

# Tygodnik ekonomiczny

28 listopada – 4 grudnia 2011

Tylko na początku minionego tygodnia nastroje na globalnym rynku były relatywnie dobre. Pomimo braku zgody w USA pomiędzy Republikanami a Demokratami na cięcia wydatków, agencje S&P oraz Moody's potwierdziły rating dla tego kraju. Kolejne dni stały jednak pod znakiem narastającej awersji do ryzyka. Głównym wydarzeniem na rynku była nieudana aukcja niemieckich 10-letnich obligacji, na której nie pozyskano planowanych 6 mld €. Słabszy popyt na Bundy odzwierciedlił spadek zaufania inwestorów do wspólnej waluty i aktywów w niej denominowanych. Poza tym, mniejszy popyt mógł być też skutkiem efektu końca roku i brakiem chęci inwestorów do większej aktywności na rynku. Wyniki aukcji przyczyniły się do dalszej deprecjacji euro do dolara oraz wznowieniu wyprzedaży obligacji m.in. Włoch. Gwałtownej wyprzedaży uległy też same obligacje Niemiec. Udział w rosnącej awersji do ryzyka miały też agencje ratingowe. Fitch obniżył ocenę kredytową Portugalii, a Moody's obciął rating Węgier do poziomu śmieciowego, co miało wpływ na rynki w regionie CEE. Złoty mocno ucierpiał w wyniku spadku popytu na ryzykowne aktywa, a „ostrzegawcze” interwencje NBP miały tylko tymczasowy efekt. Znaczne osłabienie zanotowały także polskie obligacje.

Z nieoficjalnych informacji wynika, że w tym tygodniu ministrowie finansów państw strefy euro zaakceptują wypłatę kolejnej transzy pomocy dla Grecji i zajmą się kwestią zwiększenia kapitałów EFSF. Należy więc oczekiwać, że uwaga rynku pozostanie skupiona na kwestii europejskiego kryzysu. W tym tygodniu opublikowany zostanie też szereg danych, z których najważniejsze to indeks nastrojów amerykańskich konsumentów, indeks ISM dla przemysłu i liczba nowych miejsc pracy poza rolnictwem w USA. Na ocenę perspektyw dla największej gospodarki świata wpływ może także mieć publikacja Beżowej Księgi Fed. Odczyty polskiego PKB za III kw. i PMI dostarczą cennych wskazówek odnośnie tego co może się dziać w gospodarce w kolejnych kwartałach. Jeśli chodzi o złotego, to sądzimy, że najbliższe dni mogą być decydujące jeśli chodzi o perspektywy dla krajowej waluty na nadchodzące tygodnie. Dodatkowo, zachowanie EURPLN będzie miało bardzo duży wpływ na polski rynek stopy procentowej.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (28 listopada)</b>							
8:00	DE	Indeks GfK	XII	pkt	5,2	-	5,3
10:00	EZ	Podaż pieniądza	X	% r/r	3,4	-	3,1
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	X	tys.	313	-	313
<b>WTOREK (29 listopada)</b>							
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	IX	% m/m	0,0	-	0,0
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	XI	pkt	43,0	-	39,8
<b>ŚRODA (30 listopada)</b>							
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>PKB</b>	<b>III kw.</b>	<b>% r/r</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>
11:00	EZ	Wstępny HICP	XI	% r/r	3,0	-	3,0
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Oczekiwania inflacyjne</b>	<b>XI</b>	<b>% r/r</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>4,2</b>
14:15	US	Raport ADP	XI	tys.	130	-	110
15:45	US	Indeks Chicago PMI	XI	pkt	58,0	-	58,4
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	X	% m/m	1,4	-	-4,6
20:00	US	Beżowa księga Fed					
<b>CZWARTEK (1 grudnia)</b>							
3:30	CN	PMI – przemysł	XI	pkt	-	-	51,0
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI – przemysł</b>	<b>XI</b>	<b>pkt</b>	<b>50,6</b>	<b>50,9</b>	<b>51,7</b>
9:28	DE	PMI – przemysł	XI	pkt	47,9	-	49,1
9:58	EZ	PMI – przemysł	XI	pkt	46,4	-	47,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	390	-	393
16:00	US	ISM – przemysł	XI	pkt	51,5	-	50,8
<b>PIĄTEK (2 grudnia)</b>							
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	XI	tys.	117	-	80
14:30	US	Stopa bezrobocia	XI	%	9,0	-	9,0

