

# Tygodnik ekonomiczny

3 – 9 grudnia 2012

Tym razem nadzieje inwestorów na uzgodnienie przez Eurogrupę działań w kierunku obniżenia długu Grecji doczekały się spełnienia. Postanowiono m.in., że obniżeniu ulegnie oprocentowanie udzielonych temu państwu pożyczek oraz Grecja przeprowadzi skup części obligacji będących w posiadaniu publicznych inwestorów. Po ogłoszeniu tej decyzji przyszła krótkotrwała realizacja zysków, bowiem w ostatnich tygodniach rynek liczył na pozytywny wynik rozmów. Została ona jednak powstrzymana dzięki nadziejom na to, że niemiecki parlament przyjmie zmiany warunków pakietu dla Grecji (co miało miejsce w piątek). Na koniec tygodnia pojawiły się informacje o odrzuceniu przez Republikanów propozycji prezydenta USA mających zapobiec automatycznemu zacieśnieniu polityki fiskalnej na początku 2013, ale nie miały dużego wpływu na rynek. Wzrost wahań na krajowym rynku wygenerowały natomiast gorsze od oczekiwań dane o polskim PKB za III kw. Ich publikacja sprawiła, że kurs EURPLN powrócił powyżej przebitego wcześniej poziomu 4,10, a krajowe obligacje kontynuowały, obserwowane od początku tygodnia, umocnienie.

Spodziewamy się, że również w tym tygodniu jednym z głównych elementów determinującym kierunek notowań na polskim rynku będzie czynnik krajowy, tym razem w postaci decyzji o stopach NBP. Oczekujemy, podobnie jak konsensus, że RPP obniży stopy procentowe o 25 pb. Po danych o PKB za III kw. oczekiwania rynkowe na agresywne luzowanie polityki pieniężnej nasiliły się jeszcze bardziej i dlatego zachowawcza decyzja Rady może mieć korzystny wpływ na notowania złotego i wywołać lekką korektę na rynku długu. Najważniejsze wydarzenia ze granicą to decyzja EBC i miesięczne dane z rynku pracy w USA. Poza tym, inwestorzy będą dalej z uwagą śledzić rozmowy pomiędzy Republikanami a Demokratami. Wg nas stopy w strefie euro pozostaną raczej na niezmiennym poziomie, chyba że nowe prognozy wzrostu gospodarczego oraz inflacji jakie będzie miał do dyspozycji EBC będą wyraźnie zrewidowane w dół. Poza tym, w poniedziałek Grecja ma przedstawić warunki wcześniejszego (dobrowolnego) skupu swoich obligacji i ocena rynku szans powodzenia tej operacji też może wpłynąć na globalny rynek.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (3 grudnia)</b>							
3:45	CN	PMI – przemysł	XI	pkt	-	-	49,5
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI – przemysł</b>	<b>XI</b>	<b>pkt</b>	<b>47,2</b>	<b>47,0</b>	<b>47,3</b>
9:53	DE	PMI – przemysł	XI	pkt	46,8	-	46,0
9:58	EZ	PMI – przemysł	XI	pkt	46,2	-	45,4
16:00	US	ISM – przemysł	XI	pkt	51,4	-	51,7
<b>WTOREK (4 grudnia)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							
<b>ŚRODA (5 grudnia)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		<b>%</b>	<b>4,25</b>	<b>4,25</b>	<b>4,50</b>
9:53	DE	PMI – usługi	XI	pkt	48,0	-	48,4
9:58	EZ	PMI – usługi	XI	pkt	45,7	-	46,0
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	-0,1	-	-0,2
14:15	US	Raport ADP	XI	tys.	139	-	158
16:00	US	ISM – usługi	XI	pkt	53,5	-	54,2
<b>CZWARTEK (6 grudnia)</b>							
<b>11:00</b>	<b>PL</b>	<b>Aukcja zamiany obligacji</b>					
11:00	EZ	Rewizja PKB	III kw.	% kw/kw	-0,1	-	-0,2
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	0,9	-	-3,3
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.	380	-	393
<b>PIĄTEK (7 grudnia)</b>							
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	-0,5	-	-1,8
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	XI	tys.	105	-	171
14:30	US	Stopa bezrobocia	XI	%	7,9	-	7,9
15:55	US	Wstępny Indeks Michigan	XII	pkt	-	-	82,7

