

Tygodnik ekonomiczny

4 – 10 lutego 2013

Miniony tydzień był okresem zmiennych nastrojów na światowych rynkach finansowych. O ile euro wyraźnie zyskało do dolara, to indeksy giełdowe na świecie raczej kierowały się w dół, szczególnie w drugiej połowie tygodnia. Publikacje danych makro nie dały jednoznacznych wskazówek nt. perspektyw globalnego ożywienia: obok wzrostu indeksów aktywności w przemyśle strefy euro i Niemiec oraz wyższych dochodów osobistych w USA poznaliśmy rozczarowujące dane o amerykańskim PKB i rynku nieruchomości, a także o niemieckiej sprzedaży detalicznej i japońskiej produkcji. Krajowe dane o PKB za 2012 r. nie były wprawdzie aż tak pesymistyczne, jak przewidywaliśmy, ale pokazały dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego i pierwszy od połowy lat 90. spadek konsumpcji. Poprawa indeksu PMI w polskim przemyśle na początku roku okazała się znacznie słabsza niż w większości gospodarek europejskich, potwierdzając naszą prognozę niskiej produkcji przemysłowej w najbliższych miesiącach.

W tym tygodniu ponownie na pierwszy plan wysuną się decyzje banków centralnych. Według ankiety Parkietu analitycy jednomyślnie spodziewają się obniżki stóp o 25 pb przez Radę Polityki Pieniężnej, a większość z nich zakłada również analogiczny ruch w marcu. Redukcja stóp nie powinna zatem wywołać reakcji rynku, a kluczowy będzie komunikat i konferencja prasowa. Spodziewamy się pewnego złagodzenia retoryki Rady pod wpływem ostatnich danych i pozostawienia otwartych drzwi dla dalszych cięć. Prezes NBP Marek Belka, który na konferencji prasowej po styczniowym posiedzeniu RPP dużo czasu poświęcił na zapowiedź przerwy w obniżkach, w czasie wystąpienia w Senacie w minionym tygodniu stwierdził, że jesteśmy obecnie „w trakcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, który będzie kontynuowany”.

Oprócz RPP, decyzję w sprawie stóp procentowych ogłosi też w ciągu tygodnia bank centralny Czech, a także EBC i Bank Anglii. Decyzje dotyczące podstawowych parametrów polityki pieniężnej nie powinny zaskoczyć, więc tak jak w przypadku RPP istotne będą komunikaty. Bank Czech ponownie może zasignalizować możliwość interwencji na rynku walutowym w celu osłabienia korony, z kolei EBC może tak jak przed miesiącem zwrócić uwagę na stopniową poprawę sytuacji na europejskim rynku oraz w gospodarce. Tego typu komentarz miał w styczniu pozytywny wpływ na globalny nastrój. Jeśli podobnie będzie i tym razem, to potencjał do umocnienia krajowych obligacji ze środka i długiego końca krzywej w reakcji na komunikat RPP może być ograniczony przez rosnące rentowności na bazowych rynkach długu. Potencjał do umocnienia złotego do euro nadal jest niewielki i wydźwięk komunikatu RPP może mieć negatywny wpływ na krajową walutę.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (4 lutego)							
10:30	EZ	Indeks Sentix	II	pkt	-3,0	-	-7,0
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	XII	% m/m	2,2	-	0,0
WTOREK (5 lutego)							
9:53	DE	PMI – usługi	I	pkt	55,3	-	52,0
9:58	EZ	PMI – usługi	I	pkt	48,3	-	47,8
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	XII	% r/r	-1,3	-	-2,6
16:00	US	ISM – usługi	I	pkt	55,2	-	56,1
ŚRODA (6 lutego)							
	PL	Decyzja RPP		%	3,75	3,75	4,0
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	XII	% m/m	0,9	-	-1,8
CZWARTEK (7 lutego)							
11:00	PL	Aukcja obligacji PS0418/WZ0117					
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	0,2	-	0,2
13:00	GB	Decyzja BoE		%	0,50	-	0,50
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,75	-	0,75
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	360	-	368
PIĄTEK (8 lutego)							
6:30	CN	CPI	I	% r/r	2,0	-	2,5
8:00	DE	Eksport	XII	% m/m	1,3	-	-3,4
14:30	US	Bilans handlowy	XII	mld \$	-46,0	-	-48,7

