

Tygodnik ekonomiczny

24 – 30 września 2012

Optymizm, jaki pojawił się po decyzji Fed o uruchomieniu QE3, bardzo krótko zdołał utrzymać się na globalnym rynku. Od początku minionego tygodnia inwestorzy przystąpili do realizacji zysków z ostatniego umocnienia ryzykownych aktywów. Do pojawienia się awersji do ryzyka przyczyniło się też zniecierpliwienie brakiem zgłoszenia się Hiszpanii po pomoc z ESM/EBC oraz dane makro wskazujące na spowolnienie globalnej gospodarki. Złoty ucierpiał relatywnie wyraźnie w stosunku do zmian zachodzących w notowaniach innych ryzykownych aktywów. Wygląda na to, że presję na krajową walutę wywierały wzmocnione po słabych danych makro z krajowej gospodarki oczekiwania na obniżki stóp przez RPP. Obniżka stóp o 25 pb w październiku to w dalszym ciągu nasz bazowy scenariusz, ale z komentarzy, jakie pojawiły się ze strony członków Rady w minionym tygodniu nie wynika jednak, by ostatnie publikacje zrobiły na nich duże wrażenie i zmobilizowały do szybkiego działania.

Po zaskakująco wyraźnym odbiciu wstępnego PMI dla przemysłu Niemiec inwestorzy będą oczekiwać potwierdzenia tej poprawy w odczycie indeksu Ifo, stąd jego publikacja może mieć istotny wpływ na notowania. Kolejne dni będą już stały pod znakiem publikacji wielu ważnych danych z USA z ostatecznym PKB za II kw. na czele. Dla rynku ważne też będzie to jak we wrześniu zmienił się nastrój amerykańskich konsumentów, który przed miesiącem uległ znacznemu i niespodziewanemu pogorszeniu. Krajowe dane potwierdzą, że popyt konsumpcyjny słabnie i że kontynuacja tego trendu wyraźnie ograniczy tempo wzrostu PKB w kolejnych kwartałach. Skłonność do zakupów będzie też ograniczała niekorzystna sytuacja na rynku pracy, co zapewne potwierdzą sierpniowe dane o stopie bezrobocia. Będzie to już kolejna porcja danych sugerująca przestrzeń do obniżek stóp. Kurs EURPLN pozostaje w szerokim przedziale 4,05-4,20 i jego dolna i górna granica to ważne poziomy także na ten tydzień. Na rynku długu uwaga inwestorów skoncentruje się na publikowanych danych makro, ale również na podaży SPW w IV kw. W związku z wykupem obligacji OK1012 i płatnościami odsetek od październikowych serii DS i PS (na rynek wpłynie łącznie ok. 26 mld zł) spodziewamy się, że październikowa oferta będzie wyższa niż w pozostałych miesiącach. Koniec kwartału może również skłaniać do poprawy wyceny obligacji, w szczególności na długim końcu krzywej.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (24 września)							
10:00	DE	Indeks Ifo	IX	pkt	102,3	-	102,3
WTOREK (25 września)							
8:00	DE	Indeks GfK	X	pkt	5,9	-	5,9
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	VIII	% r/r	5,9	5,9	6,9
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VIII	% r/r	12,3	12,3	12,3
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	VII	% m/m	0,8	-	0,9
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	IX	pkt	62,0	-	60,6
ŚRODA (26 września)							
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VIII	tys.	380	-	372
CZWARTEK (27 września)							
10:30	GB	PKB	II kw.	% r/r	-0,5	-	-0,5
14:30	US	Ostateczny PKB	II kw.	% k/k	1,7	-	2,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	382
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	VIII	% m/m	-2,5	-	4,1
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VIII	% m/m	-0,7	-	2,4
PIĄTEK (28 września)							
11:00	EZ	Wstępny HICP	IX	% r/r	2,4	-	2,6
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	IX	% r/r	-	-	4,4
14:00	PL	Bilans płatniczy	II kw.	mln €	-	-2 702	-4 344
14:30	US	Dochody osobiste	VIII	% m/m	0,2	-	0,3
14:30	US	Wydatki konsumentów	VIII	% m/m	0,5	-	0,4
14:30	US	Bazowy PCE	VIII	% m/m	0,1	-	0,0
15:45	US	Indeks Chicago PMI	XI	pkt	53,2	-	53,0
15:55	US	Indeks Michigan	IX	pkt	74,0	-	79,2