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

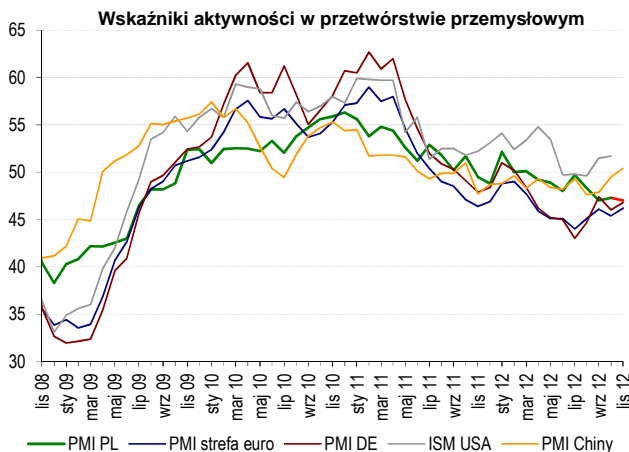
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luziński** Analityk

22 586 8362

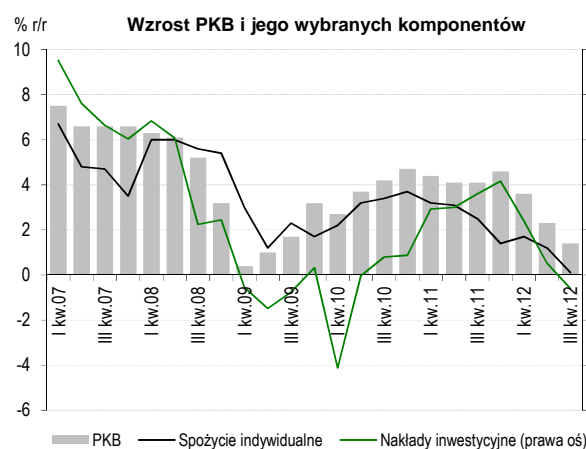
## Wydarzenia nowego tygodnia – Obniżka stóp przesądzona



▪ Spodziewamy się, że w listopadzie indeks PMI dla polskiego przemysłu zanotował lekki spadek z 47,3 pkt. w październiku. Będzie to już ósmy miesiąc z rzędu, kiedy PMI przebywa poniżej neutralnej granicy 50 pkt. i zapewne nie przekroczy jej w najbliższych miesiącach, sugerując dalsze słabnięcie koniunktury.

▪ Naszym zdaniem na najbliższym posiedzeniu RPP obniży stopy procentowe o 25 pb, sprowadzając stopę referencyjną do 4,25%. Obniżka na grudniowym spotkaniu Rady wydaje się właściwie przesądzona: spełnione są warunki zarysowane w ostatnim komunikacie (kontynuacja spowolnienia i brak ryzyka wzrostu presji inflacyjnej) a większość członków RPP jawnie poparła taki ruch w swoich ostatnich komentarzach. Spodziewamy się, że w styczniu może dojść do kolejnej obniżki, po czym Rada zrobi przerwę w cyklu łagodzenia polityki pieniężnej.

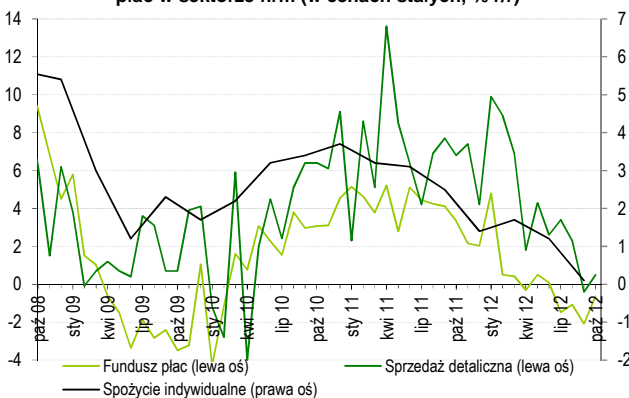
## Ostatni tydzień w gospodarce – Załamanie wzrostu konsumpcji



