

# Tygodnik ekonomiczny

5 – 11 listopada 2012

Zamknięcie rynku w USA na początku tygodnia z powodu nadciągającego huraganu spowodowało, że na globalnym rynku sytuacja była całkiem odmienna od dynamiki wydarzeń rozgrywających się na wschodnim wybrzeżu Stanów Zjednoczonych. Ograniczenie płynności sprawiło, że notowania przebiegały spokojnie i na przestrzeni całego tygodnia nie zaszły przełomowe zmiany. Pewną negatywną presję na wspólną walutę wywierały doniesienia z Grecji i Hiszpanii. Najpierw komentarze z EBC sprawiły, że ograniczeniu uległy oczekiwania na kolejną restrukturyzację długu Grecji (tego w posiadaniu instytucji publicznych), a na koniec tygodnia sąd w Atenach zasugerował, że reforma rynku pracy (której przeprowadzenie jest istotnym warunkiem do spełnienia by otrzymać kolejną transzę pomocy) może być niezgodna z grecką konstytucją. Poza tym, pewnym rozczarowaniem dla inwestorów mogły być nieoficjalne medialne doniesienia mówiące o tym, że premier Hiszpanii nie widzi pilnej potrzeby prośby o wsparcie finansowe, na co rynek oczekuje od kilku tygodni. Plotki te nie spowodowały jednak przeceny długu tego kraju, widać, że inwestorzy nie są skłonni do inwestowania „przeciwko” EBC. Złoty odrobił część strat z poprzedniego tygodnia, do czego przyczyniły się znacznie lepsze od oczekiwań dane z USA.

Wycena przez rynek zawężenia się korzystnego dla krajowej waluty dysparytetu stóp procentowych była w ostatnich tygodniach jednym z istotnych czynników wpływających na deprecjację złotego. Decyzja Rady zgodna z oczekiwaniami (obniżka stóp o 25 pb) może zaszkodzić złotemu, rozwiewając ostatni cień niepewności dotyczący rozpoczęcia cyklu obniżek. Jednocześnie decyzja i komunikat Rady powinny być czynnikami wspierającymi (przynajmniej) krótki koniec krajowej krzywej obligacyjnej. Za granicą uwaga inwestorów skupi się na wynikach wyborów w USA. Oprócz tego, kto zostanie prezydentem, istotne będą wyniki głosowań do Izby Reprezentantów i do Senatu, ponieważ mogą one przesądzić o tempie, w jakim zostanie osiągnięte porozumienie ws. oszczędności budżetowych oraz czy USA unikną drastycznego zacieśnienia polityki fiskalnej na początku 2013 (tzw. *fiscal cliff*). W czwartek Hiszpania organizuje aukcję obligacji, która będzie, jak zwykle, testem zaufania inwestorów w możliwość przezwyciężenia europejskiego kryzysu zadłużeniowego. Pod tym kątem może też być analizowany przez inwestorów wynik posiedzenia EBC.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (5 listopada)</b>							
10:30	EZ	Indeks Sentix	XI	pkt	-20,0	-	-22,2
16:00	US	ISM – usługi	X	pkt	54,5	-	55,1
<b>WTOREK (6 listopada)</b>							
	US	Wybory w USA					
9:53	DE	PMI – usługi	X	pkt	49,3	-	49,7
9:58	EZ	PMI – usługi	X	pkt	46,2	-	46,1
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	IX	% m/m	-0,5	-	-1,3
<b>ŚRODA (7 listopada)</b>							
	PL	<b>Decyzja RPP</b>		%	<b>4,50</b>	<b>4,50</b>	<b>4,75</b>
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	IX	% m/m	-0,1	-	0,1
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	-0,5	-	-0,5
<b>CZWARTEK (8 listopada)</b>							
8:00	DE	Eksport	IX	% m/m	-1,5	-	2,4
<b>11:00</b>	PL	<b>Aukcja obligacji PS0418 o wartości 2-4 mld zł</b>					
13:00	GB	Decyzja BoE		%	0,50	-	0,50
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,75	-	0,75
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	370	-	363
14:30	US	Bilans handlowy	IX	mld \$	-45,3	-	-44,2
<b>PIĄTEK (9 listopada)</b>							
4:30	CN	CPI	X	% r/r	1,9	-	1,9
4:30	CN	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	9,4	-	9,2
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	XI	pkt	82,8	-	82,6

