

Tygodnik ekonomiczny

12 – 18 listopada 2012

Miniony tydzień obfitował w ważne wydarzenia, zarówno z perspektywy krajowej, jak i dla globalnych rynków finansowych. Wybory w USA nie przyniosły istotnych zmian na scenie politycznej – Obama pozostał prezydentem, Demokraci utrzymali kontrolę nad Senatem, a Republikanie w Izbie Reprezentantów. Oznacza to, niestety, ryzyko braku szybkiego porozumienia w parlamencie nt. zmian legislacyjnych, które pozwoliłyby uniknąć ostrego zacieśnienia polityki fiskalnej na początku 2013 r. (w skali ok. 4% PKB). Taki spadek deficytu fiskalnego zepchnąłby amerykańską gospodarkę z powrotem w recesję, co byłoby również mocnym szokiem dla gospodarki światowej. W obawie przed tym scenariuszem, a także z powodu niepewności nt. dalszych losów Grecji i Hiszpanii, na rynkach dominowała w drugiej połowie tygodnia awersja do ryzyka. Posiedzenie EBC nie wniosło wiele nowego do oceny sytuacji w strefie euro. O wiele ciekawszy był wynik posiedzenia RPP, która nie tylko zdecydowała się na pierwszą od trzech lat obniżkę stóp procentowych (o 25 pb), ale też zapowiedziała rozpoczęcie cyklu łagodzenia polityki, co przyczyniło się do dalszego umocnienia na krajowym rynku długu i korekty kursu złotego. W decyzji RPP pomogły m.in. wyniki nowej projekcji NBP, wskazujące na wyraźne spowolnienie wzrostu PKB (do ok. 1% na początku 2013 r.) i spadek inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego.

W tym tygodniu rozpocznie się nowa seria publikacji krajowych danych miesięcznych. Szczególnie istotne będą dane o inflacji, która w październiku zapewne rozpoczęła trend spadkowy, wracając po raz pierwszy od dwóch lat do górnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego. Trend ten będzie kontynuowany w kolejnych miesiącach i naszym zdaniem doprowadzi do spadku CPI poniżej 2,5% już na początku 2013 r. Dane te mogą mieć korzystny wpływ na wycenę krajowego długu – głównie krótkoterminowego – i wyrzucić negatywną presję na złotego. Jeśli chodzi o rynki globalne, oprócz szeregu istotnych danych makroekonomicznych, uwaga inwestorów będzie nadal zwrócona na poczynania europejskich polityków w kwestii pomocy dla Grecji, której premier ostrzegł w ostatnich dniach, że płynne środki, jakimi dysponuje rząd wyczerpią się w połowie listopada. W poniedziałek odbędzie się posiedzenie Eurogrupy i Ecofin, jednak ostatnie wypowiedzi europejskich polityków wskazują, że porozumienie w sprawie przedłużenia pomocy dla Grecji wcale nie jest pewne.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (12 listopada)							
14:00	PL	Eksport	IX	mIn €	12 770	12 971	12 030
14:00	PL	Import	IX	mIn €	12 498	12 900	12 078
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IX	mIn €	-931	-969	-633
WTOREK (13 listopada)							
11:00	DE	Indeks ZEW	XI	pkt	-9,8	-	-11,5
ŚRODA (14 listopada)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	-1,9	-	0,6
14:00	PL	CPI	X	% r/r	3,4	3,5	3,8
14:00	PL	Podaż pieniądza	X	% r/r	7,4	7,5	7,6
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	X	% m/m	0,2	-	1,1
20:00	US	Minutes Fed					
CZWARTEK (15 listopada)							
8:00	DE	Wstępny PKB	III kw.	% kw/kw	0,2	-	0,3
11:00	EZ	Wstępny PKB	III kw.	% kw/kw	-0,2	-	-0,2
11:00	EZ	HICP	X	% r/r	2,5	-	2,5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	370	-	355
14:30	US	Bazowy CPI	X	% m/m	0,1	-	0,1
16:00	US	Indeks Philly Fed	XI	pkt	2,2	-	5,7
PIĄTEK (16 listopada)							
15:15	US	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,2	-	0,4

