

Tygodnik ekonomiczny

15 – 21 października 2012

Początek minionego tygodnia przebiegał w słabych nastrojach. Powróciły obawy o wzrost gospodarczy, głównie za sprawą Banku Światowego i MFW, które w dół zrewidowały swoje prognozy. MFW podkreślił nawet, że ryzyko dalszego pogorszenia sytuacji jest „alarmująco wysokie”. S&P obniżył rating Hiszpanii do poziomu BBB-, czyli zaledwie jeden punkt powyżej poziomu „śmieciowego”. Reakcja rynku na tę decyzję była początkowo negatywna, ale ostatecznie przeważała interpretacja, że decyzja agencji skłoni rząd w Madrycie do zwrócenia się do EBC po pomoc (na co inwestorzy liczą już od kilku tygodni). Optymizm został dodatkowo wsparty przez dane z amerykańskiego rynku pracy. Z krajowych informacji uwaga inwestorów skupiła się na wypowiedziach członków RPP. Wskazują one w Radzie już buduje się większość dla poparcia redukcji stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu, co wsparło krajowy rynek długu (rentowność 5-latkę osiągnęła historyczne minimum).

Głównym wydarzeniem tego tygodnia jest szczyt UE (18-19 października) i podjęte na nim decyzje mogą istotnie wpłynąć na rynki finansowe. Inwestorzy uważają, że będzie to dla Hiszpanii dobra okazja, aby poprosić o pomoc. Brak takiej decyzji spowoduje zapewne rozczarowanie i pogorszenie globalnego nastroju. Ponadto poznamy szereg istotnych danych z USA i krajowej gospodarki. Naszym zdaniem największe znaczenie dla inwestorów będą miały dane o produkcji przemysłowej i budowlanej, gdyż będą one bardzo słabe i wzmocnią oczekiwania na obniżki stóp, co powinno pozytywnie wpłynąć na wycenę polskich obligacji. EURPLN pozostaje w konsolidacji 4,06-4,12. Intensyfikacja oczekiwań na listopadową obniżkę może wygenerować ruch w kierunku 4,12, którego przełamanie otwiera drogę w stronę 4,15-4,16 za euro.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (15 października)							
3:30	CN	CPI	IX	% r/r	1,9	-	2,0
14:00	PL	CPI	IX	% r/r	4,0	4,0	3,8
14:00	PL	Eksport	VIII	mln €	12 012	11 709	12 325
14:00	PL	Import	VIII	mln €	12 484	12 007	12 639
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VIII	mln €	-1101	-900	-1027
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	IX	% m/m/	0,6	-	0,8
WTOREK (16 października)							
11:00	EZ	Inflacja HICP	IX	% r/r	2,7	-	2,7
11:00	DE	Indeks ZEW	X	pkt	-15,0	-	-18,2
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	IX	% r/r	2,7	2,7	2,7
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	IX	% r/r	0,0	0,0	0,0
14:30	US	Bazowy CPI	IX	% m/m	0,2	-	0,1
15:15	US	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	0,2	-	-1,2
ŚRODA (17 października)							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	IX	% r/r	-4,1	-7,1	0,5
14:00	PL	Produkcja budowlana	IX	% r/r	-12,5	-18,0	-5,0
14:00	PL	PPI	IX	% r/r	1,7	1,7	3,1
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	IX	tys.	768	-	750
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	IX	tys.	810	-	801
CZWARTEK (18 października)							
4:00	CN	PKB	II kw.	% r/r	7,4	-	7,6
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	365	-	339
16:00	US	Indeks Philly Fed	X	pkt	1,0	-	-1,9
16:00	US	Wskaźniki wyprzedzające	IX	% m/m	0,1	-	-0,1
PIĄTEK (19 października)							
16:00	US	Sprzedaż domów	IX	mln	4,75	-	4,82

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

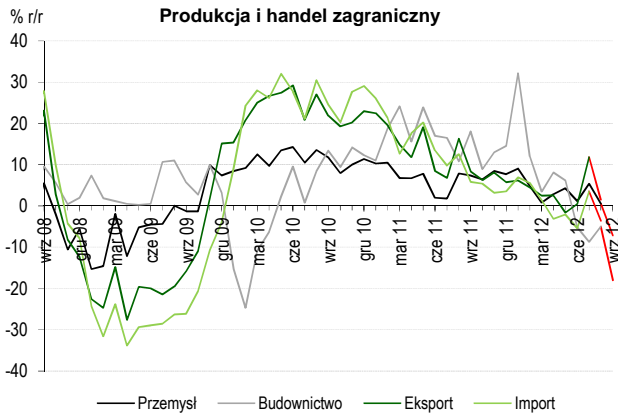
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

