

# Tygodnik ekonomiczny

29 października – 4 listopada 2012

Miniony tydzień upłynął pod znakiem pogorszenia nastrojów rynkowych i wyprzedaży ryzykownych aktywów. Traciły m.in. giełdy (S&P500 najniżej od początku września) i złoty (EURPLN i USDPLN najwyżej od końca września). Przyczyną takiego rozwoju sytuacji rynkowej były przede wszystkim słabe wyniki finansowe spółek, rozczarowanie wynikami szczytu UE, obniżki ratingów hiszpańskich regionów i francuskich banków oraz słabe wstępne wskaźniki koniunktury PMI i Ifo dla strefy euro i Niemiec. Indeksy PMI zaskoczyły szczególnie negatywnie, gdyż przez ostatnie dwa miesiące poruszały się w górę, zatem inwestorzy oczekiwali potwierdzenia trendu wzrostowego, który mógłby być zapowiedzią odbicia gospodarczego. Krajowe dane (sprzedaż detaliczna i inflacja bazowa) miały gołębi wydźwięk i wzmocniły oczekiwania na obniżki stóp przez RPP na listopadowym posiedzeniu. Lepsze dane pojawiły się dopiero pod koniec tygodnia (PKB w Wielkiej Brytanii i USA) i dzięki nim ryzykowne aktywa odrobiły część strat.

W tym tygodniu poznamy szereg ważnych danych z USA, które mogą mieć znaczący wpływ na notowania rynkowe. Szczególnie istotne będą dane z rynku pracy. Warto przypomnieć, że czas trwania programu ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed jest uzależniony od sytuacji właśnie na tym rynku, zatem odczyt odbiegający od konsensusu może mieć duży wpływ na notowania dolara. Ważny będzie także odczyt październikowego ISM dla amerykańskiego przemysłu. W zeszłym miesiącu wartość tego wskaźnika wróciła ponad neutralne 50 punktów i najnowszy odczyt pozwoli upewnić się, czy był to tylko jednorazowy skok, czy zapowiedź trwalszej tendencji. W kraju poznamy wartość indeksu PMI w przemyśle w październiku. Najprawdopodobniej pozostanie ona wyraźnie poniżej 50 punktów (7 miesiąc z rzędu), sugerując dalsze spowolnienie krajowej gospodarki i potwierdzając „trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej”, czyli warunku koniecznego dla obniżki stóp przez RPP. Oczekiwania na obniżki stóp oraz słabe nastroje na globalnym rynku wywierają presję na złotego. Dalszy spadek indeksu PMI dla polskiego przemysłu może wygenerować impuls do przełamania oporu na 4,18, co otwierałoby drogę w kierunku 4,20-4,22 za euro. Dalsze osłabienie złotego będzie wywierało negatywną presję na srodek i długi koniec krzywej. Natomiast krótki koniec krzywej, w oczekiwaniu na listopadową obniżkę, powinien pozostać stabilny.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (29 października)</b>							
13:30	US	Dochody osobiste	IX	% m/m	0,4	-	0,1
13:30	US	Wydatki konsumentów	IX	% m/m	0,6	-	0,5
13:30	US	Bazowy PCE	IX	% m/m	0,1	-	0,1
<b>WTOREK (30 października)</b>							
14:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	VIII	% m/m	0,4	-	0,4
15:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	X	pkt	72,5	-	70,3
<b>ŚRODA (31 października)</b>							
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI – przemysł</b>	<b>X</b>	<b>pkt</b>	<b>-</b>	<b>46,6</b>	<b>47,0</b>
11:00	EZ	Wstępny HICP	X	% r/r	2,5	-	2,6
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Oczekiwania inflacyjne</b>	<b>X</b>	<b>% r/r</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>4,1</b>
13:15	US	Raport ADP	X	tys.	140	-	162
14:45	US	Indeks Chicago PMI	X	pkt	51,0	-	49,7
<b>CZWARTEK (1 listopada)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Dzień wolny</b>					
4:30	CN	PMI – przemysł	X	pkt	-	-	47,9
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	370	-	369
15:00	US	ISM – przemysł	X	pkt	51,4	-	51,5
<b>PIĄTEK (2 listopada)</b>							
9:53	DE	PMI – przemysł	X	pkt	45,7	-	47,4
9:58	EZ	PMI – przemysł	X	pkt	45,3	-	46,1
13:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	X	tys.	123	-	114
13:30	US	Stopa bezrobocia	X	%	7,9	-	7,8
15:00	US	Zamówienia przemysłowe	IX	% m/m	4,2	-	-5,2

