

# Tygodnik ekonomiczny

5 – 11 grudnia 2011

Od początku minionego tygodnia na globalnym rynku dominował optymizm. W pierwszych dniach był on oparty na dość kruchych podstawach – plotce (szybko zdementowanej) o planach udzielenia Włochom pożyczki przez MFW i nadziejach na podjęcie przełomowych decyzji na szczycie UE – i został on nieco ostudzony przez decyzję agencji S&P o obniżeniu ratingu dla 37 banków i Fitch o zmianie na negatywną perspektywę dla USA. Głównym wydarzeniem tygodnia była decyzja banków centralnych USA, Wielkiej Brytanii, Szwajcarii, Japonii, Kanady i strefy euro o wydłużeniu uruchomionych we wrześniu linii swapowych dolarowych do lutego 2013 oraz obniżeniu ich kosztu. W reakcji na ten komunikat euro bardzo wyraźnie umocniło się do dolara, na wroście popytu na ryzyko – wspieranym dodatkowo przez dane z USA – w końcu zyskał również złoty. Kolejnymi impulsami, które pchnęły kurs EURUSD w górę były doniesienia, że EBC jest gotów pożyczyć środki MFW, by ten przeznaczył je na łagodzenie skutków kryzysu zadłużeniowego i miesięczne dane z rynku pracy USA. Krajowe dane o PKB były zgodne z naszą prognozą, natomiast indeks PMI spadł dużo bardziej, niż się tego spodziewaliśmy my i rynek. Pierwszy od października 2009 odczyt poniżej 50 pkt. potwierdza, że w 2012 polska gospodarka będzie się rozwijała wolniej niż w 2011.

Głównymi wydarzeniami nadchodzącego tygodnia dla globalnych rynków będą decyzje EBC w czwartek i szczyt UE w piątek. Inwestorzy oczekują bardziej zdecydowanych działań zarówno ze strony banku centralnego jak i liderów państw strefy euro w kierunku rozwiązania kryzysu zadłużeniowego. Co prawda w piątkowym wystąpieniu kanclerz Niemiec podkreśliła, że całkowite unormowanie sytuacji może trwać lata, ale nie zmienia to faktu, że inwestorzy oczekują podjęcia dalszych, konkretnych decyzji. Spodziewamy się, że EBC obniży stopy procentowe o 25 pb., możliwe, że zapowie też rozpoczęcie kolejnych działań wspierających płynność na rynku międzybankowym. Jeśli chodzi o krajową RPP, to komentarze jej członków wskazują, że stopy NBP pozostaną bez zmian i sama decyzja nie powinna wywołać dużych zmian na rynku. Sądzymy, że jastrzębi ton komunikatu zostanie utrzymany, co z kolei może potencjalnie mieć wpływ na krajowy rynek stopy procentowej. W minionym tygodniu kurs EURPLN przebił linię trendu wzrostowego i odbił się od ważnego w skali miesięcznej oporu. To i nadzieje na rozwiązanie kryzysu zadłużeniowego może naszym zdaniem wspierać złotego przynajmniej na początku tego tygodnia.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (5 grudnia)</b>							
9:53	DE	PMI – usługi	XI	pkt	51,4	-	50,6
9:58	EZ	PMI – usługi	XI	pkt	47,8	-	46,4
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	X	% r/r	-0,8	-	-1,5
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	-0,3	-	0,3
16:00	US	ISM – usługi	XI	pkt	53,5	-	52,9
<b>WTOREK (6 grudnia)</b>							
11:00	EZ	Rewizja PKB	III kw.	% r/r	1,4	-	1,6
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	0,8	-	-4,3
<b>ŚRODA (7 grudnia)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		<b>%</b>	<b>4,50</b>	<b>4,50</b>	<b>4,50</b>
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,4	-	-2,7
<b>CZWARTEK (8 grudnia)</b>							
13:00	GB	Decyzja BoE		%	0,50	-	0,50
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	1,0	1,0	1,25
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	395	-	402
16:00	US	Zapasy hurtowników	X	% m/m	0,3	-	-0,1
<b>PIĄTEK (9 grudnia)</b>							
8:00	DE	Eksport	X	% m/m	-1,0	-	0,9
14:30	US	Bilans handlowy	X	mld \$	-44,0	-	-43,1
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	XII	pkt	65,3	-	64,1