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, 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

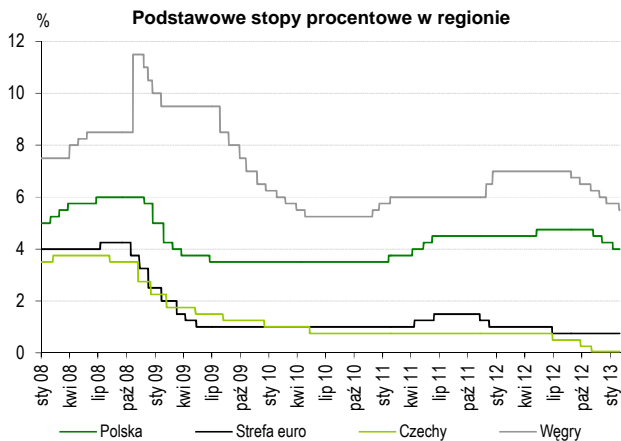
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

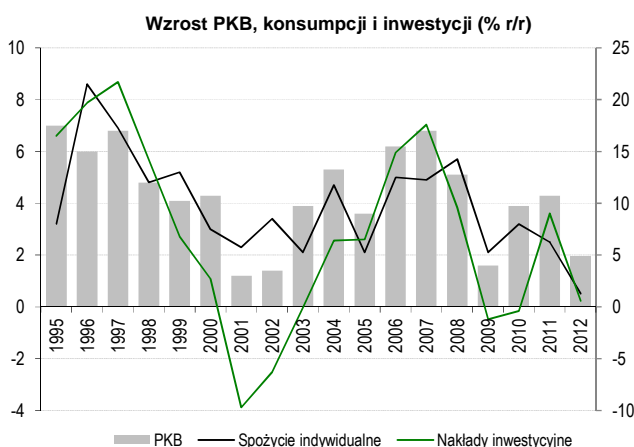
Wydarzenia nowego tygodnia – Nie będzie przerwy w obniżkach



▪ Mimo wyraźnej sugestii ze strony Prezesa NBP po ostatnim posiedzeniu, że zbliża się przerwa w cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, obniżka stóp w lutym o 25 pb wydaje nam się nie mniej prawdopodobna, niż była obniżka w styczniu. Potwierdzają to wypowiedzi członków RPP (patrz niżej). Obniżce sprzyjają też dane wskazujące na pogłębiające się spowolnienie gospodarcze i szybki spadek inflacji.

▪ Dla rynku kluczowy będzie wydzwięk komunikatu i konferencji prasowej RPP. Spodziewamy się, że drzwi do dalszego łagodzenia polityki pozostaną otwarte. Być może Rada uzależni przerwę w obniżkach od wyników nowej projekcji NBP. Naszym zdaniem i projekcja i kolejne dane makroekonomiczne będą uzasadniały dalsze cięcia stóp.

Ostatni tydzień w gospodarce – Spowolnienie, ale nie takie straszne



▪ Wzrost PKB w 2012 r. wyniósł 2,0%. Popyt krajowy zwiększył się zaledwie o 0,1%, spożycie indywidualne o 0,5%, a inwestycje o 0,6%.

▪ Na podstawie tych danych szacujemy, że wzrost PKB w IV kwartale wyhamował do ok. 1% r/r. O ile spadek inwestycji był prawdopodobnie mniejszy niż się obawialiśmy (-0,4% r/r), dużym rozczarowaniem jest spadek popytu konsumpcyjnego w końcówce roku (ok. -1% r/r). Możliwe jednak, że był to efekt opóźnionych płatności z tytułu dopłat bezpośrednich dla rolników, których duża część (ok. 3 mld zł) została przesunięta na styczeń. Oznaczałoby to, że w I kw. 2013 możliwe jest odbicie konsumpcji prywatnej.