Źródło: BZ WBK, 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

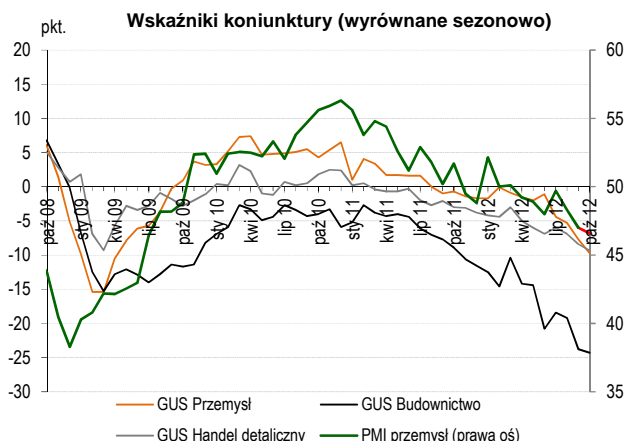
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luziński** Analityk

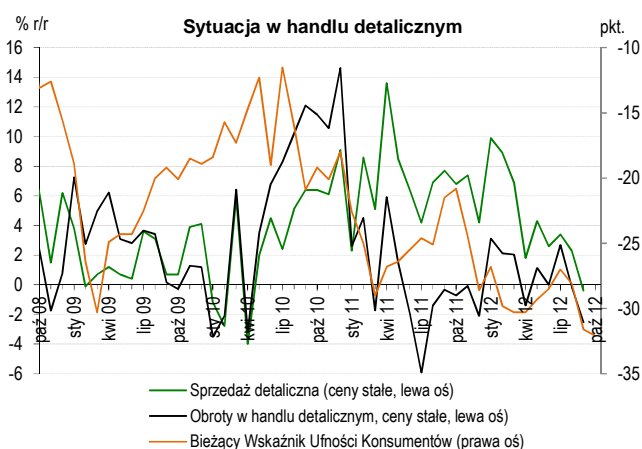
22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Siódmy miesiąc spadku aktywności w przemyśle

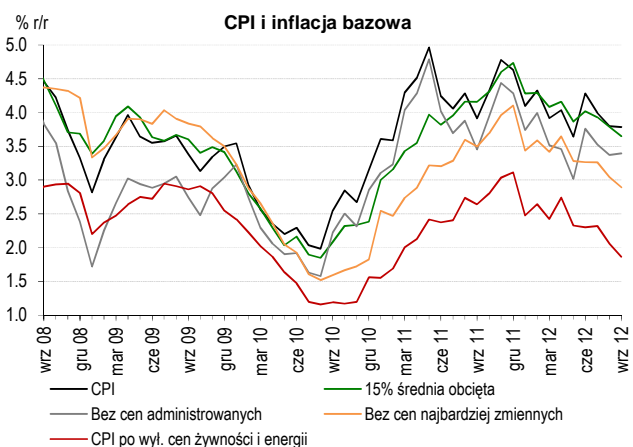


- Wstępne indeksy PMI w przemyśle strefy euro i Niemiec zanotowały w październiku wyraźne spadki (po poprawie w dwóch poprzednich miesiącach). Spodziewamy się, że indeks PMI dla krajowego przemysłu również się obniżył, odzwierciedlając malejące zamówienia krajowe i zagraniczne oraz pogorszenie sytuacji na rynku pracy. Indeksy koniunktury gospodarczej GUS (wyr. sezonowo) po raz kolejny mocno się obniżyły, wskazując na kontynuację spowolnienia we wszystkich sektorach gospodarki, w tym gwałtownie spadły oceny produkcji w przemyśle.
- Prawdopodobny jest lekki spadek oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, m.in. za sprawą spadku wskaźnika CPI będącego podstawą obliczeń.
- Aktywność na krajowym rynku będzie ograniczona w II połowie tygodnia ze względu na dzień wolny w czwartek.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Mocne hamowanie popytu konsumentów