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, 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

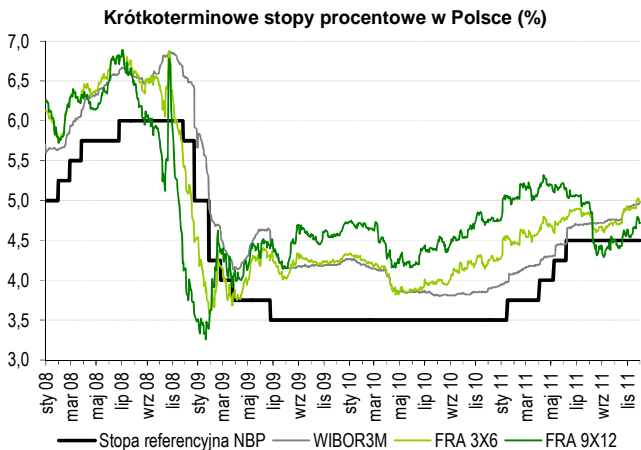
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luziński** Młodszy Analityk

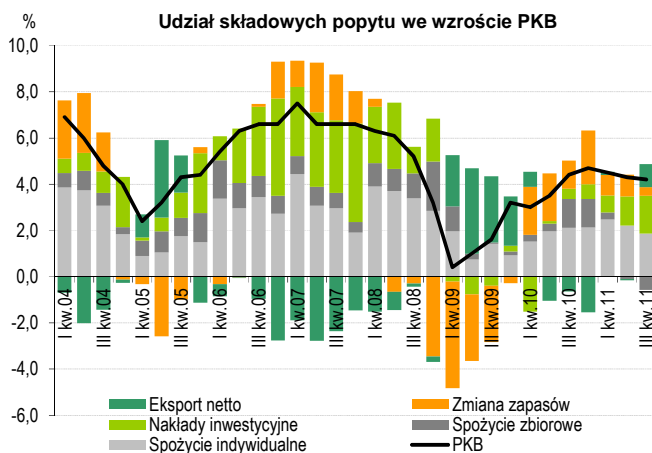
22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – RPP pozostawi stopy i ton komunikatu bez zmian

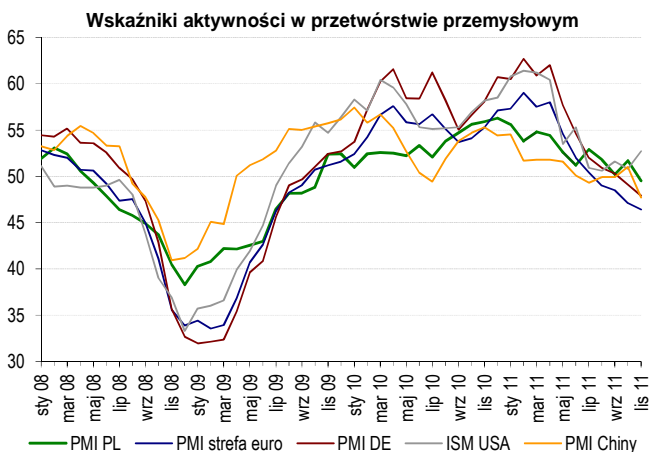


- Oczekujemy, podobnie jak rynek, że RPP pozostawi stopy na dotychczasowym poziomie. Od jej ostatniego posiedzenia na rynku zaszły niekorzystne pod względem powrotu inflacji do celu zmiany (gwałtowne osłabienie złotego). Dodatkowo, CPI wciąż utrzymuje się powyżej 4%, co też ogranicza potencjał do poluzowania polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach.
- Spodziewamy się, że w komunikacie po posiedzeniu pozostanie zdanie wskazujące, że możliwe jest dalsze dostosowanie polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.
- Umocnienie złotego jakie miało miejsce w minionym tygodniu spowodowało spadek stawek FRA. Sądzymy, że ogólny ton komunikatu pozostanie raczej jastrzębi, co może mieć potencjalnie wpływ na krajowy rynek stopy procentowej.