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

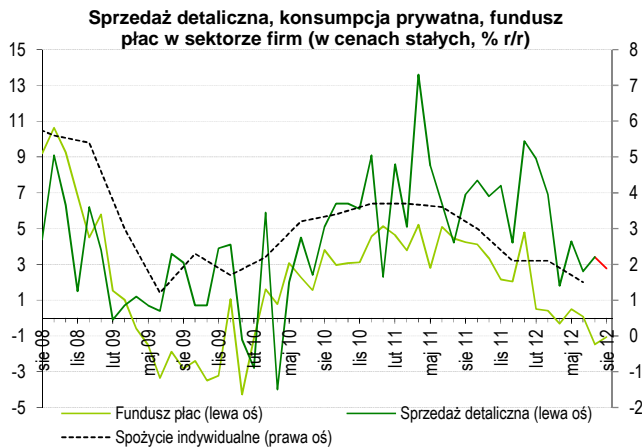
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

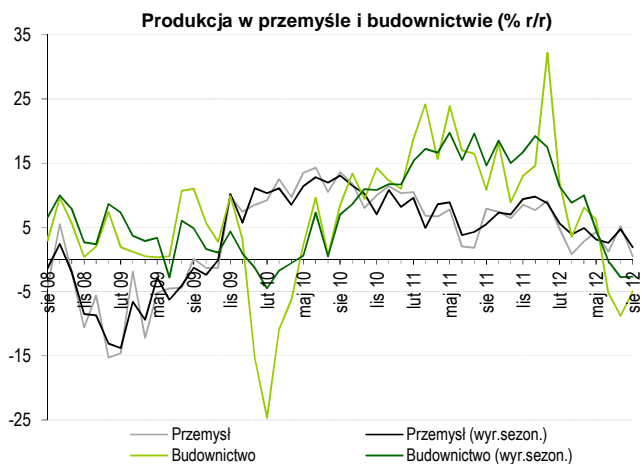
22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Słaba sprzedaż zapowiadają słabnącej konsumpcji

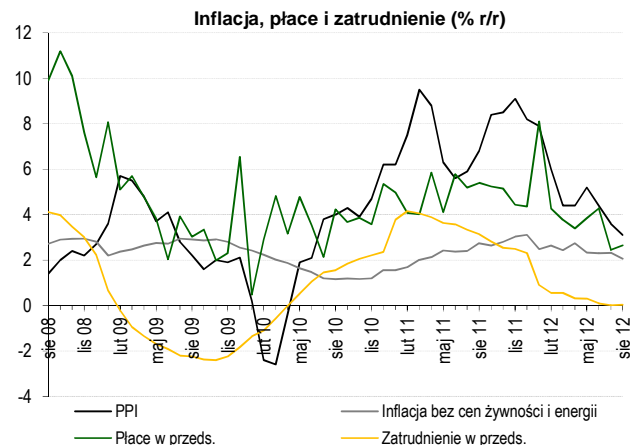


- Ostatni w tym miesiącu zestaw danych makroekonomicznych dostarczy zapewne kolejnych dowodów na to, że krajowa aktywność gospodarcza słabnie.
- Spodziewamy się spowolnienia wzrostu sprzedaży detalicznej (w podobnej skali jak rynek), wynikającego z pogorszenia sytuacji dochodowej gospodarstw domowych i wzrostu niepewności na rynku pracy. Dane SAMAR o słabej sprzedaży samochodów kolejny raz sugerują lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy.
- Miara oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych powinna się obniżyć we wrześniu, pod wpływem spadku obserwowanego wskaźnika CPI będącego podstawą do wyliczeń indeksu.
- Kwartalne dane o bilansie płatniczym jak zwykle mogą wprowadzić spore rewizje do tendencji wskazywanych wcześniej przez dane miesięczne.