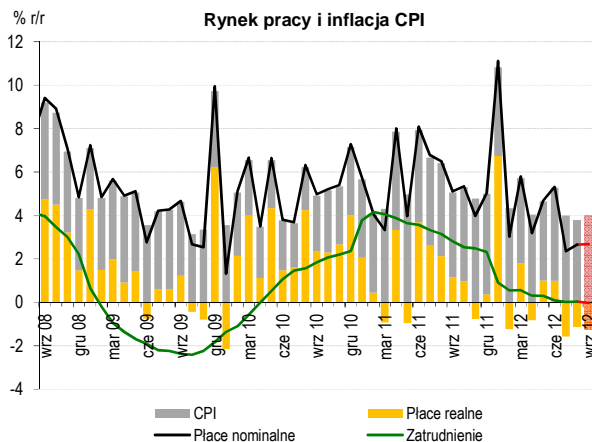
Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Szereg słabych danych z krajowej gospodarki

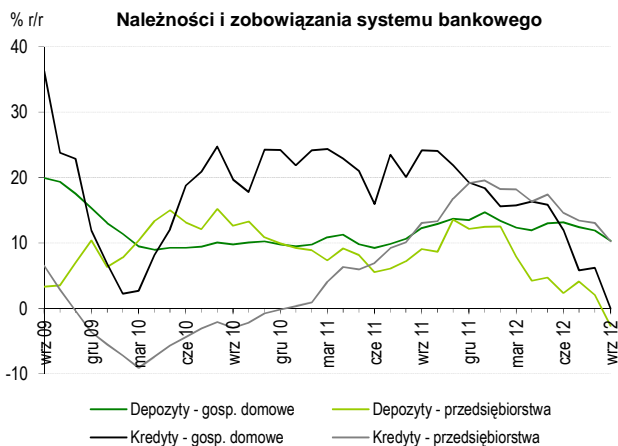


- W tym tygodniu zobaczymy wiele ważnych krajowych danych. Naszym zdaniem będą one zdecydowanie słabe i powinny skłonić RPP do obniżki w listopadzie.
- Spodziewamy się, że dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej będą szczególnie niekorzystne, ponieważ poza ogólną tendencją hamowania aktywności, będą one pod silnym wpływem mniejszej liczby dni roboczych niż przed rokiem (różnica aż dwóch dni!). Warto też podkreślić, że nasze prognozy produkcji są znacznie niższe od oczekiwań rynkowych.
- Oczekujemy powrotu trendu spadkowego w handlu zagranicznym (w lipcu zobaczyliśmy odbicie, naszym zdaniem jednorazowe). Nasza prognoza jest wspierana przez słabe dane z polskiego przemysłu w sierpniu, dane GUS o handlu zagranicznym i wyniki badania PMI, które pokazują spadające zamówienia eksportowe.



- Naszym zdaniem we wrześniu inflacja CPI ponownie wzrosła do 4%, ale to będzie już jej ostatni „wyskok”. W kolejnych miesiącach widoczny już będzie trend spadkowy, który powinien doprowadzić inflację do celu w pierwszym kwartale 2013. Inflacja PPI już od początku roku mocno spada i naszym zdaniem we wrześniu będzie poniżej 2%. W takich warunkach nie sposób mówić o presji inflacyjnej.
- Dane z rynku pracy nie będą zapewne dużym zaskoczeniem i pokażą kontynuację tendencji obecnych już od kilkunastu miesięcy. Spodziewamy się, że zatrudnienie spadło po raz kolejny, ale dynamika r/r utrzymała się na zerowym poziomie. Wzrost płac pozostał umiarkowany, choć zapewne ujemny w kategoriach realnych. Słaba sytuacja na rynku pracy zdecydowanie nie sprzyja powstawaniu efektów drugiej rundy.

