

Tygodnik ekonomiczny

26 listopada – 2 grudnia 2012

Mimo rozczarowania rynku brakiem decyzji Eurogrupy o wypłacie pomocy dla Grecji oraz utraty przez Francję najwyższego ratingu AAA, nastroje globalne w minionym tygodniu pozostały raczej dobre, w czym pomogły m.in. nadzieje na to, że kwestia Grecji zostanie jednak pozytywnie rozwiązana w najbliższych dniach, mniejsze obawy o klif fiskalny w USA, a także lepsze od prognoz wskaźniki aktywności z Europy (PMI, Ifo). Krajowe dane makroekonomiczne były również nieco lepsze od oczekiwań (płace, produkcja), niemniej nie na tyle, aby zmienić istotnie oceny perspektyw polskiej gospodarki na kolejne kwartały. Naszym zdaniem na poprawie wskaźników w porównaniu z wrześniem zaważyły przede wszystkim efekty statystyczne (dni robocze). Tymczasem, szybki spadek dynamiki PPI i niska inflacja bazowa potwierdziły brak istotnego ryzyka wzrostu presji inflacyjnej. Dość liczne wypowiedzi przedstawicieli RPP z ostatnich dni jednoznacznie wskazały, że kolejna obniżka stóp procentowych w grudniu (zapewne o 25 pb) jest bardzo prawdopodobna, chociaż opinie członków Rady nt. pożądanej całkowitej skali złagodzenia polityki nadal są mocno zróżnicowane.

Ten tydzień rozpocznie się i zakończy publikacją krajowych danych makro. W poniedziałek pojawią się dane o sprzedaży detalicznej i bezrobociu za październik, które powinny potwierdzić słabość popytu konsumpcyjnego i rynku pracy (choć dane o sprzedaży samochodów tym razem wskazują na ryzyko w górę dla naszej prognozy sprzedaży, która jest poniżej konsensusu). Z punktu widzenia rynku ważniejszy będzie jednak piątek, kiedy poznamy informacje o wzroście PKB w III kwartale br. Potwierdzenie mocnego spowolnienia wzrostu gospodarczego i drugiego z rzędu kwartału spadku popytu krajowego może wzmocnić oczekiwania dotyczące przyszłych obniżek stóp procentowych, przyczyniając się do zakończenia korekty na rynku długu i osłabienia złotego. Początek tygodnia będzie już trzecim z rzędu upływającym pod znakiem wyczekiwania na decyzję Eurogrupy w sprawie pomocy dla Grecji. Informacje w tym temacie mogą być wyznacznikiem nastrojów na rynkach globalnych na kolejne dni. W dalszej części tygodnia istotne będą dane z USA i ich wpływ na ocenę perspektyw największej gospodarki świata.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (26 listopada)							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	X	% r/r	3,7	3,2	3,1
10:00	PL	Stopa bezrobocia	X	% r/r	12,5	12,5	12,4
WTOREK (27 listopada)							
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	X	% m/m	-0,3	-	9,8
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	IX	% m/m	0,4	-	0,5
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	XI	pkt	73,0	-	72,2
20:00	US	Beżowa księga Fed					
ŚRODA (28 listopada)							
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	X	tys.	390	-	389
CZWARTEK (29 listopada)							
14:30	US	Drugi szacunek PKB	III kw.	% kw/kw	2,8	-	1,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	395	-	410
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	X	% m/m	-0,5	-	0,3
PIĄTEK (30 listopada)							
11:00	EZ	Wstępny HICP	XI	% r/r	2,4	-	2,5
14:00	PL	PKB	III kw.	% r/r	1,8	1,7	2,3
14:00	PL	Nakłady brutto na środki trwałe	III kw.	% r/r	-1,4	-3,0	1,3
14:00	PL	Spożycie indywidualne	III kw.	% r/r	1,0	1,0	1,2
14:30	US	Dochody osobiste	X	% m/m	0,2	-	0,4
14:30	US	Wydatki konsumentów	X	% m/m	0,1	-	0,8
14:30	US	Bazowy PCE	X	% m/m	0,1	-	0,1
15:45	US	Indeks Chicago PMI	XI	pkt	51,0	-	49,9

