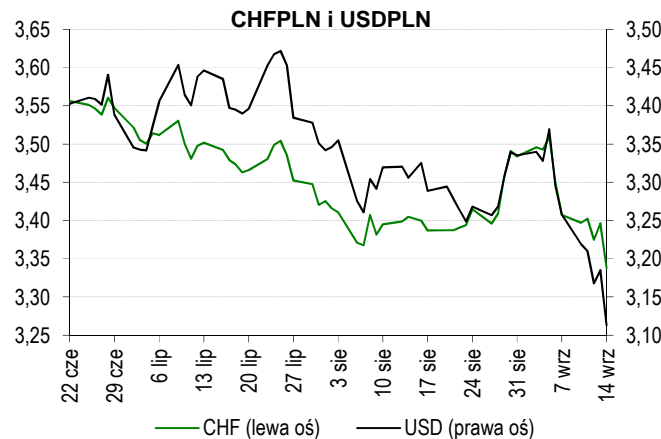
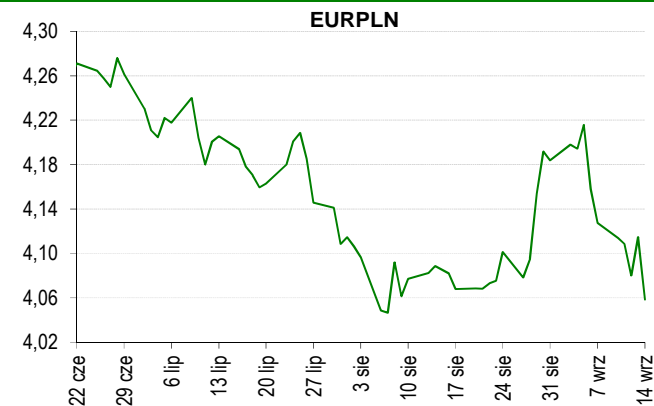
Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 13.09, Reuters, TVN CNBC

Rada powinna działać wyprzedzająco i dlatego taka wyprzedzająca obniżka stóp w październiku byłaby merytorycznie uzasadniona.

Na początku jeszcze tego drugiego półrocza uważałam, że takie bardziej delikatne i rozłożone w czasie obniżki byłyby zasadne (...) teraz, ponieważ potwierdzają się te dane negatywne z różnych obszarów gospodarki uważam, że decyzja powinna być chyba już bardziej radykalna. [50 pb] jest to oczywiście jedna z możliwych propozycji. (...) Na dzień dzisiejszy wydaje mi się, że jedna taka głębsza obniżka byłaby zasadna.

W zeszłym tygodniu Andrzej Bratkowski i Elżbieta Chojna-Duch ponownie potwierdzili, że w ich ocenie obniżki stóp są uzasadnione. Z wypowiedzi A. Bratkowskiego wnioskujemy, że w Radzie tworzy się już większość do poparcia obniżek ale raczej nie można się spodziewać ruchu mocniejszego niż 25 punktów bazowych (jednorazowo, mimo że bardziej zdecydowana decyzja (50 punktów bazowych) mogłaby zostać poparta przez E. Chojną-Duch. Ponadto, zgadzamy się z Elżbietą Chojną-Duch, że Rada powinna działać wyprzedzająco. Naszym zdaniem obniżka byłaby wyprzedzająca, gdyby miała miejsce w październiku, ale... rok temu. W tej kwestii bliżsi jesteśmy poglądom A. Bratkowskiego, który niedawno powiedział, że Rada jest już z obniżkami spóźniona.

Rynek walutowy – Działania banków centralnych wsparły złoto i waluty regionu



Złoty silny działaniem banków centralnych

W minionym tygodniu złoty pozostawał pod wpływem wydarzeń na rynkach zagranicznych. Do decyzji Fed kurs EURPLN wahał się w przedziale 4,07-4,12, w zależności od napływających informacji. Nerwowość rynku przed decyzją Fed powodowała, że EURPLN utrzymywała się bliżej górnej granicy pasma wahań.