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

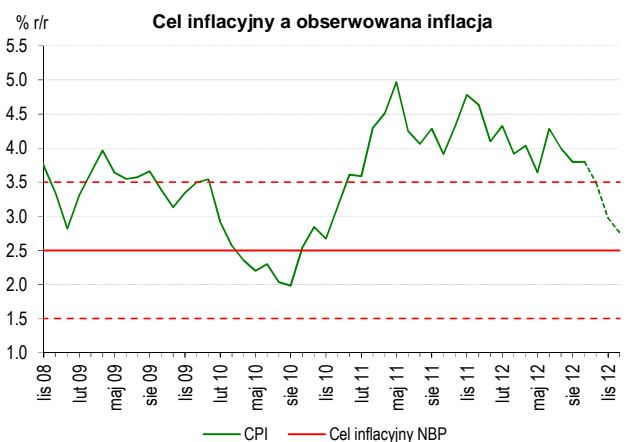
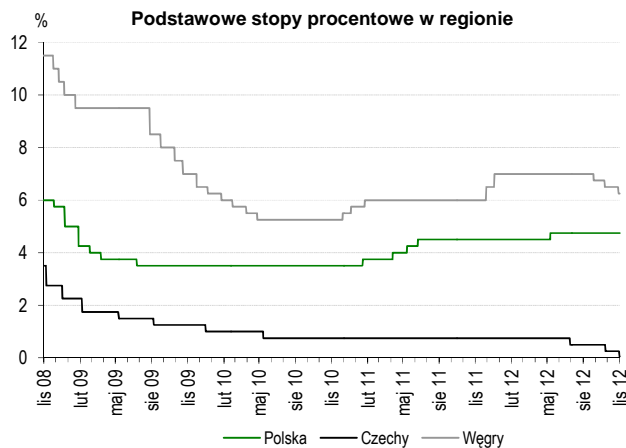
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luźniński** Analityk

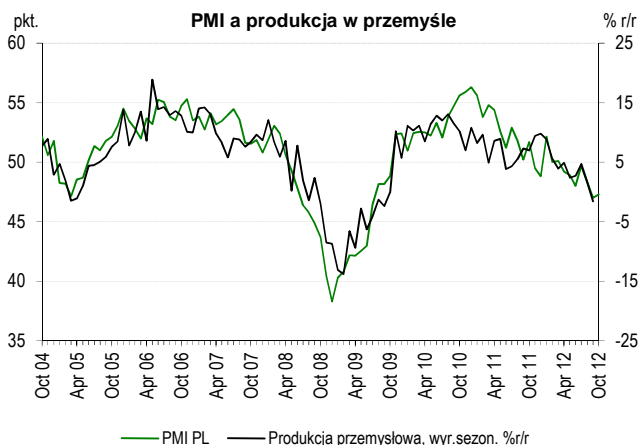
22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Obniżka stóp... i co dalej?