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet, Dow Jones

**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**

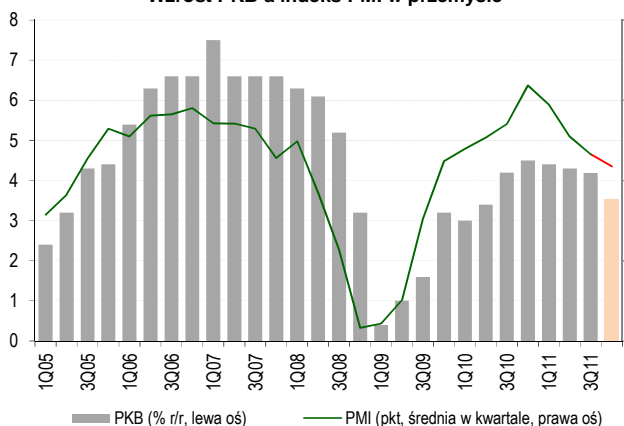
Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luziński** Młodszy Analityk

22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Dane o PKB za III kw., PMI wskazówką na kolejne kwartały

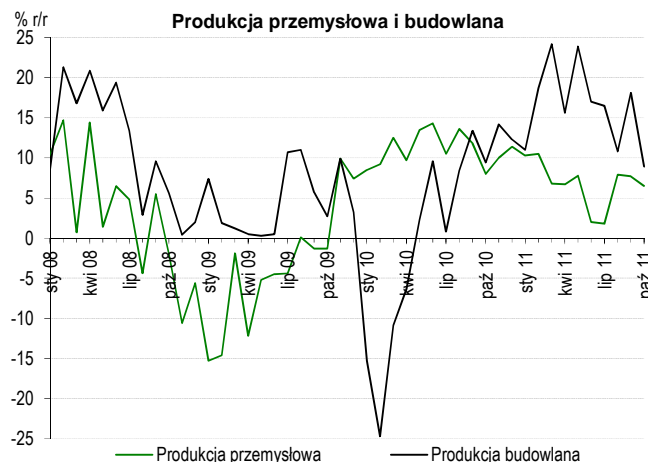
### Wzrost PKB a indeks PMI w przemyśle



- Spodziewamy się, że w III kw. tempo wzrostu PKB piąty kwartał z rzędu utrzymało się powyżej 4%, dzięki utrzymaniu umiarkowanie szybkiego wzrostu konsumpcji indywidualnej (3,5%), lekkiemu przyspieszeniu wzrostu inwestycji (8%) i dodatniemu wpływowi eksportu netto. Ożywienie inwestycji, głównie w maszyny i urządzenia, potwierdzają dane GUS dot. sektora dużych firm za III kw., opublikowane w Biuletynie statystycznym.
- Wg naszych prognoz, kolejne kwartały przyniosą jednak wyraźne spowolnienie wzrostu PKB.
- Wskazówką nt. tego jak duży wpływ na polski przemysł w IV kwartale może mieć postępujące z każdym miesiącem hamowanie aktywności za granicą będzie listopadowy indeks PMI. Oczekujemy lekkiego spadku indeksu, zapowiadającego hamowanie wzrostu produkcji przemysłowej w kolejnych miesiącach.

