

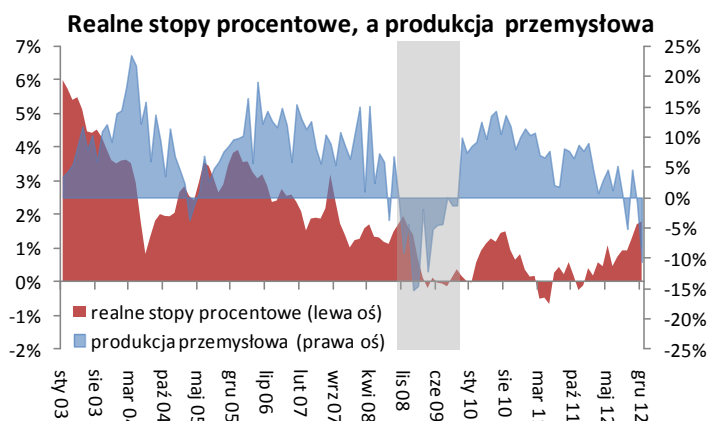
- Słabe dane makroekonomiczne z Polski wspierają oczekiwania na obniżki stóp procentowych,
- Krajowy rynek długu pozostanie silny,
- Przestrzeń do dalszych wzrostów na giełdzie staje się coraz bardziej ograniczona – rośnie ryzyko korekty.

Otoczenie rynkowe

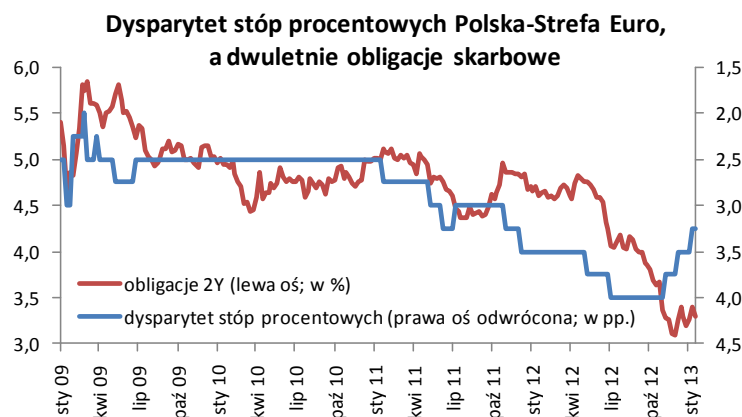
Seria ostatnich danych makroekonomicznych z polskiej gospodarki wskazuje na to, że gospodarka wchodzi w fazę silnego spowolnienia. Do tej pory RPP dość wyraźnie akcentowała ten problem i pomimo podwyższonego poziomu inflacji (przy pierwszych decyzjach o obniżkach stóp procentowych) decydowała się na redukcję stóp procentowych. Po styczniowym posiedzeniu został wysłany do rynku jasny sygnał, że dalsze łagodzenie polityki pieniężnej ma tryb warunkowy „jeśli napływające informacje będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej będzie ograniczone”. Mając na uwadze spełnienie się tych dwóch warunków, gdyż coraz silniej wyhamowująca gospodarka mocno wpływa na obniżenie wskaźnika inflacji, powstaje przestrzeń do redukcji stóp. O ile jeszcze przed kilkoma miesiącami widoczny był silny wpływ na roczne tempo wzrostu cen konsumenckich, czynników o charakterze popytowym (na które RPP nie miała wpływu) to ich ustąpienie w warunkach braku istotnej presji popytowej na wskaźnik inflacji przekłada się na silne obniżenie inflacji. Jednocześnie wraz z pogorszeniem koniunktury gospodarczej negatywnie zmienia się sytuacja na rynku pracy.

Rynek długu: A jednak stopy w dół i to już w lutym?