- Wydarzeniem tygodnia na krajowym rynku będzie niewątpliwie decyzja RPP, którą poznamy w środę.
- Obniżka stóp procentowych na tym posiedzeniu wydaje się w zasadzie przesądzona – warunki postawione przez RPP w komunikacie sprzed miesiąca zostały spełnione, a poza tym pojawiły się kolejne dane makro wskazujące niezbitcie, że rozluźnienie krajowej polityki pieniężnej jest konieczne i uzasadnione.
- Wyników projekcji NBP wprawdzie nie znamy, ale spodziewamy się, że pokażą one głębsze i szybsze niż wcześniej zakładano obniżenie wzrostu PKB i inflacji.
- Redukcji stóp spodziewają się wszyscy ankietowani analitycy i jest wyceniana przez rynek pieniężny. Jednocześnie, niemal nikt nie zakłada skali cięcia większej niż 25 pb (choć taki krok byłby uzasadniony w świetle ostatnich danych!) ze względu na wyraźną deklarację przez wielu członków Rady niechęci do zdecydowanych zmian stóp.
- Niemniej, po zaskakujących decyzjach RPP z poprzednich miesięcy cięć niepewności pozostaje, stąd już samo ogłoszenie decyzji o obniżce może wzmocnić oczekiwania rynku na kolejne cięcia stóp.
- Kluczowa będzie jednak treść komunikatu i to, jak wyraźnie Rada zapowie w nim cykl obniżek.
- Ton komunikatu zapewne pozostanie łagodny, ale radykalnej zmiany raczej trudno się spodziewać, przynajmniej dopóki RPP nie zobaczy na własne oczy wyraźnego spadku inflacji. To może jednak nastąpić już niebawem – nasze prognozy wskazują, że CPI będzie się szybko obniżać w kolejnych miesiącach, spadając w grudniu wyraźnie poniżej 3%, a w I kw. 2013 do (albo poniżej) celu 2,5%. Jednocześnie, wzrost PKB obniży się na początku przyszłego roku do ok. 1%.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Krajowy PMI lekko w górę, odwrotnie niż niemiecki



- PMI w polskim przemyśle wzrósł w październiku do 47,3 pkt, nieco powyżej prognoz, jednak siódmy miesiąc z rzędu pozostał poniżej neutralnego poziomu 50 pkt. W porównaniu z wrześniem nieco mniejsze spadki zanotowała wielkość produkcji i liczba nowych zamówień (z wyjątkiem zamówień eksportowych) oraz aktywność zakupowa. Niemniej, wyraźnie pogorszył się subindeks zatrudnienia – firmy informowały o najszybszym tempie redukcji etatów od trzech lat.
- Co ciekawe, po raz kolejny polski indeks PMI zmienił się w przeciwnym kierunku niż indeks dla strefy euro i Niemiec, gdzie zanotowano spadki po dwóch miesiącach wzrostu indeksów.
- Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych obniżyły się w październiku do 3,8%, nie tylko dzięki spadkowi miary CPI, będącej podstawą do wyliczenia indeksu, ale też dzięki poprawie struktury odpowiedzi.

