

Tygodnik ekonomiczny

19 – 25 listopada 2012

W minionym tygodniu uwaga inwestorów ponownie, po kilku miesiącach odpoczynku, skoncentrowana była na Grecji. Na początku nastrojów rynkowy poprawiał się dzięki sugestiom uczestników spotkania Eurogrupy, że Grecja dostanie dodatkowe dwa lata na osiągnięcie zakładanej redukcji długu. Później jednak, gdy okazało się, że MFV sprzeciwia się takiemu rozwiązaniu i sprawę odłożono na ten tydzień (20 listopada), rynek zaczął obawiać się, że Grecja nie będzie w stanie wykupić swoich obligacji (ostatecznie udało się wyemitować bony skarbowe, którymi pokryto kwotę wykupu). Ujemny wpływ na nastroje rynkowe miały (i w najbliższym czasie będą mieć) także obawy o sytuację fiskalną w USA. Z kolei minutes Fed z listopadowego posiedzenia wzmocniły oczekiwania na przedłużenie i zwiększenie programu QE3.

Dane o PKB w strefie euro za III kwartał okazały się nieco lepsze od oczekiwań (spadek o 0,1% kw/kw). Był to drugi spadek PKB z rządu, co oznacza, że strefa euro znalazła się w technicznej recesji po raz drugi od 2009 r. Pozytywnie zaskoczyły gospodarki Niemiec, Francji i Włoch. Warto jednak zwrócić uwagę, że wskaźniki koniunktury sugerują głębszą skalę spadku aktywności niż dane ze sfery realnej. Na razie trudno przesądzić, czy jest to zapowiedź pogłębienia recesji czy efekt zbytniego pesymizmu ankietowanych przedsiębiorców.

W tym tygodniu rynek skoncentruje się na spotkaniu Eurogrupy (w sprawie pomocy dla Grecji), danych z USA oraz wskaźnikach PMI. W kraju poznamy dane z rynku pracy oraz produkcję w przemyśle i budownictwie. Naszym zdaniem te statystyki wprawdzie potwierdzą trwałość osłabienia koniunktury w Polsce, co wraz z informacjami z zeszłego tygodnia (powrót inflacji do przedziału odchyłań wokół celu) powinno wzmacniać oczekiwania dotyczące obniżek stóp NBP. Warto jednak podkreślić, że dane o produkcji najprawdopodobniej pokażą odbicie wskutek efektów statystycznych (dni robocze), co może zostać błędnie odczytane przez rynek i spowodować kontynuację korekty na rynku długu. Złoty będzie pod wpływem głównie wydarzeń globalnych. EURPLN tylko na chwilę znalazł się powyżej oporu na 4,18, więc poziom ten pozostaje nadal aktualny. Widać, że obecnie rynek wycenia dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez RPP i do dalszej deprecjacji złotego z tego powodu potrzebne mogą być kolejne gołębie sygnały z Rady i/lub słabe dane makro.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (19 listopada)							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	X	% r/r	2,5	1,7	1,6
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	X	% r/r	-0,1	-0,1	0,0
16:00	US	Sprzedaż domów	X	mln	4,75	-	4,75
WTOREK (20 listopada)							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	3,0	4,9	-5,2
14:00	PL	Produkcja budowlana	X	% r/r	-7,0	-5,6	-17,8
14:00	PL	PPI	X	% r/r	1,7	1,7	1,8
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	X	tys.	850	-	872
14:30	US	Pozwolenia na budowę	X	tys.	865	-	890
ŚRODA (21 listopada)							
11:00	PL	Aukcja zamiany obligacji					
14:00	PL	Inflacja bazowa	X	% r/r	1,9	1,9	1,9
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	400	-	439
15:55	US	Indeks Michigan	XI	pkt	84,5	-	82,6
16:00	US	Wskaźniki wyprzedzające	X	% m/m	0,2	-	0,6
CZWARTEK (22 listopada)							
4:30	CN	Wstępny PMI-przemysł	XI	pkt	-	-	49,5
9:28	DE	Wstępny PMI-przemysł	XI	pkt	46,0	-	46,0
9:58	EZ	Wstępny PMI-przemysł	XI	pkt	45,5	-	45,4
14:00	PL	Minutes RPP					
16:00	EZ	Indeks nastrojów konsumentów	XI	pkt	-25,7	-	-25,6
PIĄTEK (23 listopada)							
10:00	DE	Indeks Ifo	XI	pkt	99,5	-	100,0