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

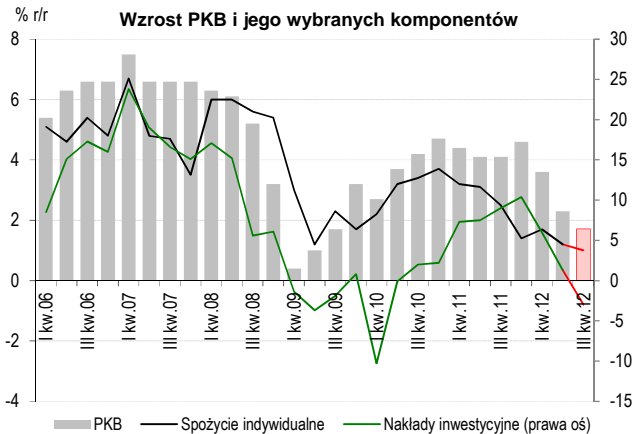
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

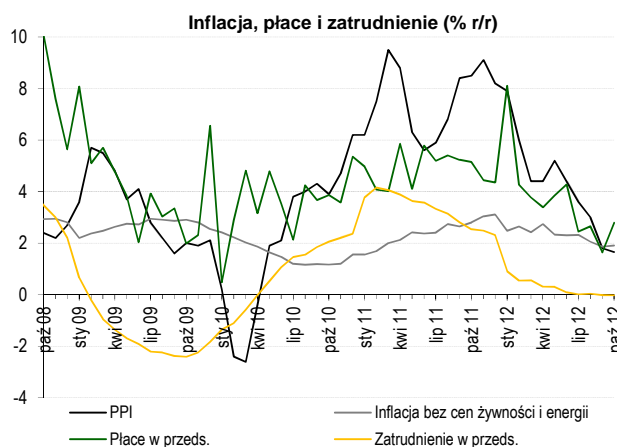
Wydarzenia nowego tygodnia – Spowolnienie wzrostu PKB



W piątek poznamy dane na temat polskiego PKB w III kw. Szacujemy, że krajowy wzrost gospodarczy zanotował spowolnienie do 1,7% r/r (z 2,3%). Na PKB zaważył słaby popyt krajowy, który drugi raz z rzędu zanotował ujemny przyrost (-1,8% r/r) wobec spowalniającego spożycia prywatnego (1,0% r/r) i spadających inwestycji (-3,0% r/r). Pewnym wsparciem dla wzrostu będzie eksport netto, który naszym zdaniem wnieśie do wzrostu 3,6pp (wobec 2,6pp w II kwartale). Naszym zdaniem eksport zanotował wprawdzie spadek r/r, ale silniejsze hamowanie importu przełoży się na poprawę salda w handlu zagranicznym. Oczekujemy dalszego spowolnienia PKB w kolejnych kwartałach, z dołkiem w IV kw. lub I kw. 2013 r.

Spodziewamy się wzrostu stopy bezrobocia do 12,5% oraz umiarkowanego wzrostu sprzedaży detalicznej o 3,2% r/r w październiku. Te dane wesprą naszą prognozę dalszego spowolnienia konsumpcji prywatnej w IV kw.