Ostatni tydzień w gospodarce – Spowolnienie w kredytach i depozytach



- Wzrost podaży pieniądza M3 spowolnił we wrześniu do 7,6% r/r z 9,8% r/r w sierpniu, czyli nieco mocniej od oczekiwań naszych (7,9%) i rynkowych (8,5%).
- Spowolnienie wciąż jest rejestrowane w kredytach. Wzrost należności przedsiębiorstw wyhamował do 10,2% r/r z 13,0%, a gospodarstw domowych do 1,3% r/r z 3,5%, co jest najsłabszym wynikiem od kiedy dostępne są porównywalne dane (1997 r.). Spodziewamy się dalszego hamowania akcji kredytowej, której nie sprzyja zacieśnianie kryteriów przez banki oraz niepewność sytuacji gospodarczej, skłaniająca do odkładania inwestycji.
- Uwagę zwraca hamowanie dynamiki depozytów. Przede wszystkim dotyczy to depozytów przedsiębiorstw, które zanotowały spadek o 2,7% r/r z +2,0% (również najsłabiej w historii). Tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych spadło do 10,8% r/r z 11,9% r/r.

Cytat tygodnia – Projekcja umożliwi złagodzenie polityki pieniężnej

Adam Glapiński, członek RPP, 08.10, Reuters

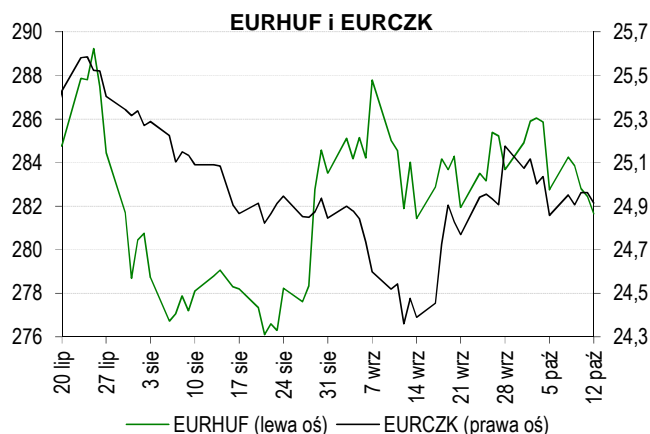
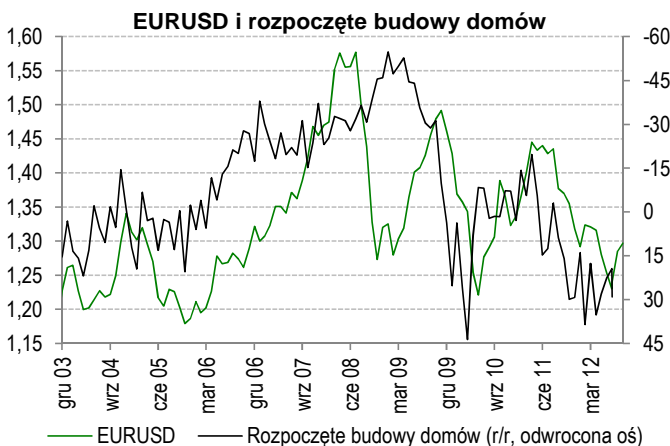
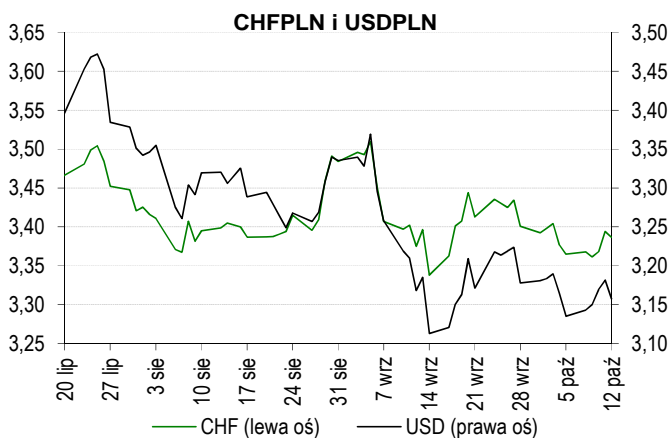
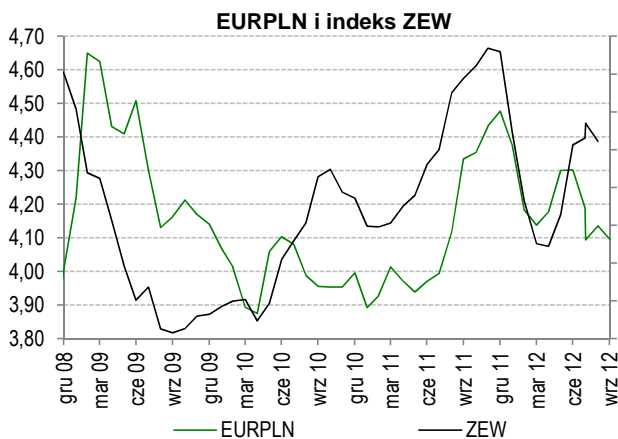
Nie wykluczam poparcia obniżki, jeśli z projekcji będzie wynikać rzeczywiście poważne spowolnienie wzrostu PKB w przyszłym roku i nie pojawi się żadne zagrożenie dla osiągnięcia celu inflacyjnego. (...) Myślę, że jak już obniżymy, to przynajmniej następna obniżka stóp jest bardzo prawdopodobna. Bo 25 pb to jest nic. (...) dopiero 75 pb może być jakoś odczuwalne.