## Ostatni tydzień w gospodarce – PKB za III kw. powyżej 4%, PMI sugeruje wyraźne spowolnienie



- Wzrost gospodarczy w III kw. 2011 r. wyniósł 4,2% r/r po wzroście o 4,3% w II kwartale. Dane te okazały się zgodne z naszymi prognozami oraz nieco wyższe od oczekiwań rynku (4,0%).
- Głównym motorem wzrostu pozostaje popyt krajowy, wspierany przez inwestycje oraz spożycie indywidualne. Istotnie wzrosła skala wpływu eksportu netto na wzrost gospodarczy w Polsce; w III kw. wkład eksportu netto do wzrostu wyniósł 1 pp po spadku o 0,1 pp w II kw.
- Opublikowane dane o PKB za III kwartał wpisują się w nasz bazowy scenariusz. Sądzymy, że IV kwartał może przynieść jedynie umiarkowane spowolnienie, ale w 2012 należy się liczyć z poważnym wyhamowaniem tempa wzrostu, które w niektórych kwartałach spadnie prawdopodobnie do 2%. Nasza zrewidowana prognoza wzrostu PKB w 2012 to 2,3% (wobec 2,7% poprzednio).



- Indeks PMI dla polskiego przemysłu mocno rozczarował w listopadzie spadając do 49,5 pkt., wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (50,6) i naszej prognozy (50,9). Tym samym, po raz pierwszy od października 2009 znalazł się poniżej neutralnej granicy 50 pkt. Największy negatywny wpływ na odczyt miał wyraźny spadek zamówień, przede wszystkim eksportowych.
- Skalę i zasięg postępującego pogarszania się sytuacji w przemyśle dobrze oddaje fakt, że z 5 subindeksów które składają się na finalny odczyt, powyżej granicy 50 pkt. pozostały już tylko te dla produkcji i zatrudnienia.
- Ogólnie, dane potwierdzają hamowanie aktywności w polskim sektorze przetwórczym i zapowiadają, że w przyszłym roku krajowa gospodarka będzie się rozwijała wyraźnie wolniej niż w 2011. Niemniej, utrzymujemy prognozę wzrostu produkcji przemysłowej w listopadzie na poziomie 5,8% r/r.