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

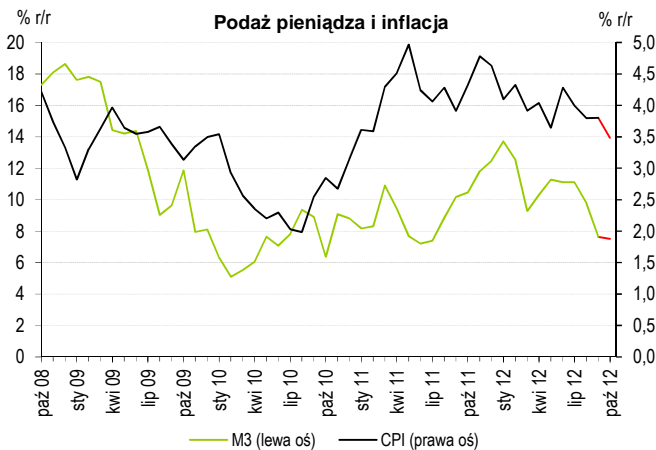
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Początek spadkowego trendu inflacji

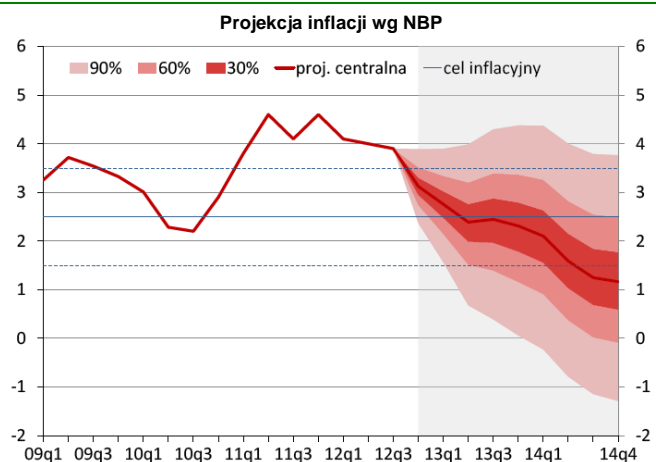


▪ Naszym zdaniem w październiku CPI wyniesie 3,5%, czyli znajdzie się na górnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu NBP. Taki odczyt wzmocni zapewne oczekiwania rynku co do dalszych obniżek stóp procentowych. Uważamy, że październikowy spadek będzie początkiem oczekiwanego przez nas spadkowego trendu inflacji, który w przeciągu kilku miesięcy sprowadzi CPI do celu i może skłonić RPP do odważniejszych zmian stóp procentowych.

▪ Spodziewamy się słabego wzrostu obrotów handlu zagranicznego. Prognozujemy, że we wrześniu mogliśmy zanotować dodatnie saldo wymiany z zagranicą, co wynika z szybszego hamowania wzrostu importu w obliczu słabnącego popytu wewnętrznego.

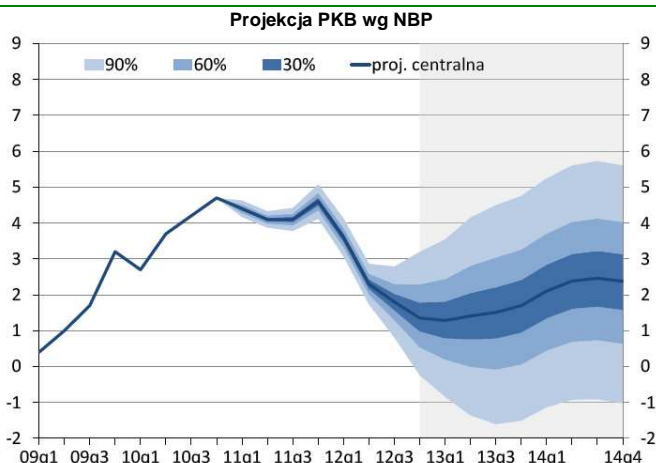
▪ Spodziewamy się, że wzrost M3, a także kredytów i depozytów, spowolnił w październiku.