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

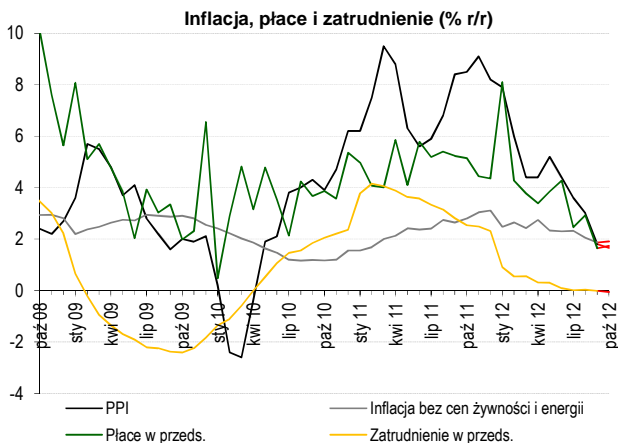
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

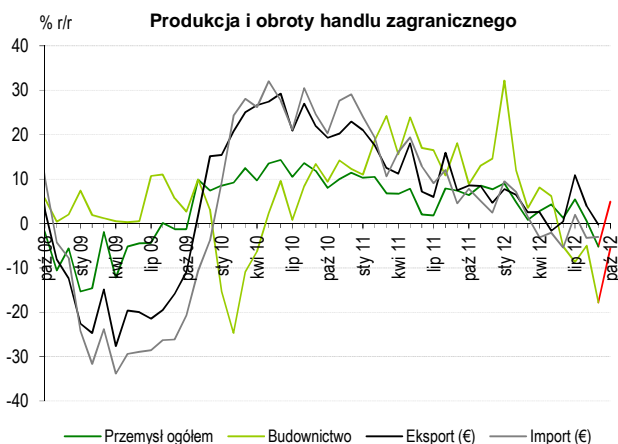
Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Kolejne październikowe dane

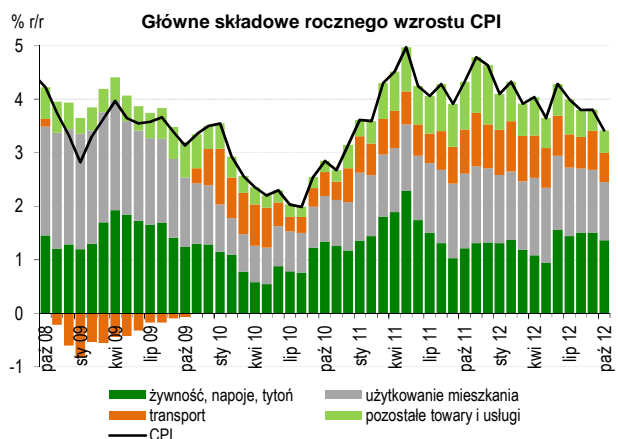


- Spodziewamy się słabych danych z rynku pracy w październiku. Naszym zdaniem zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło o 0,1% r/r i było poniżej poziomu z zeszłego roku już drugi miesiąc z rzędu. Z kolei płace nieco przyspieszyły w porównaniu do września (do 1,7% r/r), w czym pomóc mógł korzystniejszy układ dni roboczych. Realny wzrost funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw pozostanie jednak ujemny, co będzie się negatywnie przekładało na konsumpcję prywatną w czwartym kwartale.
- Naszym zdaniem inflacja PPI spowolniła do 1,7% r/r, czemu sprzyjało umocnienie złotego oraz nieznaczny spadek cen surowców na rynkach światowych. Z kolei inflację bazową szacujemy na 1,9% r/r. Te dane pokażą słabość presji cenowej i wspierają naszą prognozę rychłego spadku inflacji konsumenta.