To wszystko powoduje, że kolejna obniżka stóp procentowych mogłaby nastąpić już na najbliższym posiedzeniu w lutym (5-6 luty). **Początek miesiąca może upływać pod znakiem oczekiwania na decyzję RPP w sprawie stóp procentowych, a w zasadzie na oczekiwaną obniżkę, którą większość rynku zakładała już wcześniej**, a jedyna rozbieżność dotyczyła i nadal może dotyczyć samego momentu dokonania jej. Mając na uwadze znaczenie komunikacji z rynkiem, która zawodziła przed kilkoma miesiącami to raczej trudno spodziewać się, aby po tak jasnym trybie warunkowym (który został spełniony) Rada nie zdecydowała się na powiedzenie „B” (po tym jak powiedziała „A”). W ostatnich dniach przewodniczący Rady zaznaczył, że jednym z czynników, który jest brany pod uwagę przy kształtowaniu polityki pieniężnej jest wyważenie między utrzymaniem dodatniej realnej stopy procentowej, a niedopuszczeniem do zbytu dużego dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską, a Strefą Euro. Przy poprzednim silnym spowolnieniu gospodarczym poziom realnych stóp procentowych w skutek ostrych cięć stóp procentowych oscylował wokół zera. **Metoda małych cięć (po 25 pb.) w połączeniu z faktem, że było zasygnalizowane, że może nastąpić przerwa w łagodzeniu polityki pieniężnej odczytujemy jako ograniczoną przestrzeń do dalszych redukcji stóp procentowych.** Natomiast fakt, że RPP chce utrzymać realne stopy procentowe na dodatnim poziomie (w latach 2008-2009 oscylowały one wokół zera, ale uwarunkowania makroekonomiczne były bardziej niekorzystne) stwarza teoretycznie dość dużą przestrzeń do redukcji stóp procentowych (po ostatniej obniżce realne stopy procentowe wynoszą ok. 1,54%). Natomiast zwrócenie uwagi na dysparytet stóp procentowych pomiędzy Polską, a Strefą Euro to wskazanie, że dalsze obniżki stóp procentowych mogą również być efektem ewentualnych cięć w Strefie Euro. **Obecnie dysparytet stóp procentowych pomiędzy Polską a Strefą Euro zmniejsza się i wynosi 3,25 pp.**



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

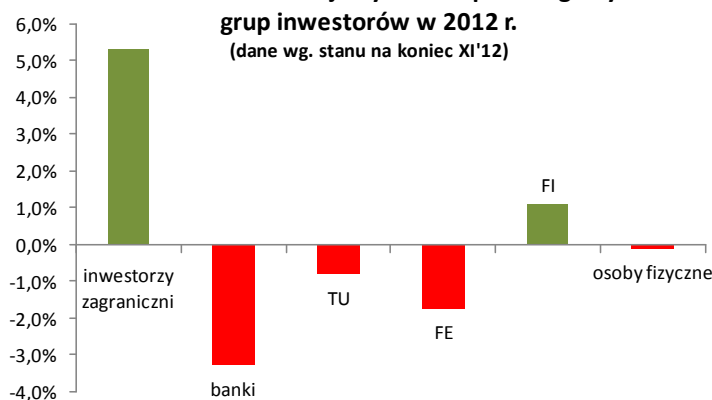


źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Oczekujemy, że RPP jeszcze dwukrotnie obniży stopy procentowe po 25 pb. do 3,50% i na tym cykl zostanie zakończony. Rynek w tej sprawie jest podzielony i naszym zdaniem będzie rozczarowany samą skalą obniżek stóp. **Sytuacja na krajowym rynku długu w dużej mierze zależy obecnie od inwestorów zagranicznych, wynika to z dwóch względów:**

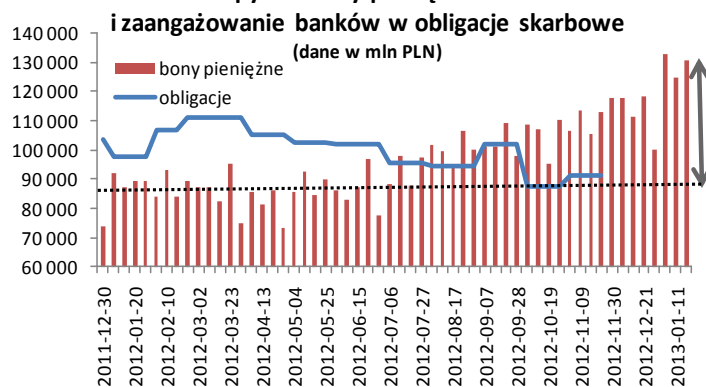
- Po pierwsze ich zaangażowanie jest na historycznie wysokim poziomie 36,1% (w krajowym SPW),
- po drugie z punktu widzenia krajowych inwestorów obecne ceny są wysokie.