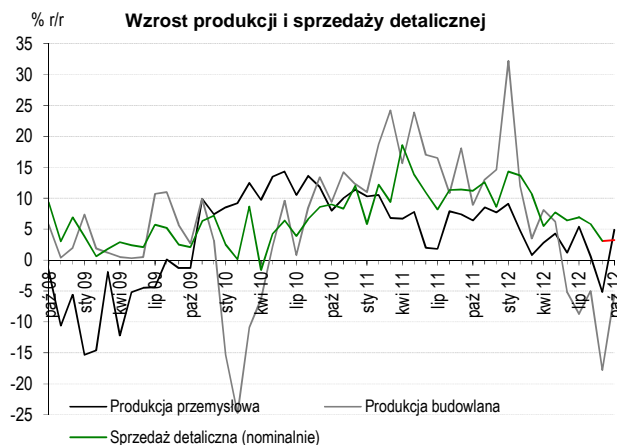
Ostatni tydzień w gospodarce – Produkcja i płace wyższe dzięki większej liczbie dni roboczych



Tempo wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyniosło 0% r/r. W ujęciu absolutnym zatrudnienie jest jednak niższe niż rok temu (5510 tys. wobec 5512 w 10.2011 r.). W ujęciu m/m pracę straciły prawie 4 tys. osób, a od początku roku – już 41 tys. Te liczby pokazują słabość popytu na pracę w polskich firmach.

Wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył z 1,6% r/r do 2,8% r/r. Sądymy, że wyższe tempo wzrostu wynika przede wszystkim z efektów statystycznych (wyższa liczba dni roboczych miała pozytywne przełożenie na pensje pracujących na akord). Wzrost płac pozostaje umiarkowany (w ujęciu realnym spadek), co świadczy o braku ryzyka efektów drugiej rundy.

Fundusz płac wzrósł nominalnie o 2,8% r/r i realnie spadł o 0,7% r/r. Spadek siły nabywczej konsumentów będzie negatywnie przekładał się na konsumpcję w IV kw.



Produkcja przemysłowa wzrosła w październiku o 4,6% r/r. Wyraźne odbicie produkcji, w porównaniu z ponad 5% spadkiem we wrześniu, było związane z większą liczbą dni roboczych. Niemniej, w danych wyrównanych sezonowo również widać delikatne odbicie – w październiku wzrost o 0,6% r/r w porównaniu ze spadkiem o 1,6% przed miesiącem. Naszym zdaniem nie jest to zapowiedź ożywienia, a na dołek w koniunkturze będziemy musieli jeszcze poczekać, co potwierdzą kolejne dane.

Październikowe dane z sektora budowlanego były również lepsze od oczekiwań. Spadek w ujęciu rocznym był mniejszy niż w czterech ostatnich miesiącach i wyniósł 3,6% r/r (nasza prognoza -5,6%, konsensus -7%).

Inflacja PPI obniżyła się w październiku do 1,0% r/r (z 1,8%). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii pozostała w październiku na poziomie 1,9%.

Cytat tygodnia – Prezent na Gwiazdkę

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 22.11, PAP

Ze względu na potwierdzające się negatywne trendy w gospodarce dzisiaj uważam, że stopy są o jakieś 1,5 pkt. proc. za wysokie i że powinniśmy jak najszybciej obniżyć główną stopę do poziomu 3,0 proc.

Anna Zielińska-Głębocka, członek RPP, 22.11, Reuters

Uważam, że obniżka powinna wynieść między 75 a 100 pb, łącznie z tą, która już była. W grudniu będę za obniżką stóp procentowych.

