

Tygodnik ekonomiczny

5 – 11 października 2009

Miniony tydzień przyniósł wyraźne pogorszenie nastrojów na globalnych rynkach po wpływie serii gorszych od prognoz danych makroekonomicznych z USA, w tym kluczowych dla rynków danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w największej gospodarce świata. Przełożyło się to na spadek EURUSD i zwiększenie zainteresowania bezpiecznymi obligacjami na rynkach bazowych, a jednocześnie niekorzystnie odbiło się na notowaniach walut rynków wschodzących, w tym złotego (w piątek EURPLN niemal 4,30). Krajowy rynek długu nie uległ większym zmianom. Oprócz czynników globalnych niekorzystnie na krajową walutę wpływały też rozczarowujące lokalne dane makro – niższy od prognoz PMI dla polskiego przemysłu we wrześniu oraz pogorszenie nastrojów konsumentów zasygnalizowane przez dane GUS i wskaźniki Ipsos za wrzesień. Prognoza inflacji MinFin za wrzesień okazała się zgodna z oczekiwaniami i nie wpłynęła na rynek.

Wynik posiedzenia RPP nie przyniósł niespodzianek. Stopy procentowe pozostały bez zmian i utrzymano łagodne nastawienie. Pojawiła się jednak wyraźna sugestia rychłej zmiany nastawienia, czego spodziewamy się na październikowym posiedzeniu Rady przy okazji publikacji nowej projekcji NBP dla inflacji i PKB. Przyjęte przez Radę *Założenia polityki pieniężnej na rok 2010* nie przyniosły zmian w odniesieniu do celu inflacyjnego i sposobu jego realizacji oraz ogólnych ram prowadzenia polityki pieniężnej w Polsce (strategia bezpośredniego celu inflacyjnego). Z proponowanych przez szefa NBP nowych instrumentów polityki pieniężnej RPP zaakceptowała i uwzględniła w *Założeniach...* jedynie kredyt wekslowy, a zakup obligacji banków przez NBP nie zyskał aprobaty członków RPP.

W tym tygodniu brak będzie istotnych dla krajowego rynku lokalnych wydarzeń, więc kluczowe będą zmiany nastrojów na świecie. Zależać one będą od kolejnych ważnych danych ze strefy euro i USA, wyniku posiedzenia EBC oraz publikacji wyników spółek za III kw., które rozpoczną się pod koniec tego tygodnia.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

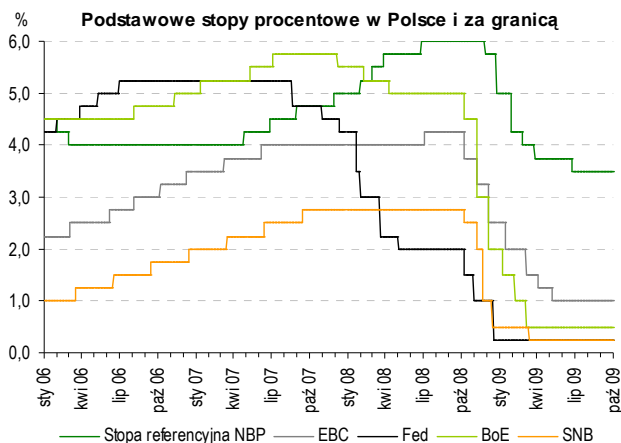
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (5 października)							
11:00	PL	Przetarg odkupu bonów skarbowych o zapadalności od 14 października do 16 grudnia					
9:58	EZ	PMI dla usług	IX	pkt.	50,6	-	49,9
9:58	EZ	PMI ogółem	IX	pkt.	50,8	-	50,4
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	VIII	% r/r	-2,6	-	-1,8
16:00	US	ISM dla usług	IX	pkt.	49,9	-	48,4
WTOREK (6 października)							
10:30	GB	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	-8,7	-	-9,3
ŚRODA (7 października)							
11:00	PL	Przetarg obligacji 2-letnich OK0112 o wartości 2,5-4,5 mld zł					
11:00	EZ	Zrewidowany PKB	II kw.	% r/r	-4,7	-	-4,7
CZWARTEK (8 października)							
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii	-	%	0,5	0,5	0,5
13:45	EZ	Decyzja EBC	-	%	1,0	1,0	1,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tydzień	tys.	545,0	-	551,0
16:00	US	Zapasy hurtowe	VIII	%	-1,0	-	-1,4
PIĄTEK (9 października)							
14:30	US	Bilans handlowy	VIII	mld \$	-32,0	-	-31,96

Źródło: BZ WBK, Reuters

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363
Piotr Bujak Starszy Ekonomista 022 586 8341
Piotr Bielski Ekonomista 022 586 8333
Cezary Chrapek Analityk 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Uwaga skupiona na wydarzeniach za granicą