Ogłoszenie przez Fed QE3 wsparło popyt na ryzykowane aktywa, w tym na złoto, który więcej zyskał w relacji do amerykańskiej waluty niż do euro. Kurs EURPLN na początku piątkowej sesji przetestował wsparcie na 4,05 (spadek z około 4,10 na zamknięcie w czwartek), osiągając tygodniowe minimum na 4,047. Przełamanie poziomu 4,05 na stałe otworzyłoby drogę w kierunku 4,026, lokalnego minimum z początku sierpnia.

Ostatnie decyzje banków centralnych (EBC, Fed), ale również pozytywna decyzja Trybunału Konstytucyjnego (TK) Niemiec dotycząca ESM nasiliły aprecjację walut wschodzących, w tym złotego. Niemniej, w średnim terminie czynniki ryzyka, spośród których na pierwsze miejsce wysuwa się sytuacja w Grecji, są wciąż obowiązujące (na przełomie września-października Trojka opublikuje swój raport odnośnie Grecji). O ile testu 4,00 przez EURPLN nie można wykluczyć, to bardziej prawdopodobnym scenariuszem jest konsolidacja kursu w przedziale 4,05-4,10 w nadchodzących dniach.

EURUSD kieruje się na „północ”

Główne wydarzenia minionego tygodnia (decyzja TK Niemiec, Fed) wsparły wspólną walutę. Informacja, że Grecja może potrzebować kolejnego pakietu pomocowego na chwilę tylko „zakłóciła” marsz na północ. Kurs EURUSD po konsolidacji w przedziale 1,28 – 1,29 (z testami zarówno dolnego, jak i górnego ograniczenia) pokonał poziom 1,30 po decyzji Fed uruchamiającej kolejny, trzeci program luzowania ilościowego (QE3). W czasie piątkowej sesji testowany był poziom 1,31; sesyjne maksimum wyniosło 1,312.

Kurs EURUSD kontynuuje trend wzrostowy od pięciu tygodni z rzędu. Ostatni raz taka sytuacja miała miejsce w 2010 r., po sugestiach szefa Fed o QE2. Istotny opór dla eurodolara znajduje się na 1,314, którego przełamanie otworzyłoby drogę w kierunku 1,34.

W minionym tygodniu istotnym wydarzeniem było również posiedzenie szwajcarskiego banku centralnego (SNB). SNB utrzymał limit kursu franka na poziomie 1,20 za euro, podtrzymując deklarację o możliwości skupowania nieograniczonej ilości walut. Nie potwierdziły się zatem plotki, że SNB może zdecydować się na podwyższenie limitu do 1,22, a nawet 1,25 za euro. Po tej decyzji kurs EURCHF pozostał nieco powyżej 1,21.

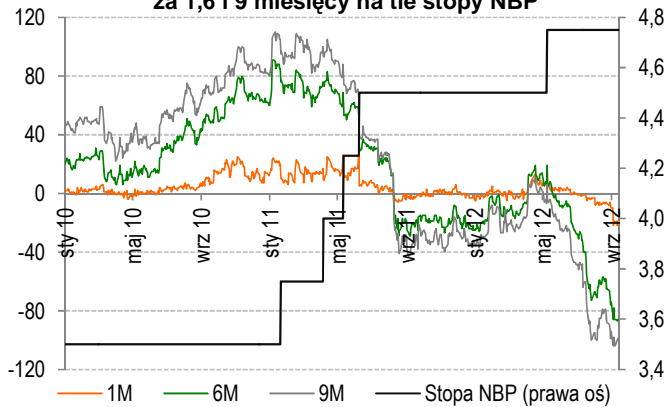
Umocnienie walut regionu

Pozostałe waluty regionu, podobnie jak i złoty, zyskiwały w minionym tygodniu. Kurs EURHUF obniżył się do 281 z ok 288 na zamknięcie poprzedniego tygodnia. W tym samym czasie czeska korona w relacji do euro umocniła się do około 24,42 z ok. 24,60. W rozliczeniu tygodniowym najmocniej na wartości zyskał forint (ok. 0,8%), gdy złoty i czeska korona umocniły się o 0,7% w relacji do euro.