Ostatni tydzień w gospodarce – Gospodarka spowalnia, presji inflacyjnej nie widać



- Sierpniowe dane z polskiego przemysłu potwierdziły, że lipcowe odbicie było tylko przejściowym zaburzeniem w trendzie spadkowym. Wzrost produkcji przemysłowej wyhamował do 0,5% r/r, a w budownictwie utrzymał się głęboki spadek (-5% r/r). W kolejnych miesiącach należy się spodziewać kontynuacji negatywnych tendencji. Szczególnie źle będą wyglądały wyniki za wrzesień, w którym są aż o dwa dni robocze mniej niż w 2011 r.
- Wzrost płac w sektorze firm lekko przyspieszył w sierpniu (do 2,7% r/r), jednak przeciętne zatrudnienie po raz kolejny obniżyło się w skali miesięcznej. Od początku roku ubyło już ok. 30 tys. etatów wobec wzrostu o ok. 20 tys. w analogicznym okresie 2011 r.
- Dane wpisują się w scenariusz wyraźnego hamowania wzrostu gospodarczego, za którym stoi nie tylko spadek popytu zewnętrznego, ale i słabnący popyt krajowy.



- W sierpniu spadły wszystkie cztery miary inflacji bazowej. Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 2,1% r/r (2,3% r/r w poprzednich trzech miesiącach).
- Roczna dynamika PPI wyhamowała trzeci miesiąc z rzędu, do 3,1% r/r, najniższego poziomu od ponad dwóch lat; od maja tempo wzrostu PPI obniżyło się już o ponad 2 pkt. proc.
- Ostatnie publikacje potwierdzają, że maleje presja kosztowa na przedsiębiorców i ogólnie trudno mówić o zagrożeniu presją inflacyjną, szczególnie w warunkach wyraźnego hamowania dynamiki wzrostu gospodarczego i pogarszającej się sytuacji na rynku pracy.

Cytat tygodnia – Październik to za wcześnie?

Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 21.09, Reuters

Nastawienie związane z zastrzeżeniem polityki pieniężnej w obecnej chwili nie jest już oczywiste. Natomiast jeżeli mówimy o poluzowaniu polityki pieniężnej, taka decyzja jeszcze nie zapadła. Trzeba nabrać pewności, że proces dezinflacji ma trwały charakter. Moim zdaniem październik to za wcześnie, aby podjąć takie rozważania.

Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, 20.09, Reuters

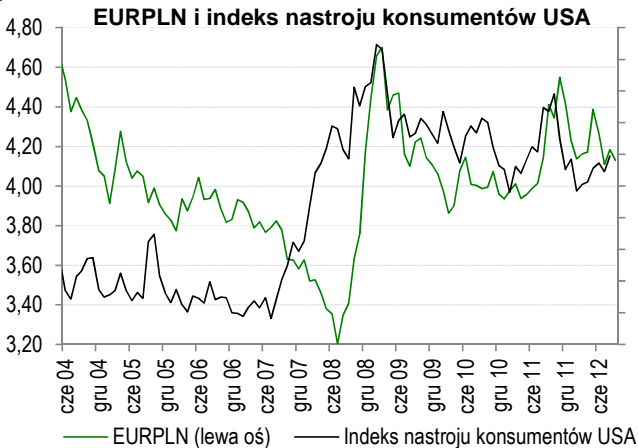
Inflacja nadal jest wysoka i będzie się utrzymywała na relatywnie wysokim poziomie. (...) Wskazuje to na to, że obecny poziom stóp jest odpowiedni. (...) Dopuszczam możliwość podjęcia decyzji o obniżce stóp w październiku lub w listopadzie.

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 20.09, Radio PiN

Jeżeli tam (w UE) nie będzie poprawy, to taki poziom (stopa referencyjna 3,5%) będzie uzasadniony. Prawdopodobieństwo bardzo płytkiej recesji wzrosło, głębokiej zmalało. Wzrost w okolicach 1 proc. jest wysoce prawdopodobny.