## Cytat tygodnia – Zainteresowanie polskim rynkiem długu jest bardzo duże

### Wojciech Kowalczyk, wiceminister finansów, 2.11, PAP

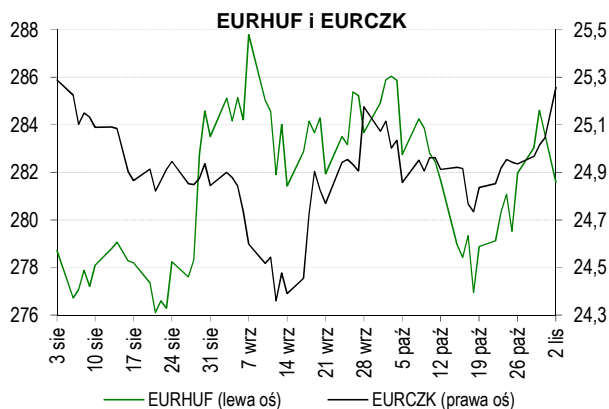
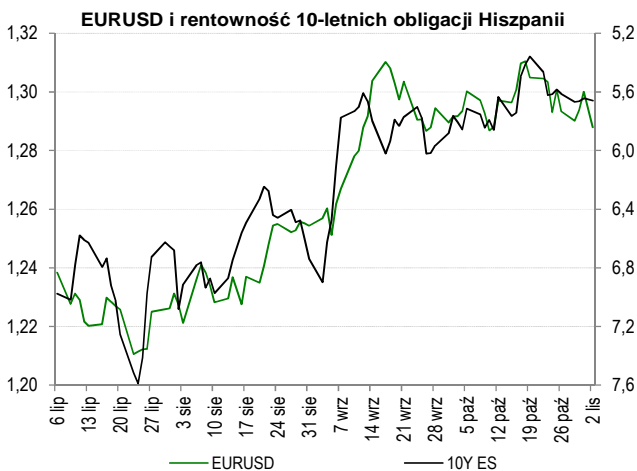
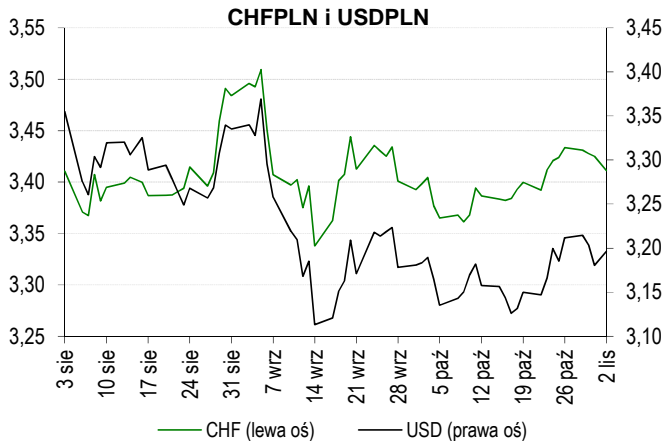
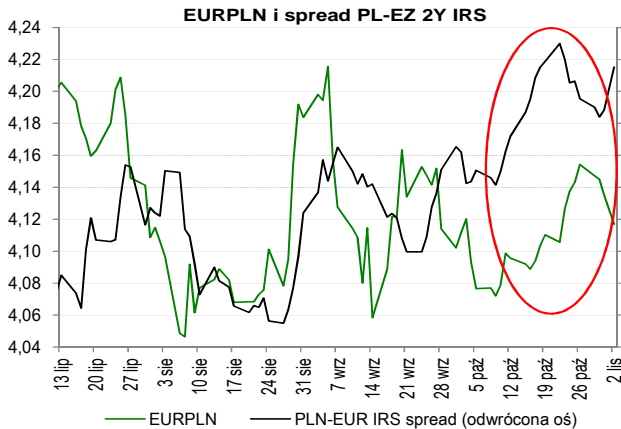
Jest bardzo duże zainteresowanie azjatyckich inwestorów polskim rynkiem, w tym największych i najpoważniejszych instytucji. Emisja obligacji na wymagającym rynku japońskim i uczestnictwo w niej stabilnych inwestorów stanowi dobrą rekomendację do kupowania naszych obligacji również przez nabywców z innych krajów azjatyckich.

### Piotr Marczał, dyrektor Departamentu Długu Publicznego MF, 31.10, PAP

Po zakończeniu finansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych spokojnie realizujemy plan sfinansowania co najmniej 20 proc. przyszłorocznych potrzeb. Oznacza to, że utrzymujemy znaczny poziom rezerwy środków złotych i walutowych, który na koniec października wyniesie ok. 51 mld zł.

Przeprowadzona z dużym sukcesem emisja polskich obligacji na rynku japońskim jest kolejnym potwierdzeniem, że nasze papiery cieszą się niesłabnącym powodzeniem wśród inwestorów zagranicznych. Wg informacji opublikowanych przez Ministerstwo Finansów na koniec września inwestorzy zagraniczni posiadali krajowy dług rynkowy o rekordowej wartości 184,2 mld zł (miesięczny przyrost o 4 mld zł, najmocniej od maja 2012). Tym samym, udział tej grupy inwestorów w rynkowym długu przekroczył nieznacznie 35%. Popyt zagranicy, nadal korzystna sytuacja podażowa, a także obniżki stóp przez RPP, będą sprzyjały utrzymaniu niskich rentowności krajowych obligacji. Z drugiej strony, środek i długi koniec krzywej mogą znaleźć się pod presją w sytuacji kontynuacji osłabienia złotego.

