

Tygodnik ekonomiczny

1 – 7 października 2012

Nastroje na rynkach światowych podlegały wahaniom w ostatnich dniach. Po początkowym wzroście pesymizmu odnośnie perspektyw wzrostu gospodarczego i skuteczności działań ratunkowych w strefie euro, pod koniec tygodnia powrócił umiarkowany optymizm, m.in. po przyjęciu nowego planu cięć fiskalnych w Hiszpanii i Francji. W podobny sposób zmieniały się też oczekiwania dot. przyszłych decyzji Rady Polityki Pieniężnej – wypowiedzi jastrzębich członków Rady początkowo ostudziły nadzieje na obniżki, wskazując, że ostatnie słabe dane makro nie zrobiły na nich dużego wrażenia, ale wywiad z Prezesem NBP wywołał nową falę oczekiwań, że łagodzenie polityki rozpocznie się już w październiku.

Wyznacznikiem dla nastrojów na rynkach międzynarodowych w najbliższych dniach będą zapewne kolejne ważne dane makroekonomiczne, w tym miesięczny raport z rynku pracy w USA i indeksy aktywności w przemyśle i usługach, wskazujące, w jakim kierunku zmierza koniunktura w głównych światowych gospodarkach. Uwagę inwestorów przyciągną również poczynania banków centralnych – w tym tygodniu odbędą się decyzyjne posiedzenia EBC, Banku Anglii i RPP, a Fed opublikuje minutes ze spotkania, na którym uruchomiono QE3. Dla krajowego rynku pierwszoplanową kwestią będzie z pewnością wynik posiedzenia RPP. Zdecydowana większość analityków spodziewa się obniżki stóp procentowych o 25 pb. My również zaliczamy się do tego grona, uważając, że taka decyzja byłaby w pełni uzasadniona, aczkolwiek zdajemy sobie sprawę, że wynik posiedzenia nie jest przesądzony i zebranie większości wymaganej do obniżenia stóp może nie być łatwe. Utrzymujemy prognozę, że główna stopa NBP do końca roku zostanie obniżona o 50 pb, więc jeśli do redukcji stóp nie doszłoby w tym tygodniu, spodziewalibyśmy się obniżek w listopadzie i grudniu. W przypadku obniżenia stóp przez RPP, krótki koniec krzywej rentowności i stawki FRA mogą zanotować dalsze spadki, dyskontując dalsze łagodzenie polityki pieniężnej. Jednocześnie, możliwa jest korekta (być może krótkotrwała) kursu złotego oraz rentowności na dłuższym końcu krzywej obligacji. Wyraźniejsza korekta na rynku stopy procentowej nastąpiłaby w przypadku pozostawienia stóp bez zmian.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS W-WA | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | | PROGNOZA | | OSTATNIA WARTOŚĆ |
|--------------------------------------|------|------------------------------|-------|-------|----------|-------|------------------|
| | | | | | RYNEK | BZWBK | |
| PONIEDZIAŁEK (1 października) | | | | | | | |
| 9:00 | PL | PMI – przemysł | IX | pkt | 47,9 | 47,6 | 48,3 |
| 9:53 | DE | PMI – przemysł | IX | pkt | 47,3 | - | 44,7 |
| 9:58 | EZ | PMI – przemysł | IX | pkt | 46,0 | - | 45,1 |
| 16:00 | US | ISM – przemysł | IX | pkt | 49,8 | - | 49,6 |
| WTOREK (2 października) | | | | | | | |
| Brak publikacji ważnych danych | | | | | | | |
| ŚRODA (3 października) | | | | | | | |
| | PL | Decyzja RPP | | % | 4,50 | 4,50 | 4,75 |
| 9:53 | DE | PMI – usługi | IX | pkt | 50,6 | - | 48,3 |
| 9:58 | EZ | PMI – usługi | IX | pkt | 46,0 | - | 47,2 |
| 11:00 | EZ | Sprzedaż detaliczna | VIII | % m/m | -0,1 | - | -0,2 |
| 14:15 | US | Raport ADP | IX | tys. | 135 | - | 201 |
| CZWARTEK (4 października) | | | | | | | |
| 11:00 | PL | Aukcja obligacji | | | | | |
| 13:00 | GB | Decyzja BoE | | % | 0,5 | - | 0,5 |
| 13:45 | EZ | Decyzja EBC | | % | 0,75 | - | 0,75 |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | tyg. | tys. | - | - | 359 |
| 16:00 | US | Zamówienia przemysłowe | VIII | % m/m | -1,9 | - | 2,8 |
| 20:00 | US | Minutes Fed | | | | | |
| PIĄTEK (5 października) | | | | | | | |
| 12:00 | DE | Zamówienia przemysłowe | VIII | % m/m | -0,6 | - | 0,5 |
| 14:30 | US | Zatrudnienie poza rolnictwem | IX | tys. | 120 | - | 96 |
| 14:30 | US | Stopa bezrobocia | IX | % | 8,2 | - | 8,1 |