Ostatni tydzień w gospodarce – Cykl obniżek stóp rozpoczęty, niższe prognozy PKB i CPI



▪ Na posiedzeniu w listopadzie RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb i wyraźnie zapowiedziała początek cyklu obniżek. Ton komunikatu stał się zdecydowanie bardziej gołębi, zapewne pod wpływem słabych danych i wyników nowej projekcji NBP, wskazujących na mocne osłabienie wzrostu PKB i spadek inflacji poniżej celu w średnim okresie (patrz niżej).

▪ Zdaniem Prezesa NBP prawdopodobieństwo kolejnej obniżki stóp w grudniu jest „dość znaczne”, z czym się w pełni zgadzamy. Do kolejnej obniżki może dojść w styczniu, po czym RPP poczeka na marcową projekcję NBP, od której uzależnione będą dalsze ruchy. Jeśli nasz scenariusz zakładający dół koniunktury w I kw. 2013 zmaterializuje się, nie wydaje się, aby było miejsce na więcej niż jeszcze trzy obniżki stóp po 25 pb (łącznie 100 pb w cyklu).



▪ Nowa projekcja NBP zakłada znacząco niższą ścieżkę inflacji oraz wzrostu PKB niż w poprzednich edycjach.

▪ W 2013 inflacja będzie średnio niższa niż 2,5% z ponad 50-procentowym prawdopodobieństwem, a pod koniec horyzontu prognozy przewidywany jest jej spadek do 1%. Zmniejszenie presji inflacyjnej będzie efektem osłabienia krajowego wzrostu gospodarczego, wygasania niekorzystnych szoków cenowych oraz spadku cen ropy oraz surowców rolnych na rynkach światowych.

▪ W 2013 wzrost PKB zbliży się nawet do 1%, co jest zgodne z naszymi prognozami (w całym 2013 r. 1,5%). Obniżenie wzrostu w porównaniu do lipcowej prognozy wynika przede wszystkim z mocniejszego spadku inwestycji, zarówno prywatnych, jak i publicznych. Wg NBP odbicia w nakładach inwestycyjnych można spodziewać się dopiero w III kw. 2014 r.