- Wzrost sprzedaży detalicznej mocno spowolnił we wrześniu (do 3,1% r/r nominalnie i -0,4% r/r realnie), odzwierciedlając słabość popytu konsumentów w warunkach trudnej sytuacji na rynku pracy i spadku realnych dochodów. Dane wskazują, że dynamika spożycia indywidualnego, która wyhamowała do 1,2% r/r już w II kw. br., pozostanie niska w najbliższym czasie.
- Słabe perspektywy konsumpcji potwierdza dalsze pogorszenie nastrojów konsumenckich – wskaźnik bieżącej ufności spadł w październiku do -32,1 pkt, poniżej dołka z 2009 r.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego utrzymała się we wrześniu na poziomie 12,4%, nieco poniżej prognoz, w czym mogło pomóc m.in. zwiększenie środków na aktywizację bezrobotnych. Jednak liczba bezrobotnych wzrosła o 6,3% r/r, najmocniej od dwóch lat.



- Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii spadła we wrześniu z 2,1% do 1,9%, najniższej od 18 miesięcy. Obniżyły się jeszcze dwie inne miary inflacji bazowej.
- GUS zrewidował lekko dane o PKB, podwyższając wzrost w I kw. (z 3,5% do 3,6% r/r) i obniżając w II kw. br. (z 2,4% do 2,3% r/r). Na uwagę zasługuje m.in. obniżenie tempa wzrostu konsumpcji indywidualnej, które w II kwartale spowolniło do 1,2% r/r (a nie 1,5% jak wcześniej podawano) i było najniższe od trzech lat.
- W związku z rewizją PKB skorygowano szacunek deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych, który wyniósł w 2011 r. 5% PKB (a nie 5,1%). Wg prognozy przesłanej przez Polskę do Eurostatu, deficyt GG ma się obniżyć do 3,4% PKB w 2012 r.

## Cytat tygodnia – Obniżka stóp naturalną konsekwencją spowolnienia

### Andrzej Bratkowski, członek RPP, 25.10, PAP

Cięcie stóp za jednym zamachem o 75 pb mogłoby być odebrane, jako ekstrawagancja. (...) 50 pb w listopadzie i 25 pb w grudniu by mi odpowiadało. Na pewno przydałyby się cięcia do końca I kwartału rządu 100-125 pb.

### Marek Belka, prezes NBP, 25.10, Gazeta Wyborcza

Tak, obniżka stóp byłaby dziś naturalną konsekwencją spowolnienia i wsparłaby wzrost gospodarczy. (...) W Polsce kryzysu nie ma. Jest spowolnienie.

