

Tygodnik ekonomiczny

21 – 27 listopada 2011

Po raz kolejny największy wpływ na globalny rynek miały obawy o rozlanie się kryzysu zadłużeniowego na kolejne państwa strefy euro, co zostało odzwierciedlone w rekordowych rentownościach na aukcjach włoskich, hiszpańskich oraz francuskich obligacji oraz rozszerzeniu spreadu wobec obligacji niemieckich również dla Austrii i Belgii. Wciąż brak jest porozumienia odnośnie roli jaką miałyby pełnić EBC w powstrzymaniu kryzysu, a Prezes Draghi ponownie zwrócił uwagę na koszty ewentualnej utraty wiarygodności przez EBC i ograniczone zaangażowanie banku centralnego. Niemniej, bardziej aktywne działania EBC na rynku spowodowały spadek rentowności obligacji włoskich i hiszpańskich pod koniec tygodnia. Na polskim rynku, działania BGK, który według rynkowych informacji sprzedawał na rynku dolary, miały wpływ tymczasowy. Kurs EURPLN przez większą część tygodnia utrzymał się w oczekiwanych przez nas przedziale wahań. Na rynku stopy procentowej, oprócz wydarzeń globalnych, negatywną presję miała publikacja wyższej od oczekiwań i zgodnej z naszą prognozą inflacji. Expose premiera nie miało dużego wpływu na rynek. Warto jednak podkreślić, że wskazane zostały zarówno krótkoterminowe (wyższa składka rentowa, likwidacja części ulg) jak i długoterminowe (podniesienie wieku emerytalnego, przywilejów emerytalnych, reforma systemu ubezpieczenia rolniczego) sposoby na ograniczenie deficytu i długu publicznego.

Główne czynniki wpływające na rynek nie zmieniają się w najbliższym czasie. Na początku tego tygodnia inwestorzy zwrócą uwagę na wyniki wyborów parlamentarnych w Hiszpanii. Pewien wpływ na nastroje może mieć sprawozdanie z ostatniego posiedzenia Fed, na podstawie którego rynek będzie chciał ocenić szanse na uruchomienie kolejnej rundy stymulacji gospodarki USA. Kurs EURPLN nie zdołał na dłużej utrzymać się powyżej oporu 4,44 i kluczowe poziomy pozostają bez zmian. W minionym tygodniu ceny obligacji odbiły się lekko od ważnych wsparć i widzimy szanse na dalsze spadki rentowności.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS W-WA | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | | PROGNOZA | | OSTATNIA WARTOŚĆ |
|------------------------------------|------|-------------------------------------|---------|---------|----------|-------|---------------------|
| | | | | | RYNEK | BZWBK | |
| PONIEDZIAŁEK (21 listopada) | | | | | | | |
| 14:00 | PL | Produkcja przemysłowa | X | % r/r | 7,0 | 6,2 | 7,7 |
| 14:00 | PL | Produkcja budowlana | X | % r/r | 18,3 | 18,5 | 18,1 |
| 14:00 | PL | PPI | X | % r/r | 8,3 | 8,2 | 8,1 |
| 16:00 | US | Sprzedaż domów | X | mln | 4,85 | - | 4,91 |
| WTOREK (22 listopada) | | | | | | | |
| 14:00 | PL | Inflacja bazowa | X | % r/r | 2,6 | 2,8* | 2,6 |
| 14:30 | US | Drugi szacunek PKB | III kw. | % kw/kw | 2,5 | - | 1,3 |
| 20:00 | US | Minutes Fed | | | | | |
| ŚRODA (23 listopada) | | | | | | | |
| 4:30 | CN | Wstępny PMI – przemysł | XI | pkt | - | | 51,0 |
| 9:28 | DE | Wstępny PMI – przemysł | XI | pkt | 48,5 | - | 49,1 |
| 9:58 | EZ | Wstępny PMI – przemysł | XI | pkt | 46,5 | - | 47,1 |
| 12:00 | EZ | Nowe zamówienia przemysłowe | IX | % m/m | -2,6 | - | 1,9 |
| 14:30 | US | Wydatki konsumentów | X | % m/m | 0,3 | - | 0,6 |
| 14:30 | US | Dochody osobiste | X | % m/m | 0,3 | - | 0,1 |
| 14:30 | US | Bazowy PCE | X | % m/m | 0,1 | - | 0,0 |
| 14:30 | US | Zamówienia na dobra trwałego użytku | X | % m/m | -0,7 | - | -0,6 |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | tyg. | tys. | 390 | - | 388 |
| 15:55 | US | Indeks Michigan | XI | pkt | 64,5 | - | 60,9 |
| CZWARTEK (24 listopada) | | | | | | | |
| 11:00 | DE | Indeks Ifo | XI | pkt | 105,2 | - | 106,4 |
| 11:30 | GB | PKB | III kw. | % kw/kw | 0,5 | | 0,5 |
| PIĄTEK (25 listopada) | | | | | | | |
| 10:00 | PL | Sprzedaż detaliczna** | X | % r/r | 10,4 | 10,9 | 11,4 |
| 10:00 | PL | Stopa bezrobocia** | X | % | 11,9 | 11,9 | 11,8 |