Minutes z ostatniego posiedzenia RPP potwierdziły, że nastąpiło pewne złagodzenie stanowiska w kwestii stóp procentowych – w tej chwili nie są już rozważane kolejne podwyżki. We wrześniu ponownie głosowano nad dwoma wnioskami o obniżki (o 25 i 50 pb), które zapewne zgłosili i poparli ci sami członkowie, co w lipcu (Chojna-Duch, Bratkowski). Jednak ostatnie wypowiedzi niektórych członków RPP sugerują, że mimo kolejnych słabych danych napływających z krajowej gospodarki nadal nie są oni przekonani o możliwości i potrzebie złagodzenia polityki pieniężnej. Podtrzymujemy bazowy scenariusz, zakładający obniżkę stóp o 25 pb w październiku, choć po tych wypowiedziach dostrzegamy spore ryzyko, że większość za obniżką stóp uformuje się dopiero w listopadzie.

Rynek walutowy – Dane z USA i Niemiec ważne dla EURPLN i EURUSD



Realizacja zysków na świecie dotyka też złotego

Realizacja zysków po decyzji Fed o uruchomieniu QE3 i ogłoszeniu wyroku Trybunału Konstytucyjnego Niemiec ws. ESM i wzrost obaw inwestorów o sytuację w strefie euro oraz globalny wzrost gospodarczy sprawiły, że złoty oddał dużą część zysków osiągniętych w poprzednim tygodniu. EURPLN osiągnął na chwilę prawie 4,18, choć na koniec poprzedniego tygodnia był blisko 4,05. Na koniec tygodnia kurs spadł do 4,13.

Warto zwrócić uwagę, że zakres wahań EURPLN był w minionym tygodniu wyraźnie większy niż na innych rynkach (np. akcyjnych, długu na peryferiach strefy euro). Może to sugerować, że za deprecjacją złotego stały nie tylko obecne na świecie obawy o strefę euro czy globalną gospodarkę, ale też perspektywa obniżek stóp w Polsce i regionie CEE.

W tym tygodniu zostanie opublikowany szereg danych z USA, w tym o nastrojach amerykańskich konsumentów. Od 3 lat indeks mierzący nastawienie tej grupy utrzymuje się wyraźnie poniżej poziomów przedkryzysowych. Widać, że zależność notowań złotego od sytuacji w gospodarce USA opartej w największym stopniu właśnie na konsumpcji jest całkiem silna. Poprawa sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych w USA może być jednym z kluczowych czynników, umożliwiających krajowej walucie powrót na ścieżkę wyraźnej i stabilnej aprecjacji. Tymczasem, kurs EURPLN nadal waha się w szerokim przedziale 4,05-4,20 i jego dolna i górna granica to ważne poziomy także na ten tydzień.

Wpływ decyzji Fed na EURUSD (na razie) chwilowy

Kurs EURUSD systematycznie oddalał się od lokalnego szczytu na ok. 1,317 ustanowionego po decyzji Fed. Euro było pod presją realizacji zysków, obaw o strefę euro oraz słabych danych z globalnej gospodarki. W trakcie tygodnia kurs zbliżył się do 1,29, ale ostatecznie odbił do 1,293.

Zakończyła się tym samym seria pięciu tygodni z rzędu, kiedy euro zyskiwało do dolara. Ostatni raz dłuższa seria miała miejsce od lipca do sierpnia 2010 i trwała 6 tygodni, wtedy wspólna waluta umacniała się dzięki nadziejom na uruchomienie przez Fed QE2.

Oprócz danych zza oceanu, istotny dla notowań kursu w tym tygodniu może być odczyt indeksu Ifo. Rynek zwróci uwagę na to czy publikacja potwierdzi wrześniowe odbicie w niemieckim przemyśle (na co wskazał wstępny PMI). Na wykresie obok widać, że bez odbicia Ifo – wskazującego na poprawę sytuacji w największej gospodarce strefy euro – trudno liczyć na trwałe umocnienie euro do dolara.