Cytat tygodnia – Początek cyklu łagodzenia polityki pieniężnej

Marek Belka, prezes NBP, 7.11, konferencja po posiedzeniu RPP

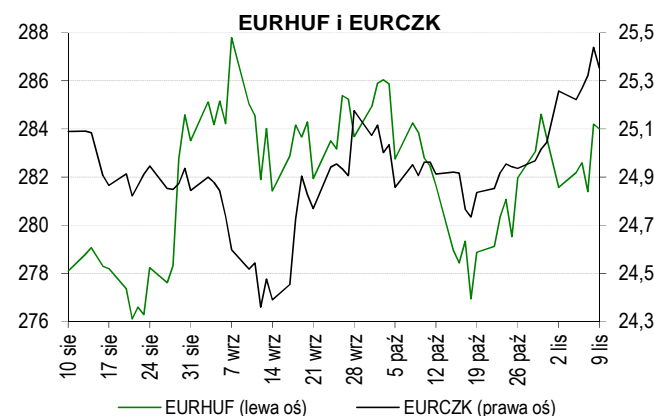
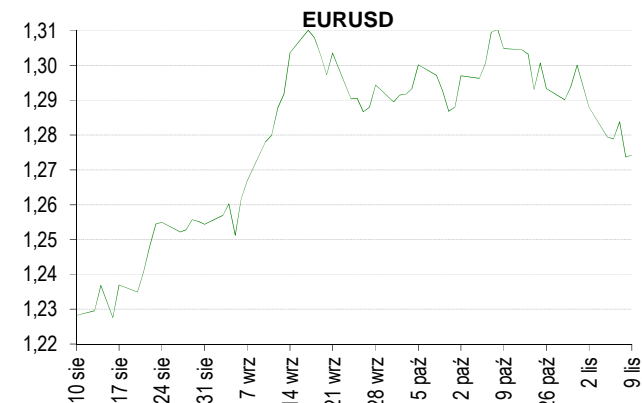
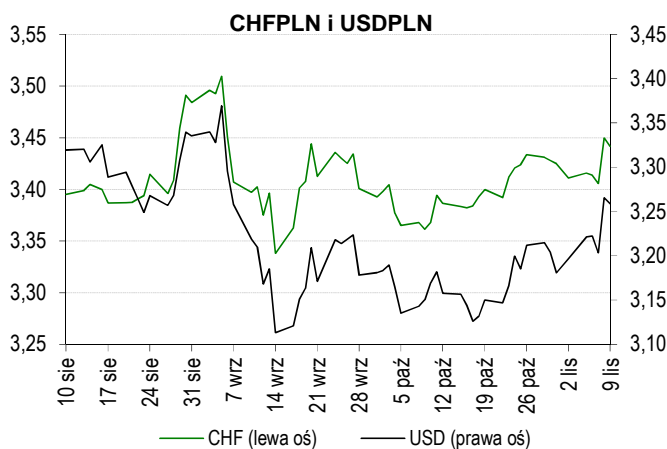
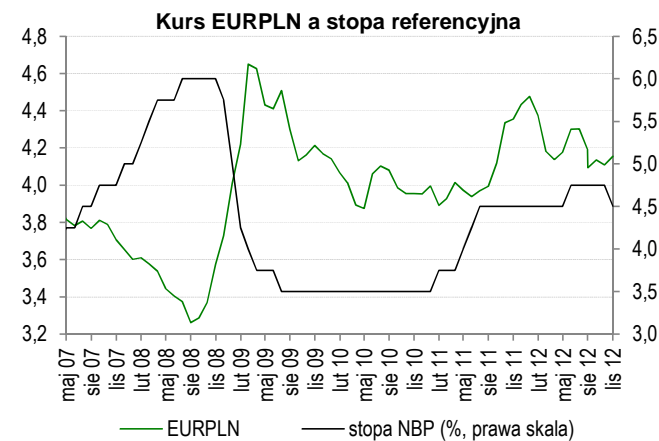
Myślę, że dzisiejsza decyzja jest początkiem cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. (...) Trudno powiedzieć [czy cykl będzie głęboki]. Dla Rady najważniejszym niebezpieczeństwem jest wysoka inflacja. Niebezpieczeństwem jest także utrzymywanie się realnych stóp procentowych na historycznie niskim poziomie.

Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 7.11, konferencja po posiedzeniu RPP

RPP podjęła tę politykę luzowania dość ostrożnie no bo też i elementy ryzyka pozostają. Ważnym elementem ryzyka jest niewątpliwie sprawa cen żywności, surowców rolnych. (...) Do tej pory ponosiliśmy koszty dezinflacji i stąd bardzo ostrożna polityka, aby nie odwrócić tendencji..

Z wypowiedzi prezesa NBP Marka Belki oraz treści komunikatu po posiedzeniu RPP wynika, że najprawdopodobniej listopadowa decyzja o obniżce stóp zapoczątkowała cykl luzowania polityki pieniężnej. Członkowie RPP obecni podczas konferencji nie zdecydowali się jednak na próbę oszacowania, jak głębokie będą cięcia stóp. Niemniej starali się oni studzić oczekiwania co do skali łagodzenia polityki pieniężnej, przede wszystkim poprzez wskazywanie potencjalnych ryzyk, z których najważniejszym jest podwyższona stopa inflacji CPI. Nie dziwi nas to, bo Rada już od dawna stosuje regułę podejmowania decyzji typu backward-looking. W tym kontekście cieszy, że RPP wzięła pod uwagę znaczące spowolnienie wzrostu gospodarczego i jednak zdecydowała się na luzowanie polityki pieniężnej, chociaż jest już z tym ruchem zdecydowanie spóźniona.