### Andrzej Rzońca, członek RPP, 24.10, PAP

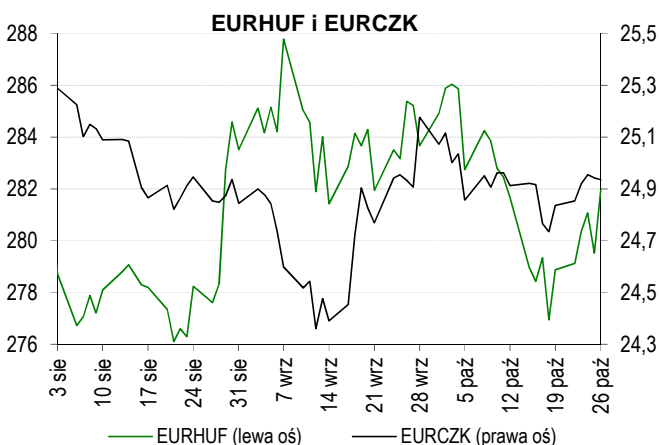
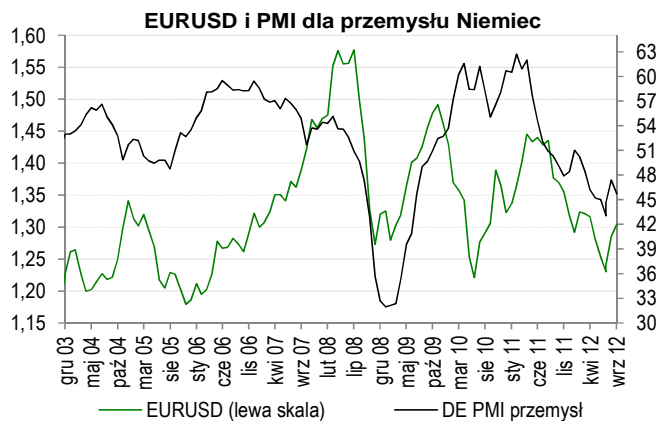
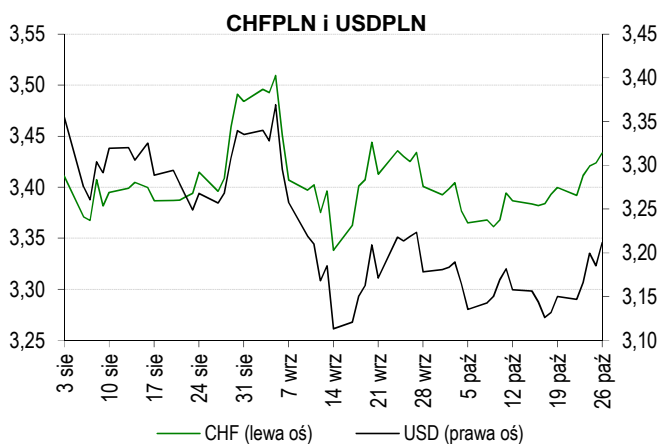
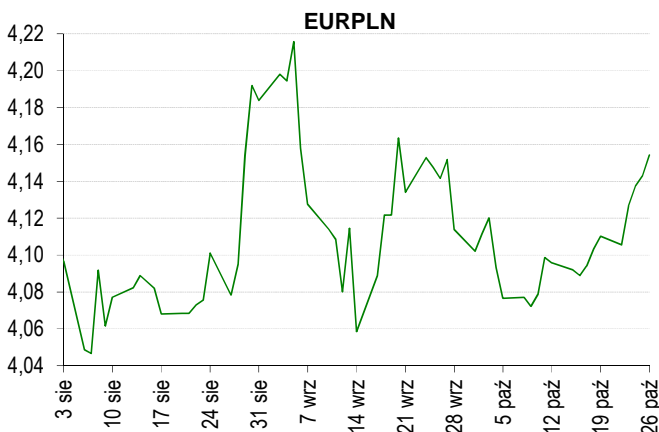
Spowolnienie wzrostu nie będzie dość głębokie, aby sprowadzić inflację do celu. Spowolnienie wzrostu gospodarczego jest argumentem za obniżeniem stóp.

### Jan Winiecki, członek RPP, 19.10, TVN CNBC

Sytuacja się zmieniła na tyle, że dzisiaj jestem mniej stanowczym przeciwnikiem utrzymania stóp na obecnym poziomie. Gdybym widział, że wzrost PKB w III kw. rzeczywiście tak pikuje (...) to byłbym gotowy zagłosować (za obniżką).