## Cytat tygodnia – NBP zadowolony ze skutków interwencji

### Marek Belka, prezes NBP, Reuters, 30 listopada

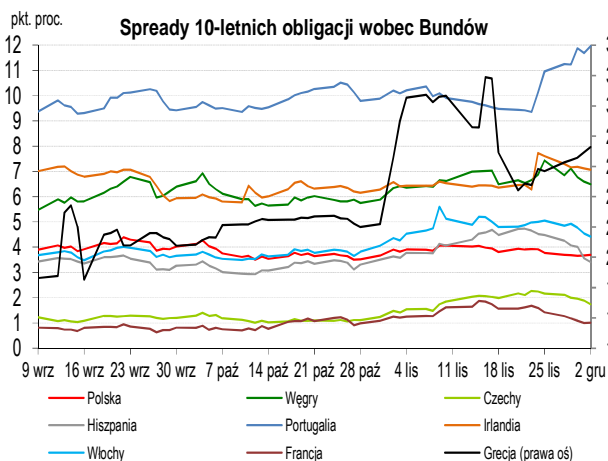
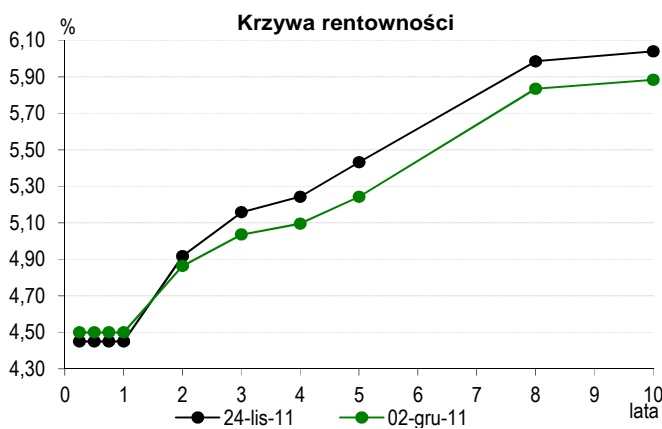
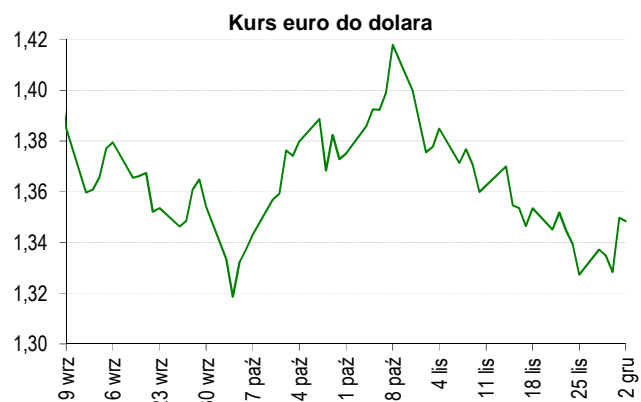
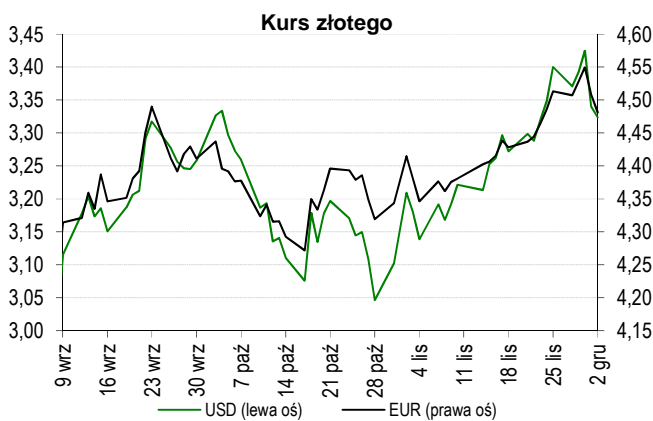
Złoty jest niestety walutą niestabilną, ale jest jednocześnie buforem, który stabilizuje gospodarkę. (...) Nie staramy się bronić konkretnego kursu. Patrzymy, czy dynamika jest specyficzna dla naszego kraju, czy odzwierciedla tendencje szersze.

### Witold Koziański, wiceprezes NBP, 2 grudnia

Widać wyraźnie, że złoty zachowuje się poprawnie, jest walutą względnie stabilną w tym okresie, bardziej niż forint i korona czeska. Generalnie jesteśmy zadowoleni ze skutków naszych interwencji, kolejne takie akcje są możliwe.

W minionym tygodniu zarówno prezes jak i wiceprezes NBP powtórzyli, że bank nie broni żadnego konkretnego poziomu kursu walutowego. Choć jak to powiedział Koziański, NBP jest zadowolony ze skutków interwencji, to ocena rynku może być w tej kwestii odmienna. Inne kryteria oceny działań banku (NBP chce tylko stabilizować walutę, inwestorzy widzą, że nie zdołał jej umocnić) mogą spowodować, że jeśli rynek będzie chciał zbadać determinację NBP do ograniczania wahań kursu, to bank będzie musiał dokonać bardziej agresywnej interwencji.