- W październiku nastąpiło pewne odbicie produkcji zarówno w przemyśle (do +4,9% r/r z -5,2% r/r), jak i w budownictwie (do -5,6% r/r z -17,8% r/r).
- O ile przed miesiącem wskazywaliśmy, że dane o produkcji były słabe między innymi ze względu na mniejszą liczbę dni roboczych, to w październiku wystąpił odwrotny efekt – liczba dni roboczych była o dwa większa niż przed rokiem, co ma pozytywne przełożenie na wolumen produkcji. Dlatego zatem warto patrzeć na dane odsezonowane, które naszym zdaniem pokażą trwałość spadkowego trendu produkcji i wyniosą ok. 0,0% r/r dla przemysłu i ok. -7,0% r/r dla budowlanki.
- Dodatkową presję na październikowy wynik krajowego przemysłu wywierają przestoje produkcyjne, np. w fabrykach produkujących samochody.

Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja wróciła do przedziału odchyień wokół celu



- Eksport we wrześniu spadł o 0,3% r/r, a import o 3,0% r/r. Bilans handlowy okazał się być lekko dodatni (84 mln €, po raz pierwszy od 2005 r.). Mimo to deficyt na rachunku bieżącym wzrósł pod wpływem słabszych sald usług i dochodów. Spodziewamy się, że obroty handlu zagranicznego będą spowalniały w kolejnych miesiącach.
- W październiku inflacja CPI spadła do 3,4% r/r z 3,8% r/r we wrześniu. Tym samym inflacja wróciła do przedziału dopuszczalnych odchyień wokół celu po 21 miesiącach i naszym zdaniem pozostanie w nim przez najbliższe kwartały, a w przeciągu kilku miesięcy znajdzie się w bezpośredniej bliskości celu inflacyjnego.
- Wzrost podaży pieniądza M3 przyspieszył w październiku do 8,0% r/r z 7,6%. Wzrost kredytów po oczyszczeniu ze zmian kursów walutowych spowolnił do 6,8% r/r z 7,5% r/r.

Cytat tygodnia – Realne stopy procentowe powinny być dodatnie, choć umiarkowane

Adam Głapiński, członek RPP, 10.11, Bloomberg

Dwa cięcia o ćwierć punktu są najbardziej prawdopodobne.

Jan Winiecki, członek RPP, 12.11, TVN CNBC

Byłbym skłonny zaakceptować jeszcze jedną obniżkę o 25 pb.