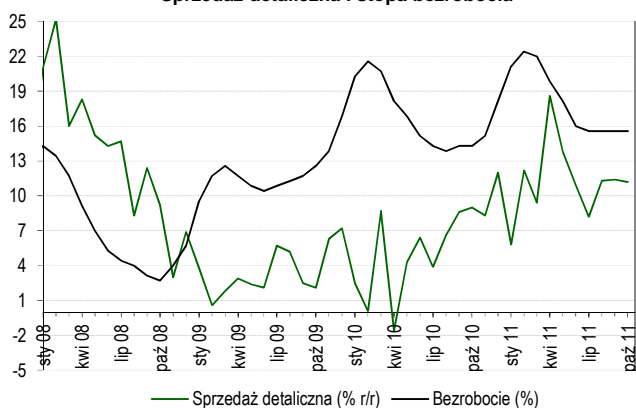
## Ostatni tydzień w gospodarce – Przemysł i sprzedaż detaliczna jeszcze silne

### Produkcja przemysłowa i budowlana



- Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu wyniósł w październiku 6,5% r/r (miesiąc wcześniej osiągnął 7,7% r/r), nieznacznie wyżej niż nasza prognoza (6,2%), ale niżej od oczekiwań rynkowych (7,0% wg ankiety *Parkietu*).
- Mimo że produkcja przemysłowa okazała się być nieco niższa od prognoz, to nadal pokazuje solidne tempo wzrostu. Tak jak w poprzednich miesiącach, obserwujemy silny wzrost w sektorach nakierowanych na eksport.
- Polski przemysł wciąż zdaje się odnosić korzyści z osłabienia złotego i wzrostu konkurencyjności polskich produktów, co w pewnym stopniu neutralizuje efekt spowalniającego popytu zagranicznego. Należy się jednak spodziewać, że efekt osłabienia za granicą będzie coraz mocniejszy, co przełoży się na spowolnienie wzrostu polskiego przemysłu w kolejnych kwartałach.
- PPI wzrósł do 8,5% r/r z 8,4% r/r po korekcie.

### Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia



- Wzrost sprzedaży detalicznej spadł w październiku do 11,2% r/r z 11,4% we wrześniu, lekko przekraczając naszą prognozę (10,9%) i nieco bardziej konsensus rynkowy (10,4%). W większym stopniu obniżyła się w porównaniu z poprzednim miesiącem realna dynamika sprzedaży (6,8% r/r w październiku wobec 7,7% we wrześniu), co wskazuje, że dobre dane to w części efekt rosnących szybko cen.
- Naszym zdaniem, dane nadal wskazują na dość dobrą kondycję popytu konsumpcyjnego, co – podobnie jak ostatnie dane o produkcji przemysłowej – pozytywnie wpływa na prognozę wzrostu PKB na IV kwartał br.
- W październiku stopa bezrobocia wyniosła 11,8%, bez zmian w porównaniu do ostatnich 4 miesięcy i nieznacznie poniżej naszych i rynkowych oczekiwań (11,9%). Wg nas w kolejnych miesiącach stopa bezrobocia może rosnąć do 12,2% w grudniu, do czego przyczyni się wyhamowanie pozytywnych tendencji na rynku pracy i efekt sezonowy.

## Cytat tygodnia – Perspektywa obniżek stóp nieco się oddala

### Marek Belka, prezes NBP, ObserwatorFinansowy.pl, 23 listopada

Dzisiaj jesteśmy w takiej sytuacji, jeśli chodzi o politykę stóp procentowych, w której możliwe jest zarówno obniżanie stóp, jak i ich podwyższanie. Dobry projekt budżetu na przyszły rok, jego dobra implementacja, na pewno zwiększa prawdopodobieństwo obniżek stóp.

### Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, Reuters 24 listopada

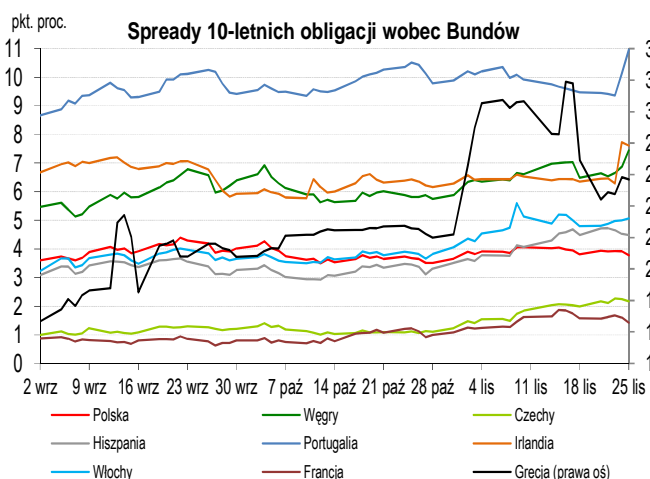
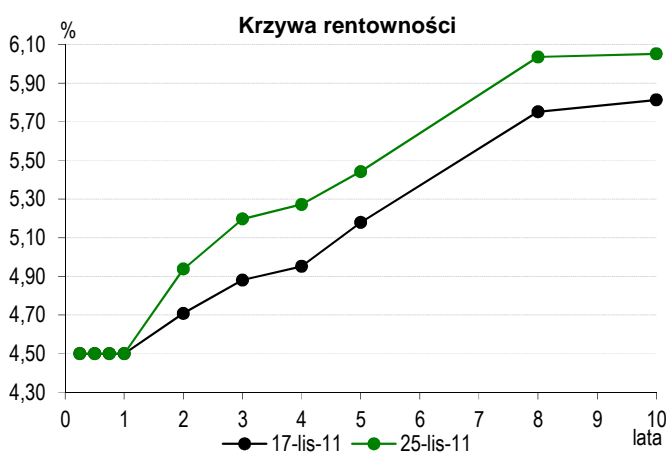
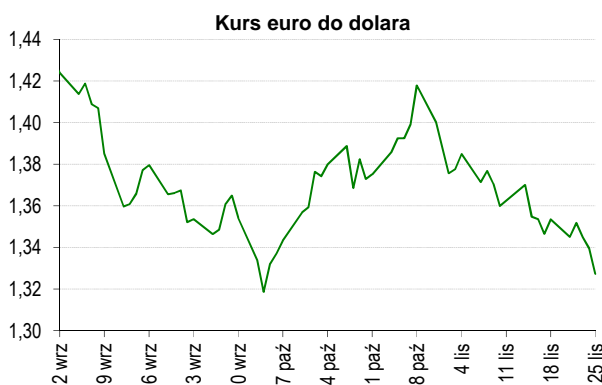
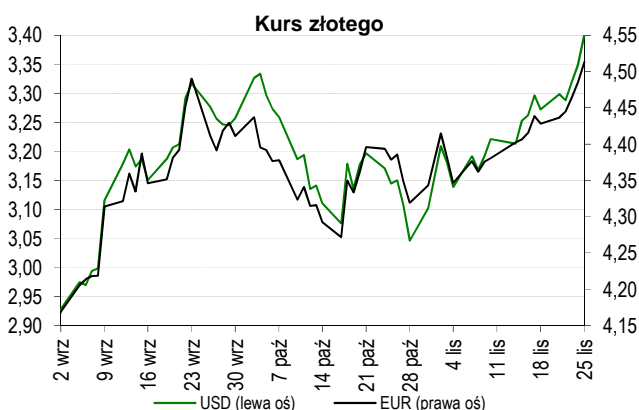
Jeśli wzrost gospodarczy utrzymałby się, a deprecjacja złotego była silna, to prawdopodobieństwo podwyżek stóp wzrosłoby.

### Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, PAP, 24 listopada

Bez względu na to jaka jest inflacja, trzeba z nią walczyć.

Wypowiedzi członków Rady sugerujące możliwość podwyżek stóp można traktować jako formę ustnej interwencji wspierającej złotego. Oczekiwane przez nas wyraźne spowolnienie gospodarki oraz wyraźny spadek inflacji powinny stworzyć możliwość do obniżki stóp w 2012 r., chociaż widzimy ryzyko odsunięcia w czasie pierwszej obniżki, ponieważ bardziej negatywny scenariusz kursowy może faktycznie spowolnić tempo powrotu inflacji do celu NBP.