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

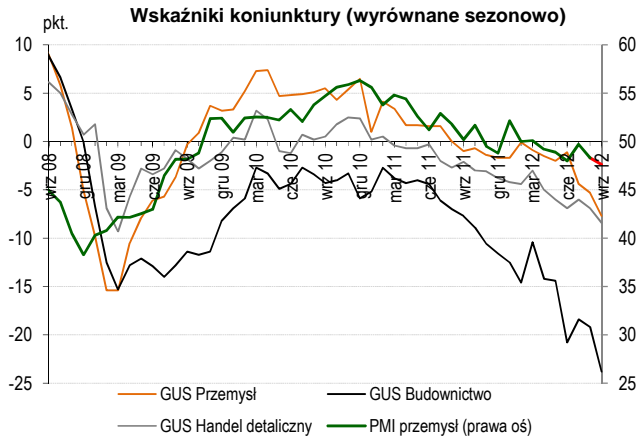
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luźniński Analityk

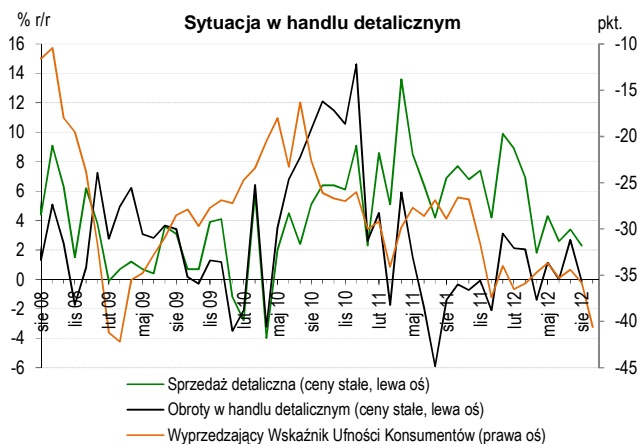
22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Obniżka stóp teraz czy za miesiąc?

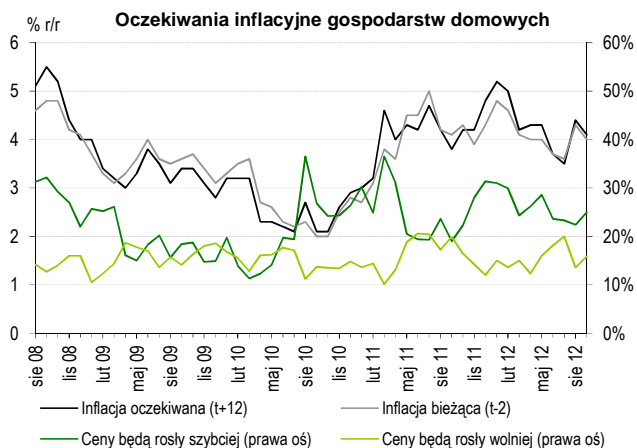


- Czy RPP pójdzie śladem innych banków centralnych w regionie (Czechy, Węgry) i obniży stopy procentowe w tym tygodniu? Naszym zdaniem powinna. Jednak, choć Prezes NBP najwyraźniej dojrzał do takiej decyzji, a jednego z jastrzębi (Zyty Gilowskiej) nie będzie na posiedzeniu, zebranie większości (5 głosów) za obniżką może nie być łatwe, bo na niektórych członkach RPP ostatnie słabe dane najwyraźniej nie zrobiły dużego wrażenia. Jeśli Rada nie obniży stóp teraz, z pewnością zrobi to w listopadzie, bo kolejne dane makro (za wrzesień) będą wyglądały naprawdę paskudnie.
- Indeks PMI zapewne potwierdzi spadek aktywności w przemyśle we wrześniu. Wskaźniki koniunktury GUS zanotowały kolejny miesiąc mocnych spadków we wszystkich sektorach, najbardziej w budownictwie (najgorsze w historii) i handlu (blisko dołka z 2009 r.).