Anna Zielińska-Głębocka, członek RPP, 14.11, Reuters

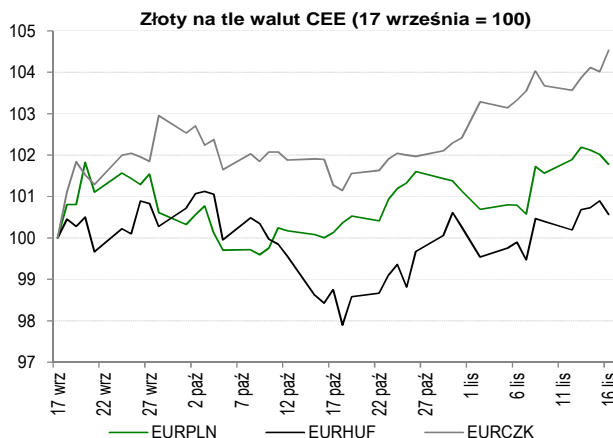
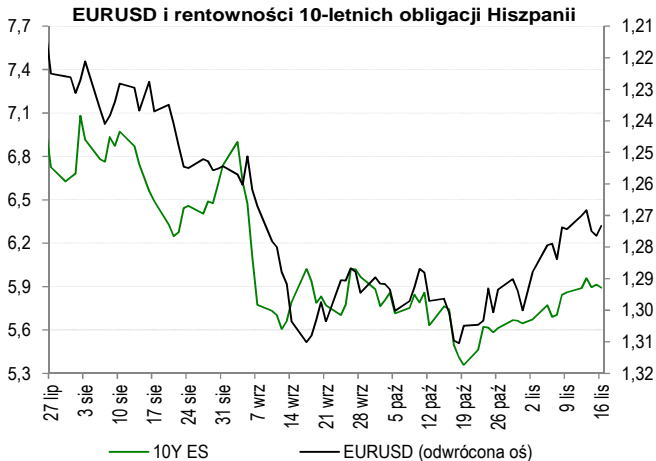
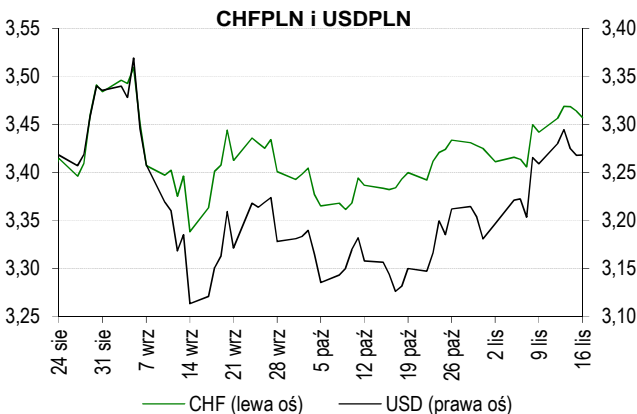
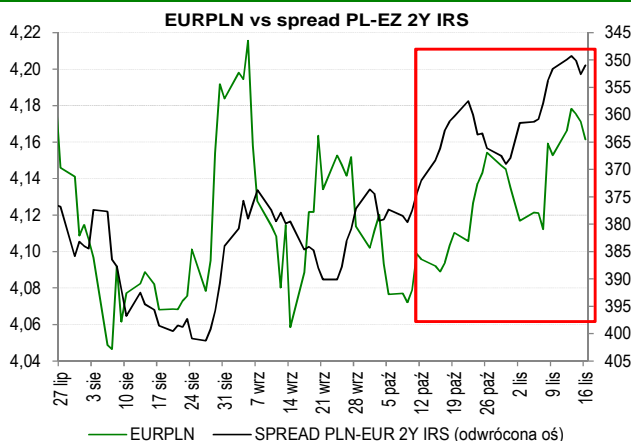
Scenariusz 25 i 50 uważam że jest bardzo realistyczny. 50 i 25 też jest realistyczne. (...) W tym cyklu ja bym zakładała [w sumie cięcia o] 100 pb i na razie się nie wypowiadam co dalej.

Jerzy Hausner, członek RPP, 15.11, Dow Jones

Projekcja uzasadnia luzowanie polityki pieniężnej, ale nie jakieś drastyczne luzowanie. (...) Realne stopy procentowe powinny być dodatnie, choć umiarkowane.

W październiku za obniżką stóp o 25 pb głosowali (razem z A. Bratkowskim i E. Chojną-Duch) również M. Belka i A. Zielińska-Głębocka. Miesiąc później za złagodzeniem polityki opowiedziała się już większość Rady. Niemniej, opinie nadal wydają się podzielone w kwestii pożądanej łącznej skali redukcji stóp w cyklu. Członkowie RPP sugerują skalę między 50pb (Winiecki), poprzez 75pb (Głapiński), 100pb (Zielińska-Głębocka) do 125pb (Bratkowski). J. Hausner chciałby widzieć realne stopy na umiarkowanie dodatnim poziomie, ale nie doprecyzował, jaki poziom uważa za umiarkowany. Co ciekawe, A. Zielińska-Głębocka wydaje się skłaniać do poparcia jednorazowej obniżki stóp o 50 pb, choć w październiku była temu przeciwna. Wydaje nam się, że Rada będzie się jednak poruszać małymi krokami, po 25 pb, a łączna skala obniżek nie przekroczy 100pb.