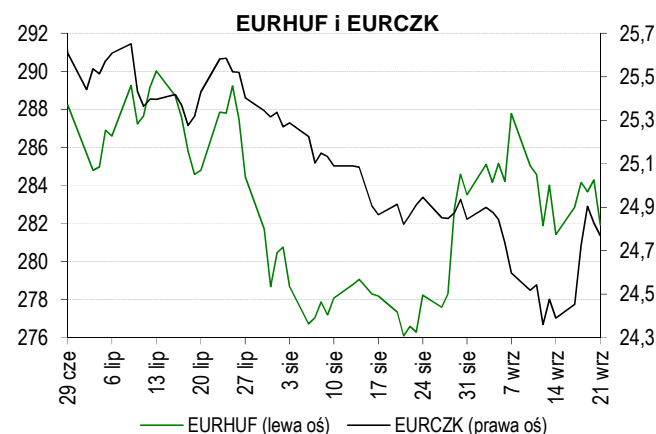
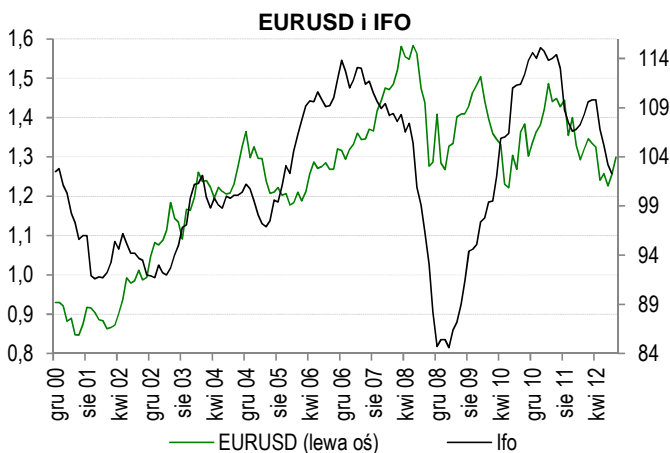
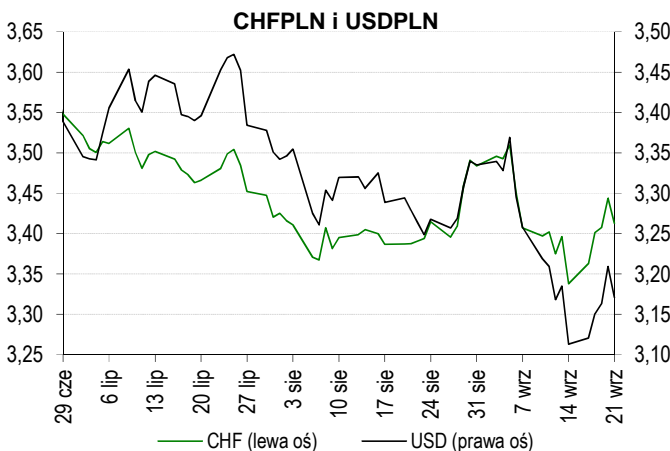
Lokalny szczyt na ok. 1,317 jest istotnym oporem, który powstrzymuje EURUSD przed dalszymi wzrostami nawet do 1,34-1,35. Wsparcie to 1,275.

Ostatnie wydarzenia spowodowały zmianę prognozy dla EURUSD na koniec tego roku. Spodziewamy się, że kurs osiągnie wówczas 1,28, a nie 1,20 oczekiwane dotychczas.