Ostatni tydzień w gospodarce – Sprzedaż detaliczna zwalnia, bezrobocie rośnie



- Wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił w sierpniu do 5,8% r/r nominalnie i 2,3% r/r realnie. Przyczyniło się do tego m.in. załamanie popytu na samochody (-9,5% m/m, -2% r/r). Jednak w pozostałych kategoriach również widoczne jest hamowanie popytu konsumpcyjnego – wg naszych szacunków wzrost sprzedaży detalicznej po wyłączeniu pojazdów i paliw wyniósł 3,8% r/r (tyle co w lipcu, ale mniej niż w poprzednich miesiącach). Dane o obrotach w handlu detalicznym (obejmujące również jednostki zatrudniające mniej niż 9 pracowników, ale nie uwzględniające m.in. sprzedaży samochodów) wskazują na stagnację popytu konsumentów – roczna dynamika bliska zera. Pogorszenie nastrojów konsumentów, spadek realnych dochodów oraz niepewność dotycząca perspektyw zatrudnienia będą ograniczały wzrost popytu konsumpcyjnego w kolejnych miesiącach i kwartałach.



- Stopa bezrobocia wzrosła w sierpniu do 12,4%, co jest nietypowe jak na ten miesiąc i potwierdza, że sytuacja na rynku pracy stopniowo się pogarsza.
- Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych lekko spadły we wrześniu do 4,1% (z 4,4% w sierpniu), do czego przyczynił się głównie spadek bieżącej inflacji, będącej podstawą obliczeń indeksu (struktura odpowiedzi była podobna jak przed miesiącem).
- Założenia polityki pieniężnej na 2013 r. nie przyniosły istotnych zmian w porównaniu z poprzednimi. Warto zwrócić uwagę, że zdaniem RPP niskie oczekiwania inflacyjne w Polsce nadal nie są dostatecznie utrwalone, co może mieć wpływ na decyzje Rady.
- Kwartalne dane o bilansie płatniczym wprowadziły znaczne rewizje w danych za poprzednie lata – deficyt obrotów bieżących za 2010 i 2011 r. w górę o 0,5% PKB.

Cytat tygodnia – Czekaj nas cykl łagodzenia polityki pieniężnej

Marek Belka, Prezes NBP, 26.09, PAP

Jeżeli dzisiaj przed Radą stoi decyzja o dalszym kierunku prowadzenia polityki pieniężnej, to jest dość oczywiste, że dotyczy ona łagodzenia polityki i że nie powinna dotyczyć jakiegoś jednorazowego działania, tylko raczej pewnego cyklu. Myślę, że uczestnicy rynku powinni wziąć pod uwagę taki scenariusz: czeka nas pewien cykl łagodzenia polityki pieniężnej.

Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, 25.09, TVN

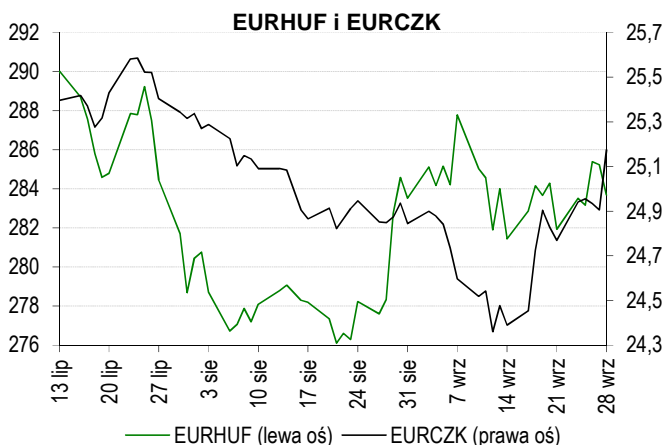
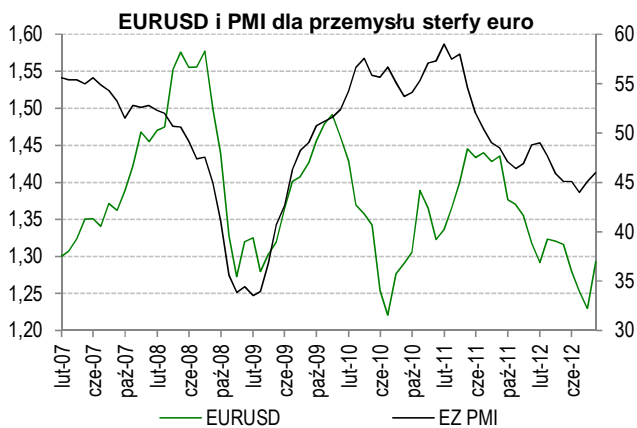
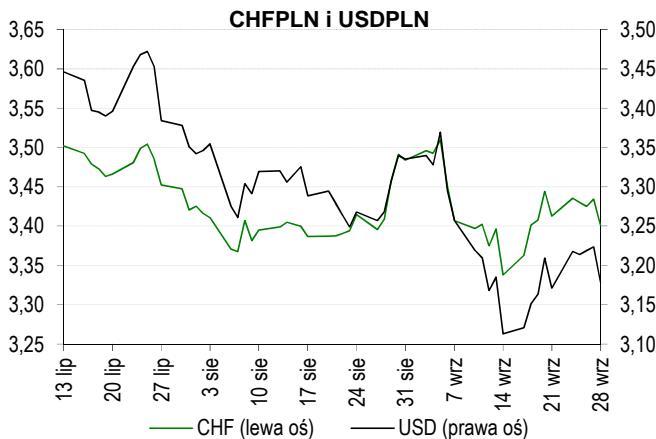
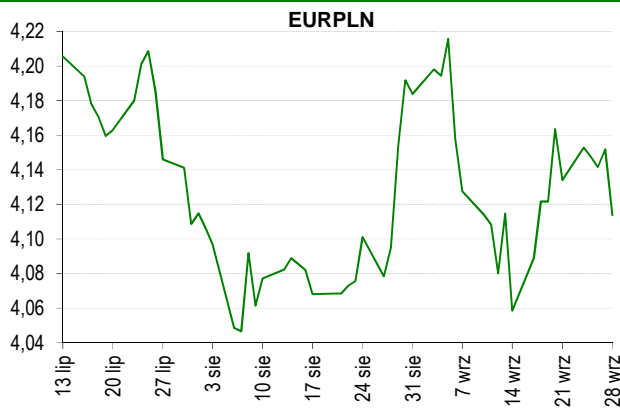
Tak, na pewno będziemy rozważać [możliwość złagodzenia polityki pieniężnej w październiku], ale nie oznacza to, że taką decyzję podejmujemy

Adam Glapiński, członek RPP, 27.09, Reuters

Nie widzę żadnych podstaw, żeby rozpoczynać cykl obniżek stóp procentowych. Tempo inflacji stabilizuje się na wysokim poziomie z tendencją do ewentualnego wzrostu w przyszłym roku. Moim zdaniem RPP powinna przyjąć strategię 'wait and see' i stabilizować stopy do końca tego roku.

Miniony tydzień przyniósł pewien przełom w komentarzach członków RPP. Prezes NBP Marek Belka wyraźnie zasugerował, że niebawem rozpocznie się cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Zatem w Radzie jest już co najmniej troje członków skłonnych do głosowania za obniżkami (Bratkowski, Chojna-Duch, Belka). Kaźmierczak i Glapiński sugerowali ostatnio, że wciąż nie są skłonni do obniżek. Naszym zdaniem podobnie jest z Winięckim, Rzońcą i Gilowską. Przekona ich pewnie dopiero bardziej wyraźny spadek inflacji, którego spodziewamy się za kilka miesięcy. Nieobecność Gilowskiej na najbliższym posiedzeniu nie zmienia faktu, że do obniżki potrzeba 5 głosów. O ile A.Zielińska-Głębocka sugerowała w ub. tyg, że może poprzeć decyzję o rozluźnieniu, punkt widzenia J.Hausnera wciąż jest dla nas tajemnicą.