## Monitor rynku

**Jest potencjał do aprecjacji złotego**

■ Pomimo bardzo wyraźnej poprawy nastrojów na początku tygodnia, złoty był pod presją i ewidentnie nie korzystał ze wzrostu popytu na ryzykowne aktywa. EURPLN wzrósł w czasie krajowej sesji do 4,556, a więc powyżej szczytu z poprzedniego tygodnia (4,5475). Dopiero w wyniku decyzji głównych banków centralnych i gwałtownemu wzrostowi EURUSD złoty zanotował znaczne umocnienie. Trend ten był kontynuowany w kolejnych dniach tygodnia, na co wpływ miały też lepsze od prognoz dane z USA. Na przestrzeni tygodnia kurs złoty zyskał do euro ok. 1%. Przebił on też linię trendu wzrostowego, w którym kurs poruszał się od początku listopada. Wraz z oddaleniem się od ważnego w skali miesięcznej oporu 4,57 wzmacnia to oczekiwanie, że przynajmniej na początku tygodnia złoty będzie zyskiwał. Na korzyść ryzykownych aktywów mogą też działać oczekiwania na pozytywny wynik szczytu UE.

■ Największy zysk do euro z walut regionu zanotował forint (3,4%), który w ostatnich tygodniach był pod negatywną presją. Także czeska korona wyraźnie zyskała (2,8%).

■ Największy wpływ na kurs EURUSD miała w minionym tygodniu decyzja głównych banków centralnych. Wywołała ona dynamiczny wzrost kursu z 1,33 do 1,35. W kolejnych dniach aprecjacja euro było wspierana przez doniesienia o chęci EBC pożyczania środków MFW, by ten pojął działania w celu złagodzenia kryzysu. Pokonanie przez kurs strefy oporu 1,34-1,345 otworzyło EURUSD drogę do dalszego wzrostu w kierunku 1,36. Oprócz czynników technicznych, euro może być wspierane przez nadzieje na rozwiązanie kryzysu zadłużeniowego.

**Jastrzębi komunikat RPP może pchnąć FRA w górę**

■ Krajowe obligacje zaczęły tydzień od umocnienia, ale jego skala – podobnie jak obrót – była skromna. Dopiero bardzo wyraźny wzrost popytu na ryzykowne aktywa jaki nastąpił w wyniku decyzji głównych banków centralnych zepchnął bardziej zdecydowanie rentowności w dół. W największym stopniu zyskały papiery ze środka i długiego końca, więc krzywa rentowności wyplaszczyła się. O ile w wyniku dużego osłabienia złotego w poprzednim tygodniu stawki FRA dla m.in. 9 miesięcy znacznie wzrosły i nie wyceniały już obniżki stóp NBP w tym horzontcie, to ruch jaki dokonał się na walucie w minionym tygodniu pchnął je wyraźnie w dół. Obecnie rynek stopy procentowej wycenia obniżenie stóp o 25 pb. za 9 miesięcy i widzi ok. 70% prawdopodobieństwa na obniżkę o 3 miesiące wcześniej. Oczekujemy, że jastrzębi ton komunikatu z posiedzenia RPP zostanie utrzymany, co w konsekwencji może znowu pchnąć stawki FRA w górę. Publikacja komunikatu może też mieć pewien wpływ na krótkoterminowe obligacje. 2-letni asset swap spread wzrósł w minionym tygodniu powyżej zera, co naszym zdaniem należy traktować jako tymczasowe zjawisko.

■ Na bazowych rynkach długu rentowności obligacji USA zanotowały wyraźne osłabienie w wyniku opublikowania szeregu lepszych od prognoz danych makro. Na koniec tygodnia rentowności 10-letnich Bundów oraz Treasuries wyniosły odpowiednio 2,18% i 2,11%.

■ Spready rentowności obligacji Hiszpanii i Włoch w stosunku do Bundów uległy wyraźnemu zawężeniu w wyniku nadziei na rozwiązanie kryzysu w strefie euro. W przypadku tego drugiego kraju rentowności 10-letnich obligacji spadły na koniec tygodnia do 6,4%, podczas gdy przed ogłoszeniem decyzji banków centralnych były blisko nawet 7,5%.

---

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