Jan Winiecki, członek RPP, 21.11, Reuters

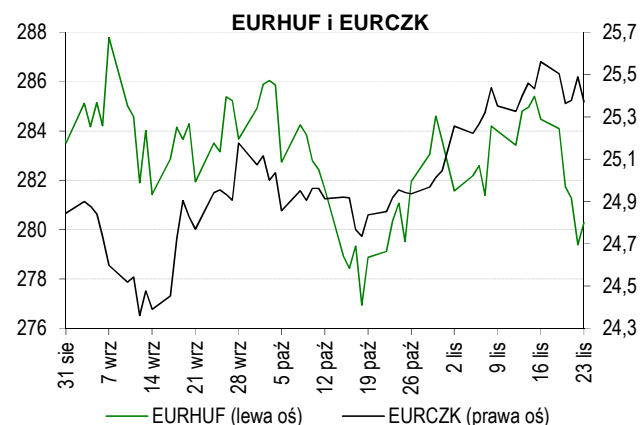
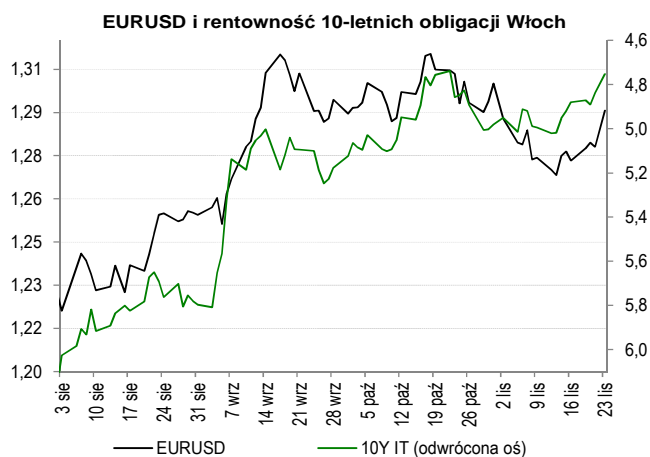
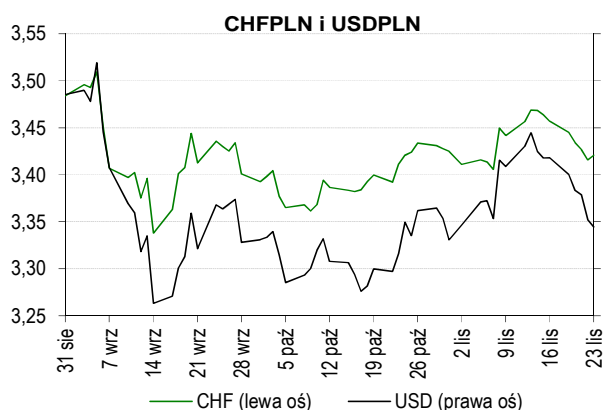
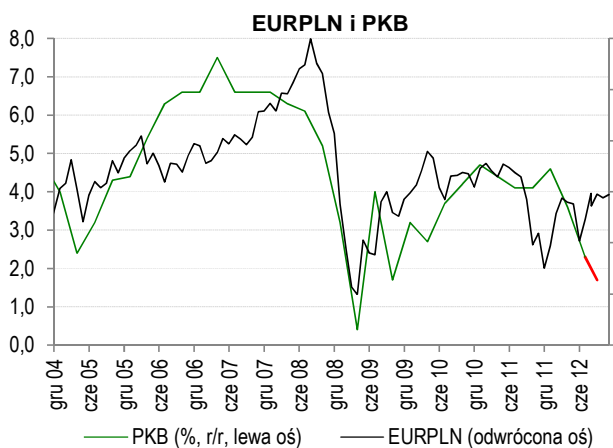
Już wcześniej mówiłem, że widzę przestrzeń dla ostrożnego obniżenia stóp procentowych, dwukrotnie po 25 pb, i z tego się nie wycofuję.

Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 20.11, PAP

Rzeczywiście jest szansa, jest możliwość, że Rada Polityki Pieniężnej zrobi prezent społeczeństwu na Gwiazdkę i obniży stopy procentowe.

Minutes z listopadowego posiedzenia RPP pokazały, że nadal nie wszyscy członkowie Rady byli przekonani o konieczności obniżki stóp, choć ocena perspektyw gospodarki przez większość z nich uległa pogorszeniu pod wpływem ostatnich danych. Stanowisko najbardziej gołębiych członków jeszcze bardziej się zradycyzowało, o czym świadczą wypowiedzi A. Bratkowskiego, jednak nadal jest to skrajny punkt widzenia i nie sądzimy, aby znalazła się większość dla obniżek o więcej niż 25 pb w jednym ruchu. Redukcja stóp w grudniu wydaje się niemal przesądzona, na co wskazują wypowiedzi przedstawicieli RPP (nawet tych do niedawna przeciwnych łagodzeniu polityki). Zakładamy, że kolejne cięcie może nastąpić w styczniu, po czym RPP przejdzie w tryb 'wait-and-see', przynajmniej do publikacji kolejnej projekcji inflacji i PKB w marcu.

