

Tygodnik ekonomiczny

22 – 28 października 2012

Korzystne wieści nt. dalszych losów Grecji (kraj jest blisko otrzymania kolejnej transzy pakietu pomocowego), decyzja agencji Moody's o utrzymaniu ratingu Hiszpanii na poziomie inwestycyjnym i udane aukcje hiszpańskiego i włoskiego długu to główne czynniki, dzięki którym na przestrzeni ubiegłego tygodnia częściej na rynku dominował optymizm, niż awersja do ryzyka. Dane z kraju potwierdziły, że sytuacja na rynku pracy pogarsza się z każdym miesiącem, a przemysł wyraźnie hamuje. Ich publikacja wzmocniła oczekiwania na obniżki stóp przez RPP i z jednej strony ograniczała potencjał do umocnienia złotego (kurs EURPLN po publikacji danych o produkcji przemysłowej testował górne ograniczenie konsolidacji), a z drugiej wsparła obligacje krótko- oraz średnioterminowe (rentowność 5-letniego benchmarku znowu zanotowała najniższy poziom w historii). Na szczycie UE ustalono, że do końca tego roku przygotowane mają zostać zasady, na jakich funkcjonować będzie wspólny nadzór bankowy, a wraz z początkiem 2014 ma już obejmować 6000 banków. Wśród liderów Unii nie ma jednak zgody jak szybko można przystąpić do bezpośredniego dokapitalizowywania banków. Wbrew oczekiwaniom, Hiszpania nie poprosiła o pomoc, ale nie wywołało to żadnego wyraźnego rozczarowania.

W nadchodzącym tygodniu uwaga inwestorów skupi się na publikowanych indeksach aktywności w przemyśle. PMI dla Niemiec i strefy euro wzrosły w ostatnich dwóch miesiącach i istotne będzie czy trend ten jest kontynuowany też w październiku. Oczekujemy, że amerykański bank centralny powtórzy w komunikacie główne wnioski z wrześniowego spotkania, kiedy podjął decyzję o uruchomieniu trzeciej rundy stymulacji gospodarki USA. Powinno to upewnić inwestorów, że pomimo serii lepszych od oczekiwań danych opublikowanych w USA w ostatnich tygodniach, nadal prowadzony będzie skup obligacji. W rezultacie, wynik posiedzenia Fed może mieć pozytywny wpływ na globalne nastroje. Naszym zdaniem krajowe dane nie będą miały już tak wyraźnego wpływu na krajowy rynek jak w ubiegłym tygodniu. Oczekiwania na obniżki stóp przez RPP w dalszym ciągu będą ograniczać potencjał do umocnienia krajowej waluty oraz wspierać krótki koniec krzywej rentowności. Ważnym wydarzeniem dla długiego końca krzywej będzie natomiast aukcja nowego 10-letniego benchmarku.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS W-WA | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | | PROGNOZA | | OSTATNIA WARTOŚĆ |
|---------------------------------------|------|-------------------------------------|---------|-------|----------|-------|---------------------|
| | | | | | RYNEK | BZWBK | |
| PONIEDZIAŁEK (22 października) | | | | | | | |
| 14:00 | PL | Inflacja bazowa | IX | % r/r | 1,9 | 1,9 | 2,1 |
| WTOREK (23 października) | | | | | | | |
| 10:00 | PL | Sprzedaż detaliczna | IX | % r/r | 4,1 | 4,5 | 5,8 |
| 10:00 | PL | Stopa bezrobocia | IX | % | 12,5 | 12,5 | 12,4 |
| 11:00 | PL | Aukcja obligacji OK0714/DS1023 | | | | | |
| 16:00 | EZ | Indeks nastrojów konsumentów | X | pkt | -26,0 | - | -25,9 |
| ŚRODA (24 października) | | | | | | | |
| 4:30 | CN | Wstępny PMI – przemysł | X | pkt | - | - | 47,9 |
| 9:28 | DE | Wstępny PMI – przemysł | X | pkt | 48,0 | - | 47,4 |
| 9:58 | EZ | Wstępny PMI – przemysł | X | pkt | 46,5 | - | 46,1 |
| 10:00 | DE | Indeks Ifo | X | pkt | 101,5 | - | 101,4 |
| 16:00 | US | Sprzedaż nowych domów | IX | tys. | 385 | - | 373 |
| 20:15 | US | Decyzja Fed | | % | 0,0-0,25 | - | 0,0-0,25 |
| CZWARTEK (25 października) | | | | | | | |
| 10:30 | GB | Wstępny PKB | III kw. | % r/r | -0,5 | - | -0,5 |
| 14:30 | US | Zamówienia na dobra trwałego użytku | IX | % m/m | 7,0 | - | -13,2 |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | tyg. | tys. | 370 | - | 388 |
| 16:00 | US | Niezakończona sprzedaż domów | IX | % m/m | 2,9 | - | -2,6 |
| PIĄTEK (26 października) | | | | | | | |
| 14:30 | US | Pierwszy szacunek PKB | III kw. | % r/r | 1,9 | - | 1,3 |
| 15:55 | US | Indeks Michigan | X | pkt | 83,0 | - | 78,3 |