Rynek walutowy – Sytuacja fiskalna w USA i kryzys zadłużeniowy w strefie euro w centrum uwagi



Złoty odrabia straty, CPI bez wpływu na walutę

W minionym tygodniu kurs EURPLN wzrósł tymczasowo powyżej lokalnego szczytu z końca września (4,18) na fali obaw o dalsze losy Grecji oraz sytuacji fiskalnej w USA. Publikacja danych o krajowym CPI nie wpłynęła na złotego i w rezultacie odreagowania po ostatniej znacznej deprecjacji na koniec tygodnia nastąpił powrót kursu do 4,15.

Złoty tracił też wyraźnie do dolara. Kurs USDPLN testował strefę oporu na 3,30-3,31 (najwyższy poziom od początku września). Na koniec tygodnia nastąpiła korekta do 3,25.

Podobnie jak tydzień temu, w najbliższych dniach inwestorzy zwrócą uwagę przede wszystkim na spotkanie Eurogrupy ws. wypłaty transzy dla Grecji. Tydzień będzie obfitował też w dane będące wskazówką odnośnie kondycji gospodarki światowej. Ostatnie publikacje, szczególnie z Niemiec oraz USA, były w większości rozczarowujące i z tego powodu w najbliższym czasie rynek może być wrażliwy na te dane.

Kurs EURPLN tylko na chwilę znalazł się powyżej oporu na 4,18, więc poziom ten pozostaje nadal aktualny. Widać, że obecnie rynek wycenia dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez RPP i do dalszej deprecjacji złotego z tego powodu potrzebne mogą być kolejne gołębie sygnały z Rady i/lub słabe dane makro.

Dynamiczne wahania EURUSD

Przełożenie przez Eurogrupę decyzji o wypłacie transzy dla Grecji wyraźnie ciążyło wspólnej walucie w pierwszych dniach tygodnia. Po przełamaniu wskazanego przez nas wsparcia na 1,272, EURUSD spadł do 1,266, najniższej od pierwszego tygodnia września. Plotki mówiące o tym, że Niemcy chcą wypłacić Grecji jednorazowo trzy transze pomocy były jednym z czynników, który sprawił, że euro w szybkim tempie z nawiązką odrobiło poniesione straty. Na koniec tygodnia kurs EURUSD był w pobliżu 1,275, nieco powyżej zamknięcia z poprzedniego tygodnia.

Temat kryzysu zadłużeniowego (w Europie i USA) będzie grał główną rolę też na początku tego tygodnia. Wnioski z zaplanowanego na wtorek spotkania Eurogrupy mogą wyznaczyć kierunek kursu EURUSD na kolejne tygodnie. Wykres pokazuje, że w ostatnich tygodniach sytuacja na peryferiach rynku długu strefy euro miała duży wpływ na notowania euro do dolara. Istotne mogą być również dane makro ze świata, których poznamy całkiem sporo. Słabe dane z USA z minionego tygodnia pchnęły EURUSD w górę, ale nadzieje na to, że Fed utrzyma (zwiększy) skalę QE3 pojawiły się tylko na chwilę.