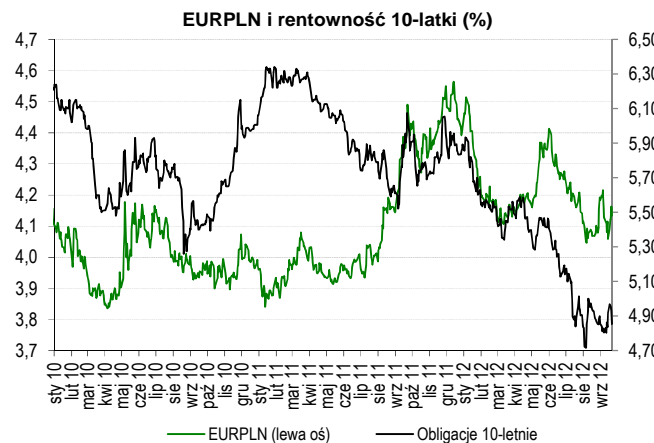
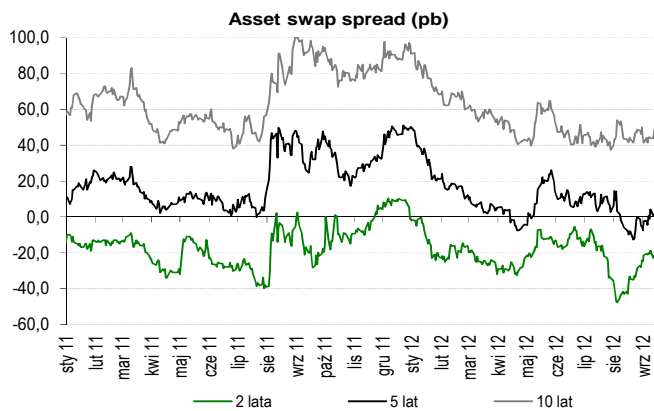
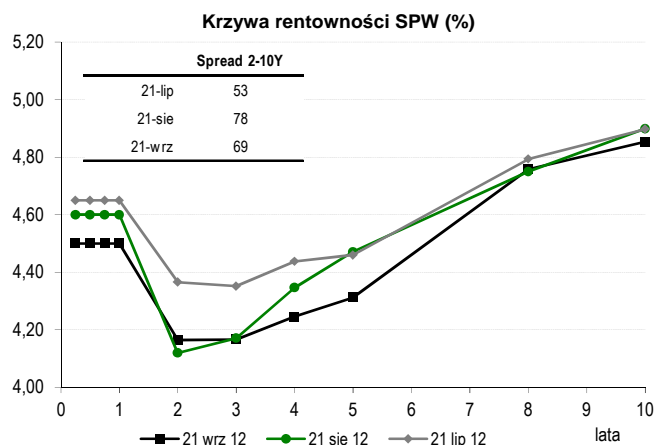
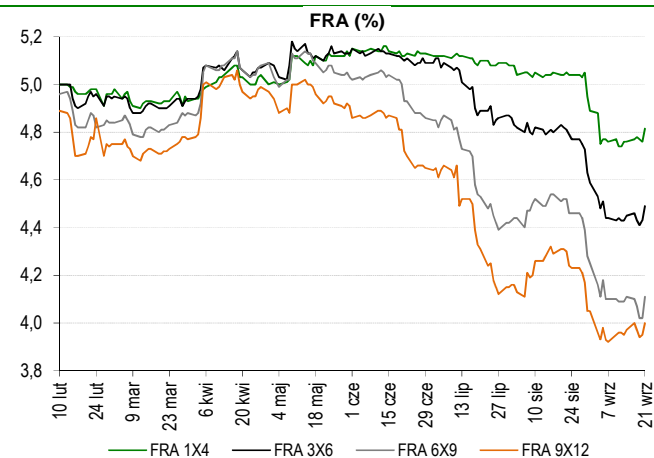
Gołębie sygnały z Czech osłabiają koronę

Pozostałe waluty CEE3 również uległy osłabieniu. Korona straciła niecałe 2% do euro, do czego przyczyniły się słowa prezesa czeskiego banku centralnego. Miroslav Singer dał do zrozumienia, że polityka pieniężna może ulec dalszemu rozluźnieniu (główna stopa procentowa wynosi 0,5%). W minionym tygodniu lepiej na tle korony oraz złotego (który stracił 2,2% do euro) prezentował się forint, który stracił tylko 0,4%.

Ważne poziomy dla EURCZK i EURHUF na ten tydzień to 24,6 i 25 oraz 279 i 285.



Rynek stopy procentowej – Podaż SPW w IV kw. i dane makro istotne dla inwestorów



Agresywna wycena obniżek stóp przez rynek FRA...