Rynek walutowy – Złoty pod wpływem czynników globalnych i RPP



Złoty zyskał na poprawie globalnych nastrojów

Złoty poddał się negatywnym nastrojom na globalnych rynkach na początku mijającego tygodnia. Negatywnie na krajową walutę oddziaływała też perspektywa niższych stóp procentowych, którą wzmocniła wypowiedź prezesa NBP. W konsekwencji EURPLN wzrósł w kierunku 4,16 (poziom ten nie został jednak przełamany). W kolejnych dniach, wraz ze stopniową poprawą nastrojów (po słabszych danych z USA i dobrym przyjęciu przez rynek planu reform Hiszpanii), złoty odrobił straty, kurs EURPLN spadł na chwilę nieco poniżej 4,10.

Większe zmiany, ponownie, dotyczyły kursu USDPLN. Ruch EURUSD w kierunku 1,28 spowodował dynamiczną deprecjację złotego do 3,23 za dolara (najwyższy poziom od początku września). Wraz ze wzrostem eurodolara powyżej 1,29, kurs USDPLN powrócił w okolice 3,18.

Złoty jest głównie pod wpływem czynników globalnych, choć w tym tygodniu istotna dla notowań krajowej waluty może być też decyzja RPP odnośnie stóp procentowych. Oczekiwane przez nas poluzowanie polityki monetarnej może wygenerować ponowny ruch w kierunku 4,16 za euro. Spodziewane przez nas osłabienie złotego powinno być raczej krótkotrwałe, ograniczane m.in. przez silny popyt ze strony zagranicy na krajowy dług.

Na wykresie EURPLN nie zaszły większe zmiany, wciąż obowiązujący zakres wahań to 4,05-4,20. Ze względu na dużą niepewność sądzimy, że kurs będzie pozostawał powyżej 4,10.

Decyzja EBC i dane rynku pracy USA ważne dla euro

Pierwsza połowa tygodnia przyniosła osłabienie wspólnej waluty, do czego przyczyniła się publikacja słabszego od prognoz indeksu Ifo. Niepewność co do dalszego rozwoju sytuacji w Hiszpanii (oczekiwania na publikację projektu budżetu na 2013, wyników stress-testów i decyzji Moody's) też wywierała negatywną presję na euro. W rezultacie w pierwszej połowie tygodnia kurs EURUSD spadł do 1,284.

Słabsze od prognoz dane makro z USA (rozczarowujący odczyt PKB za II kw. i głębszy spadek zamówień na dobra trwałego użytku) jak też pozytywne przyjęcie przez rynek planu reform w Hiszpanii wsparły euro. Dzięki temu, kurs EURUSD ponownie wzrósł powyżej 1,292.

Przed nami bardzo ciekawy tydzień, z posiedzeniem EBC, danymi z rynku pracy w USA i PMI dla Niemiec oraz strefy euro na czele. Wsparcie i opór na ten tydzień to 1,284 i 1,30.