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet, Dow Jones

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

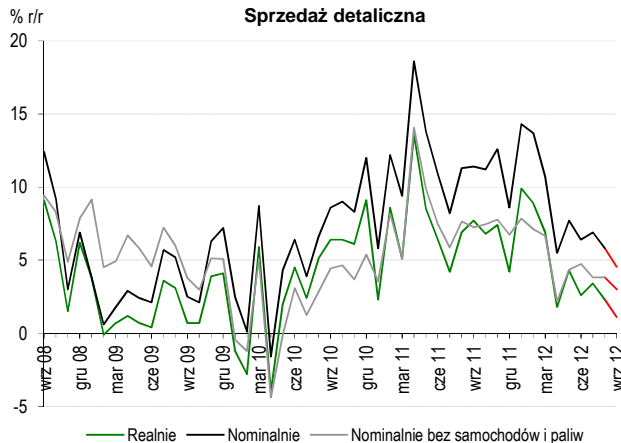
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Kolejne słabe dane z krajowej gospodarki

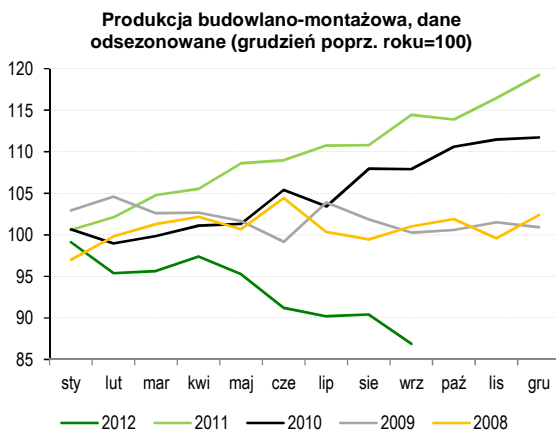


■ Naszym zdaniem wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił do ok. 4,5% r/r, czyli będzie już o 10 punktów procentowych niższy niż w styczniu tego roku. Spodziewamy, się że realnie sprzedaż detaliczna wzrosła zaledwie o 1% r/r, co będzie najniższym odczytem od ponad dwóch lat. Dane potwierdzą tendencję słabnącego popytu konsumpcyjnego.

■ Spodziewamy się wzrostu bezrobocia do 12,5% we wrześniu z 12,4% w sierpniu. Nasza prognoza jest spójna z szacunkami Ministerstwa Pracy. Naszym zdaniem pod koniec roku stopa bezrobocia może przekroczyć 13%.