Opublikowane w minionym tygodniu dane makro wsparły oczekiwania na październikową redukcję stóp (wciąż nie ma pewności czy w RPP znajdzie się większość aby poprzeć taki wniosek). To w konsekwencji przełożyło się na dalszy spadek stawek FRA, przy relatywnie stabilnych poziomach WIBOR. FRA9x12 pozostawało poniżej 4,0%, jednak po wypowiedzi Kaźmierczak z RPP, poziom stawki wzrósł do 4,0%, podczas gdy 3x6 wzrosło do poziomu 4,50%, dyskontując spadek stóp o 50 pb łącznie w perspektywie do końca roku, co jest również naszym scenariuszem.

Warto zwrócić uwagę na FRA 6x9, które przez większą część tygodnia pozostawało blisko 4,0% (najniżej od czerwca 2010). Różnica pomiędzy oczekiwaną stawką WIBOR 3M za 6 miesięcy a bieżącą stawką WIBOR 3M wzrosła w minionym tygodniu do ponad 90 pb, najwyższego poziomu od lutego 2009.

... podczas gdy obligacje wykazują większą ostrożność

Początek tygodnia przyniósł wzrost rentowności wzdłuż krzywej, w szczególności na długim końcu. W kolejnych dniach papiery lekko zyskiwały na wartości, niwelując tym samym wcześniejsze straty. Tydzień 10-latk zakończyła z rentownością na poziomie 4,85%.

Stawki IRS (głównie na środku i długim końcu krzywej) również stopniowo obniżały się w minionym tygodniu. Skala zmian w sektorze 10Y była większa niż w przypadku obligacji, co spowodowało zawężenie spreadu asset swap, który w ostatnich tygodniach konsoliduje się w przedziale 40-50 pb.

W minionym tygodniu MF uplasowało obligacje WZ0121, DS1021 i IZ0823 o łącznej wartości 3,55 mld zł (łącznie na aukcji standardowej i dodatkowej). Wyniki aukcji pokazały większe zainteresowanie obligacjami WZ i IZ (sprzedaż WZ0121 stanowiła prawie 60% sprzedaży ogółem) niż obligacjami DS. Warto zauważyć, że zgłoszony na aukcji popyt na 10-letni benchmark był znacząco niższy w porównaniu do poprzedniej aukcji (1,2 mld wobec 5,4 mld w maju). To sugeruje, że w obecnych warunkach rynkowych obligacje z długiego końca krzywej wydają się być zbyt drogie.

Plan podaży na IV kw. i dane makro wpłyną na nastroje

Przed nami bardzo interesujący tydzień – koniec miesiąca, koniec kwartału, co może skłaniać do poprawy wyceny (tzw. window dressing).

Uwaga inwestorów skoncentruje się na publikacji ostatniej w tym miesiącu serii danych: sprzedaż detaliczna, stopa bezrobocia oraz kwartalne dane o bilansie płatniczym, choć kluczowe dla rynków będą te pierwsze. Informacje o wyhamowaniu dynamiki sprzedaży detalicznej powinny stanowić wsparcie dla krótkiego końca.

Przed najbliższym posiedzeniem RPP istotny wpływ na rynek mogą mieć informacje o podaży SPW w IV kw., ze szczególnym uwzględnieniem oferty w październiku. Ministerstwo znajduje się w komfortowej sytuacji mając sfinansowane 97% tegorocznych potrzeb pożyczkowych.

Biorąc pod uwagę sytuację płynnościową w następnym miesiącu (wykup OK1012 o wartości 16,4 mld zł oraz płatności odsetkowe od październikowych serii obligacji DS i PS: 9,3 mld zł) oferta na aukcjach standardowych może być zdecydowanie większa w porównaniu do ubiegłotygodniowej podaży. Nie wykluczamy możliwości emisji nowej serii DS, ale również oferty na krótkim końcu (OK0714). W kolejnych miesiącach IV kw. oferta na rynek krajowy może być bardziej ograniczona, co wcześniej sugerowało Ministerstwo Finansów.

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