Rynek walutowy – Decyzja Eurogrupy i dane o PKB ważne dla złotego



Złoty może stracić po danych o krajowym PKB

EURPLN zbliżył się w minionym tygodniu do wsparcia na poziomie 4,10. Aprecjacja złotego początkowo była wynikiem wzrostu nadziei, że uda się uniknąć gwałtownego zacieśnienia polityki fiskalnej w USA wraz z początkiem 2013. Rozczarowanie decyzją Eurogrupy było chwilowe, bowiem wypowiedzi liderów strefy euro, jakie pojawiły się po spotkaniu, sugerowały, że porozumienie jest już blisko. Co więcej, pozytywny wpływ na krajową walutę miały również lepsze od oczekiwań wstępne PMI. Pewnym impulsem do aprecjacji złotego były także lepsze od konsensusu dane o produkcji przemysłowej w Polsce.

Złoty wyraźnie zyskał do dolara. USDPLN obniżył się z 3,27 do 3,18.

Na zaplanowanym na poniedziałek spotkaniu Eurogrupy rynek oczekuje podjęcia pozytywnej decyzji ws. Grecji. W minionym tygodniu pojawiły się komentarze wzmacniające te nadzieje i ewentualne kolejne opóźnienie może wywołać kolejną falę awersji do ryzyka.

Nasza prognoza PKB za III kw. odbiega od konsensusu w znacznie mniejszym stopniu niż w przypadku odczytu za II kw., który został opublikowany pod koniec sierpnia. Wtedy to, w reakcji na tę publikację, gwałtownie nasiliły się oczekiwania na obniżki stóp w kraju, co wywołało osłabienie złotego. Tym razem reakcja krajowej waluty na odczyt może być słabsza, luzowanie polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach jest już bowiem w dużym stopniu zdyskontowane przez rynek.

Ważne poziomy dla EURPLN na ten tydzień do 4,10 oraz 4,18.

Decyzja Eurogrupy w centrum uwagi

Euro zyskało w minionym tygodniu w stosunku do dolara. Wspólna waluta korzystała ze spadku obaw o ograniczenie wydatków w USA na początku przyszłego roku oraz o kondycję światowej gospodarki (po wstępnych PMI i Ifo). W rezultacie, na koniec tygodnia EURUSD testował całkiem agresywnie opór na 1,29 (najwyższy poziom od początku miesiąca).

Wykres obok pokazuje, że kwestia kryzysu w strefie euro jest istotnym czynnikiem wpływającym na notowania kursu EURUSD. W minionym tygodniu euro wyraźnie zyskało w oczekiwaniu na pozytywną decyzję ws. Grecji i z tego powodu reakcja kursu może być niesymetryczna (wzrost może być mniejszy niż potencjalny spadek w przypadku, gdy decyzja zostanie ponownie przełożona).

Oprócz kwestii tematu zadłużeniowego, istotne mogą też być publikowane dane w USA, zwłaszcza drugi szacunek PKB za III kw. i indeks nastroju konsumentów.