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet *szacunek po danych o inflacji **potwierdzenie przez GUS terminu publikacji danych w poniedziałek

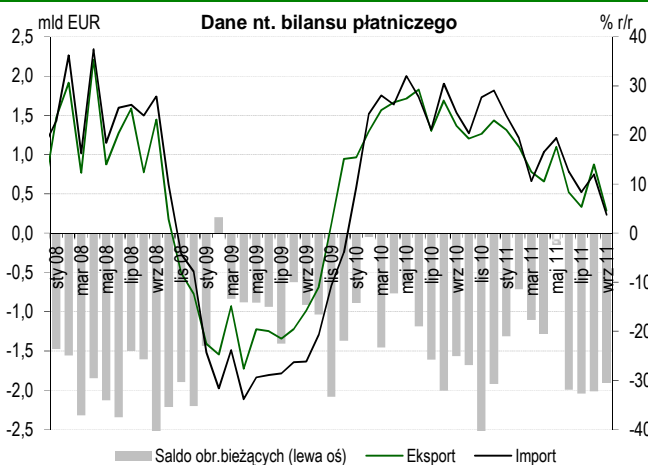
| | | | |
|---------------------------|--------------------------------|---------------------------|------------------------------|
| Maciej Reluga | Główny Ekonomista 22 586 8363 | e-mail: ekonomia@bzwbk.pl | |
| Piotr Bielski | Starszy Ekonomista 22 586 8333 | Marcin Sulewski | Analityk 22 586 8342 |
| Agnieszka Decewicz | Starszy Ekonomista 22 586 8341 | Marcin Luziński | Młodszy Analityk 22 586 8362 |

Wydarzenia nowego tygodnia – Krajowa produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna

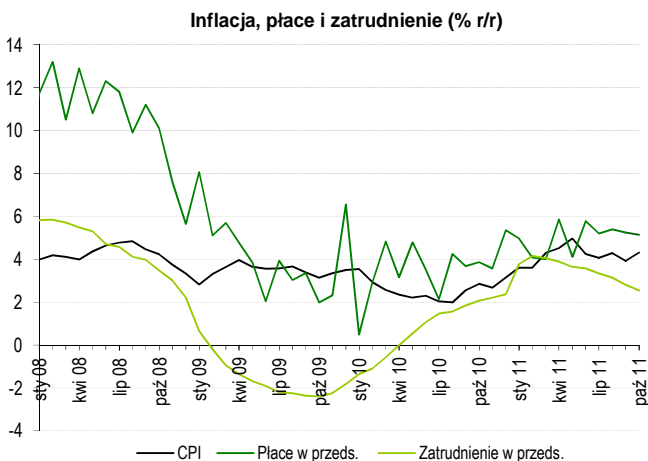


- Nasza prognoza produkcji przemysłowej jest wyraźnie poniżej oczekiwań rynku. Uważamy jednocześnie, że w kontekście coraz wyraźniejszego spowolnienia wzrostu gospodarczego w strefie euro, odczyt w okolicy 6% r/r będzie dobrym wynikiem potwierdzającym, że póki co nie widać wyraźnego wpływu czynników zewnętrznych na krajowy przemysł. Czynnikiem ryzyka dla prognozy są odczyt polskiego PMI (wyraźnie wyższy od oczekiwań, ale w ostatnich miesiącach dawał błędne wskazania) i PMI dla Niemiec i strefy euro (które mocno spadły).
- Po danych o CPI podnieśliśmy nasz szacunek inflacji bazowej po wyłączeniu cen energii i żywności do 2,8% z 2,7%. Dane pokażą utrzymanie się presji inflacyjnej.
- Naszym zdaniem sprzedaż detaliczna spowolniła w większości kategorii (nominalne tempo wzrostu wsparła wysoka inflacja), a stopa bezrobocia wzrosła.

Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja zgodna z naszą prognozą, obroty handlowe rozczarowały



- Wrześniowy deficyt na rachunku obrotów zaskoczył negatywnie wyższym od naszych oczekiwań odczytem na poziomie 1,901 mld € (wobec sierpniowego deficytu 2,017 mld € - dane po korekcie).
- Rozczarowały dane odnośnie handlu zagranicznego. Roczne dynamiki eksportu (4,6%) oraz importu (3,7%) okazały się znacząco niższe od naszych prognoz.
- Od strony finansowania pozytywnie zaskoczyły dane o napływie bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które wyniosły aż 2,170 mld € (1,182 mld € w sierpniu).
- Dane sugerują, że kurs walutowy jest istotnym czynnikiem wpływającym na popyt na towary importowane. Po jednym miesiącu trudno jest jednoznacznie przesądzać o zmianie trendu, niemniej nie wykluczamy, że szukanie tańszych substytutów dla towarów importowanych może ograniczyć dynamikę importu w nadchodzących miesiącach.



- Inflacja wzrosła w październiku do 4,3% r/r, z 3,9% r/r, zgodnie z naszą prognozą (najbardziej pesymistyczną na rynku). W największym stopniu w górę (w porównaniu z wrześniem) wskaźnik CPI pchnęły, zgodnie z tym co przewidywaliśmy, wyższe ceny żywności i napojów bezalkoholowych, paliw oraz odzieży i obuwi.
- Oczekujemy, że inflacja zacznie się wyraźnie obniżać dopiero od stycznia, kiedy zaczną ustępować efekty podwyżek VAT, a w kolejnych miesiącach procesowi temu będzie sprzyjać hamowanie popytu krajowego.
- Dane z rynku pracy również były dokładnie takie, jak się spodziewaliśmy. W październiku zatrudnienie wzrosło o 2,5% r/r, a płace o 5,1% r/r.
- Ostatnie dane oraz sytuacja na rynkach finansowych nie dają przesłanek do zmian w polityce pieniężnej. Zostało to potwierdzone w opublikowanym opisie dyskusji na listopadowym posiedzeniu RPP.