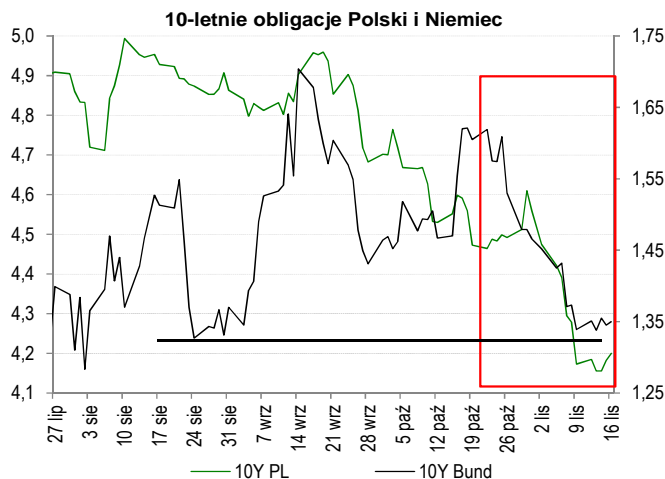
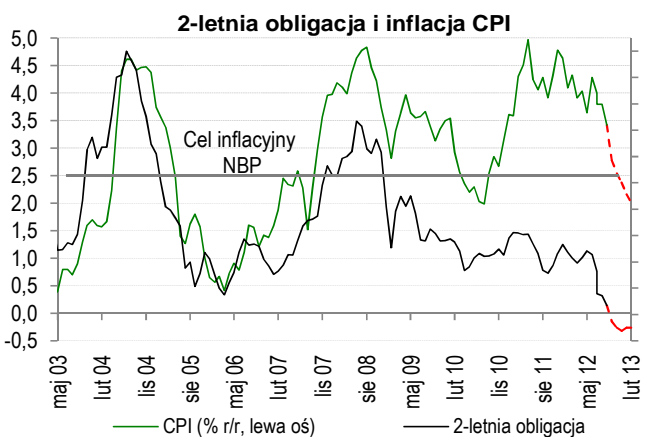
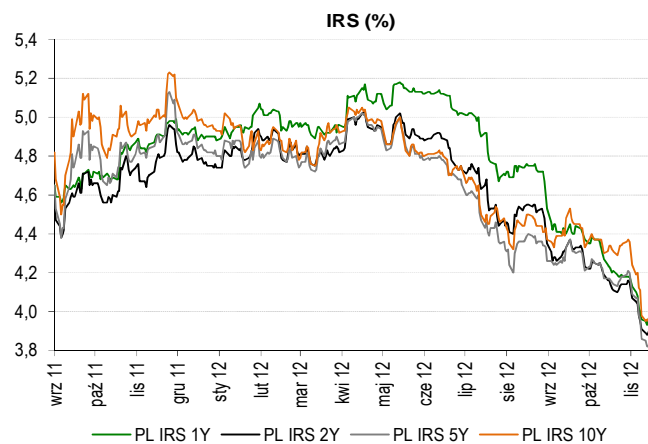
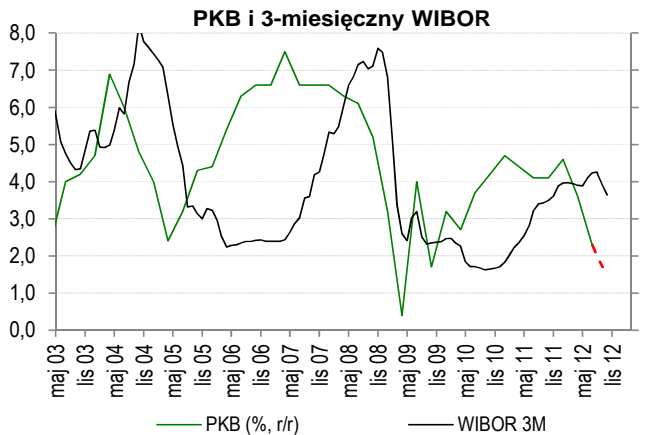
EURUSD tylko tymczasowo utrzymał się poniżej wsparcia na 1,272, skala późniejszego odbicia była zbyt mała, by zanegować trwający od połowy października trend spadkowy.

EURCZK najwyżej od końca lipca

Opublikowanie gorszych od oczekiwań danych o PKB za III kw. w Czechach i na Węgrzech wywierało negatywną presję na waluty tych krajów w minionym tygodniu. Kurs EURCZK osiągnął w rezultacie najwyższy poziom od końca lipca (25,58). Czeska korona pozostaje też pod dodatkową presją ze strony obniżenia stopy procentowej do poziomu najniższego w historii (0,05%). EURHUF wzrósł chwilowo powyżej lokalnego szczytu z końca października (286,2).

Oba kursy zakończyły ubiegły tydzień blisko maksimów z ostatnich pięciu sesji i najbliższe dni mogą zdecydować o kierunku notowań w najbliższych tygodniach.