Zmiana udziału w krajowym SPW poszczególnych



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Popyt na bony pieniężne NBP

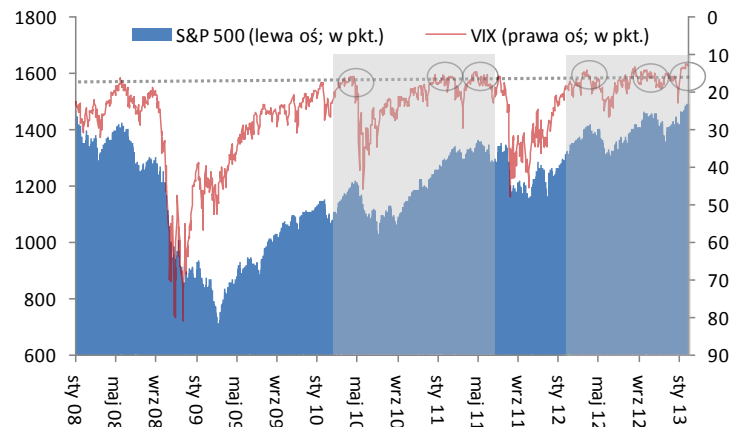
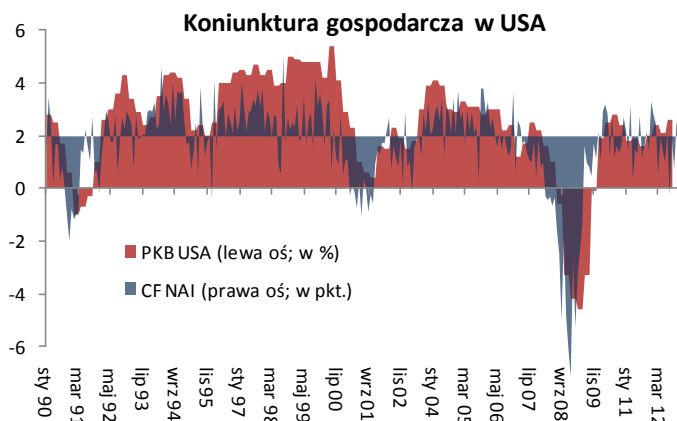


źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Znaczenie inwestorów zagranicznych odzwierciedlają także wyniki pierwszego przetargu obligacji w 2013 r., gdy przy niskiej obecności inwestorów zagranicznych popyt nie był duży, a ceny niższe niż na rynku wtórnym. Wówczas przyczyniło to się do lekkiej korekty. Klimat na rynku długu poprawił następny przetarg, gdy widoczna była duża aktywność ze strony inwestorów zagranicznych. Do tego dochodzą gorsze od oczekiwań dane makroekonomiczne, które sprzyjają łagodzeniu polityki pieniężnej. Rynek wydaje się wliczył w cenę obniżkę stóp procentowych. Ewentualna korekta na rynku w razie, gdyby Rada nie zdecydowała się na obniżkę stóp byłaby jednak prawdopodobnie ograniczona. Istotne będzie również otoczenie zewnętrzne. **Widoczny wzrost apetytu na ryzyko i co za tym idzie zmiana sytuacji na rynkach bazowych może sprzyjać korekcie na polskim długu.** Tani pieniądź z LTRO w najbliższej przyszłości zacznie być zwracany. Pierwszy termin zwrotu środków z grudniowego (2011) LTRO (o wartości 489 mld EUR) jest określony na 30 stycznia br., a z lutowej operacji LTRO (z 2012 r.; o wartości 530 mld EUR) zwrot środków możliwy jest począwszy od 27 lutego. Nie spodziewamy się jednak, aby banki zrezygnowały z taniego finansowania. Możliwość dokonania wcześniejszego zwrotu części środków może być czynnikiem dla korekty obligacji w pierwszej kolejności państw uznawanych za bezpieczne przystanie. Przy czym zwroty nie powinny być „lawinowe”. Będzie to czynnik wywierający wpływ głównie na rynki bazowe i rozłożone w czasie. Presja nie powinna być znacząca. **Rentowności polskich obligacji będą wspierane rozbudzonymi oczekiwaniami na dalsze obniżki stóp procentowych. Spodziewamy się „płaskiej” korekty i zawężenia spreadów między polskimi i niemieckimi obligacjami.**