Cytat tygodnia – NBP nie będzie się wahać

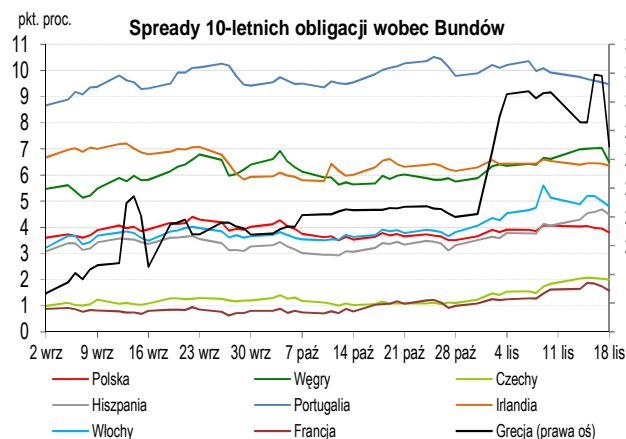
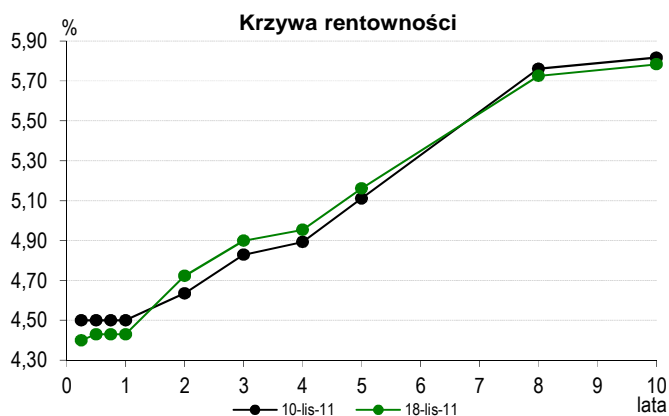
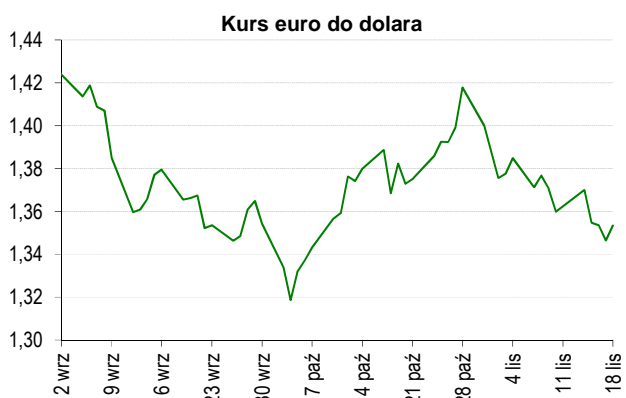
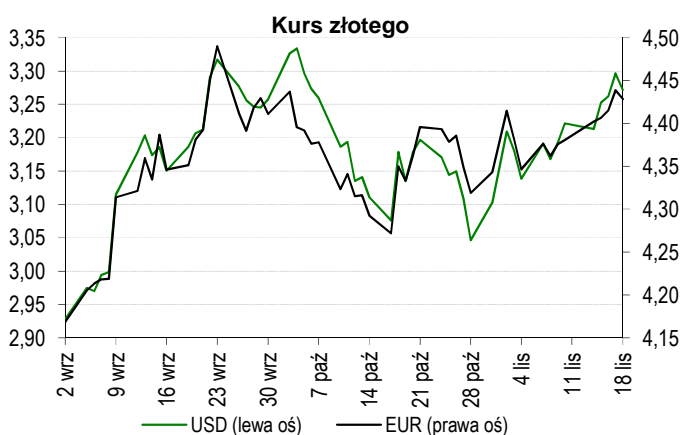
Marek Belka, prezes NBP,

Gazeta Wyborcza, 14 listopada 2011

W pewnym sensie jest [dodatkowa spekulacja]. Ale jeśli Grecja ogłasza referendum, to mamy powszechną panikę na całym świecie. Można to nazwać spekulacją, ale z trendem tej skali nie ma co walczyć. Zainteresowaliśmy się i dodaliśmy graczom spekulacyjnym ryzyko spotkania się z kontrą banku centralnego (...). Interwencja jest absolutną normą, brak interwencji - ekstrawagancją. Jeśli tylko uznamy, że kolejne nasze działania są potrzebne, nie będziemy się wahać.

Prezes NBP odniósł się w minionym tygodniu do aktualnych wydarzeń z globalnego rynku finansowego oraz wpływu zmian nastrojów na krajową walutę. Podkreślił, że NBP nie broni konkretnego kursu, ale interweniuje, jeśli notowania wskazują na wystąpienie „dodatkowej spekulacji”. Taka zdecydowana zapowiedź gotowości do zapobiegania gwałtownej deprecjacji złotego i chęci stabilizacji notowań wspiera naszą prognozę, która nie przewiduje wyraźnego osłabienia waluty. Z kolei pod koniec roku, w dół kurs EUR/PLN będzie stopniowo spychać aktywność BGK.