Rynek stopy procentowej – Dane o produkcji i Budy nadadzą kierunek obligacjom

**WIBOR pomału w dół**

- Tak jak sugerowaliśmy tydzień temu, stawki WIBOR kontynuowały powolne spadki. Skala tygodniowego ruchu wyniosła od 1 pb dla 1- i 3-miesięcznej stawki, przez 2 pb dla 6- oraz 9-miesięcznej po 3 pb dla rocznej.
- Na rynku FRA nie zaszły duże zmiany. Widać, że rynek w ostatnich tygodniach na tyle agresywnie wyceniał dalsze obniżki stóp NBP, że nie zareagował na odczyt o krajowym CPI. Obecnie rynek w dalszym ciągu wycenia, że za 9 miesięcy 3-miesięczny WIBOR będzie niższy o 100 pb.
- Oczekujemy, że w kolejnych tygodniach i miesiącach na rynku pieniężnym będziemy obserwować dalsze spokojne spadki WIBOR-ów. Sądymy, że potencjał do wzrostu FRA jest ograniczony, a dalsze spadki mogą nastąpić po danych o PKB za III kw. (które poznamy pod koniec miesiąca).

Najpierw nowe rekordy, potem korekta

- Na początku tygodnia na rynku długu kontynuowany był trend spadkowy rentowności krajowych obligacji. Ponownie ustanowione zostały więc rekordowe minima (3,66% dla 2 lat, 3,70% dla 5 lat i 4,16% dla 10 lat).
- Na koniec tygodnia miała jednak miejsce całkiem wyraźna korekta. Była ona zainicjowana danymi o inflacji (po których nastąpiła realizacja zysków z ostatniego umocnienia) i w wyniku zatrzymania trendu na umocnienie Bundów. Równie wyraźny wzrost nastąpił w przypadku stawek IRS.

Dane z przemysłu mogą pchnąć rentowności w górę

- Widać, że tak jak w przypadku stawek rynku pieniężnego, również dla krajowego długu potrzebne mogą być kolejne impulsy, które przyczynią się do kontynuacji trendu, jaki w notowaniach rentowności obserwujemy od dawna. Naszym zdaniem takie sygnały pojawiają się niebawem i nasilenie się oczekiwań na dalsze obniżki stóp przez RPP umocni dług. Jednym z takich istotnych czynników będzie wg nas szybko spadająca inflacja, która już w listopadzie będzie poniżej 3%, a w styczniu może spaść nieznacznie poniżej celu (wynoszącego 2,5%). Wcześniej, bo już w tym tygodniu wyraźny wpływ na polskie obligacje, może mieć odczyt produkcji przemysłowej za październik. Oczekujemy, że był on wyższy od konsensusu, co może sprawić, że korekta na rynku długu przedłuży się.

- W ostatnich tygodniach wskazywaliśmy, że notowania na długim końcu krzywej zależały w dużym stopniu do tego w jakim kierunku poruszają się rentowności Bundów. Obawy o sytuację fiskalną w USA i Europie spowodowały niemieckie rentowności do najniższego poziomu od końca sierpnia. Na koniec tygodnia 10-letnie Budy pozostały blisko tego wsparcia, a perspektywa spotkania Eurogrupy oraz publikacje ważnych danych makro ze świata sugerują, że w tym tygodniu może zostać wyznaczony kierunek na najbliższą przyszłość. Istotne będą też negocjacje w USA ws. tego jakie oszczędności należy podjąć przed końcem roku.

- Na śródowej aukcji zamiany Ministerstwo Finansów do odkupu zaoferuje zapadające wkrótce papiery OK0113 oraz PS0413, a do sprzedaży nowy benchmark DS1023 lub WZ0117/WZ0121. Będzie to kolejny etap prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych (wg naszych szacunków przed tą aukcją resort ma pokryte już 10% tych potrzeb, w tym roku planuje osiągnąć poziom 20%). Pod koniec października 10-letni papier DS1023 wyemitowano przy rentowności ok. 4,50%, a obecnie na rynku wynosi ona ok. 4,20%. We wrześniu krajowe banki nabyły znaczne pakiety obligacji zmiennokuponowych (seria WZ), stąd popyt na ten rodzaj papierów i tym razem może być spory.

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