▪ Wzrost PKB spowolnił w III kw. 2012 do 1,4% r/r, znacznie bardziej niż oczekiwano. Wzrost konsumpcji prywatnej wyniósł zaledwie 0,1% r/r, najmniej, od kiedy dostępne są dane kwartalne. Jednocześnie, spadek inwestycji (pierwszy od ponad dwóch lat) okazał się mniej gwałtowny niż przewidywaliśmy i wyniósł -1,5% r/r, a zmiana zapasów również miała nieco mniej negatywny wpływ na dynamikę PKB. Wpływ eksportu netto na PKB był dodatni, ale też mniejszy niż można się było spodziewać.

▪ Dane skłaniają do rewizji prognoz na kolejne kwartały. Słabsza od wcześniejszych założeń może być w szczególności ścieżka konsumpcji prywatnej. Wzrost PKB w kolejnych dwóch kwartałach spadnie poniżej 1%, a w całym 2013 r. może być blisko 1%. Zrewidowane prognozy makroekonomiczne opublikujemy w najbliższym raporcie miesięcznym.

## Sprzedaż detaliczna, konsumpcja prywatna, fundusz płac w sektorze firm (w cenach stałych, % r/r)



▪ Wzrost sprzedaży detalicznej lekko przyspieszył w październiku do 3,3% r/r, co było bliskie naszym prognozom, ale poniżej konsensusu, i potwierdziło słaby początek IV kwartału pod względem popytu konsumpcyjnego. Wg naszych szacunków wzrost sprzedaży detalicznej po wyłączeniu pojazdów mechanicznych i paliw wyniósł 2,0% r/r i był najniższy od lipca 2010 r. Niski był również wzrost sprzedaży detalicznej w cenach stałych (0,5% r/r). Obroty w handlu detalicznym (obejmujące placówki handlowe zatrudniające mniej niż 9 osób, ale nie obejmujące sprzedaży samochodów) spadły w październiku o 2,7% r/r.

▪ Stopa bezrobocia wzrosła do 12,5%, a liczba osób bez pracy była o 127 tys. wyższa niż przed rokiem (największy wzrost od ponad dwóch lat) mimo wyższych wydatków z Funduszu Pracy na aktywizację bezrobotnych.

## Cytat tygodnia – Czy wniosek o głębszą obniżkę znajdzie większość?

**Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 30.11, Reuters**

Myszę, że Rada zdecyduje się na obniżkę, ale bez paniki.

**Andrzej Bratkowski, członek RPP, 26.11, Reuters**

Będę wnioskował o obniżkę wyższą niż 50 punktów bazowych. Inflacja nie jest żadnym zagrożeniem.

**Adam Glapiński, członek RPP, 27.11, Reuters**

Obniżka o jedną czwartą w przyszłym tygodniu jest już przesądzona. Jednak trzecie lub czwarte cięcie stóp nie będzie już takie oczywiste.