Monitor rynku



Ważne poziomy techniczne dla złotego bez zmian

W minionym tygodniu złoty stracił do euro (ok. 1%) i dolara (2,7%) w wyniku obaw o rozlanie się kryzysu na kolejne kraje strefy euro. Tak jak oczekiwaliśmy, kurs EURPLN przebywał blisko górnego ograniczenia prognozowanych przez nas tydzień temu wahań (4,44) i zgodnie z tym czego się spodziewaliśmy ten poziom był testowany (tygodniowe maksimum to 4,4575 osiągnięte po zamknięciu środowej sesji). Wg rynkowych doniesień, BGK sprzedawał dolary, ale aprecjacja krajowej waluty w wyniku tych działań była tylko chwilowa. Kurs EURPLN nie zdołał na dłużej utrzymać się powyżej oporu 4,44 i jeśli EURUSD będzie dalej rósł, to złoty może dalej się umacniać. Walutę wspierać też mogą w pewnym stopniu oczekiwania lub same interwencje BGK. Kluczowe poziomy pozostają bez zmian, wsparcie 4,32, opór 4,44.

Czeska korona i węgierski forint zyskały do euro (0,7% i 2,3%). Węgierską walutę w największym stopniu wsparły słowa tamtejszego ministra gospodarki o rozpoczęciu przez rząd rozmów z MFW o nowego rodzaju współpracy.

W minionym tygodniu EURUSD utrzymał się w przedziale 1,342-1,356, jednak skala wahań stopniowo się zawężała. Potencjał do wzrostu kursu ograniczany był przez sytuację w strefie euro, natomiast na drodze do większej aprecjacji dolara stały nadzieje na podjęcie przez Fed kolejnych działań w celu stymulacji gospodarki USA. Pod koniec tygodnia EURUSD przebił górą granicę wahań dzięki plotkom o możliwym wzmocnieniu roli MFW w rozwiązaniu sytuacji w strefie euro. Pierwszym oporem dla EURUSD jest poziom 1,37. Nadal dla kursu ważne będą wydarzenia w strefie euro, na rynek wpłynąć może także publikacja minutes Fed i dane makro.

Jest potencjał do spadku rentowności

W minionym tygodniu krajowa krzywa rentowności uległa wypłaszczeniu w wyniku osłabienia obligacji 2- i 5-letnich. Wzrost rentowności w tym segmencie to skutek wyższej od oczekiwań inflacji, co w połączeniu z jastrzębim tonem komunikatu po posiedzeniu RPP z poprzedniego tygodnia osłabiło oczekiwania rynku na obniżki stóp NBP. Wskutek tego wzrosły stawki FRA, szczególnie dla 6 i 9 miesięcy (o odpowiednio 4 i 8 pb.). Obligacje 10-letnie były stabilne. Zmiany na rynku IRS przebiegały w podobnej skali, więc asset swap spread nie zmienił się znacznie. Aukcja obligacji 5-letnich była udana. Sprzedano papiery za 2,5 mld zł przy popycie 5,2 mld zł i przy rentowności bliskiej poziomowi na rynku (5,15%). Ostatnie osłabienie skłoniło inwestorów do zwiększenia zaangażowania w krajowe obligacje. W minionym tygodniu ceny obligacji odbiły się lekko od ważnych wsparć i daje to szansę na kontynuację tego impulsu. W pewnym stopniu popyt na polskie aktywa wesprzeć może zapowiedź reform przedstawionych w expose premiera.

Słaba aukcja niemieckich obligacji 2-letnich i dobre dane z USA przyczyniły się do osłabienia, głównie Bundów. Na koniec tygodnia rentowności 10-letnich Bundów i Treasuries wyniosły odpowiednio 1,96% i 2,01%.

W wyniku obawy o rozlanie się kryzysu zadłużeniowego na kolejne kraje strefy euro spready obligacji z rynków peryferyjnych do Bundów rozszerzały się. W trakcie tygodnia, rentowność 10-letnich obligacji Włoch i Hiszpanii przekroczyła poziom 7% (max odpowiednio 7,2% i 7,12%) i dopiero zakupy EBC pod koniec tygodnia przyniosły trwalszy skutek - spadek do odpowiednio 6,67% i 6,42%.

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