## Rynek walutowy – Wydzźwięk posiedzenia RPP może osłabić złotego



## Krajowa waluta odrabia część strat

Po znacznej przecenie, jaka stała się udziałem złotego w poprzednim tygodniu, kolejne 5 dni przyniosło odrobienie części strat przez krajową walutę. Pomimo pojawienia się niekorzystnych informacji nt. Grecji, EURPLN spadł na koniec tygodnia do ok. 4,10. Szczególnie duże umocnienie złoty zanotował w czwartek, kiedy przy dniu wolnym i obniżonej płynności krajowa waluta znacznie zyskała dzięki optymizmowi, jaki pojawił się po lepszych od oczekiwań danych zza oceanu.

Kalendarz wydarzeń za granicą na ten tydzień jest również imponujący (m.in. wybory w USA, posiedzenie EBC). Niemniej, duży wpływ na notowania złotego może mieć środowowa decyzja RPP nt. stóp procentowych. Na wykresie widać, że wycena przez rynek zawężenia się korzystnego dla krajowej waluty dysparytetu stóp procentowych była w ostatnich tygodniach jednym z istotnych czynników wpływających na to, że złoty tracił. Spodziewamy się (tak jak rynek) obniżki stóp o 25 pb, ale dopóki ona nie nastąpi, cięń niepewności pozostaje. Dlatego decyzja zgodna z oczekiwaniami może mieć wpływ na notowania. Nowa projekcja NBP, jaką RPP będzie miała do dyspozycji, zapewne po raz kolejny pokaże, że jest przestrzeń do rozluźnienia polityki pieniężnej i znajdzie to odzwierciedlenie w treści komunikatu. Jego gołębi wydzźwięk może wzmocnić oczekiwania na kolejne obniżki stóp i będzie miał negatywny wpływ na złotego. Dodatkowo, kolejne obniżki stóp dokonane ostatnio przez inne banki w regionie CEE (Czechy, Węgry), mogą sprzyjać oczekiwaniu dalszego łagodzenia krajowej polityki pieniężnej. Ważne poziomy dla EURPLN na ten tydzień to 4,10 i 4,16.

## EURUSD stabilny z powodu huraganu

Zamknięcie rynku w USA w trakcie dwóch pierwszych dni tygodnia z powodu huraganu sprawiło, że w notowaniach EURUSD nie zaszły przełomowe zmiany. W tygodniowym rozrachunku euro straciło do dolara z powodu doniesień z Grecji (nasilenie się obaw o to czy kraj ten otrzyma kolejną transzę pomocy) i Hiszpanii (wciąż nie ma prośby o pomoc).

Na ten tydzień zaplanowano wybory prezydenckie oraz do obu izb Kongresu. Oprócz tego, kto zostanie prezydentem, istotne będą wyniki głosowań do Izby Reprezentantów oraz do Senatu, ponieważ mogą one przesądzić o tempie w jakim zostanie osiągnięte porozumienie ws. oszczędności budżetowych i czy USA unikną drastycznego zacieśnienia polityki fiskalnej na początku 2013 (tzw. *fiscal cliff*).