- Na ten tydzień nie są zaplanowane żadne istotne wydarzenia krajowe oprócz przetargu odkupu bonów skarbowych i aukcji 2-letnich obligacji.
- Niemniej, jak zwykle w tygodniu po posiedzeniu RPP można też oczekiwać wywiadów z członkami Rady, choć przed publikacją nowego zestawu miesięcznych danych raczej nie należy oczekiwać przełomowych deklaracji w sprawie perspektywy polityki pieniężnej.
- W obliczu niewielu krajowych czynników, dodatkowo na znaczeniu zyskują wydarzenia za granicą. Ważne będą kolejne dane nt. aktywności gospodarczej (choć nie będą to tak istotne wskaźniki jak publikowane w minionym tygodniu) oraz decyzja EBC. Spodziewamy się, że EBC pozostawi stopy bez zmian, przedstawi ostrożną ocenę sytuacji gospodarczej i wskaże, że polityka pieniężna pozostanie akomodacyjna jeszcze przez pewien czas.

Miniony tydzień w gospodarce – RPP bez niespodzianki i rozczarujące dane makro

Fragmety wrześniowego komunikatu RPP (zaznaczone istotne zmiany wobec sierpniowego komunikatu)

W ocenie Rady, w najbliższym okresie inflacja może nadal kształtować się na podwyższonym poziomie głównie ze względu na relatywnie wysoki roczny wskaźnik cen żywności oraz cen regulowanych, w tym przede wszystkim cen nośników energii. W kierunku utrzymania podwyższonej inflacji może także oddziaływać obserwowany w ostatnim okresie wzrost cen ropy naftowej, częściowo łagodzony przez dotychczasową aprecjacje złotego. Jednak w średnim okresie niska presja popytowa i ograniczenie tempa wzrostu kosztów pracy powinny prowadzić do spadku inflacji.

Rada ocenia prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego za wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu. Jednocześnie Rada ocenia, że w ostatnich miesiącach prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego uległo zmniejszeniu. W ocenie Rady, oczekiwana poprawa globalnej koniunktury, dokonane obniżki stóp procentowych NBP wraz ze zmniejszeniem stopy rezerwy obowiązkowej powinny sprzyjać powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu. Decyzje Rady w nadchodzących miesiącach będą uwzględniać napływające informacje dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji, sytuację na rynkach finansowych w Polsce i na świecie, informacje dotyczące sektora finansów publicznych oraz kształtowanie się kursu złotego.

- Na wrześniowym posiedzeniu RPP stopy procentowe pozostały bez zmian, z referencyjną na poziomie 3,5%. Ponadto, Rada ponownie uznała, że uzasadnione jest utrzymanie nieformalnego łagodnego nastawienia.
- Niemniej, w odróżnieniu od komunikatów po poprzednich posiedzeniach, w tym miesiącu RPP napisała, że „w ostatnich miesiącach prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego uległo zmniejszeniu”, co należy traktować jako sygnał zmiany nastawienia na neutralne w październiku, jeśli ocena perspektywy inflacji i wzrostu gospodarczego nie ulegnie istotnej zmianie pod wpływem nowych danych i wyników nowej projekcji NBP.
- Nadal oczekujemy, że po zmianie nastawienia na neutralne w październiku, do końca kadencji obecnej Rady stopy procentowej pozostaną bez zmian.



- MinFin podał, że oczekuje spadku rocznej inflacji we wrześniu do 3,5% z 3,7% (przy wzroście cen o 0,2% m/m), zgodnie z naszą prognozą i konsensusem. MinFin zakłada przy tym wzrost cen żywności o 0,4% m/m i spadek cen paliw o 1,4% m/m, podobnie jak w naszych założeniach.
- Indeks PMI dla polskiego przemysłu utrzymał się we wrześniu na poziomie 48,2, podczas gdy nasza prognoza i konsensus wskazywały na wzrost do 48,8. Wskaźnik wielkości produkcji spadł, ale utrzymał się powyżej 50,0. PMI dla Polski jest tym bardziej rozczarowujący, że indeks PMI dla przemysłu w strefie euro wzrósł we wrześniu do 49,3 pkt, bardziej niż spodziewał się rynek.
- Po kilku miesiącach poprawy, we wrześniu pogorszyły się nastroje konsumentów obrazowane wskaźnikami wg GUS i Ipsos. Wszystkie indeksy spadły w ciągu miesiąca i w przypadku większości z nich pogłębiły się roczne spadki.