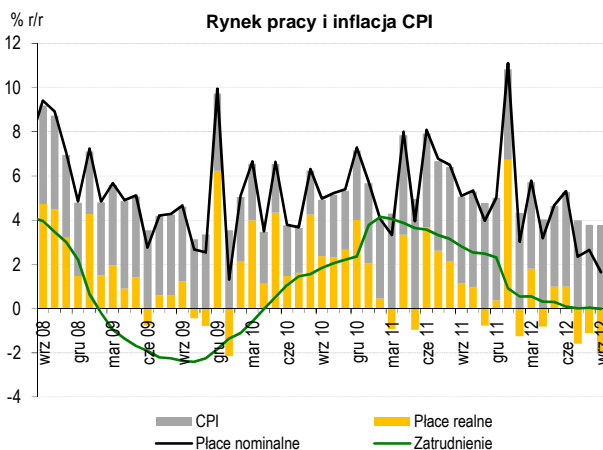
■ Na podstawie informacji o strukturze zmian cen konsumpcyjnych szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się we wrześniu do 1,9% r/r z 2,1% r/r w sierpniu. Pokazuje to słabość presji popytowej na wzrost cen.

Ostatni tydzień w gospodarce – Mocne spadki produkcji, kiepskie dane z rynku pracy



■ Produkcja sprzedana przemysłu spadła we wrześniu o 5,2% r/r, a produkcja budowlano-montażowa o 17,8%. Te wyniki zostały zaburzone przez mniejszą o dwa liczby dni roboczych niż we wrześniu 2011 r., jednak także dane odsezonowane wskazują na dalsze wyraźne pogorszenie sytuacji – w przemyśle produkcja spadła o 1,6% r/r (pierwszy spadek od końca 2009 roku), a produkcja budowlano-montażowa obniżyła się o 9,5% r/r (najmocniej od kwietnia 2005). Nadchodzące miesiące mogą pokazać pewne odbicie ze względu na korzystniejszy układ dni roboczych.

■ W sierpniu roczna dynamika importu spadła do -3% r/r z +2% r/r w lipcu, a wzrost eksportu spowolnił z 10,9% r/r w lipcu do 4,3% w sierpniu. Deficyt handlowy spadł znacząco, do 48 mln €. Spodziewamy się, że obroty handlu zagranicznego będą dalej spowalniać w nadchodzących miesiącach.



■ We wrześniu ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 3,8% r/r (bez zmian w porównaniu z sierpniem). Fakt, że stopa inflacji nie zanotowała przejściowego wzrostu we wrześniu (mimo stosunkowo niskiej bazy z ub.r.) wskazuje, że perspektywy na kolejne miesiące również mogą być bardziej optymistyczne niż jeszcze niedawno oczekiwano.

■ Inflacja PPI obniżyła się do 1,8% r/r we wrześniu z 3,0% r/r po w sierpniu i jest najniższa od kwietnia 2010 r.

■ Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło o 8 tys. m/m, a tempo wzrostu wynagrodzeń obniżyło się do 1,6% r/r z 2,7% r/r. Fundusz płac w sektorze firm wzrósł nominalnie o 1,6% r/r, najwolniej od stycznia 2010, natomiast realnie obniżył się o 2,1% r/r. Dane potwierdziły, że póki co nie widać żadnych oznak ożywienia popytu na pracowników w polskich firmach.

Cytat tygodnia – Wzrosły szanse na obniżkę stóp w listopadzie

Jan Winięcki, członek RPP, 19.10, Dziennik Gazeta Prawna

Po wrześniowych danych wzrosły szanse na obniżkę stóp w listopadzie. Inflacja nadal jest bliska 4%. Dlatego cięcia stóp, niezależnie od tego, czy będą robione drobnymi krokami, czy jednym większym, nie będą duże.

Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, 18.10, Reuters

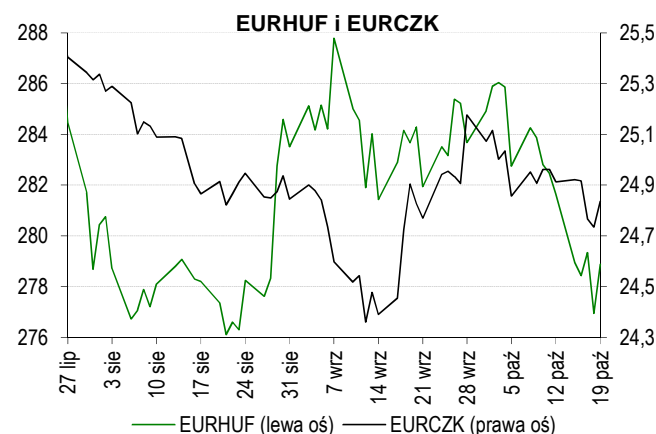
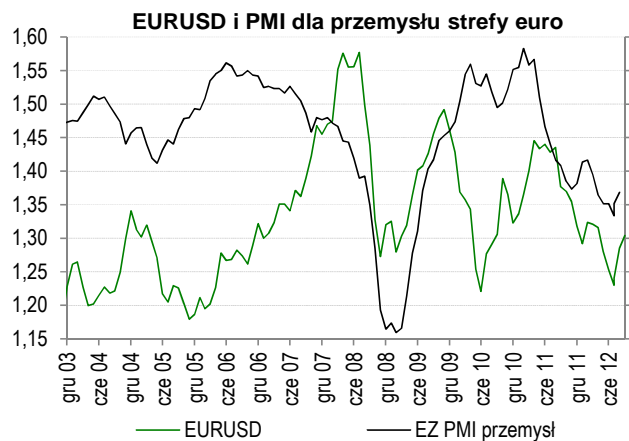
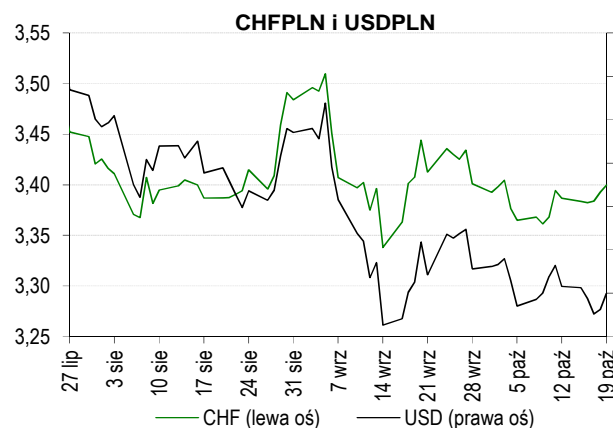
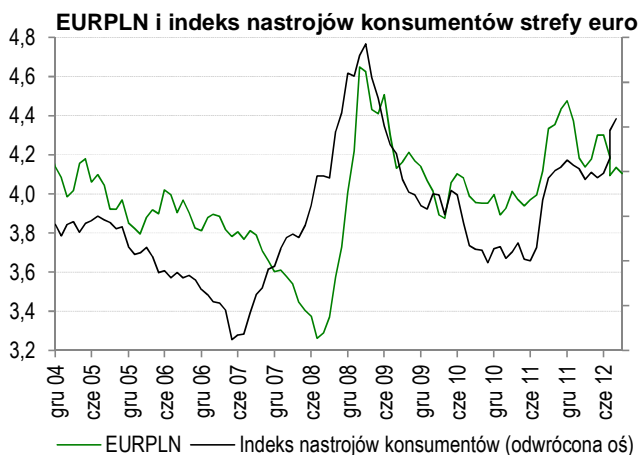
Wszystkie dane z ostatnich kilku miesięcy wskazują na spowolnienie gospodarcze. W tej sytuacji obniżka stóp procentowych w listopadzie jest uzasadniona, byłby to początek krótkiego cyklu. (...) Jestem przeciwniczką radykalnych zmian w polityce pieniężnej.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 18.10, Reuters

Dane o produkcji są przesłanką do decyzji w kierunku zdecydowanej obniżki stóp (w listopadzie). Uważam, że powinien być to cykl. Spowolnienie jest dosyć mocne, to jest argument żeby łagodzić politykę.

Wydaje się, że obniżka stóp procentowych o 25 pb na najbliższym posiedzeniu w listopadzie jest coraz bardziej prawdopodobna. Jednak opublikowane w zeszłym tygodniu minutes z październikowego posiedzenia pokazują, że część członków uważa, że spowolnienie gospodarcze w kraju będzie „niewielkie i stosunkowo krótkotrwałe”. Naszym zdaniem przedstawicielami tego obozu mogą być J. Winięcki i A. Zielińska-Głębocka, którzy sugerują, że cykl obniżek będzie krótki a zmiany stóp niewielkie. Oznacza to, że prognoza rynku, który wycenia obniżki o 100 pb, mogą być przesadzone. Mimo wszystko coraz większa grupa dostrzega trwające od kilku miesięcy spowolnienie gospodarcze i konieczność reakcji polityki pieniężnej. W awangardzie tej grupy stoją A. Bratkowski i E. Chojna-Duch, którzy we wrześniu poparli wniosek o obniżenie stóp od razu o 50 pb.