Rynek walutowy – Złoty słabszy w oczekiwaniu na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej



Złoty słabszy po posiedzeniu RPP

▪ Od początku tygodnia złoty tracił na wartości. Krajowa waluta pozostawała pod negatywną presją oczekiwań na redukcję stóp procentowych oraz słabszych nastrojów na globalnych rynkach w oczekiwaniu na wyniki wyborów w USA. Kulminacja osłabienia nastąpiła w środę, kiedy RPP zdecydowała się na redukcję stóp, wskazując na kontynuację cyklu obniżek. W konsekwencji EURPLN przełamał opór na 4,16 i росł w kierunku 4,18 (kurs osiągnął maksimum na 4,174). Mimo krótkotrwałego odreagowania złoty pozostał powyżej 4,16 do końca piątkowej sesji.

▪ Złoty tracił również do innych głównych walut. W skali tygodnia krajowa waluta osłabiła się o prawie 2% w relacji do dolara oraz o prawie 1% w relacji do franka szwajcarskiego.

▪ Złoty pozostaje pod presją oczekiwań na kontynuację cyklu obniżek stóp NBP (wzrosło prawdopodobieństwo redukcji w grudniu), a także niesprzyjających globalnych nastrojów. Publikacja krajowych danych makro (bilans płatniczy, a inflacja CPI) mogą wpływać na kwotowania złotego. Z punktu widzenia analizy technicznej przełamanie przez EURPLN oporu na 4,16 otwiera drogę w kierunku kolejnego oporu na 4,18-4,20, a następnie 4,22.

▪ Czynniki globalne będą również istotne. Sytuacja w Grecji wciąż ciąży rynek – mimo iż w środę rząd w Atenach przyjął plan oszczędnościowy, konieczny do wypłacenia kolejnej transzy środków pomocowych, to decyzji w sprawie jej wypłaty nie ma. Przedłużanie okresu podjęcia decyzji w tej sprawie będzie negatywne dla rynku.

Wspólna waluta pod presją sytuacji w Grecji

▪ Najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia były wybory w USA. Reelekcja Baraka Obamy została przez rynki odebrana z umiarkowanym optymizmem, po jej ogłoszeniu kurs EURUSD wzrósł z 1,278 do około 1,288. W kolejnych dniach na pierwszy plan wysunęła się sytuacja w Grecji, która przegłosowała pakiet oszczędnościowy i oczekuje na kolejną transzę pomocy. Niepewność zwiększyła się po wypowiedzi ministra finansów Niemiec Wolfganga Schaeuble, który nie spodziewa się szybkiej decyzji strefy euro w tej sprawie. To wygenerowało ruch kursu EURUSD w kierunku strefy wsparcia na 1,272-1,274.