**Jerzy Hausner, członek RPP, 26.11, Reuters**

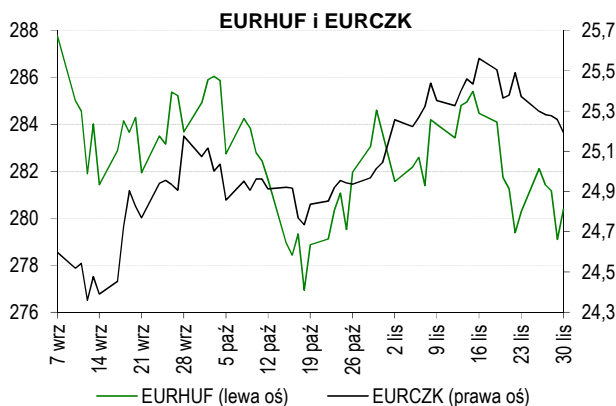
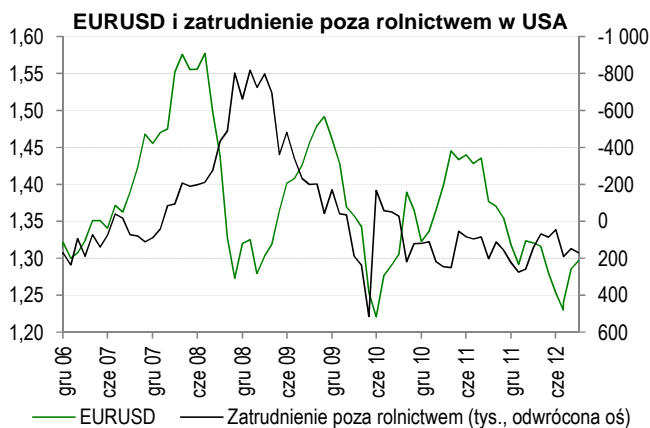
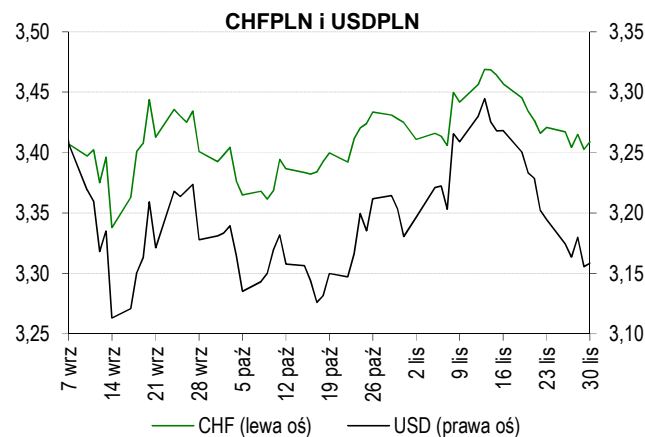
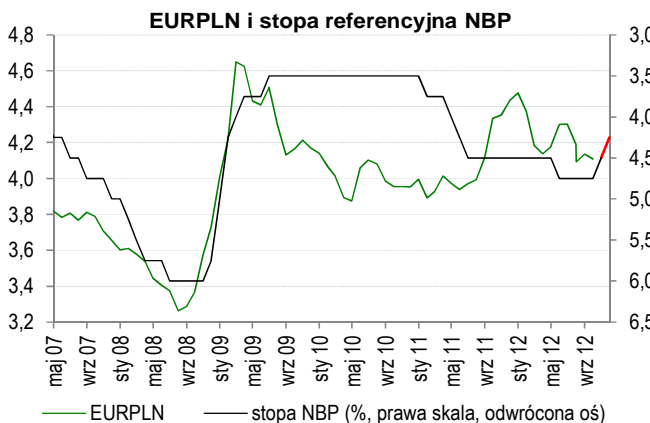
Przyuszczam, że w grudniu podtrzymamy linię łagodzenia polityki pieniężnej, czyli należy liczyć się z obniżaniem stóp procentowych. Co do zasady, powinniśmy mieć realnie dodatnie stopy procentowe.

**Anna Zielińska-Głęboccka, członkini RPP, 27.11, PAP**

Uważam, że powinniśmy dosyć szybko, ale tak miesiąc po miesiącu obniżyć stopy proc. o ok. 1 pkt proc., a potem zobaczyć ewentualnie, co się będzie działo.

Zgadzamy się z A. Glapińskim, że obniżka stóp o 25 pb w grudniu jest już przesądzona. Słabe dane makro, z rozczarującym odczytem PKB za III kw. na czele, oraz powrót inflacji do pasma dopuszczalnych odchyłeń wokół celu prawie na pewno zadziałały na wyobraźnię większości członków Rady. Było to widoczne w ciągu ostatnich dni, gdyż prawie wszyscy członkowie RPP wypowiedzieli się w podobnym tonie – że będą popierać dalsze luzowanie polityki pieniężnej w grudniu. A. Bratkowski, najbardziej gołębi członek Rady, zapowiedział złożenie wniosku o obniżkę głębszą niż 50 pb. Warto przypomnieć, że jeszcze do niedawna uważał taki ruch za ekstrawagancję. Niemniej nie wydaje nam się, aby udało się przegłosować jednorazową obniżkę głębszą niż 25 pb. Naszym zdaniem RPP jak ognia będzie unikała ruchów, które mogłyby być odczytane jako przyznanie się do zbyt późnej reakcji na spowolnienie koniunktury.