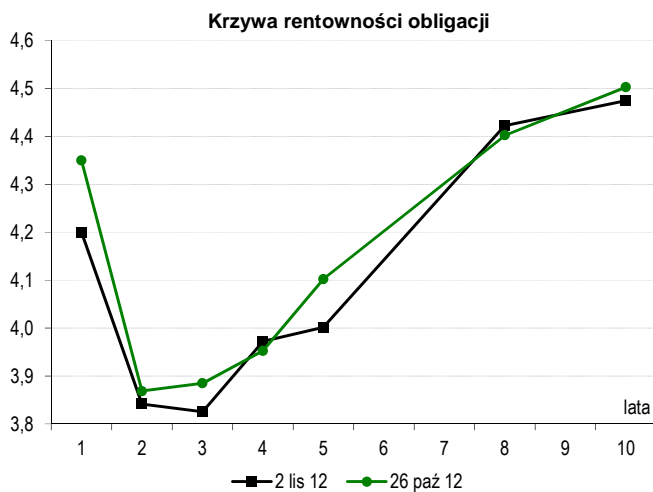
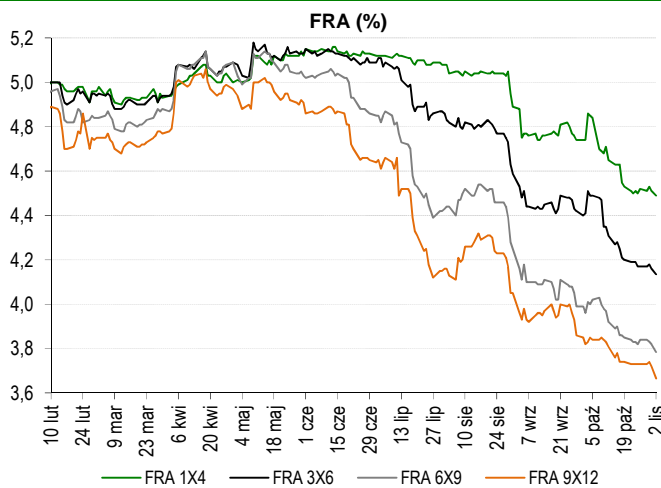
Miernikiem nastrojów będą też wyniki aukcji hiszpańskich obligacji. Temat kryzysu zadłużeniowego wysunął się znów na pierwszy plan. Na koniec tygodnia EURUSD był blisko ważnego wsparcia na nieco powyżej 1,28 (kolejne wsparcie to 1,274).

## Korona spada po obniżce stóp

Czeska korona straciła do euro w minionym tygodniu, do czego przyczyniła się m.in. nieoczekiwana obniżka stóp do najniższego poziomu w historii (do 0,05% z 0,25%). Kurs EURCZK wzrósł na przestrzeni tygodnia z 24,93 do 25,27, najwyższego poziomu od początku sierpnia 2012.

Forint kontynuował przecenę z poprzedniego tygodnia w wyniku obniżki stóp oraz niepewności odnośnie tego kiedy węgierski rząd porozumie się z MFW ws. pożyczki. Kurs EURHUF wzrósł na początku tygodnia z ok. 281 do 285,5, ale w kolejnych dniach forint korzystał z poprawy nastroju na globalnym rynku i odrobił niemal całość strat z początku tygodnia.

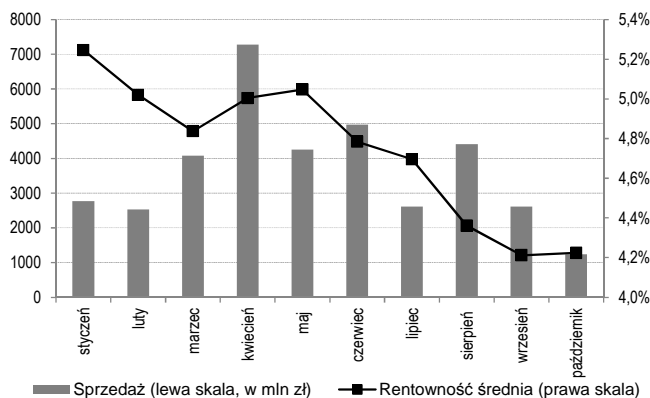
## Rynek stopy procentowej – Decyzja RPP i wyniki aukcji kluczowe dla nastrojów rynkowych



### Kalendarz aukcji na listopad br.

Aukcja regularna			
Data aukcji	Data płatności	Seria	Planowana oferta (w mln zł)
8 Lis 2012	12 Lis 2012	PS0418	2000,0 – 4000,0
Aukcja zamiany			
Data aukcji	Data płatności	Obligacje oferowane do sprzedaży	Obligacje odkupywane
21 Lis 2012	23 Lis 2012	DS1023 / WZ0117 / WZ0121	OK0113 / PS0413

### Sprzedaż obligacji 5-letnich na aukcjach standardowych i zamiany w 2012 r.



### Stawki coraz niżej w oczekiwaniu na redukcję stóp

■ Za nami kolejny tydzień stopniowego spadku stawek rynku pieniężnego. Na koniec października WIBOR 3M był kwotowany poniżej stopy referencyjnej (po raz pierwszy od początku 2006). W skali tygodnia wszystkie stawki WIBOR obniżyły się o 3 pb.