## Monitor rynku



## Ten tydzień może być decydujący dla złotego...

▪ Kursy EURPLN i USDPLN przez cały tydzień poruszały się w silnych trendach wzrostowych, złoty był pod presją gwałtownego wzrostu awersji do ryzyka. W końcu na rynku pojawił się NBP, ale interwencja nie miała ani dużego, ani trwałego wpływu na walutę, EURPLN dalej rósł. Wiceprezes NBP, Koziański, podkreślił, że działania banku były na wielokrotnie mniejszą skalę, niż we wrześniu i miały charakter „ostrzegawczy”. Uważamy, że lepszym sposobem na zniechęcenie inwestorów do podejmowania kolejnych prób osłabienia złotego byłoby przeprowadzenie bardziej zdecydowanej interwencji. Skutki takich „interwencji ostrzegawczych” – tzn. tylko tymczasowe umocnienie złotego – mogą wręcz zachęcić rynek do testowania determinacji banku centralnego. Wydaje się, że najbliższe dni będą decydujące jeśli chodzi o notowania EURPLN w najbliższych tygodniach. Wiceprezes NBP zapowiedział, że możliwe są kolejne interwencje na większą skalę i z tego powodu ten tydzień zapowiada się ciekawie. Pierwszy opór to 4,53, kolejny to ok. 4,60.

▪ Czeska korona i forint oddały cały zysk z poprzedniego tygodnia m.in. wskutek decyzji agencji Moody's i zanotowały osłabienie do euro o odpowiednio 2% i 3,4%.

▪ Wspólna waluta była cały czas pod negatywną presją w zw. z obawami o rozpad strefy euro i w konsekwencji kurs EURUSD spadł do najniższego poziomu od początku października, ok. 1,322, co jest całkiem silnym wsparciem. Nawet jeśli euro podejmie próby odrobienia części strat to widzimy potencjał spadku kursu do ok. 1,315. Decydujące będą nadal kwestie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro.

## ... którego zachowanie będzie decydujące dla długu

▪ Gwałtowny wzrost awersji do ryzyka spowodował bardzo wyraźne osłabienie obligacji. Polska krzywa rentowności przesunęła się równolegle w górę o ok. 30 pb. Realizacja zleceń stop loss sprawiła, że wzrosły również obroty. W podobnej skali w górę powędrowały też stawki IRS. Osłabienie złotego oraz jastrzębie komentarze niektórych członków RPP pchnęły z kolei w górę stawki FRA, głównie w segmencie 3-9 miesięcy. Zachowanie krajowego rynku stopy procentowej zależeć będzie w tym tygodniu od zmian kursu walutowego. Jeśli NBP nie powstrzyma deprecjacji złotego, to FRA mogą dalej rosnąć w osłabienia oczekiwań na szybkim obniżki stóp. W związku z ostatnim znaczącym osłabieniem waluty na rynek powrócić mogą obawy o przekroczenie przez dług publiczny 55% PKB, co z kolei wyrwie negatywną presję na obligacje.

▪ Fakt, że na aukcji sprzedaży niemieckich obligacji 10-letnich popyt był niższy niż podaż zainicjował gwałtowną wyprzedaż Bundów. W tym samym czasie, obligacje USA zyskiwały w wyniku wzrostu awersji do ryzyka. W rezultacie, spread pomiędzy obligacjami USA i Niemiec spadł poniżej zera po raz pierwszy od początku października. Na koniec tygodnia rentowności 10-letnich Bundów oraz Treasuries wyniosły odpowiednio 2,27% i 1,96%.

▪ Brak porozumienia pomiędzy liderami państw strefy euro odnośnie sposobu rozwiązania kryzysu zadłużeniowego przyczynił się do nasilenia się obaw o kraje z peryferii Eurolandu. Warto mieć na uwadze, że skala wzrostu byłaby jeszcze większa gdyby nie osłabienie Bundów. Jedynie w przypadku Grecji zanotowano zawężenie spreadu do 10-letnich obligacji Niemiec. EBC skupował papiery państw z peryferii strefy euro, ale rentowności włoskich obligacji zakończyły tydzień powyżej 7%.

---

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