## Rynek walutowy – Złoty stracił po danych o PKB. Czy zyska po decyzji RPP?



### Złoty słaby po danych o PKB. Mocniejszy po RPP?

■ Optymizm po decyzji Eurogrupy był tylko chwilowy, ale kiedy w kolejnych dniach napłynęły korzystne informacje w sprawie rozmów amerykańskich polityków na temat cięć w wydatkach (by uniknąć tzw. „fiscal cliff”), złoty całkiem wyraźnie zyskał (EURPLN spadł na chwilę nieco poniżej wsparcia na 4,08). Tak jak się jednak spodziewaliśmy, dane o polskim PKB za III kw. opublikowane w piątek wywołały osłabienie złotego (EURPLN wzrósł w reakcji na dane z 4,092 do 4,11). Powtórzyła się więc sytuacja z końca sierpnia, kiedy to krajowa waluta była pod presją danych za II kw. W skali tygodnia złoty zanotował nieznaczne umocnienie do euro. Złoty w trakcie tygodnia sporo zyskiwał także do dolara. Kurs USDPLN spadł tymczasowo do prawie 3,13 i znalazł się najniższej od końca października.

■ W tym tygodniu, podobnie jak w minionym, wydarzenie krajowe może mieć największy wpływ na notowania złotego. Spodziewamy się, że RPP obniży w środę stopy procentowe o 25 pb. Rozczarowujące dane o PKB zwiększyły oczekiwania rynku na agresywnie luzowanie polityki pieniężnej i z tego powodu zachowawcza decyzja Rady może mieć korzystny wpływ na notowania złotego. Byłaby to sytuacja analogiczna do tej z września, kiedy to RPP utrzymała stopy bez zmian, mimo, że dane za II kw. nasiliły oczekiwania rynku na ich redukcję. Przedział wahań EURPLN to 4,08-4,15 (kolejne wsparcie 4,05-4,06). Jak wskazuje wykres obok, kolejne obniżki stóp mogą już jednak mieć negatywny wpływ na krajową walutę.