▪ Nadal spodziewamy się dołka koniunktury w I kwartale 2013 i powolnego ożywienia gospodarczego w dalszej części roku, które nie zagrazi perspektywom inflacji.



▪ Indeks PMI dla Polski zanotował w styczniu nieznaczny, wzrost do 48,6 pkt, znacznie skromniejszy niż poprawa w strefie euro czy w Niemczech. Wartość wyraźnie poniżej 50 pkt. wskazuje, że aktywność w krajowym przemyśle nadal się kurczy, w nieco tylko mniejszym tempie niż dotychczas.

▪ Na uwagę zasługuje wyraźna poprawa wskaźnika wielkości produkcji oraz nowych zamówień eksportowych (które zbliżyły się do neutralnego poziomu 50 pkt). Spadek zamówień na rynku krajowym uległ jednak pogłębieniu. Wynik wydaje się spójny z naszą prognozą, zakładającą, że dynamika produkcji przemysłowej w styczniu pozostała ujemna, choć nie aż tak niska jak w grudniu.

▪ W styczniu zwiększyła się deklarowana przez firmy skala redukcji zatrudnienia. Kontynuowana była też tendencja spadku presji kosztowej. Producenci redukowali ceny wyrobów gotowych w najszybszym tempie od lutego 2010.

Cytat tygodnia – Obniżka lutowa jest chyba przesądzona

Marek Belka, Prezes NBP, wystąpienie w Senacie, 30.01

Jesteśmy w trakcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Można się spodziewać kontynuacji tego łagodzenia. (...) Ta Rada prowadzi świadomie politykę w miarę stabilnych stóp procentowych – od 3,5% do 4,75%.

Jerzy Hausner, członek RPP, Polskie Radio 3, 29.01

Obniżanie stóp procentowych jest wtedy uzasadnione, gdy inflacja spadnie poniżej dolnego progu celu inflacyjnego, czyli 1,5 proc. rocznie i wtedy ostatecznie będą za dalszą obniżką stóp.

Elżbieta Chojna-Duch, członek RPP, Reuters, 29.01

Łagodzenie polityki pieniężnej powinno być kontynuowane. Wydaje się, że w tej chwili za późno jest na głęboką reakcję i przyjęty model stopniowego łagodzenia polityki powinien być kontynuowany w kolejnych miesiącach.