Cytat tygodnia – Będziemy proponować publikowanie przyszłej ścieżki stóp

Sławomir Skrzypek, prezes NBP, konferencja prasowa RPP, 30 IX

Będziemy proponować nowej Radzie publikowanie ścieżki przyszłych stóp. Ale jeśli nie byłoby zgody na tak radykalną zmianę komunikacji, to wtedy może przedyskutujemy powrót do formalnego nastawienia.

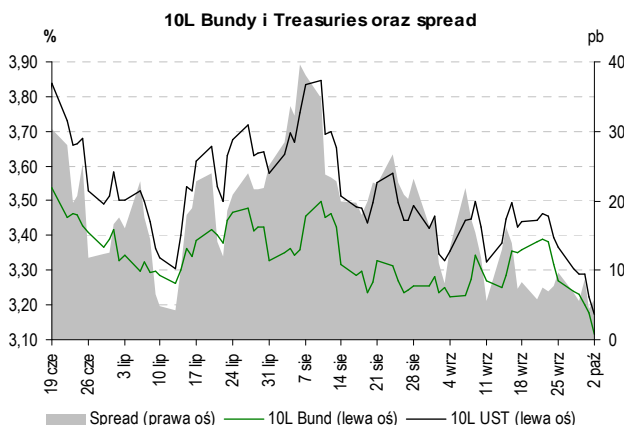
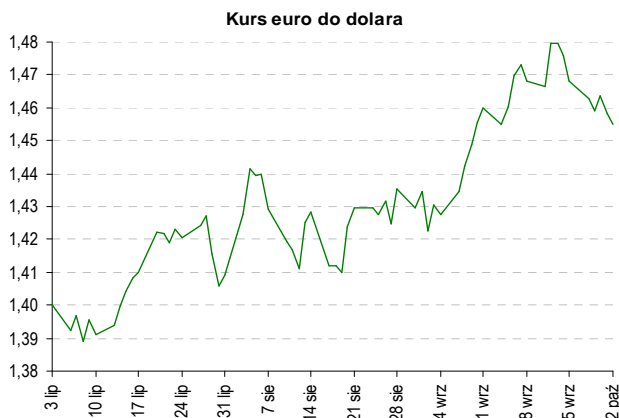
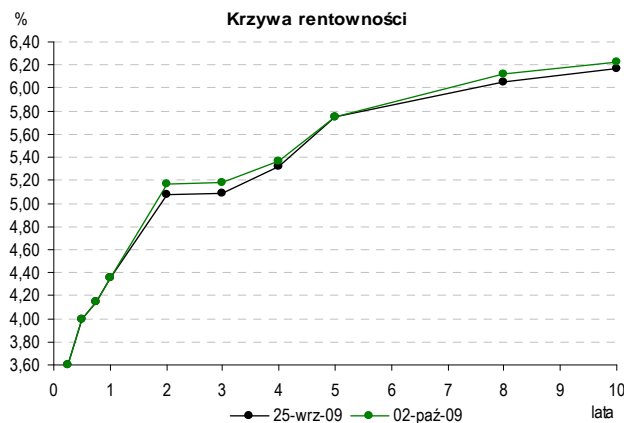
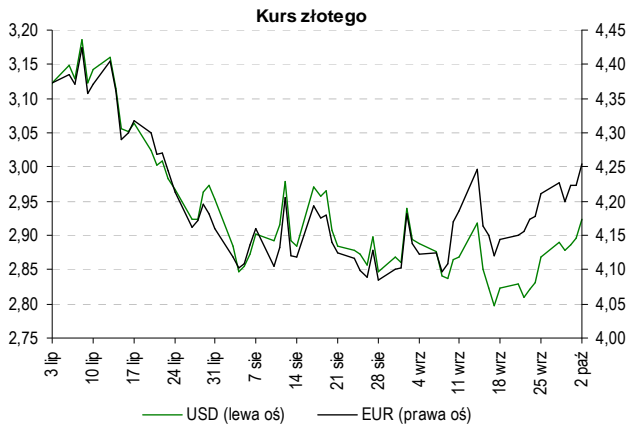
Niebawem przedstawimy konkretne propozycje w tej sprawie [wprowadzenia kredytu wekslowego], m.in. w zakresie oprocentowania takiego kredytu. I w związku z tym NBP być może będzie publikował informacje o dodatkowej stopie procentowej, czyli stopie dyskontowej.

Marian Noga, członek RPP, PAP, 30 września

W Założeniach polityki pieniężnej na rok 2010 został wpisany przedstawiony wcześniej przez prezesa Skrzypka kredyt dyskontowy, nazwany w założeniach jako kredyt wekslowy. Ale nic poza tym w tej sprawie nie zostało zrobione. Jego uruchomienie będzie wymagało przedstawienia szczegółów przez zarząd, dyskusji i akceptacji Rady.