### Sytuacja w USA w centrum uwagi

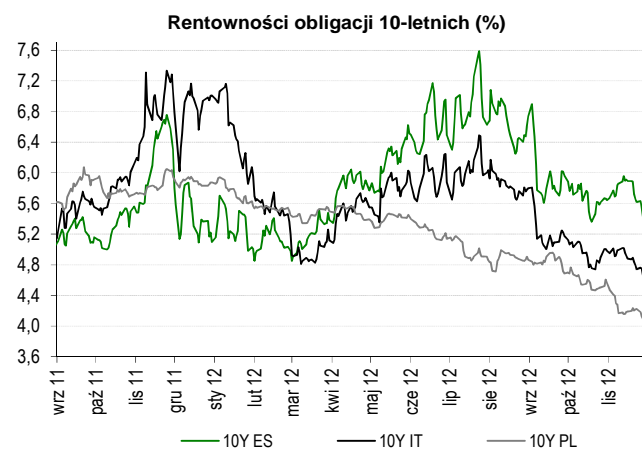
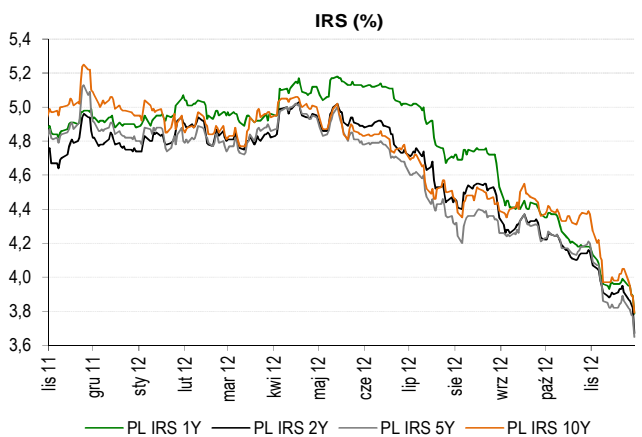
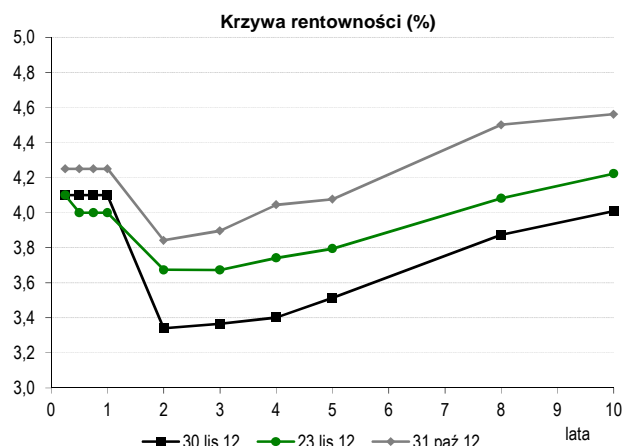
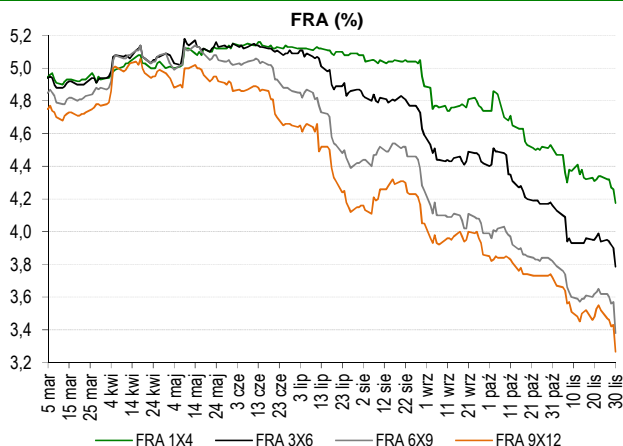
■ Miniony tydzień obfitował w spore wahania EURUSD. W oczekiwaniu na decyzję Eurogrupy euro umacniało się do amerykańskiej waluty. Tak jak sugerowaliśmy przed tygodniem, ogłoszenie porozumienia w sprawie kroków, jakie można w najbliższym czasie podjąć w celu obniżenia długu Grecji, wywołało tylko chwilowy ruch w górę. Kurs osiągnął nieco ponad 1,30, po czym w kolejnych dniach spadł gwałtownie do 1,288. Poprawa nastrojów jaka wkrótce nastąpiła m.in. w wyniku nadziei na to, że niemiecki parlament zagłosuje za zmianą warunków pomocy dla Grecji pchnęła EURUSD powyżej poziomu z początku tygodnia (do prawie 1,303).

■ Członek Fed, Richard Fisher, przeciwnik ekspansywnych działań banku centralnego stwierdził w minionym tygodniu, że Fed powinien ustalić górną granicę wartości obligacji, które jest gotów skupić z rynku. Spowodowało to chwilowy wzrost obaw, że faktycznie QE3 może zostać w pewnym momencie ograniczone. W tym tygodniu opublikowane zostaną miesięczne dane z amerykańskiego rynku pracy i są one szczególnie istotne przy ocenie inwestorów perspektyw dalszych ruchów Fed. Lekki spadek niepewności związany z sytuacją w Grecji może sprawić, że rozwój sytuacji w USA będzie najważniejszym czynnikiem w najbliższych dniach (dane z rynku pracy) czy tygodniach (rozmowy pomiędzy Republikanami a Demokratami). Nie spodziewamy się, by posiedzenie EBC przyniosło nowe, przełomowe informacje. EURUSD tylko na chwilę pokonał lokalny szczyt z końca października i nadal czekamy na impuls, który wypchnie do przedziału 1,266-1,314.

### Bez dużych zmian w notowaniach forinta i korony

■ W minionym tygodniu forint nie zareagował na obniżkę stóp, a czeska korona dalej odrabiała straty poniesione w ostatnich miesiącach. Kurs EURHUF pozostaje w przedziale 278-286, natomiast dalszą aprecjację czeskiej korony ogranicza wsparcie na 25,2 za euro.