Rynek walutowy – EURPLN blisko istotnego oporu



Złoty pod presją oczekiwań na obniżki stóp

■ Pomimo całkiem dobrego nastroju panującego w trakcie minionego tygodnia, złoty stracił w stosunku do euro, a lekki zysk do dolara to wynik jedynie wzrostów EURUSD. Kurs EURPLN szczególnie wyraźnie zareagował na publikację nieco gorszych od oczekiwań danych o krajowej produkcji przemysłowej. W konsekwencji, na koniec tygodnia kurs testował górne ograniczenie konsolidacji, w której EURPLN przebywa od początku września.

■ Kurs USDPLN spadł tymczasowo do 3,11 dzięki temu, że na początku tygodnia euro dalej zyskiwało do dolara.

■ W tym tygodniu zostanie opublikowany szereg danych ze strefy euro, m.in. o nastrojach konsumentów. Odczyt tego indeksu nie będzie miał raczej bezpośredniego wpływu na notowania, ale wykres obok dobrze pokazuje, że dopóki w Eurolandzie sytuacja nie ustabilizuje się, trudno oczekiwać znacznego i trwałego umocnienia złotego.

■ Chociaż oczekujemy, że komunikat z posiedzenia Fed w pewnym stopniu może mieć korzystny wpływ na ryzykowne aktywa (szczególnie poniżej), to wzmocnione oczekiwania na obniżki stóp przez RPP ograniczają skalę, w jakiej złoty w najbliższych miesiącach może korzystać z pojawiających się fal optymizmu na globalnym rynku. Kurs EURPLN był w minionym tygodniu blisko ważnego oporu i zawężający się przedział wahań wskazuje, że wkrótce może nastąpić wybicie. Wyznaczony kierunek może obowiązywać w kolejnych tygodniach lub nawet miesiącach.

Komunikat Fed może wesprzeć euro

■ Korzystne informacje związane z sytuacją w strefie euro i spadające rentowości obligacji Hiszpanii wspierały całkiem wyraźnie wspólną walutę od początku tygodnia. EURUSD pokonał szczyt z początku miesiąca na 1,307 i tymczasowo osiągnął prawie 1,314. Lekkie pogorszenie nastroju, jakie nastąpiło na koniec tygodnia zepchnęło kurs do 1,305.