Jerzy Hausner, członek RPP, 10.10, PAP

Oczekuję, że jeśli chodzi o inflację, będziemy mieli za miesiąc projekcję, która potwierdzi, że zbliżamy się do celu. Czyli taką projekcję, która umożliwi Radzie podjęcie decyzji, którą zapowiedzieliśmy - że dokona złagodzenia polityki pieniężnej.

Ostatni tydzień obfitował w wypowiedzi członków RPP i prawie wszyscy potwierdzili, że gdyby doszło do obniżki to byłaby ona początkiem cyklu. E. Chojna-Duch sprzecywała, że stopy powinny zostać obniżone łącznie o 100 pb, zaś A. Bratkowski stwierdził, że powinno to być nawet 125 pb. A. Glapiński uważa natomiast, że stopy powinny zostać obniżone co najmniej o 75 pb. Niektórzy członkowie Rady (Glapiński, Hausner, Zielińska-Giębocka) podkreślili w swoich wypowiedziach znaczenie projekcji inflacyjnej dla decyzji na nadchodzącym posiedzeniu. Jeśli potwierdzi ona powrót inflacji do celu i spowolnienie wzrostu to zgłaszają za obniżką. Widoczne jest, że w Radzie już buduje się większość dla poparcia takiej decyzji w listopadzie. Do nieprzekonanych wciąż należy Jan Winiecki, który uważa, że dopiero spowolnienie wzrostu do 0,5-1,0% byłoby argumentem za obniżką.

Rynek walutowy – Szczyt UE może okazać się kluczowy dla rynków



Korekta na złotym tylko krótkotrwała

■ Początek tygodnia przyniósł pogorszenie nastrojów w wyniku wzrostu obaw o perspektywy gospodarcze. Był to efekt rewizji w dół prognoz PKB przez Bank Światowy i MFW. Wraz z narastaniem presji, kurs złotego w relacji do głównych walut stopniowo kierował się na „północ”. Relatywnie silny ruch był obserwowany po wypowiedziach członków RPP, po których silnie wzrosły oczekiwania na listopadową obniżkę stóp. Wypowiedź premiera D. Tuska, wskazująca „bezpieczny” dla gospodarki poziom kursu złotego na poziomie 4,5 za euro w krótkim terminie negatywnie wpłynęła na notowania złotego (jak się później okazało premier mówił o przedziale 4,0-4,5). W konsekwencji EURPLN przetestował 4,10.

■ Kurs USDPLN, w efekcie spadków EURUSD, wzrósł w kierunku 3,20 (dość istotnego oporu). Ponowny zwrot eurodolara powyżej 1,29 wyhamowało wzrosty na USDPLN i kurs powrócił poniżej 3,15.

■ Póki co kurs EURPLN wciąż znajduje się poniżej istotnego oporu na 4,12. Utrzymująca się niepewność na rynkach globalnych w połączeniu z krajowymi danymi makro (wrześniowe odczyty z gospodarki realnej będą jeszcze słabsze niż za sierpień), które wzmocnią oczekiwania na redukcję stóp w listopadzie, mogą wywierać presję na złotego. Przełamanie oporu na 4,12 przez kurs EURPLN otwiera drogę w kierunku 4,15-4,16. Jednym z czynników ograniczających większą przecenę złotego jest pozytywne postrzeganie polskiego długu przez inwestorów zagranicznych. Obowiązujący przedział wahań dla EURPLN to wciąż 4,06-4,12.

Konsolidacja na EURUSD?