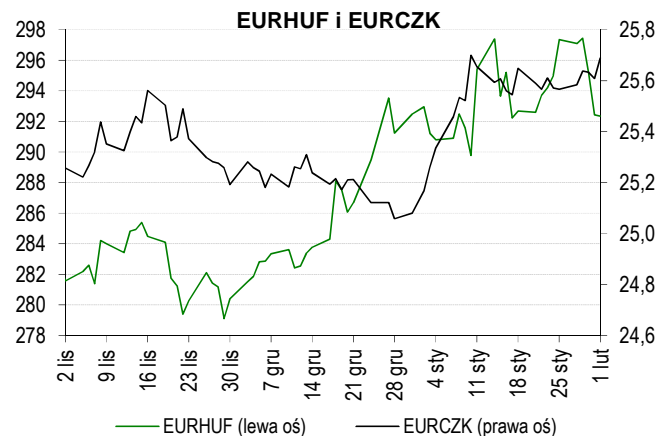
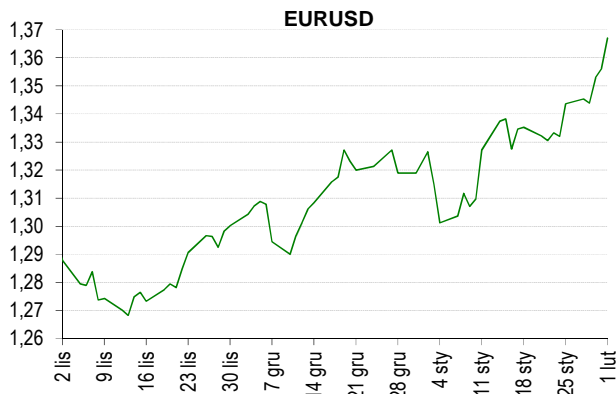
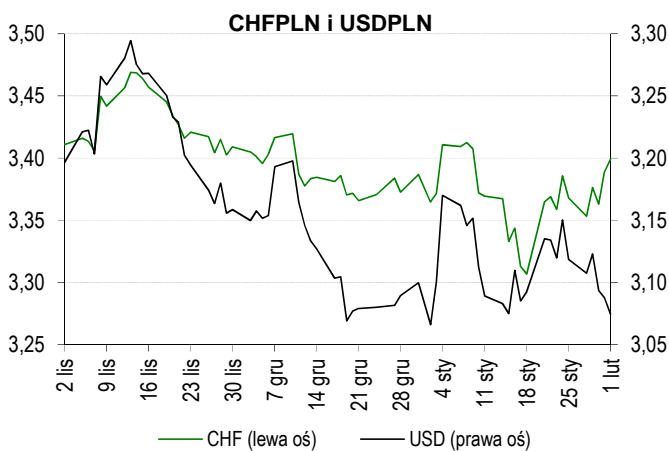
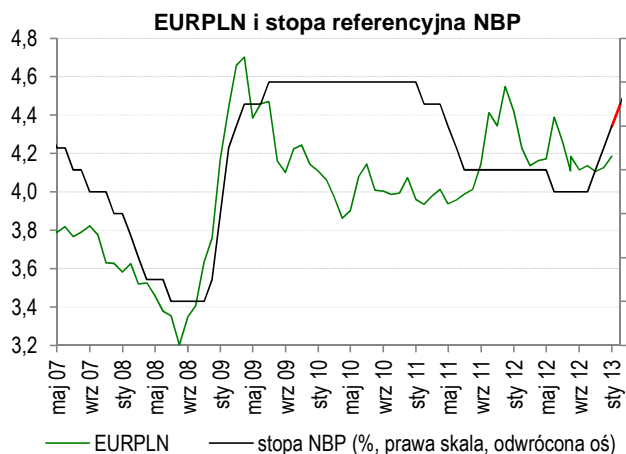
Anna Zielińska-Głębocka, członek RPP, Reuters, 29.01

Mnie się wydaje, że obniżka lutowa jest chyba przesądzona.

Ostatnie wypowiedzi członków RPP potwierdzają naszą opinię, że redukcja stóp w lutym jest w zasadzie przesądzona. Potwierdza się też nasze przekonanie, że Rada pozostanie raczej przy 25-punktowej skali obniżek. Przemawia za tym zarówno wynik głosowania RPP z grudnia, kiedy to prezes Belka i A. Zielińska-Głębocka wycofali swoje poparcie dla cięcia o 50 pb (uznając zapewne, że skoro już rozpoczęły się cykl małych kroków, to kolejne powinny być tej samej skali), jak i opinia E. Chojny-Duch, wg której już za późno na głęboką reakcję.

Zdaniem Marka Belki RPP świadomie prowadzi politykę „w miarę stabilnych stóp procentowych”. Naszym zdaniem trudno to jednak uznać za zasługę. Skala dostosowania w polityce makroekonomicznej powinna odpowiadać skali oczekiwanych wahań w cyklu koniunktury, a te są w ostatnich latach znaczące. W przeciwnym wypadku jest to polityka procykliczna.

Rynek walutowy – Posiedzenia banków centralnych ważne dla złotego i euro



Złoty może chwilowo zyskać po decyzji RPP

▪ Od początku tygodnia złoty dalej tracił do euro, chociaż w nieco mniejszej skali niż ostatnio. Krajowa waluta osłabiała się w obawie, że dane o PKB za 2012 r. rozczerują i nasilą oczekiwania na dalsze luzowanie polityki pieniężnej. Nie było reakcji na odczyt, ale fakt, że w ciągu roku nastąpiło zauważalne schłodzenie koniunktury (wspierające kolejne obniżki stóp NBP) wywierał presję na złotego w kolejnych dniach tygodnia. EURPLN przekroczył na chwilę 4,21, a na koniec tygodnia spadł szybko do 4,17 po zapowiedzi premiera Tuska, że za dwa tygodnie rozpocznie się debata nt. wejścia Polski do strefy euro.