Ostatnie wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej wskazują, że różnice ich poglądów nadal są bardzo duże. Najbardziej „jastrzębi” członkowie Rady nadal wydają się zupełnie oderwani od rzeczywistości, chociaż nawet oni powoli zdają się dostrzegać, że rozwój sytuacji makroekonomicznej jest zupełnie odmienny niż zakładali. Niemniej, zebranie większości za obniżką stóp w listopadzie jest możliwe również bez ich głosów i zakładamy, że tak właśnie nastąpi, ponieważ ostatnie dane z gospodarki wyraźnie wskazują, że przed nami okres mocnego hamowania wzrostu PKB i szybkiego spadku inflacji i zapewne podobne wnioski pokaże nowa projekcja NBP. Jeśli CPI szybko spadnie do celu 2,5% (lub poniżej), istnieje wręcz ryzyko, że skala obniżek stóp przez RPP może być większa niż obecnie zakładamy w scenariuszu bazowym (75 pb do końca I kw. 2013).

## Rynek walutowy – Korekta na złotym - czynniki globalne i oczekiwania na obniżki stóp kluczowe



### Złoty najszabszy od września

Zgodnie z naszymi przewidywaniami w minionym tygodniu nastąpiło wybiecie z formacji trójkąta i dominowała tendencja deprecyjna złotego (pomimo krótkotrwałych korekt). Negatywny wpływ na notowania złotego miało pogorszenie globalnych nastrojów inwestycyjnych (po rozczarowujących danych z europejskiej gospodarki), ale również po słabszym odczycie krajowych danych o sprzedaży detalicznej. W konsekwencji kurs EURPLN testował poziom 4,16, osiągając tygodniowe maksimum na 4,164 (najwyższy poziom od połowy września). Po publikacji lepszych od oczekiwań danych o PKB dla US złoty nieznacznie zyskał na wartości.

Wzrost odnotowano również w przypadku USDPLN i CHFPLN. Pierwszy z kursów po krótkotrwałej stabilizacji w okolicach 3,14 wzrósł powyżej istotnego oporu na 3,20, osiągając tygodniowe maksimum na 3,224. Natomiast kurs CHFPLN, w skali tygodnia, wzrósł o nieco ponad 3 grosze do ok. 3,434 w czasie piątkowej sesji.

Złoty znajduje się pod presją czynników globalnych, ale również silnych oczekiwań na redukcję stóp (m.in. efekt napływających informacji o rewizjach w dół prognoz PKB na ten i przyszły rok). Wybiecie EURPLN z formacji trójkąta sugeruje możliwość wzrostu kursu w kierunku górnego ograniczenia kanału konsolidacji na poziomie 4,20-4,22 w nadchodzących dniach/tygodniach. Kluczowe dla realizacji takiego scenariusza będzie przełamanie oporu na 4,18 (lokalny szczyt z drugiej dekady września), w czym może pomóc słaby odczyt PMI za październik. Pierwsze wsparcie dla EURPLN znajduje się na 4,13, a kolejne to 4,10. W drugiej połowie tygodnia oczekujemy zdecydowanie niższej aktywności inwestorów ze względu na dzień wolny w czwartek.

### Dane z rynku pracy w USA kluczowe dla EURUSD

W minionym tygodniu kurs EURUSD znajdował się w trendzie spadkowym. Wspólna waluta traciła na wartości w wyniku słabych danych z gospodarczych ze strefy euro, w szczególności z Niemiec. W konsekwencji kurs EURUSD po osiągnięciu tygodniowego maksimum na 1,308 stopniowo spadał w kierunku 1,29.