Kilka tygodni temu prezes NBP zapowiedział wydłużenie terminu transakcji repo do 12M (korzystnie oceniane przez członków RPP) oraz ogłosił plan wprowadzenia nowych instrumentów polityki pieniężnej, tj. kredytu wekslowego i zakupu obligacji banków przez NBP. Akceptację RPP zyskał tylko kredyt wekslowy, co znalazło odzwierciedlenie w treści przyjętych przez Radę *Założeń polityki pieniężnej na rok 2010*. Teraz szef NBP zapowiada zaproponowanie nowej Radzie zmian w sposobie komunikacji – publikowanie ścieżki przyszłych stóp lub przynajmniej powrót do wyznaczania formalnego nastawienia w polityce pieniężnej. Z obu tych rozwiązań, które wg nas wpłynęłyby korzystnie na przejrzystość polityki pieniężnej, bardziej prawdopodobne wydaje się przywrócenie formalnego nastawienia.

Monitor rynku



Dalsza korekta notowań złotego

W minionym tygodniu kontynuowana była tendencja osłabienia złotego. Na notowaniach złotego negatywnie odbiły się zarówno czynniki krajowe (obawy związane z przewalutowaniem środków dla Eureka z dywidendy PZU), jak i wyraźne pogorszenie nastrojów na globalnych rynkach. Pod koniec tygodnia wsparciem dla walut w regionie była poprawa perspektywy ratingu Węgier z negatywnej na stabilną dokonana przez S&P oraz ostateczne wyjaśnienie kwestii wypłaty środków dla Eureka i pod koniec piątkowej sesji złoty odrobił dużą część strat z tygodnia.

W tym tygodniu, przy braku istotnych wydarzeń w kraju, notowania złotego będą zależeć głównie od zmian nastrojów na globalnych rynkach. Nadal możliwy jest wzrost EURPLN do 4,30 lub nawet pokonanie tego poziomu.

Umiarkowane osłabienie krajowych obligacji

Na krajowym rynku długu nastąpiło osłabienie, choć relatywnie dobrze radził sobie segment 5 lat, gdzie rentowność pozostała bez zmian. Negatywny wpływ na krajowy rynek długu miał spadek zainteresowania aktywami rynków wschodzących oraz osłabienie złotego. W ciągu tygodnia presję na krajowe obligacje wywierały oczekiwania na sprzedaż obligacji z portfela PZU, ale ostateczna ugoda z Eureka w powiązaniu z informacją, że PZU nie będzie sprzedawać dużych pakietów obligacji ze swojego portfela ograniczyły skalę osłabienia polskiego rynku długu.

W tym tygodniu aktywność na rynku długu może być podobnie ograniczona jak w minionym tygodniu i pozostanie on pod wpływem zmian nastrojów na świecie i kursu złotego. Ważnym testem dla rynku będzie aukcja 2-letnich obligacji.

Spadek EURUSD

Dolar dość znacznie odreagował wobec euro w minionym tygodniu. Amerykańskiej walucie sprzyjało zwiększone zainteresowanie zakupem bezpiecznych obligacji rządu USA w obliczu wzrostu awersji do ryzyka na globalnych rynkach. Przyczyną pogorszenia nastrojów była seria słabszych od prognoz danych z amerykańskiej gospodarki (indeks zaufania konsumentów, ISM dla przemysłu, Chicago PMI, liczba nowych bezrobotnych, zamówienia w przemyśle i kluczowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem). W efekcie, w piątek EURUSD spadł poniżej 1,45, a krótko później odbił powyżej 1,46, bo inwestorzy zaczęli gorzej oceniać kondycję gospodarki USA względem strefy euro.

W tym tygodniu tendencja na umocnienie dolara przy podwyższonej awersji do ryzyka może być kontynuowana.

Umocnienie bazowych rynków długu

Widoczny w minionym tygodniu wyraźny wzrost awersji do ryzyka na globalnych rynkach sprzyjał bazowym rynkom długu. Wzmagające się obawy o wystąpienie drugiego dna recesji zwiększały zainteresowanie bezpiecznymi obligacjami rządów USA i Niemiec. Dla obligacji w strefie euro nastąpiło rozszerzenie spreadu pomiędzy obligacjami niemieckimi i innych krajów. Na koniec tygodnia rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów spadły do zaledwie 3,16% i 3,11% z odpowiednio 3,37% i 3,27% tydzień wcześniej.

W tym tygodniu rynki bazowe mogą się nadal umacniać przy dalszej reakcji inwestorów na serię niekorzystnych danych z minionego tygodnia. Zmiana tej tendencji lub jej wzmocnienie zależy od nowych danych makro. Wynik posiedzenia EBC również może być istotny.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) 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. lub Grupy AIB 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



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group