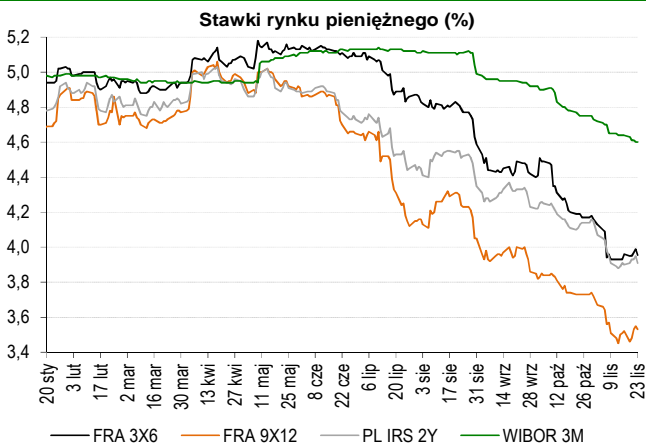
W ostatnim czasie na rynku EURUSD nie dominuje żaden wyraźny trend kierunkowy. Być może ten tydzień pokaże czy bardziej prawdopodobne są wzrosty w kierunku 1,30 (i wyżej) czy testowanie lokalnego minimum na 1,266.

Forint czeka na decyzję banku centralnego

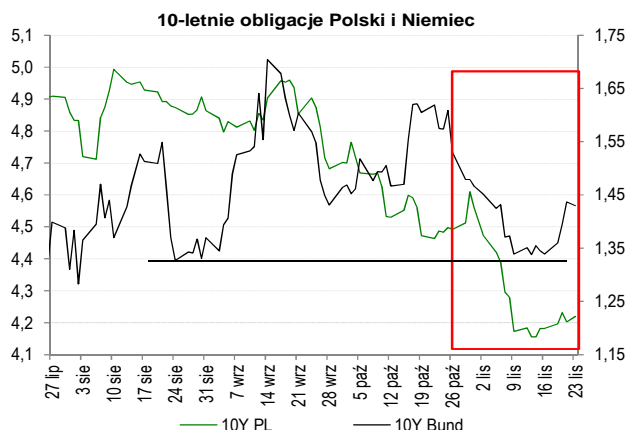
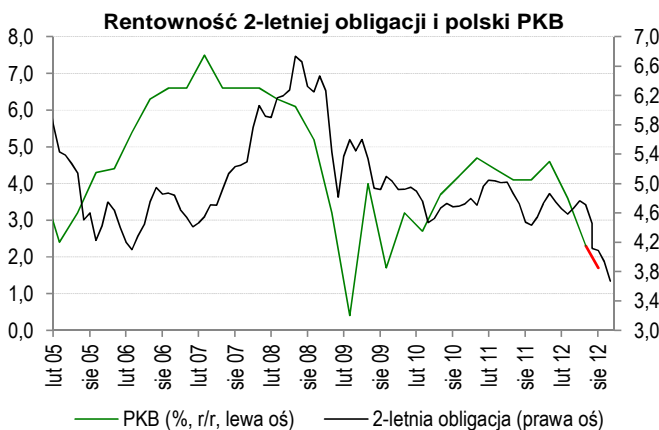
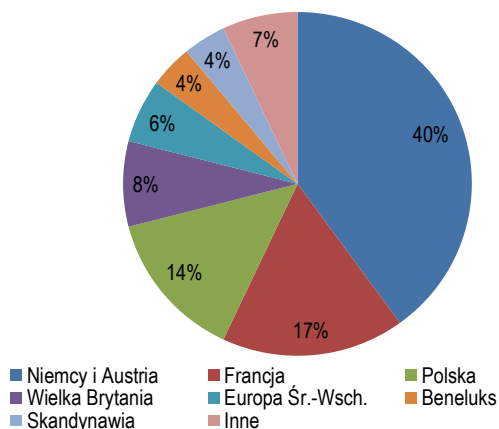
Całkiem dobry nastrój, który dominował w minionym tygodniu, sprawił, że EURCZK i EURHUF oddaliły się od najwyższych poziomów od kilku tygodni. Na koniec tygodnia EURCZK był blisko 25,40, a EURHUF tuż poniżej 280.

We wtorek węgierski bank centralny zdecyduje czy dalej obniżyć stopy procentowe. Rynek oczekuje, że nastąpi już czwarta redukcja stóp od końca sierpnia. Jeśli forint osłabi się w reakcji na taką decyzję, to może to w pewnym stopniu wpłynąć też na notowania złotego.