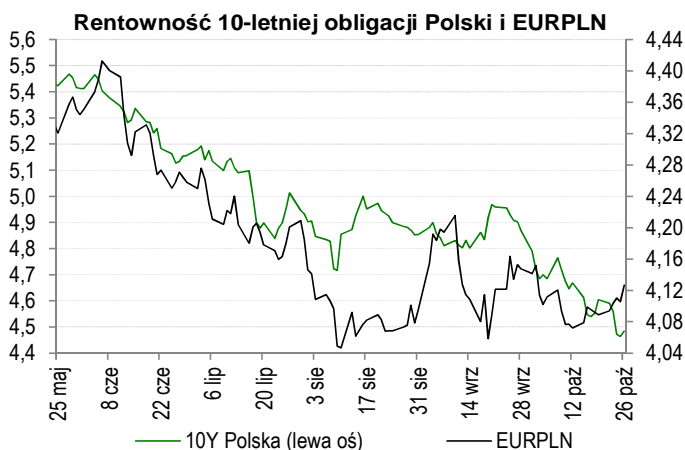
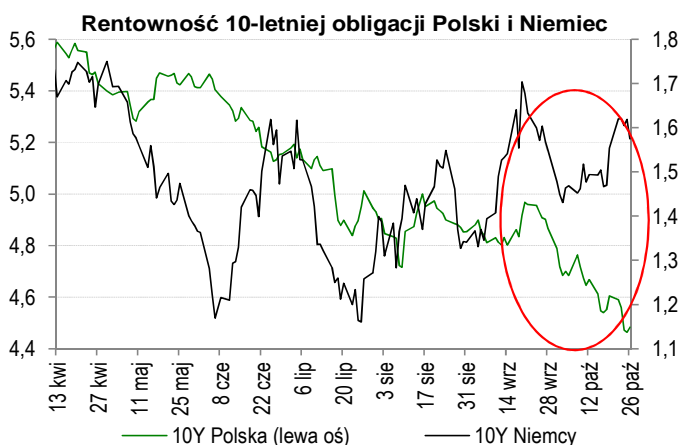
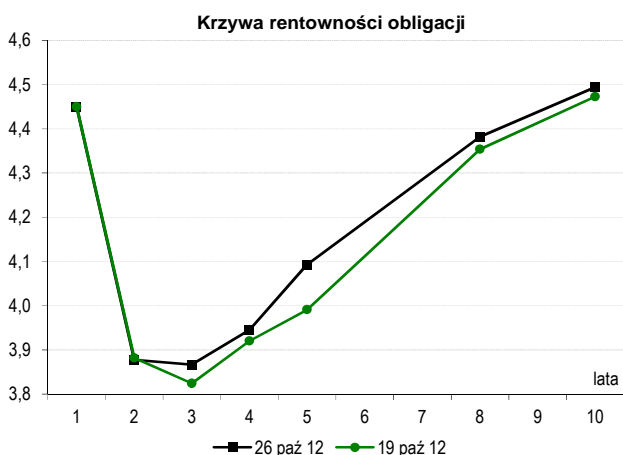
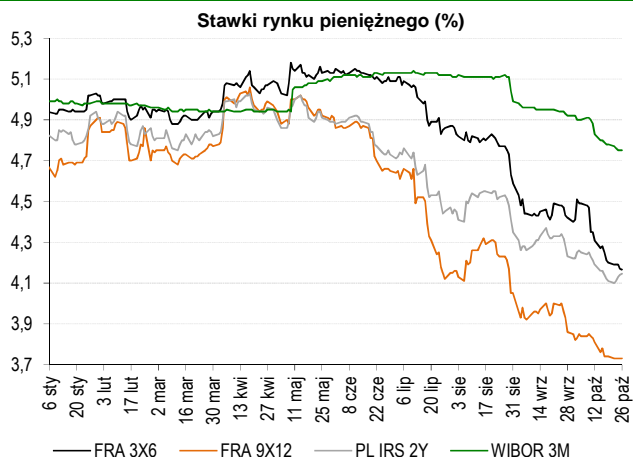
W tym tygodniu szereg istotnych danych tak dla amerykańskiej, jak i europejskiej gospodarki. Uwaga inwestorów skoncentruje się przede wszystkim na danych z amerykańskiego rynku pracy. W ostatnich tygodniach kurs EURUSD porusza się w przedziale 1,28 -1,307 (ze szczytem w okolicach 1,314). Ten przedział pozostaje obowiązujący, chociaż piątkowe dane odnośnie zatrudnienia i stopy bezrobocia w USA mogą przynieść bardziej zdecydowany ruch na eurodolarze.

### Duża zmienność również na rynku walut regionu

W minionym tygodniu na rynku walut regionu, podobnie jak i na złotym, dominował deprecyjny. Mimo krótkotrwałych korekt, kursy EURCZK i EURHUF zakończyły tydzień na wyższych poziomach w porównaniu z początkiem tygodnia.