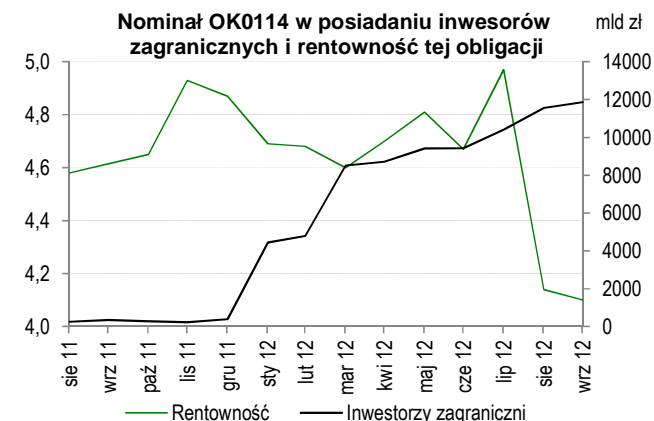
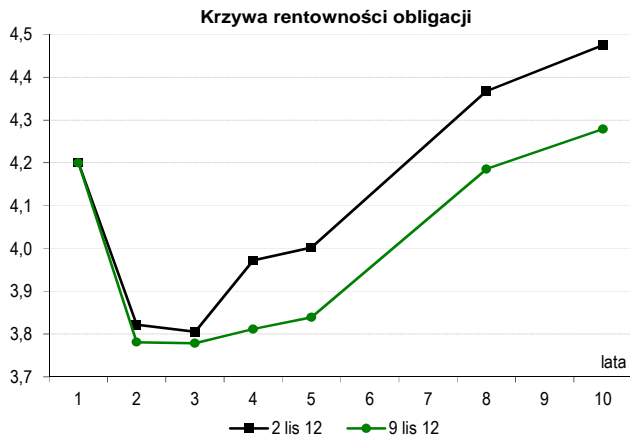
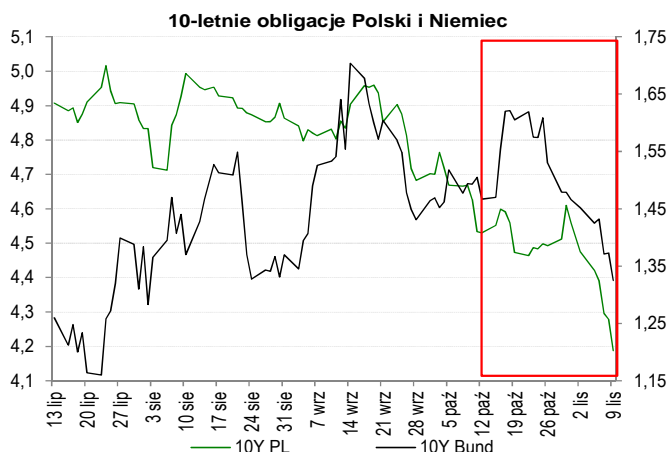
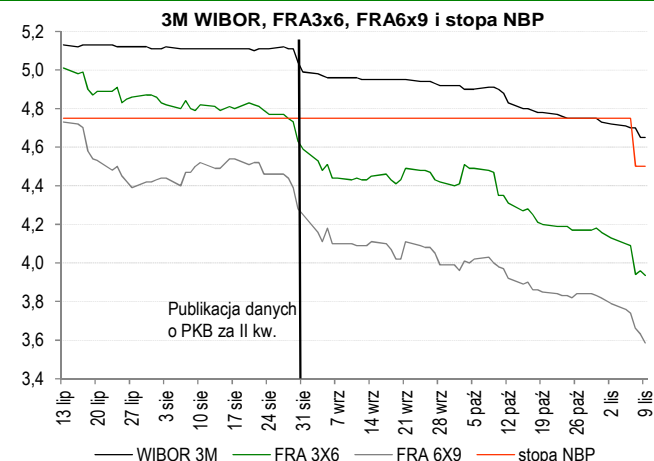
▪ W tym tygodniu sytuacja w Grecji będzie wciąż na pierwszym planie. Brak decyzji odnośnie pomocy dla rządu w Atenach na poniedziałkowym posiedzeniu eurogrupy może negatywnie przełożyć się na notowania wspólnej waluty. Przełamanie wsparcia na 1,272 otworzyłoby drogę do testów 1,26.

Waluty regionu również pod presją

▪ Pogorszenie globalnych nastrojów przyczyniło się również do osłabienia walut regionu. Dodatkowo, czeska korona wciąż pozostaje pod presją możliwych interwencji ze strony banku centralnego. W konsekwencji kurs EURCZK w kierunku 25,5 (najwyższego poziomu od końca lipca), a EURHUF wzrósł powyżej 284.

▪ W tym tygodniu waluty regionu, podobnie jak i złoty pozostaną głównie pod wpływem wydarzeń globalnych. Brak decyzji w sprawie wypłaty transzy dla Grecji może wygenerować impuls do dalszego osłabienia. W przypadku notowań czeskiej korony kluczowy może być również odczyt PKB za III kw.