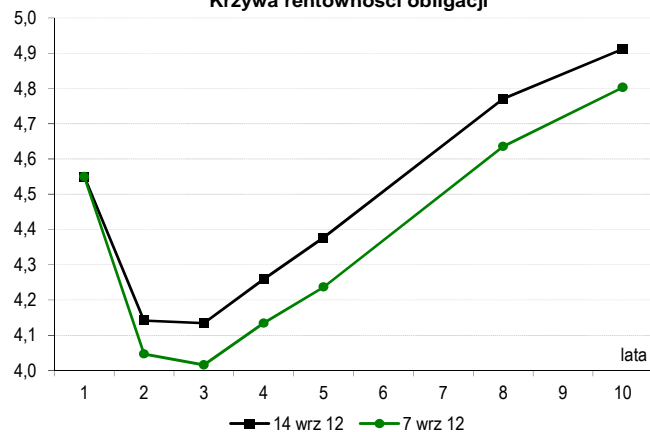
W nadchodzących dniach waluty regionu pozostaną pod wpływem czynników wewnętrznych. Nie wykluczamy krótkoterminowej realizacji zysków, po znaczącym umocnieniu w ostatnich dniach. Kluczowym wsparciem dla EURCZK jest 24,40, gdy dla EURHUF to poziom 280.

Rynek stopy procentowej – Publikacja minutes i dane makro mogą wesprzeć krótki koniec krzywej

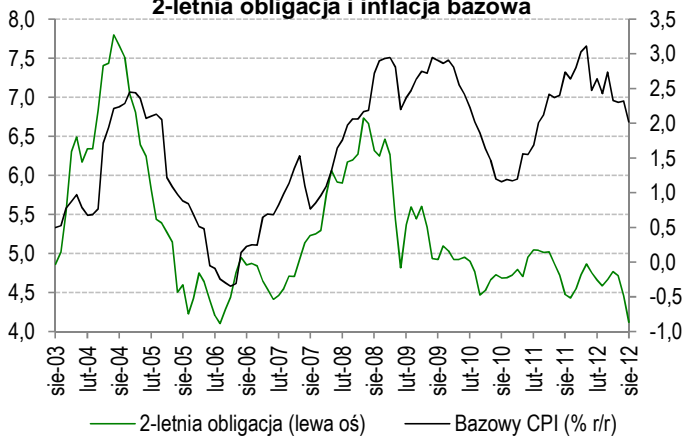
Oczekiwana przez rynek FRA skala zmiany stóp za 1,6 i 9 miesięcy na tle stopy NBP



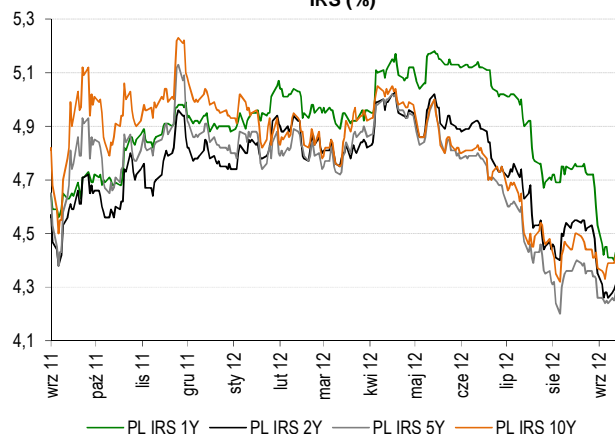
Krzywa rentowności obligacji



2-letnia obligacja i inflacja bazowa



IRS (%)



WIBOR i FRA bez dużych zmian

W notowaniach WIBOR i FRA w minionym tygodniu nie zaszły duże zmiany. Stawki rynku pieniężnego nieznacznie spadły (o 1-2 pb. dla tenorów od 3 do 12 miesięcy). Dane o krajowej inflacji nie wywołały reakcji rynku.