■ Obawy o wzrost globalnej gospodarki po rewizjach w dół prognoz PKB przygotowywanych przez Bank Światowy i MFW oraz decyzja S&P obniżająca rating Hiszpanii to główne czynniki, które w minionym tygodniu wywierały presję na wspólną walutę. W konsekwencji kurs EURUSD obniżył się do 1,2825, nieco tylko powyżej istotnego wsparcia w okolicach 1,28. Ruch w dół nie był długotrwały – dość szybko eurodolar powrócił powyżej 1,29.

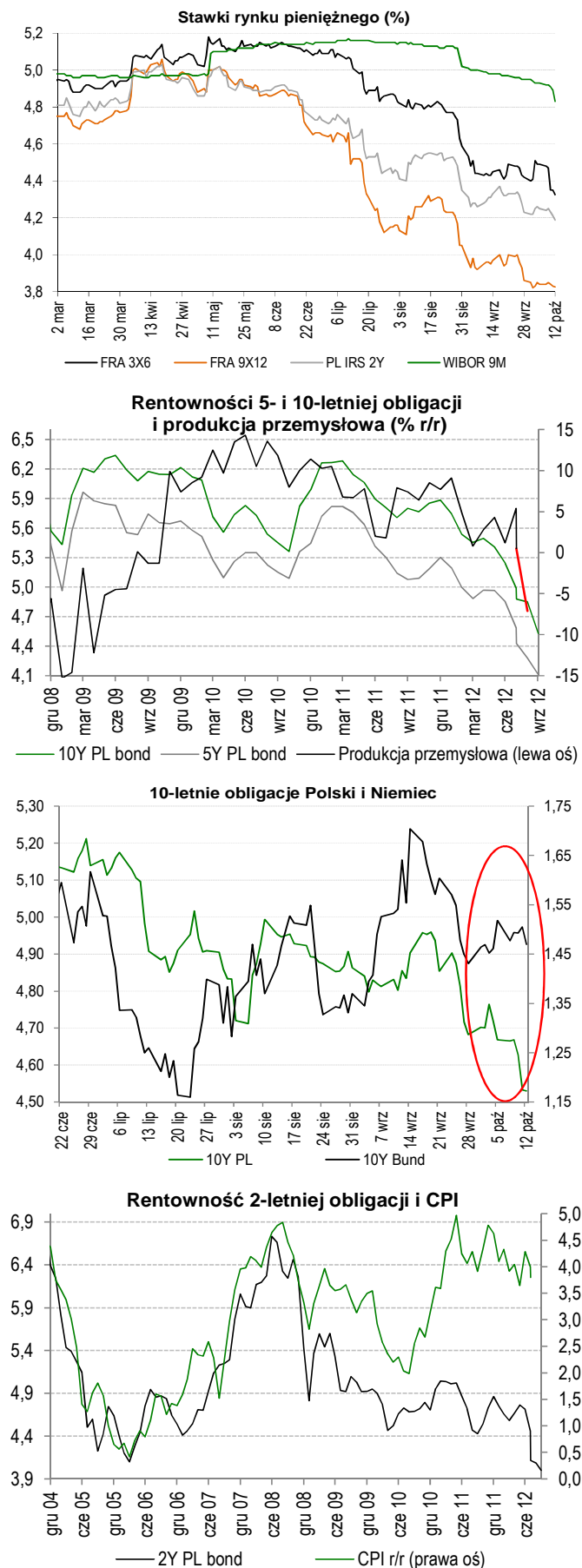
■ Spotkania eurogrupy i Ecofinu w minionym tygodniu nie miały większego przełożenia na nastroje globalne. Niemniej w tym tygodniu inwestorzy będą z uwagą śledzić przebieg szczytu unijnego w dniach 18-19 października. To wydarzenie o tyle jest interesujące, że oczekuje się, że w trakcie jego trwania Hiszpania oficjalnie poprosi o pomoc. Nadzieje na taki rozwój sytuacji przyczyniły się do testów górnego ograniczenia kanału konsolidacji kursu EURUSD na 1,296 w czasie piątkowej sesji. Utrzymanie pozytywnych nastrojów może wygenerować impuls do wzrostu w kierunku 1,307 (lokalnego szczytu z początku października). W przeciwnym wypadku spodziewamy się kontynuacji konsolidacji w przedziale 1,28-1,296.