Rynek stopy procentowej – Trend spadkowy rentowności może trwać dzięki RPP



WIBOR i FRA w dół

▪ Decyzja RPP wywołała spadek stawek rynku pieniężnego o 5-6 pb na całej długości krzywej. Od publikacji gorszych od oczekiwań danych o PKB za II kw. (pod koniec sierpnia) 1-miesięczny WIBOR spadł już o 25 pb, a stawki od 3 do 12 miesięcy o 46-47 pb. Krzywa WIBOR-owa jest płaska na poziomie 4,65%.

▪ Stawki FRA pogłębiły spadki o kolejne 9-13 pb, ale w tym przypadku największa część ruchu dokonała się jeszcze przed decyzją Rady.

▪ Oczekujemy, że w kolejnych tygodniach i miesiącach na rynku pieniężnym będziemy obserwować dalsze spokojne spadki WIBOR-ów. Zasygnalizowanie przez RPP, że już w grudniu może dojść do kolejnej obniżki będzie sprzyjało w szczególności obniżeniu stawki 1-miesięcznej. Jeśli chodzi o segment od 3 do 12 miesięcy, to spadki mogą być mniej wyraźne i do ich kontynuacji konieczne mogą być kolejne gołębie wypowiedzi członków RPP sugerujące przestrzeń do dalszych obniżek stóp.

Nowe rekordy rentowności obligacji

▪ Krajowa krzywa obligacyjna wyplaszczyła się znacznie w minionym tygodniu w wyniku bardzo dużego umocnienia średnio- i długoterminowego długu. Rentowności 5- oraz 10-letnich obligacji spadły o odpowiednio 17 pb oraz 23 pb. Wsparciem dla wyceny długu była zapowiedź dalszych obniżek stóp przez RPP oraz umocnienie Bundów w wyniku wzrostu awersji do ryzyka. Obroty na krajowym rynku były jednak niezbyt duże w minionym tygodniu.

▪ Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje PS0418 za 4,5 mld zł (powyżej górnej granicy planowanej oferty 4,0 mld zł) przy popycie 6 mld zł i rentowności 3,9%. Warto zauważyć, że po aukcji MF zgromadził już ok. 15% wartości przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych brutto.

Odczyt inflacji wspierający dla rynku długu

▪ Po tym jak w minioną środę RPP rozpoczęła cykl obniżek stóp procentowych, w tym tygodniu GUS opublikuje dane o październikowej inflacji. Oczekujemy – podobnie jak rynek – wyraźnego spadku rocznego tempa wzrostu cen, co może wspierać krótki koniec krzywej, w tym 2-letnie obligacje. W perspektywie kolejnych miesięcy spodziewamy się dalszego spadku rentowności w tym segmencie krzywej. Wsparciem dla wyceny krótkoterminowego długu będzie szybki spadek inflacji (na co wskazuje również najnowsza projekcja NBP). Także z powodu trwającego spowolnienia gospodarczego RPP będzie utrzymywać łagodne nastawienie i dopóki nie przejdzie w stan „wait-and-see” rynek raczej nie zacznie wyceniać zakończenia (zawieszenia) cyklu obniżek.

▪ Warto zauważyć, że wg danych opublikowanych w poprzednim tygodniu przez resort finansów, zagraniczni inwestorzy posiadali na koniec września 36% całej dotychczasowej emisji obligacji OK0714. Jest to znacznie poniżej zaangażowania w inne serie OK (54% dla OK0114 oraz 64% OK0713). Do tej pory Ministerstwo Finansów wyemitowało tylko 7,6 mld zł OK0714 i można podejrzewać, że popyt z zagranicy będzie dopisywał na aukcjach tego papieru w przyszłym roku.

▪ Środek i długi koniec krzywej też będą wspierane przez perspektywę dalszego luzowania polityki pieniężnej, choć dodatkowymi czynnikami wpływającymi na notowania będą: sytuacja na bazowych rynkach długu, a także obawy związane z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro.

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