▪ Złoty nie umocnił się do euro, ale dzięki dynamicznemu wzrostom kursu EURUSD zyskał do dolara. W rezultacie, USDPLN spadł w trakcie tygodnia do 3,05 z ok. 3,13.

▪ Deprecjacja złotego w trakcie ostatnich dwóch tygodni, w trakcie których na globalnym rynku utrzymywał się całkiem dobry nastrój, potwierdza nasze sugestie, że ważniejsze od wydarzeń globalnych są obecnie czynniki krajowe. Złoty w ostatnich tygodniach był pod presją słabych danych, które nasiliły oczekiwania rynku, że w lutym RPP jednak nie zrobi przerwy w obniżkach stóp NBP. Uważamy, że po ostatnich danych Rada nie zasugeruje tak wyraźnej przerwy w cyklu. Możliwość obniżki stóp procentowych w marcu może dalej wzmocnić oczekiwania rynku na dalsze luzowanie polityki pieniężnej. EURPLN może osiągnąć 4,16 dzięki słowom premiera, ale potencjał do dalszego umocnienia w najbliższych dniach jest ograniczony. Jeśli EURPLN pokona ostatni szczyt na 4,214, to analiza techniczna wskazuje, że kolejnym oporem jest 4,23-4,24.

Wzrosty EURUSD mogą być kontynuowane po EBC

▪ Miniony tydzień był drugim z rzędu, kiedy euro zyskiwało w relacji do dolara. Na korzyść wspólnej waluty w dalszym ciągu działały dane z Niemiec (ZEW, PMI, Ifo) oraz większa od oczekiwań kwota, jaką banki postanowiły oddać do EBC z 3-letnich LTRO (co zostało zinterpretowane jako oznaka poprawy sytuacji w systemie bankowym). Poza tym, rynek pozycjonował się przed posiedzeniem Fed (w oczekiwaniu na kontynuację w kolejnych miesiącach QE3). W rezultacie, w trakcie tygodnia EURUSD osiągnął tymczasowo prawie 1,364, a więc tylko nieco poniżej oporu na 1,365.

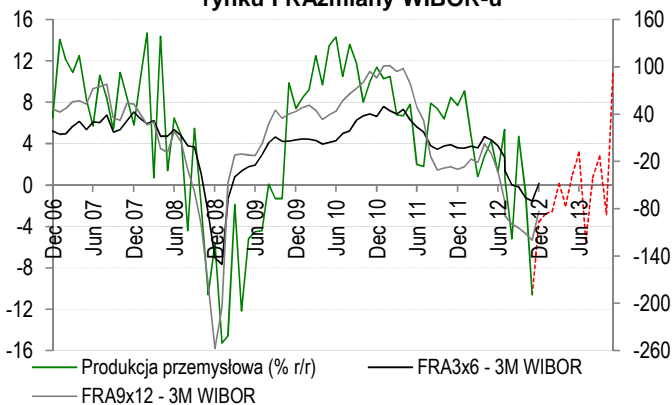
▪ Pozytywny wydzźwięk ostatnich danych z Europy może zostać uwzględniony w komunikacie z posiedzenia EBC. Odnotowanie przez bank centralny pewnej normalizacji sytuacji miało w poprzednim miesiącu korzystny wpływ na euro i tym razem może być podobnie. Na koniec tygodnia kurs agresywnie testował opór na 1,365. Kolejny opór na wykresie dziennym to 1,373, na tygodniowym to 1,38. Wsparcie to 1,36.