Oczekiwania na kolejne redukcje stóp w CEE

■ Miniony tydzień przyniósł umocnienie węgierskiej waluty. Kurs EURHUF obniżył się do 282,45 z 284,25 na początku tygodnia. Oczekiwania na kolejne obniżki stóp przez bank centralny Węgier (pomimo wyższego od oczekiwań odczytu wrześniowej inflacji CPI) ograniczają potencjał do dalszego umocnienia forinta w nadchodzących dniach.

■ Bardziej stabilnie na tle pozostałych walut zachowywała się czeska korona. Kurs EURCZK po spadku do około 24,91 ponownie wzrósł powyżej 24,96. Był to efekt zapowiedzi interwencji przez bank centralny Czech w celu osłabienia krajowej waluty.

Rynek stopy procentowej – Dane makro będą wspierać krajowe obligacje



Komentarze członków RPP przesuwają krzywą w dół

▪ Krajowa krzywa rentowności przesunęła się w minionym tygodniu wyraźnie w dół. Spowodowane to było gołębimi komentarzami członków RPP, których wypowiedzi sugerowały do tej pory, że nie byli oni przekonani, że luzowanie polityki pieniężnej jest uzasadnione.

▪ FRA spadły od 1 do 19 pb, ale istotniejsze wydaje się to, że całkiem wyraźnie obniżyły się stawki rynku pieniężnego. WIBOR-y spadły od 4 pb dla 1 miesiąca do 10 pb dla 9 i 12 miesięcy. Widać, że dalsze nasilenie oczekiwań na obniżki stóp NBP miało także wpływ na koszt pieniądza na rynku międzybankowym. Obecnie rynek wycenia nieco więcej niż 50 punktową obniżkę stóp za 3 miesiące i nieco więcej niż 100 punktową obniżkę za 9 miesięcy.

▪ Krzywa rentowności obligacji znacznie wypłaszczyła się (spread 2-10 spadł do 54 pb z 67 pb przed tygodniem, a 5-10 do 43 pb z 52 pb). Było to spowodowane dynamicznym umocnieniem długu średnio- i długoterminowego, trend ten był wspierany przez nasilenie oczekiwań na obniżki stóp. W rezultacie, rentowności 5-letnich obligacji ustanowiły w minionym tygodniu rekordowo niski poziom. W przypadku 10-letniego długu rentowności spadły o 14 pb do 4,53%, najniższego poziomu od trzeciego kwartału 2005. Wraz z pogłębianiem spadków rentowności, rosły obroty.

▪ IRS ponownie zareagowały w mniejszej skali niż rynek obligacji. Dlatego spread asset swap dla 10 lat spadł z 30 pb do 24 pb, a dla 5 lat waha się nadal nieznacznie powyżej najniższego poziomu od marca 2010 (ok. -5 pb). 10-letni spread do Bundów jest natomiast najmniejszy od lipca 2011.

Dane o produkcji wspierające dla długu

▪ W tym tygodniu zostanie opublikowany szereg danych z krajowej gospodarki. Oczekujemy, że największe wrażenie zrobią na inwestorach dane o produkcji przemysłowej oraz budowlanej za ubiegły miesiąc. Jak widać na wykresie, na korzyść krajowych obligacji działało ostatnich miesiącach – oprócz pespektyw ograniczonej podaży długu – także trwające spowolnienie gospodarcze. Uważamy, że odczyt znacznie poniżej konsensusu dla produkcji przemysłowej przyczyni się do dalszego wzmocnienia oczekiwań na obniżki stóp w najbliższym czasie, co będzie czynnikiem wspierającym dla krajowych obligacji.

▪ W ostatnich dniach zależność krajowego długoterminowego długu od 10-letnich Bundów spadła (wykres obok). Dlatego nawet jeśli na globalnym rynku pojawi się pozytywny nastrój, to osłabienie obligacji Niemiec nie musi mieć wyraźnego negatywnego wpływu na krajowe 10-latkę.

▪ Dane o inflacji mogą okazać się neutralne dla rynku. Od wielu miesięcy inwestorzy większą wagę przywiązują do danych o aktywności gospodarczej niż inflacji. Naszym zdaniem już w listopadzie RPP dostarczy, tak wyczekiwaną przez rynek, obniżkę stóp i zasygnalizuje, że jest do dopiero początek cyklu. Ponieważ często reakcja rynku jest większa niż wskazywałyby na to czynniki fundamentalne (tym razem ewentualna skala poluzowania polityki monetarnej), wciąż podtrzymujemy nasz scenariusz spadku rentowności 2-latkę w kierunku 3,90% w nadchodzących tygodniach.

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