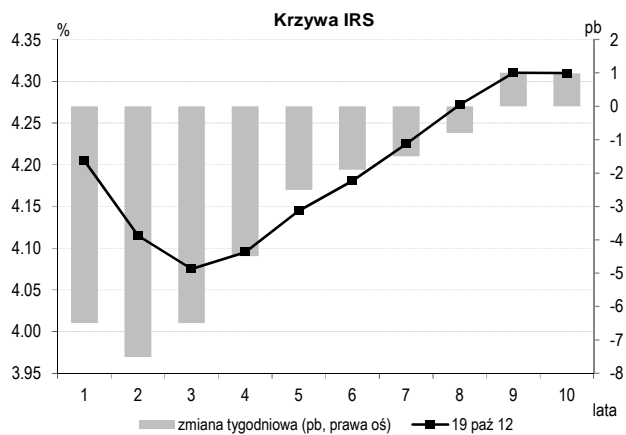
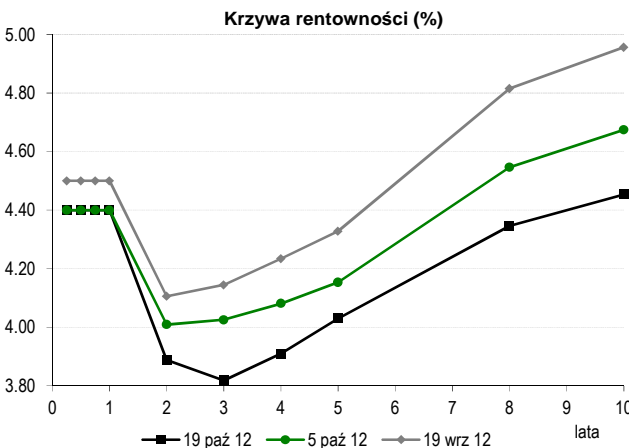
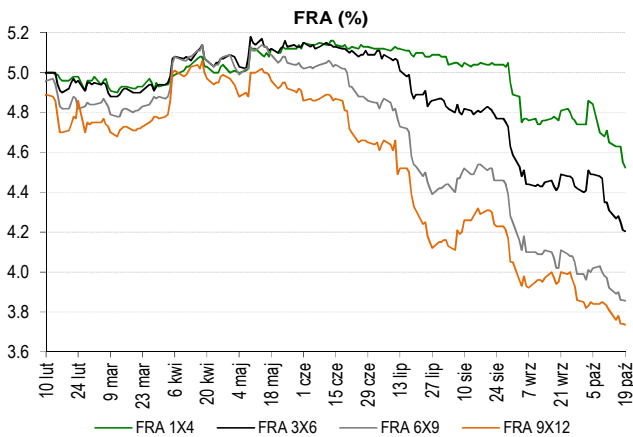
■ W tym tygodniu opublikowane zostaną wstępne indeksy PMI dla przemysłu Niemiec oraz strefy euro. Wykres kursu EURUSD oraz indeksu dla Eurolandu dobrze pokazuje, że słaba kondycja gospodarcza ogranicza potencjał do wzrostu EURUSD.

■ Oczekujemy, że amerykański bank centralny powtórzy w komunikacie główne wnioski z wrześniowego spotkania, kiedy podjął decyzję o uruchomieniu trzeciej rundy stymulacji gospodarki USA. Powinno to upewnić inwestorów, że pomimo serii lepszych od oczekiwań danych opublikowanych w USA w ostatnich tygodniach, nadal prowadzony będzie skup obligacji. Wynik posiedzenia Fed może mieć pozytywny wpływ na globalne nastroje oraz wesprzeć euro w relacji do dolara. Jeśli EURUSD nie spadnie na dłużej poniżej 1,307, to w kolejnych dniach możliwe są dalsze wzrosty do 1,317.

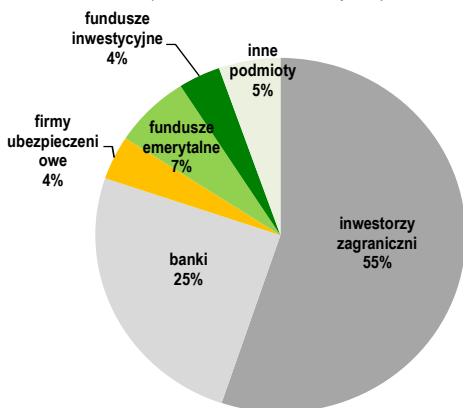
Forint korzysta z optymizmu i nadziei na zgodę z MFV

■ EURHUF spadł w trakcie minionego tygodnia nieznacznie poniżej 276, do najniższego poziomu od końca sierpnia. Na korzyść forinta działał utrzymujący się na globalnym rynku optymizm i nadzieje na to, że wkrótce węgierski rząd i MFV porozumieją się ws. warunków pożyczki. Podobne zmiany co na rynku forinta, zaszły w przypadku EURCZK. Czeska korona dalej odreagowywała osłabienie wywołane obniżeniem stóp procentowych. EURCZK spadł z 25,0 do ok. 24,67. W przypadku forinta i korony, na koniec tygodnia miało miejsce odreagowanie wcześniejszego umocnienia. Kurs EURHUF odbił w okolicy przebitego w minionym tygodniu wsparcia na 279, a EURCZK do 24,81.

Rynek stopy procentowej – Rentowności coraz niżej w oczekiwaniu na listopadową redukcję stóp



Struktura podmiotowa zadłużenia w OK1012 (dane na koniec sierpnia)



Intensyfikacja oczekiwań na obniżki stóp ...