Sygnaly z banku centralnego osłabiają czeską koronę

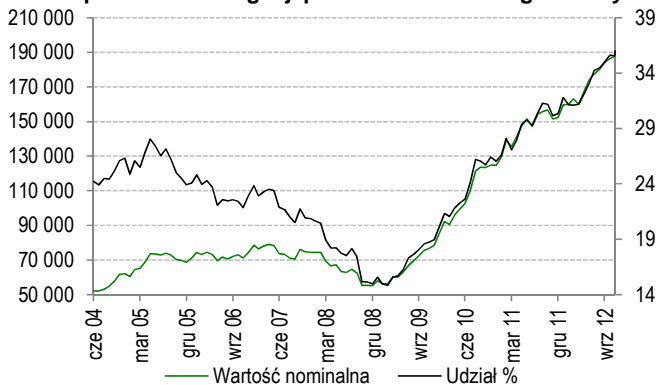
▪ Oprócz złotego, na początku tygodnia traciły także czeska korona oraz węgierski forint. Osłabienie korony mogło być skutkiem słów wiceprezesa tamtejszego banku centralnego o możliwych interwencjach zmierzających do jej osłabienia w relacji do euro. EURHUF zbliżył się natomiast do oporu na poziomie 300,0, ale nie przebił go. Od połowy tygodnia notowania forinta przebiegały w przeciwnym kierunku niż na rynku złotego oraz czeskiej korony. Węgierska waluta zdołała odrobić część strat z ostatnich tygodni i umocniła się do 292 za euro. W środę decyzja czeskiego banku centralnego. Zmiany stóp nie należy raczej oczekiwać (jest ona bowiem obecnie na rekordowo niskim poziomie 0,05%), natomiast ponowne wskazanie na możliwość interwencji jest możliwe.

Rynek stopy procentowej – Komunikat RPP może wesprzeć rynek długu

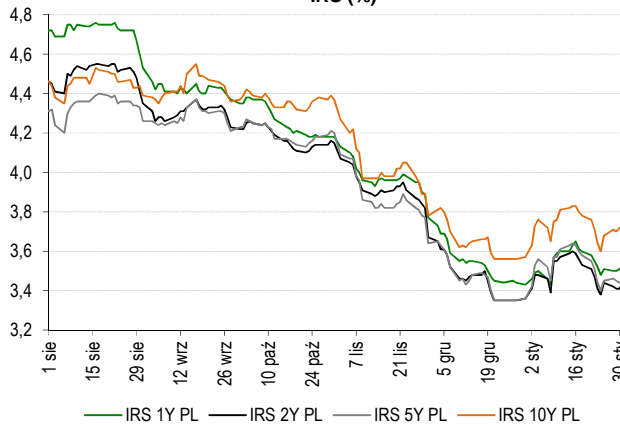
Polska produkcja przemysłowa i wycena rynku FRAzmiany WIBOR-u



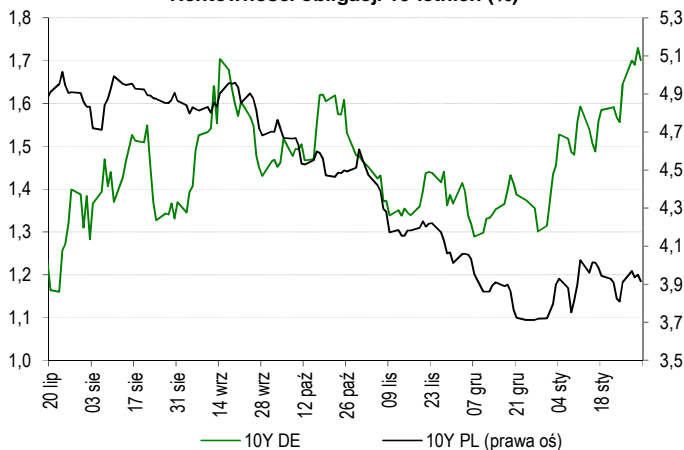
Stan posiadania obligacji przez inwestorów zagranicznych



IRS (%)



Rentowności obligacji 10-letnich (%)