**Rynek stopy procentowej – Rynki dyskontują głębsze cięcie stóp po słabych danych o PKB**



**Stawki rynku pieniężnego kontynuują trend spadkowy**

▪ Zgodnie z oczekiwaniami miniony tydzień przyniósł dalszy spadek stawek WIBOR. Uwagę zwraca fakt, że dynamika spadku nieco przyspieszyła w porównaniu z poprzednim tygodniem i wyniosła 9-13 pb (wobec 4-6 pb w poprzednim tygodniu). Podsumowując, od końca sierpnia stawki WIBOR obniżyły się o prawie 40 pb dla 1 miesiąca oraz o 62-68 pb dla stawek od 3 miesięcy do roku. W związku z tym reakcja rynku pieniężnego na redukcję stóp o 25 pb może być ograniczona (podobnie jak to miało miejsce po listopadowej obniżce).

▪ Spadkową tendencję obserwowaliśmy również na rynku FRA. Po słabszych od oczekiwań danych o PKB za III kw. wzrosły oczekiwania rynku na nieco głębszą obniżkę stóp procentowych w następnym miesiącu.

**Rentowności na historycznie niskich poziomach**

▪ W minionym tygodniu rentowności obligacji osiągnęły nowe historyczne minima. Wsparciem dla rynku była ogólna poprawa nastrojów na rynkach globalnych, ale również oczekiwania, że spowolnienie gospodarcze może okazać się głębsze, co skłoniłoby Radę do głębszych cięć. Te oczekiwania umocniły się po słabszym od oczekiwań odczycie danych o PKB za III kw. Zdecydowaną poprawę nastrojów zaobserwowano po publikacji raportu Moody's. W ocenie analityków agencji ratingowej polskie obligacje mają status „bezpiecznej przystani” regionu CEE, a „ostrożne zarządzanie długiem oraz wiarygodne ramy polityki fiskalnej doprowadzą do dalszej poprawy profilu kredytowego Polski”.

▪ W konsekwencji rentowność 10-latki (DS1023) spadła na chwilę poniżej 4,0%, a tydzień zamknęła na 4,01%. Rentowności 2- i 5-latki osiągnęły nowe historyczne minima odpowiednio na 3,34% oraz 3,51%. W oczekiwaniu na możliwość głębszych cięć przez RPP krzywa obligacyjna nieco się wystromiła (spread 2-10 lat wzrósł powyżej 67 pb wobec 55 pb na zamknięcie poprzedniego tygodnia).

▪ W ślad za spadkami rentowności obligacji podążał również rynek IRS. Stawki osiągnęły nowe historyczne minima, choć skala spadku była mniejsza niż w przypadku rynku obligacji. W skali tygodnia krzywa IRS obniżyła się o 20-26 pb.

▪ W grudniu Ministerstwo Finansów zaoferuje obligacje WS0922/WS0429 na aukcji zamiany. Resort finansów zamierza również przeprowadzić aukcję odkupu obligacji denominowanych w €, zapadających w lutym 2013 r. Plany podażowe na następny miesiąc będą wspierające dla rynku obligacji.

**Grudniowa obniżka stóp zdyskontowana**

▪ W tym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się przede wszystkim na posiedzeniach banków centralnych – w środę decyzję odnośnie stóp podejmie RPP, a w czwartek EBC. Ostatnie wypowiedzi członków Rady wskazują, że jest większość za obniżką stóp NBP o 25 pb. Wprawdzie na posiedzeniu może zostać zgłoszony wniosek o większą obniżkę, co sugerował w swoich wypowiedziach A. Bratkowski z RPP. Przyjęcie wniosku o głębszą redukcję stóp wydaje się mało prawdopodobne, chociaż po słabszych danych o PKB za III kwartał, w ocenie rynku, szanse na taki ruch wzrosły.

▪ Redukcja stóp zgodna z oczekiwaniami może niektórych graczy rynkowych skłonić do realizacji zysków, niemniej ewentualna korekta będzie raczej krótkotrwała. Spodziewamy się utrzymania trendu spadkowego rentowności do końca 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