■ Zgodnie z naszymi przewidywaniami na rynku FRA nie zaszły istotne zmiany - przez większą część tygodnia stawek pozostawał relatywnie stabilne. Dość znaczący spadek tych stawek (o 2-6pb) w czasie piątkowej sesji odbył się przy bardzo niskich obrotach. Poziom FRA wskazuje, że w perspektywie 9 miesięcy WIBOR 3M może obniżyć się o kolejne 106 pb.

■ W tym tygodniu kluczowym wydarzeniem dla rynku będzie posiedzenie RPP. Powszechnie oczekuje się, że Rada zdecyduje się na obniżenie stóp procentowych o 25 pb. Taka decyzja i utrzymanie łagodnego tonu komunikatu może wygenerować impuls do dalszego spadku stawek FRA.

### Umocnienie długu na koniec miesiąca

■ Początek minionego tygodnia przyniósł dalszą przecenę na środku i długim końcu krzywej. Rentowność 10-latk (DS1021) testowała opór na 4,55%, który efektywnie powstrzymał dalszy wzrost. Ogólna poprawa nastrojów na rynkach, która przyczyniła się do umocnienia złotego, pozytywnie wpłynęła na rynek długu. To pozwoliło na odrobienie wcześniejszych strat w sektorach 5 i 10 lat oraz spadek rentowności 2-latk do nowego historycznego minimum (3,84%).

■ Zmiany na rynku IRS były nieznaczne. Stawka IRS2L stabilizowała się na poziomie 4,15%, gdy stawka IRS10L wzrosła nieco powyżej istotnego wsparcia na 4,35%. Obecnie stawki IRS oscylują nieznacznie powyżej historycznych minimum, których testy, a tym bardziej przełamanie wymaga dodatkowego impulsu. Może się nim okazać redukcja stóp i zapowiedź kolejnych obniżek na listopadowym posiedzeniu Rady.

■ Kalendarz aukcji na listopad okazał się zgodny z kwartalnym planem. Struktura oferty w tym miesiącu mogła nieco zaskoczyć - w ofercie znalazła się bowiem nowa seria obligacji PS (PS0418). Szczegóły odnośnie podaży SPW przedstawia tabela obok.

### Decyzja RPP i aukcja obligacji kluczowe dla rynku

■ W tym tygodniu najważniejszymi wydarzeniami na rynku długu są środowowa decyzja RPP oraz aukcja nowej serii 5-latk. Decyzja Rady o obniżeniu stóp procentowych będzie zgodna z oczekiwaniami. W związku z tym kluczowy będzie komunikat i konferencja prasowa, na których mogą zostać przedstawione sugestie co do dalszych działań Rady. Zapowiedź kolejnych redukcji może wygenerować impuls do dalszego umocnienia na krótkim końcu krzywej.

■ W czwartek, już po spotkaniu RPP, odbędzie się aukcja nowej 5-latk, której oferta planowana jest na 2,0-4,0 mld zł. Aukcja ta może się spotkać z dużym zainteresowaniem inwestorów, tym bardziej, że może to być ostatnia aukcja regularna w tym roku. Warto przypomnieć, że grudniowa oferta SPW jest ofertą warunkową, zależną od sytuacji rynkowej. Wyższa niż wcześniej planowano sprzedaż obligacji denominowanych w jenach (na rynku uplasowano obligacje 5- i 15-letnie o łącznej wartości 66 mld JPY) może wspierać scenariusz braku oferty w ostatnim miesiącu roku.

---

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