Rynek stopy procentowej – Dane o PKB mogą zakończyć korektę na rynku długu



Nabywcy polskich obligacji denominowanych w euro wg kraju pochodzenia



WIBOR dalej stopniowo w dół

Stawki WIBOR poruszały się według scenariusza lekkich spadków, podobnie jak w ostatnich tygodniach. Natomiast na rynku FRA miały miejsce nieznacznie wzrosty, w reakcji na lekką korektę na rynku obligacji. Nie było reakcji na słowa członków RPP.

W tym tygodniu spadki stawek rynku pieniężnego będą prawdopodobnie kontynuowane w podobnej skali jak do tej pory.

Krzywa obligacyjna nieco w górę...

Na rynku obligacji kontynuowana była korekta wzrostowa rentowności. Krajowy dług jednak tylko w nieznacznej skali zareagował na wyższe od prognoz dane o produkcji oraz na dalsze osłabienie 10-letnich Bundów. W nieco większej skali ruch w górę zanotowano na rynku IRS. Stawki te dla sektora od 2 do 10 lat oddaliły się już o 7-8 pb od rekordowo niskich poziomów ustanowionych w poprzednim tygodniu. Tymczasem, o tym, jak niewielki jest potencjał do spadku wartości polskich obligacji najlepiej świadczą wyniki aukcji zmiany.

Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 10,24 mld zł (rekord na aukcji zamiany). Tak jak się spodziewaliśmy, duży popyt zgłoszono na dług o zmiennym oprocentowaniu. Sprzedano WZ0117 za 4,36 mld zł oraz WZ0121 za 4,42 mld zł. Dodatkowo, z emisji DS1023 uzyskano 1,46 mld zł. Co ciekawe, rentowność osiągnięta przez ten papier była nieznacznie wyższa niż poziom na rynku. Fakt, że po aukcji nie nastąpiła szybka sprzedaż po poziomach rynkowych świadczy o niechęci inwestorów do pozbywania się krajowych obligacji. Po tej aukcji resort pokrył już ok. 22% potrzeb pożyczkowych brutto na 2013 (wg projektu budżetu na przyszły rok mają one wynieść 145 mld zł). Dyrektor Departamentu Długu Publicznego w Ministerstwie Finansów, Piotr Marczak, powiedział, że na aukcji główną rolę odgrywali inwestorzy zagraniczni. Wygląda więc na to, że ta grupa – posiadająca wg danych resortu z końca września 62% całkowitej emisji OK0113 – zrolowała sporą część środków uzyskanych z odkupu. Marczak dodał, że aukcje grudniowe nadal są warunkowe i ich przeprowadzenie będzie zależało od sytuacji na rynku.

Dodatkowo, Ministerstwo ponownie otworzyło emisję obligacji nominowanych w euro o zapadalności 9 lipca 2024. Sprzedano dług za 750 mln € (z emisji obligacji tej samej serii w październiku pozyskano 1,75 mld €) przy rentowności 3,21%. Wykres przedstawia strukturę nabywców na ostatniej aukcji wg kraju pochodzenia. Emisja długu w euro ma być ostatnią zagraniczną aukcją w tym roku i pokryto z niej 75% przyszłorocznych potrzeb walutowych.

... ale dane o PKB mogą ten trend zatrzymać

Krajowe obligacje pozostały odporne na sygnały, które mogły potencjalnie przyczynić się do ich osłabienia, a w tym tygodniu korekta na rynku długu może dobiec końca. Czynnikiem, który przesądzi o takim scenariuszu, może być publikacja danych o krajowym PKB za III kw. W reakcji na odczyt wskazujący na dalszy gwałtowny spadek tempa wzrostu gospodarczego oczekiwania rynku na znaczne obniżki stóp mogą zyskać na sile. Warto także zauważyć, że obroty na polskim rynku długu utrzymują się na bardzo niskim poziomie, co może spotęgować reakcję na dane.

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