Rynek FRA wycenia obecnie, że z prawdopodobieństwem ok. 75% Rada obniży stopy o 25 bp w październiku. Cały cykl sprowadzi natomiast – wg inwestorów – główną stopę NBP poprzestanie na trzech obniżkach po 25 bp. i z tego powodu potencjał do dalszego spadku dłuższych FRA (np. 9x12) w obecnej sytuacji jest naszym zdaniem ograniczony. Spadki są możliwe za to w przypadku krótszych stawek (FRA1x4), a impulsem do ruchu w dół mogą być w tym tygodniu dane o produkcji przemysłowej (pokażą spowolnienie w stosunku do lipca) oraz publikacja minutes z ostatniego posiedzenia RPP. Wg nas odbyło się wówczas co najmniej jedno głosowanie nad obniżeniem stóp NBP i potwierdzenie tych przypuszczeń może wesprzeć oczekiwanie rynku na to, że Rada obniży stopy już w październiku.

Obligacje nieco słabiej pomimo decyzji Fed

Krajowe obligacje osłabły całkiem znacznie po ogłoszeniu decyzji niemieckiego Trybunału Konstytucyjnego ws. ESM. Rentowności na środku i długim końcu krzywej wzrosły o 6-7 pb, zanotowano również wzrost obrotów. Taka reakcja rynku na korzystne wieści z Niemiec mogła być w pewnym stopniu powiązana z umocnieniem długu Hiszpanii i Włoch w reakcji na decyzję ws. ESM. Rentowności hiszpańskich i włoskich obligacji są wyraźnie wyższe niż krajowych (w przypadku 10-latek jest to odpowiednio 5,6% oraz 5,0%) i być może nadzieje na stabilizację sytuacji na peryferiach strefy euro skłoniły inwestorów do zaangażowania się w aktywa dające wyższą stopę zwrotu. Na koniec tygodnia nastąpiło lekkie odreagowanie dzięki decyzji Fed.

Krzywa IRS wypłaszczyła się nieznacznie wskutek tego, że stawki z krótkiego końca nie odreagowały po wzroście zanotowanym po decyzji ws. ESM.

Produkcja przemysłowa i minutes RPP

Wykres z rentownościami 2-letniej obligacji i inflacji bazowej pokazuje, że od momentu wybuchu kryzysu finansowego zmiany tempa wzrostu cen nie były kluczowym czynnikiem dla inwestorów. Dodatkowo, tym co miało korzystny wpływ na krajowe obligacje była spadająca podaż papierów oferowanych przez MinFin. Publikacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii nie powinna wywrzeć dużego wpływu na rynek, większe znacznie wg nas będą miały dane o aktywności w przemyśle. Uważamy, że dane makro opublikowane w tym tygodniu wesprą oczekiwania na obniżkę stóp przez RPP już w październiku i wesprą 2-letnią obligację. W kolejnych tygodniach rentowność dla 2-letniego papieru może spaść poniżej 4% na nieco dłużej wraz z dalszymi obniżkami stóp przez RPP. Wnioskując po wypowiedziach Bratkowskiego oraz Chojny-Duch z RPP spodziewamy się, że minutes z wrześniowego posiedzenia Rady pokażą, że był głosowany co najmniej jeden wniosek o obniżenie stóp NBP. Będzie to wg nas czynnik wspierający krótki koniec krzywej obligacyjnej i IRS.

W tym tygodniu na aukcji obligacji inwestorom zostaną zaoferowane papiery DS1021, WZ0121 i IZ0823. To jakie papiery będą ostatecznie sprzedawane przez MinFin będzie zależało od sytuacji na rynku (szczegóły oferty poznamy w poniedziałek). Do tej pory resort wyemitował już 20,9 mld zł obligacji DS1021, 19,5 mld zł WZ0121 i 6 mld zł IZ0823.

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