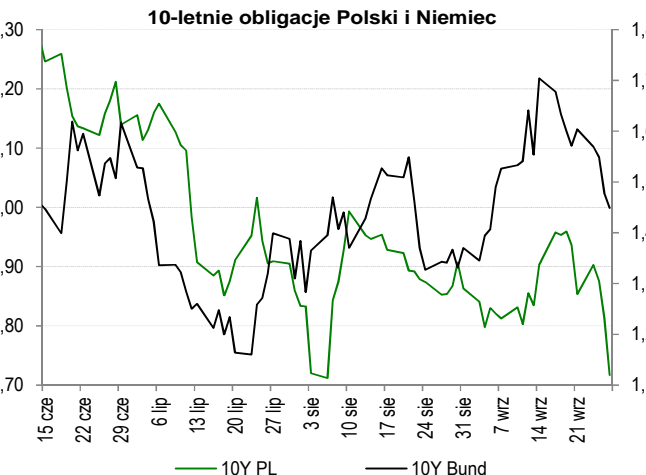
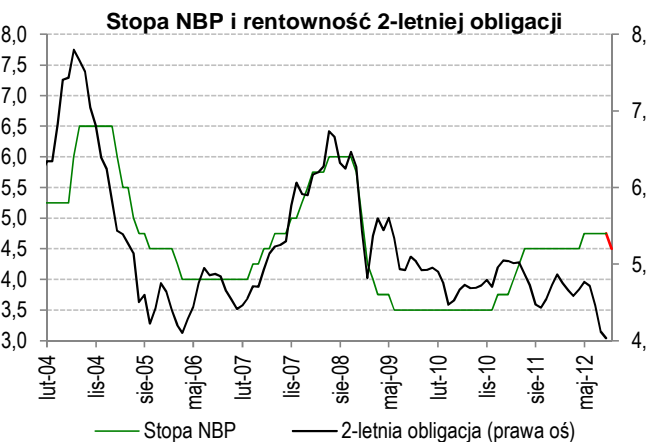
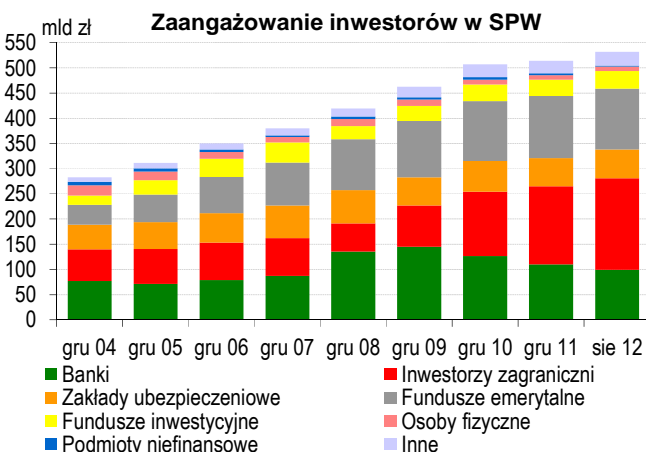
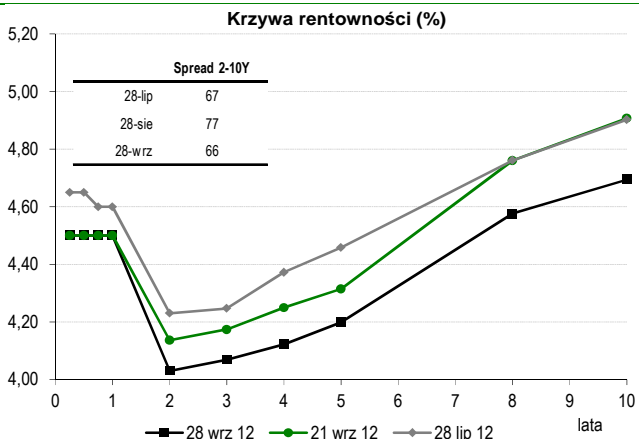
Decyzje banków centralnych osłabiły waluty regionu

Najważniejszymi wydarzeniami minionego tygodnia na rynkach regionu były posiedzenia banków centralnych na Węgrzech i w Czechach. W obu przypadkach podjęte zostały decyzje o obniżkach stóp procentowych (o 25 pb), odpowiednio do poziomów 6,50% na Węgrzech i 0,25% w Czechach (najniższy poziom w historii).

Decyzje o redukcji stóp na Węgrzech i w Czechach przyczyniły się do osłabienia walut w tych krajach. Kurs EURCZK wzrósł powyżej 25 (z maksimum na 25,18), gdy EURHUF powyżej 285. Osłabienie węgierskiej waluty zostało jednak ograniczone przez publikację danych o bilansie płatniczym za II kw., które pokazały większą nadwyżkę niż oczekiwano.

W tym tygodniu przewidujemy, że kurs EURHUF będzie wahał się w przedziale 280-286, gdy EURCZK może się konsolidować między 24,90 a 25,20.

Rynek stopy procentowej – Oczy zwrócone na RPP



FRA śmieiej wyceniają obniżki stóp NBP

Nasilenie się oczekiwań na obniżki stóp procentowych już na najbliższym posiedzeniu RPP zepchnęło stawki FRA w dół o 5-7 pb. Minima osiągnięte po danych o PKB za II kw. pod koniec sierpnia nie zostały jednak osiągnięte.