Po słabszych od oczekiwań danych o produkcji nadzieje na szybkie obniżki stóp procentowych wyraźnie wzrosły. W konsekwencji, WIBOR-y kontynuowały spadki, co m.in. wpłynęło również na dalsze obniżki stawek FRA. W skali tygodnia stawki WIBOR obniżyły się o 4-6 pb, przy czym największy spadek dotyczył stawek najdłuższych (9M i rocznych). Warto zauważyć, że od publikacji danych o PKB za II kw. spadek WIBOR-ów wyniósł 33-35 pb dla stawek 3M+. W przypadku stawek FRA tygodniowa zmiana wyniosła 6-13 pb, przy czym najbardziej obniżyły się stawki 1x4 i 3x6, co wynikało z faktu, że po ostatnich danych makro prawdopodobieństwo obniżki stóp w listopadzie znacząco wzrosło.

Publikowane w tym tygodniu dane potwierdzą słabnący popyt konsumpcyjny oraz niską presję inflacyjną. Dane te powinny stabilizować bieżące oczekiwania rynku odnośnie zmian w polityce monetarnej w nadchodzących miesiącach. Wskazują one na możliwość redukcji stóp łącznie o 50 pb w perspektywie 3 miesięcy oraz nieco ponad 100 pb w horyzoncie 9 miesięcy.

...wsparta również krótki koniec i środek krzywej

Publikowane w minionym tygodniu dane makro wsparły również krótkie i średnioterminowe obligacje oraz stawki IRS. W ciągu tygodnia rentowność 2-latkę obniżyła się do 3,89% (najniższego poziomu w historii), po spadku o 9 pb w skali tygodnia. Rentowność 5-latkę również osiągnęła historyczne minimum (okolice 4,03%). W efekcie spread 2-5Y zawężał się do 14 pb, z tygodniowego maksimum 21 pb.

Zmiany stawek IRS w sektorach 1-5 lat okazały się nieco mniejsze niż w przypadku obligacji. W skali tygodnia stawki IRS obniżyły się o 2-7 pb, przy czym największe spadki dotyczyły stawek rocznej i 2-letniej.

Sektor 10-letni znalazł się pod wpływem sytuacji na niemieckim rynku długu. Odwrót od bezpiecznych aktywów, który przełożył się na wzrost rentowności 10-letniego Bunda spowodował również realizację zysków na krajowej 10-latce. Ten czynnik okazał się jednak krótkotrwały i koniec tygodnia przyniósł kontynuację spadków rentowności na długim końcu krzywej do poziomu 4,45%, niższy poziom od 2005.

Aukcja i wykup długu zdominują nastroje inwestorów

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem na rynku długu będzie aukcja 2-latkę OK0714 i nowej 10-latkę DS1023, nietypowa bo we wtorek. Ministerstwo Finansów ustaliło ofertę na poziomie 6,0-9,0 mld zł (wobec 5,0-9,0 mld pierwotnie planowanej). Sytuacja płynnościowa (w tym tygodniu na rynek wpłynie łącznie około 25 mld zł z wykupu OK1012 i płatności odsetkowych) będzie sprzyjać aukcji, na której oczekujemy solidnego popytu.

Poprawa wyceny polskiego długu na rynku krajowym, jak i zagranicznym skłoniła MF do zmiany warunków emisji nowej 10-latkę. Kupon dla tego papieru został obniżony do 4% (z 5,75% dla poprzedniej serii DS1021). Poziom ten wciąż jest atrakcyjny dla inwestorów zagranicznych, dla których koszty finansowania są bardzo niskie (prawie zerowe zarówno w euro, jak i w dolarze).

Ostatnie sesje pokazały, że zmiany nachylenia krzywej (spread 2-10 lat) wahają się od 55 do 85 pb, w zależności od nastrojów globalnych. Jak już wcześniej zwróciliśmy uwagę zważa się spread 2-5Y i ta tendencja może być kontynuowana również w kolejnych dniach. Najbliższe wsparcie dla tego spreadu to 10 pb.

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