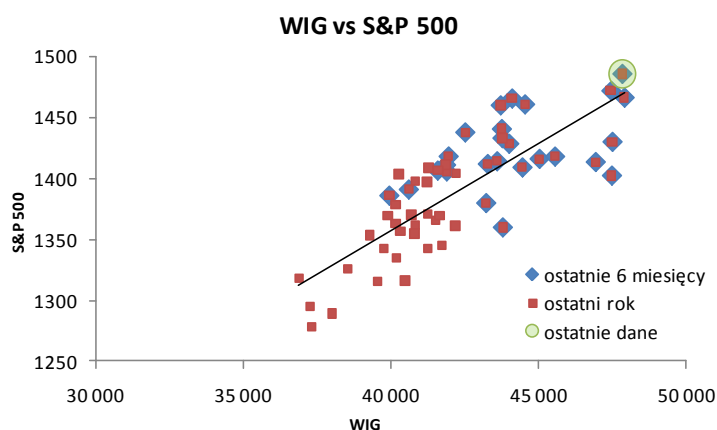
Rynek akcji: Inwestorzy kupują poprawiające się perspektywy

Pewne symptomy ożywienia widać w największych gospodarkach, m.in. w publikacji Chicago Fed NAI, czyli wskaźniku liczącym z 85 danych z amerykańskiej gospodarki. Drugi z rzędu dodatni odczyt może rozbudzać nadzieję na bardziej trwałą poprawę koniunktury. Natomiast mając na uwadze, że rynek stara się wyprzedzać przyszłość to następuje już dyskontowanie przyszłej poprawy w sferze realnej gospodarki. Indeks S&P500 testuje poziom 1500 punktów, czyli zmierza w kierunku szczytów z października 2007 r. Jednocześnie bardzo niskie poziomy odnotowuje indeks VIX, który uchodzi za miernik odzwierciedlający nastroje wśród inwestorów. Dołki indeksu dobrze korespondują z górkami na giełdzie. Tym samym obecne bardzo niskie poziomy zwiastują korektę na rynku akcji.



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

źródło: Bloomberg, opracowanie własne



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Widoczna jest wyraźna zależność między VIX, a S&P 500. Ograniczona przestrzeń do dalszych spadków indeksu VIX zawęża możliwość kontynuacji wzrostów S&P 500. Tym bardziej, że rynek jest bliski historycznie istotnych poziomów. Niesprzyjające jest też otoczenie rynkowe na jakie składa się nierozwiązany problem rosnącego długu USA oraz ryzyko polityczne we Włoszech (wybory odbędą się w drugiej połowie lutego; kwestia kontynuacji reform w kontekście możliwego zwycięstwa Berlusconi na fali niezadowolenia społecznego). Wszystkie te czynniki **zwiększają ryzyko pogorszenia nastrojów wśród inwestorów, co skutkowałoby korektą również na warszawskim parkiecie. Polski rynek powinien podążać za trendem globalnym.**

Reakcja rynku na dane makroekonomiczne z Polski (zmiany w ciągu 1 godziny od publikacji)

wskaźnik	dzień	godzina	prognoza	odczyt	różnica między odczytem a oczekiwaniami	reakcja rynku (zmiana %)			nowa publikacja
						ceny obligacji 10Y	EURPLN	WIG	
Indeks PMI	02-sty-13	09:00	48,0	48,5	0,5	-0,29%	-0,11%	-0,02%	01-lut-13
Referencyjna stopa procentowa	09-sty-13	13:25	4,00%	4,00%	0,00%	-0,08%	-0,09%	0,09%	06-lut-13
Podaż pieniądza M3	14-sty-13	14:00	2,3%	2,2%	-0,1%	-0,03%	0,10%	-0,06%	14-lut-13
Inflacja CPI	15-sty-13	14:00	2,5%	2,4%	-0,1%	-0,07%	-0,02%	0,00%	15-lut-13
Inflacja bazowa	16-sty-13	14:00	1,5%	1,4%	-0,1%	0,05%	0,13%	0,05%	18-mar-13
Wynagrodzenia	18-sty-13	14:00	2,1%	2,4%	0,3%	-0,19%	0,24%	0,18%	18-lut-13
Zatrudnienia	18-sty-13	14:00	-0,4%	-0,5%	-0,1%	-0,19%	0,24%	0,18%	18-lut-13
Produkcja przemysłowa	18-sty-13	14:00	-6,5%	-10,6%	-4,1%	-0,19%	0,24%	0,18%	19-lut-13
Rachunek bieżący	18-sty-13	14:00	-777	-1490	-713	-0,19%	0,24%	0,18%	12-lut-13
Sprzedaż detaliczna	24-sty-13	10:00	1,2%	-2,5%	-3,7%	-0,05%	0,34%	0,25%	25-lut-13

źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Podsumowanie

Zwiększa się ryzyko korekty zarówno na rynku obligacji, jak i akcji. Oczekiwania na obniżki stóp procentowych powinny stabilizować sytuację na rynku. Kolejna redukcja stóp procentowych wydaje się być w cenach, ale oczekiwania rynku będą wspierać papiery. Nastawienie inwestorów do polskiego długu jest pozytywne, ale dużo zależy od inwestorów zagranicznych. Możliwa wyższa rentowności na rynkach bazowych będzie w ograniczonym stopniu osłabiać polski rynek obligacji. Oczekujemy korekty na rynku akcji po ostatnich zwyczajach. **Optymizm wśród inwestorów ma swoje oparcie w napływających danych wyprzedzających z największych gospodarek, ale duży optymizm wśród inwestorów może zachęcić część rynku do realizacji zysków zwłaszcza, że pozostały obszary niepewności po obu stronach Oceanu.** Psychologiczny poziom 1500 pkt. na S&P 500 został pokonany, ale ruch ten może okazać się nietrwały i wówczas mógłby otworzyć drogę do korekty, która przeniesie się również na GPW.

Dom Maklerski Banku BPS SA
ul. Płocka 11/13 01-231 Warszawa,
tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556
www.dmbps.pl
dm@dmbps.pl

Biuro Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego:

Łukasz Kopec – Przemysł elektromaszynowy, Górnictwo
Dyrektor Biura Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego
lukasz.kopec@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 527

Marcin Stebakow, MPW – handel, przemysł spożywczy
marcin.stebakow@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 548

Kamil Artyszuk – obligacje
kamil.artyszuk@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 535

Damian Szparaga, MPW
damian.szparaga@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 516

Analitycy techniczni:

Jacek Borawski

Biuro Sprzedaży:

Beata Zbrzezna, MPW
beata.zbrzezna@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 544

Departament Operacji:

Jacek Tyszko, MPW, Dyrektor Zarządzający
jacek.tyszko@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 505

Bogdan Dzimira, MPW, Doradca Inwestycyjny
bogdan.dzimira@dmbps.pl
Tel.: (22) 53 95 523

Jan Woźniak, MPW
jan.wozniak@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 536

Artur Kobos, MPW
artur.kobos@dmbps.pl
Tel.: (22) 53 95 511

Grzegorz Górski, MPW
grzegorz.gorski@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 540

Bartosz Szaniawski
bartosz.szaniawski@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 525

Bartosz Walczak
bartosz.walczak@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 559

Wyjaśnienia dotyczące stosowanej terminologii fachowej i wskaźników:

CF NAI – skrót od Chicago Fed National Activity Index. Jeden ze wskaźników koniunktury. Publikowany przez Chicagowski oddział Fed.

Inflacja CPI – wskaźnik cen dóbr i usług konsumpcyjnych publikowany przez GUS.

Inflacja bazowa – wskaźnik cen dóbr i usług konsumpcyjnych po wyłączeniu cen żywności i energii, publikowany przez NBP.

Indeks PMI – z ang. Purchasing Managers Index. Jeden ze wskaźników wyprzedzających koniunkturę, publikowany przez HSBC.

Indeks VIX – Volatility Index. Wskaźnik wyliczany na podstawie opcji kupna i sprzedaży na amerykański indeks S&P 500. Popularnie nazywany „indeksem strachu”. Publikowany przez Chicago Board Options Exchange.

LTRO – operacja prowadzona przez ECB na rzecz dostarczenia systemowi bankowego długoterminowego finansowania.

SPW – skarbowe papiery wartościowe.

„Perspektywy rynku” wyraża wiedzę oraz poglądy jej autorów według stanu na dzień sporządzenia niniejszego opracowania.

Materiał został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności na podstawie ogólnodostępnych informacji, w dniu publikacji opracowania, pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje ich kompletności i dokładności.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy Placu Powstańców Warszawy 1.

Informacje zawarte w niniejszym raporcie nie stanowią rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 19 października 2005 r. Nr 206, poz. 1715).

DM Banku BPS SA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz zwartych w nim zaleceń, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody DM Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie stanowi publikację handlową i jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz. U. 1994 nr 24 poz. 83 z późn. zm.). Jest prawdopodobne, iż DM Banku BPS S.A. świadczył, świadczy lub będzie świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu. DM Banku BPS S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.