W nadchodzących dniach kluczowe dla walut regionu będą posiedzenia banków centralnych (na Węgrzech: 30.10, a w Czechach: 1.11). Nie można wykluczyć dalszych działań dostosowawczych tych banków centralnych do bieżącej sytuacji gospodarczej (obniżki stóp procentowych, ewentualnych interwencji), które mogą negatywnie wpływać na notowania korony i forinta.

## Rynek stopy procentowej – Słaby złoty może pchnąć rentowności w górę



## Niewielkie zmiany FRA i WIBOR-ów

Na rynku pieniężnym nie zaszły znaczne zmiany. FRA oraz WIBOR-y obniżyły się o 1-3 pb w skali tygodnia w oczekiwaniu na listopadową redukcję stóp przez RPP. Od publikacji pod koniec sierpnia gorszych od oczekiwań danych o PKB za II kw. stawki WIBOR od 3 do 12 miesięcy spadły już o ponad 35 pb. Krzywa WIBOR-owa w tym segmencie jest płaska na poziomie 4,74-4,75%.

W tym tygodniu nie zostaną opublikowane żadne istotne dane, które mogłyby wygenerować ruch na rynku krajowej stopy procentowej. Naszym zdaniem, dopiero wydzwitek listopadowego posiedzenia RPP może zainicjować znaczne zmiany w notowaniach WIBOR-ów i FRA. Do tego czasu, stawki te powinny oscylować w pobliżu obecnych poziomów z tendencją do dalszych nieznacznych spadków.

## Korekta na rynku obligacji...

Oslabienie złotego zaobserwowane w minionym tygodniu miało negatywny wpływ na wycenę krajowego długu. Ruch rentowności w górę był szczególnie widoczny w przypadku obligacji 5-letnich, które oddaliły się o 10 pb. od rekordowo niskiego poziomu zanotowanego 2 tygodnie temu (3,99%). Długi koniec krzywej przesunął się w górę tylko nieznacznie (2 pb.), natomiast 2-letni dług był stabilny. Warto zaznaczyć, że na przestrzeni minionego tygodnia obroty na rynku były bardzo małe.

Na wydarzenia zachodzące na rynku obligacji zareagowały też IRS, choć tutaj krzywa przesunęła się równolegle (o 3-4 pb) od 2 do 10 lat. Z powodu większego ruchu na rynku obligacji, spread asset swap dla 5-lat wzrósł o ok. 6 pb, do -9 pb.

Ministerstwo Finansów uplasowało w minionym tygodniu dług za łączną kwotę prawie 8 mld zł. Ze sprzedaży 2-latk OK0714 pozyskano 2,71 mld zł (razem z poprzednimi aukcjami wyemitowano już 10,3 mld zł tego papieru) przy popycie 3,53 mld zł oraz rentowności 3,856% (na aukcji w lipcu było to 4,361%). Zaoferowano też nowy 10-letni papier DS1023, którego wartość sprzedaży wyniosła 5,13 mld zł przy popycie 6,54 mld zł i rentowności 4,496%. Po aukcji MF ma już sfinansowane 10% przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych brutto, a do końca roku chce osiągnąć 20% pokrycie.

## ... która może trwać jeśli złoty będzie dalej tracił

Polskie obligacje pozostają w ostatnich tygodniach mało wrażliwe na zmiany zachodzące na rynku niemieckich obligacji, widać jednak, że reagują w pewnym stopniu na zachowanie złotego. Ponieważ oczekujemy, że krajowa waluta pozostanie pod presją, jest potencjał do dalszej korekty na środku i długim końcu krzywej.

Warto zauważyć, że czwartek jest dniem wolnym od handlu, co zapewne jeszcze bardziej ograniczy płynność na krajowym rynku długu. Przy ewentualnym pogorszeniu nastroju na globalnym rynku (w tym tygodniu publikowane będą m.in. istotne dane z USA) i dalszej deprecjacji złotego zmiany w rentownościach obligacji mogą być większe niż w ostatnich dniach.

---

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