W konsekwencji, po kilku dniach przerwy rynek ponownie wycenia obniżki stóp o 100 pb. w kolejnych 9 miesiącach.

Dług ze środka i długiego końca zyskuje dzięki Bundom

Krajowa krzywa obligacyjna wyraźnie wyplaszczyła się w minionym tygodniu w wyniku znacznego umocnienia długu 5- i zwłaszcza 10-letniego. Trend spadkowy rentowności był wspierany przez słowa prezesa NBP, ale głównie przez znaczne zyski jakie zanotowały w minionym tygodniu 10-letnie obligacje niemieckie. Nie bez znaczenia był również wskazywany przez nas tydzień temu efekt końca kwartału i możliwość wspierania długu przez fundusze inwestycyjne. W konsekwencji, rentowność krajowej 10-latkii spadła do najniższego poziomu od I kw. 2006 (do 4,69%), a 5-latkii do 4,17% (najniżej w historii).

IRS też obniżyły się, choć w wyraźnie mniejszej skali niż rentowności obligacji. W rezultacie, spread asset swap dla 10-lat spadł poniżej wsparcia na poziomie 40 pb i na koniec tygodnia wyniósł ok. 34 pb (wobec 46 pb tydzień temu).

Ministerstwo Finansów podało, że w IV kw. zaoferuje obligacje za 10-18 mld zł (choć możliwe są dodatkowe aukcje w zależności od sytuacji rynkowej). W tym tygodniu inwestorzy będą mogli nabyć papiery WZ0117, WZ0121 i/lub PS0417 za 3-5 mld zł. Pod koniec miesiąca zaoferowany zostanie nowy 10-letni benchmark (DS1023).

Z danych MF wynika, że na koniec sierpnia inwestorzy zagraniczni posiadali rynkowe obligacje złotowe warte 180,2 mld zł, najwięcej w historii (wobec 177,4 mld zł w lipcu). Powiększyli tym samym udział w całościowym zadłużeniu w rynkowych obligacjach do prawie 34,5% (na drugim miejscu są fundusze emerytalne z udziałem 22,9%).

Decyzja RPP w centrum uwagi

Kluczowym wydarzeniem tego tygodnia będzie decyzja RPP ws. stóp procentowych. Oczekujemy, że zbierze się większość za ich obniżeniem o 25 pb.

Po rozczarowujących danych o polskim PKB za II kw. 3-miesięczny WIBOR obniżył się w kolejnych kilku dniach o 15 pb. Obecnie FRA wycenia natomiast obniżkę stóp o 50 pb za 3 miesiące. Gdyby obniżka stóp przez RPP miała miejsce i jeśli 3M WIBOR spadnie o dalsze ok. 10 pb, tak by w pełni uwzględnić zmianę stóp, to wtedy spowodowałoby to lekkie ograniczenie wyceny skali przyszłych obniżek stóp przez rynek FRA. Spodziewamy się, że RPP zasugeruje dalsze obniżki stóp – tak jak to zapowiedział prezes NBP – i stąd pomimo faktu, że FRA wyceniają już dość agresywnie kolejne obniżki stóp widzimy potencjał do lekkiego spadku tych stawek w bardzo krótkim terminie.

Podobna sytuacja ma miejsce na krótkim końcu krzywej obligacyjnej. 2-letni dług już od wielu miesięcy wycenia luzowanie polityki pieniężnej. Chociaż podobnie jak rynek FRA, oczekiwania są dość agresywne i rentowności już nie tak atrakcyjne jak wcześniej, to także na rym rynku jest wg nas jeszcze potencjał do umocnienia. Z drugiej strony, ostatnie umocnienie oraz fakt, że przestanie działać efekt końca kwartału może zachęcić do realizacji zysków.

Na środku i długim końcu krzywej wpływ decyzji RPP będzie prawdopodobnie odpowiednio słabszy. Warto także odnotować, że w ostatnim tygodniu notowania 10-letnich Bundów wspierały wycenę polskiego długoterminowego długu. Także w tym tygodniu możemy obserwować taką zależność.

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