Stawki rynku pieniężnego przyspieszają spadki

- Tydzień temu wskazywaliśmy, że tempo spadku WIBOR-u spadło po styczniowym posiedzeniu RPP. Dużo gorsze od oczekiwań dane o sprzedaży detalicznej i uzasadniający dalsze luzowanie polityki pieniężnej odczyt PKB za 2012 wzmocniły trend spadkowy stawek rynku pieniężnego. W minionym tygodniu WIBOR-y spadły o 8 pb dla 1 miesiąca i 4-6 pb dla pozostałych stawek.
- O ile oczekujemy dalszych spadków WIBOR-ów wraz z kolejnymi cięciami stóp NBP, to potencjał do spadku FRA jest ograniczony (stawka 3x6 jest blisko 3,50%, oczekiwanej przez nas stopy NBP po marcowym posiedzeniu). Ponieważ RPP jest spóźniona z obniżkami stóp, rynek wkrótce może zacząć wyceniać oczekiwane odbicie w gospodarce, nawet przy utrzymaniu przez Radę łagodnego nastawienia.

Bez przełomu na rynku obligacji

- W minionym tygodniu na rynku obligacji i IRS nie zaszły duże zmiany. Z jednej strony korzystnie na wycenę długu działały oczekiwania na lutową obniżkę stóp NBP, z drugiej presję wywierały rosnące rentowności 10-letnich Bundów. W szerszym kontekście, po wzroście rentowności długu z początku roku, obecnie wahają się one pomiędzy minimami z końca 2012, a lokalnymi maksimami z pierwszej połowy stycznia. Podobna sytuacja ma miejsce w notowaniach IRS.
- Dyrektor Departamentu Długu w Ministerstwie Finansów, Piotr Marczak, powiedział, że po pierwszym miesiącu 2013 resort sfinansował już 44% potrzeb pożyczkowych brutto na ten rok. Dodał, że przy korzystnych warunkach rynkowych po lutym może to być już 50%, tyle ile Ministerstwo chciało osiągnąć na koniec I kwartału.
- Marczak dodał, że po przeprowadzonej w tym tygodniu aukcji 20-letnich obligacji imiennych denominowanych w euro (pozyskano 300 mln €) resort posiada środki walutowe niezbędne do obsługi zadłużenia zagranicznego na cały rok. Z tego powodu, ewentualne emisje zagraniczne mogą skutkować ograniczeniem podaży na rynek krajowy.
- Z danych opublikowanych przez MinFin wynika, że na koniec grudnia wartość obligacji w posiadaniu inwestorów zagranicznych wyniosła prawie 190 mld zł osiągając rekordowo wysoki poziom już ósmy miesiąc z rzędu. Piotr Marczak dodał, że w styczniu napływ środków z zagranicy był jeszcze większy niż w ostatnim miesiącu 2012.

Komunikat RPP może wesprzeć rynek długu

- Wg ankiety Gazety Giełdy Parkiet rynek jest zgodny, co do tego, że w środę RPP obniży stopy o 25 pb. Istotniejszy od samej obniżki będzie jednak komunikat po posiedzeniu. Wg nas, Rada nie zasygnalizuje przerwy w obniżkach tak mocno jak w styczniu. Z tego powodu, wydzwięk posiedzenia RPP może wywołać spadek rentowności obligacji i IRS. Jednocześnie, potencjał do umocnienia obligacji ze środka i długiego końca krzywej może być ograniczony przez kontynuację wzrostów rentowności na bazowych rynkach długu. Dane z Europy z końca tygodnia ponownie były znacznie lepsze od prognoz, co może w najbliższych dniach ograniczać popyt na bezpieczne aktywa.
- W szerszym kontekście, nie spodziewamy się, aby w najbliższym czasie rentowności obligacji opuściły przedział wahań, w jakim poruszają się od momentu ustanowienia rekordowo niskich poziomów pod koniec 2012.
- W tym tygodniu Ministerstwo Finansów znowu zaoferuje na aukcji najnowszą 5-latkę. Na aukcji styczniowej rynek zgłosił ponad 6,5 mld zł popyt na PS0418, co sugeruje, że tym razem też emisja będzie bardzo udana.

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., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl