

# Tygodnik ekonomiczny

19 – 25 grudnia 2011

Rynek, tak jak sugerowaliśmy w poprzednim raporcie, krytycznie ocenił wyniki ostatniego szczytu UE. Rozczarowanie co do braku jednomyślności ws. koniecznych działań wywarło wyraźną negatywną presję na nastroje od samego początku minionego tygodnia. Dodatkowym wsparciem dla dominującej awersji do ryzyka były anonimowe doniesienia z Niemiec, wskazujące, że Angela Merkel przeciwna jest zwiększaniu środków do dyspozycji ESM. Poza tym, na aukcji włoskich obligacji rentowności wzrosły do najwyższego poziomu w historii strefy euro. Końcówka tygodnia przebiegała jednak w wyraźnie lepszych nastrojach. Przyczynił się do tego szereg lepszych od oczekiwań danych, m.in. wstępne PMI dla przemysłu Niemiec i strefy euro oraz tygodniowa liczba nowych bezrobotnych w USA. Co więcej, na aukcji hiszpańskich obligacji sprzedano więcej papierów niż planowano. W takt zmian nastrojów na globalnym rynku przebiegały notowania złotego i krajowych obligacji. Dodatkową negatywną presję na polskie SPW wywarła publikacja zaskakująco wysokiej inflacji, a na złotego mógł pozytywnie zadziałać komunikat agencji S&P o możliwym podniesieniu perspektywy krajowego ratingu.

Nadchodzący tydzień będzie bogaty w publikacje ważnych danych z największych gospodarek świata. Inwestorzy na pewno zwrócą uwagę na odczyt indeksu Ifo, będącego dobrą wskazówką zmian niemieckiego PKB oraz na szereg publikacji nt. kondycji amerykańskiego rynku nieruchomości i tamtejszych konsumentów. Oprócz danych makro, dla rynku ważne mogą być wyniki planowanej przez EBC na środę 3-letniej nieograniczonej operacji refinansującej, o której wprowadzeniu bank poinformował po ostatnim posiedzeniu. Popyt banków na środki z banku centralnego będzie dobrą wskazówką odnośnie poziomu niepewności panującej na rynku międzybankowym. Kurs EURPLN nie zdołał przebić oporu na 4,57-4,58 i to wraz z oczekiwaniami na wejście BGK na rynek może wspierać krajową walutę, przynajmniej na początku tygodnia.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (19 grudnia)</b>							
11:00	PL	Przetarg odkupu bonów skarbowych wartych 16,7 mld zł					
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	XI	% r/r	5,9	5,8	6,5
14:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	XI	% r/r	11,0	7,5	8,9
14:00	PL	PPI	XI	% r/r	8,6	8,7	8,5
<b>WTOREK (20 grudnia)</b>							
8:00	DE	Indeks GfK	I	pkt	5,5	-	5,6
10:00	DE	Indeks Ifo	XII	pkt	106,1	-	106,6
14:00	PL	Inflacja bazowa	XI	% r/r	2,9	3,1*	2,8
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	XI	tys.	630	-	628
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	XI	tys.	635	-	644
<b>ŚRODA (21 grudnia)</b>							
16:00	US	Sprzedaż domów	XI	mln	5,0	-	4,97
<b>CZWARTEK (22 grudnia)</b>							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	XI	% r/r	10,5	9,9	11,2
10:00	PL	Stopa bezrobocia	XI	% r/r	12,0	12,0	11,8
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	PKB	III kw.	k/k	2,0	-	1,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	378	-	366
15:55	US	Indeks Michigan	XII	pkt	68,0	-	64,1
16:00	US	Wskaźniki wyprzedzające	XI	% m/m	0,3	-	0,9
<b>PIĄTEK (23 grudnia)</b>							
14:30	US	Wydatki konsumentów	XI	% m/m	0,3	-	0,1
14:30	US	Dochody osobiste	XI	% m/m	0,2	-	0,4
14:30	US	Bazowy PCE	XI	%m/m	0,1	-	0,1
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	XI	% m/m	2,0	-	-0,5
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	XI	tys.	313	-	307

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet \*szacunek po danych o CPI

**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**

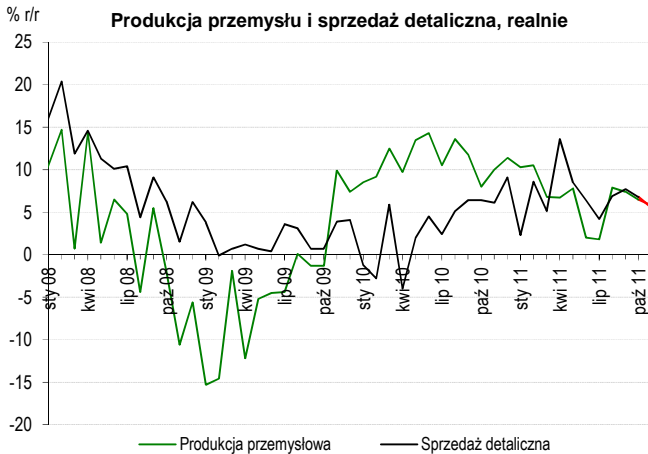
Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luziński**

Młodszy Analityk

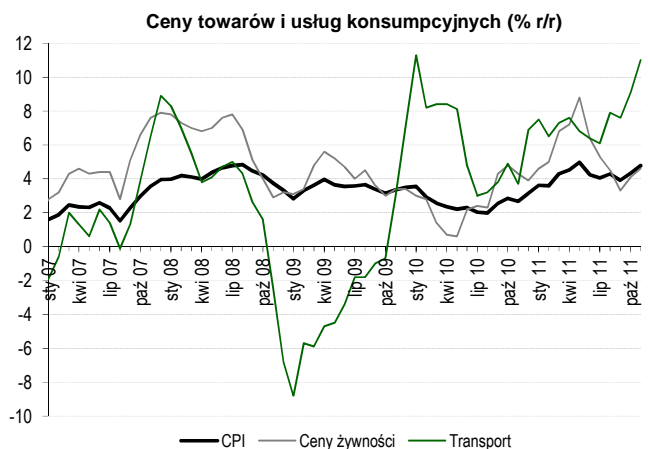
22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Krajowe dane o kondycji przemysłu i popycie konsumentów

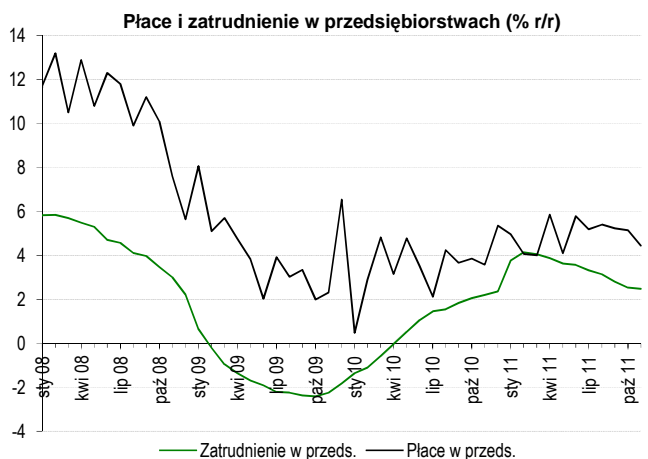


- Spodziewamy się, że dane o produkcji przemysłowej pokażą dalszy spadek aktywności w tym sektorze. Będą one zgodne z trendem trwającym zarówno w kraju jak i za granicą. Dane o listopadowym indeksie PMI dla polskiego przemysłu mocno rozczarowały, a subindeks dla produkcji spadł najmocniej od grudnia 2008. Jest to dodatkowy czynnik ryzyka dla naszej prognozy.
- Podobnie dane o sprzedaży detalicznej wpiszą się w prognozowany przez nas trend spadkowy, jaki będzie dominował w 2012. Roczna dynamika sprzedaży będzie wspierał wyraźny wzrost cen w listopadzie, szczególnie w przypadku żywności i paliw.
- Znaczne osłabienie złotego w listopadzie było jedną z głównych przyczyn dalszego wzrostu cen producentów.
- Stopa bezrobocia wzrosła z powodu typowych dla tej pory roku czynników.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja wyraźnie powyżej oczekiwań



- Listopadowa inflacja zaskoczyła wzrostem do 4,8% r/r z 4,3% r/r miesiąc wcześniej, znacząco przewyższając nasze (4,4% r/r) i rynkowe oczekiwania (4,5% r/r). Największy wpływ na kształtowanie się cen miał wzrost cen żywności, paliw oraz w kategorii „zdrowie” (efekt zmian związanych z cenami leków refundowanych).
- Dane wyraźnie pokazują wpływ osłabienia złotego na ceny konsumentów, co w konsekwencji może opóźnić powrót CPI do celu NBP. Nadal oczekujemy stopniowego spadku inflacji od początku 2012 r. głównie ze względu na eliminację wpływu zmian stawek VAT z 2011. Proces spadku CPI będzie jednak przebiegał wolniej i startował z wyższego poziomu niż wcześniej prognozowaliśmy. Z tego względu (i biorąc dodatkowo pod uwagę możliwe utrzymywanie się presji na złotego w najbliższym czasie) RPP zapewne nie będzie spieszyła się z obniżkami stóp.



- Roczne tempo wzrostu zatrudnienia utrzymało się na poziomie 2,5%. Jest to pozytywne zaskoczenie, bo w listopadzie czynniki sezonowe zazwyczaj nie sprzyjają już tworzeniu nowych miejsc pracy. Trudno jednak oczekiwać wzrostu popytu na pracę w najbliższym czasie wobec słabnącej aktywności gospodarczej w strefie euro.
- Wynagrodzenia w firmach wzrosły o 4,4% r/r, wobec naszej prognozy i konsensusu rynkowego na poziomie 5,1%. Należy pamiętać, że roczna dynamika płac w listopadzie i grudniu często bywa zaburzona przez zmieniające się terminy wypłat premii barbońkowych w górnictwie. Niewykluczone, że tak było i tym razem.
- W sumie, dane nie zmieniają istotnie naszej oceny perspektyw rynku pracy – w 2012 roku spodziewamy się stagnacji zatrudnienia oraz wyhamowania tempa wzrostu płac mniej więcej do poziomu zgodnego z dynamiką inflacji.

## Cytat tygodnia – Słaby złoty zmartwieniem RPP

## Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, Reuters, 13 grudnia

Wszelkiego rodzaju zmiany stóp proc. mają sens wtedy, kiedy tworzą określony skutek. W obecnej sytuacji nie ma bezpośredniego związku przyczynowo-skutkowego między naszymi decyzjami a wzrostem inflacji. Uważam, że stopy powinny zostać stabilne przez pierwsze półrocze.

## Anna Zielińska-Giębicka, członkini RPP, PAP, 14 grudnia

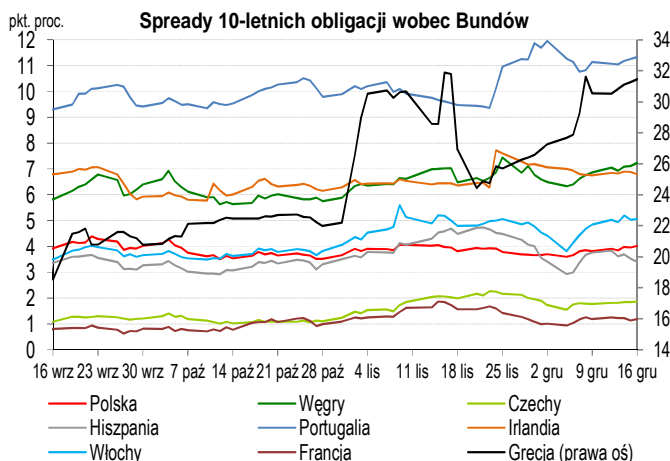
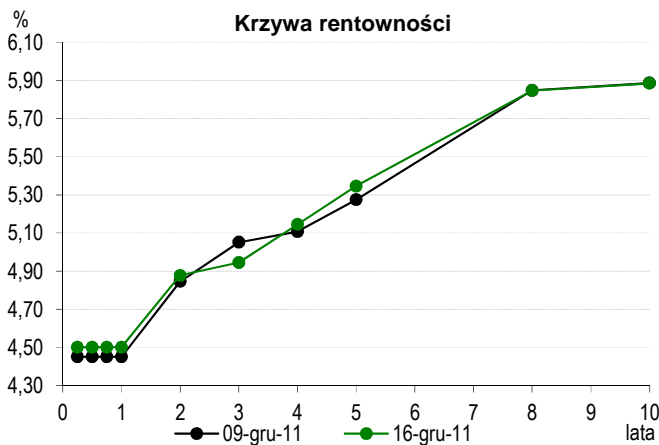
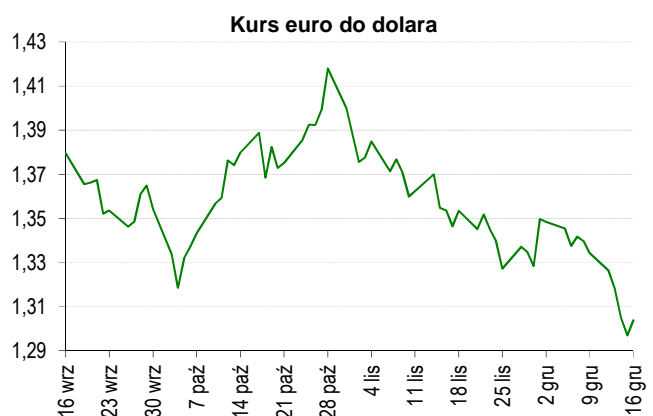
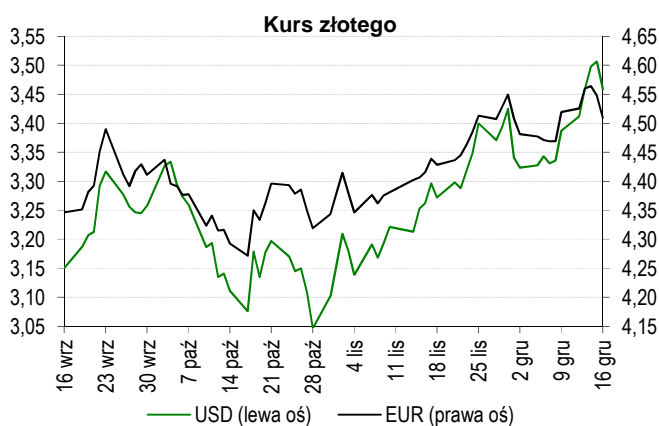
W takiej sytuacji nie ma co oczekiwać na obniżki stóp proc. w pierwszej połowie 2012 roku. Moim zdaniem prawdopodobieństwo podwyżek stóp jest obecnie wyższe niż obniżek.

## Adam Glapiński, członek RPP, PAP, 15 grudnia

Nie zmieniam zdania, podtrzymuję swoją opinię. Jeśli na koniec I kwartału przyszłego roku nie potwierdzą się przewidywania ostatniej projekcji, że w połowie roku inflacja ma zejść do celu, to zgłoszę wniosek o podwyżkę stóp, bo nie można tolerować trwałej sytuacji, kiedy inflacja jest powyżej 4,0% (...).

Publikacja zaskakujących danych o inflacji wywołała jastrzębie komentarze członków RPP. Ich wspólnym wątkiem był negatywny wpływ słabego złotego na utrzymanie się podwyższonego tempa wzrostu cen. Spodziewamy się, że dalsza deprecjacja krajowej waluty w pierwszej połowie 2012 uzasadni utrzymanie stóp bez zmian (przeciwko podwyżkom działać będzie wyraźny spadek tempa wzrostu PKB). Kolejne miesiące przyszłego roku stać będą natomiast pod znakiem odrabiania strat przez krajową walutę, co wspiera naszą prognozę, że w przyszłym roku stopy procentowe zostaną obniżone w dwóch krokach po 25 pb. Pierwsza obniżka nie wcześniej niż w połowie 2012.

## Monitor rynku



## Rosną szanse na wejście BGK na rynek walutowy

▪ Kiedy w pierwszej części tygodnia na rynku dominowała awersja do ryzyka, złoty był pod presją. W konsekwencji, EURPLN wzrósł w środę do niemal 4,60, najwyższego poziomu od kwietnia 2009. Jeszcze przed ogólną poprawą nastrojów na globalnym rynku złoty zaczął odrabiać straty. Pomóc w tym mogła agencja S&P. Poinformowała ona, że jej opinia o zamiarach polskiego rządu oraz budżecie jest pozytywna i jeżeli rząd przeprowadzi reformy oraz będzie kontynuował konsolidację fiskalną, to może ona podnieść perspektywę ratingu Polski ze stabilnej do pozytywnej. W tygodniowym rozrachunku krajowa waluta zyskała do euro i straciła do dolara. EURPLN nie zdołał na dłużej utrzymać się powyżej strefy oporu na 4,57-4,58, co jest czynnikiem, który może wspierać złotego w pierwszej części tygodnia. Dodatkowo, wraz ze zbliżaniem się końca roku, rynek w coraz większym stopniu może wyczekiwać na pojawienie się BGK. Czynnikiem ryzyka są możliwe spadki EURUSD.

▪ Na początku tygodnia forint radził sobie lepiej niż złoty, dzięki oczekiwaniom na szybkie porozumienie Węgier z MFW ws. pożyczki oraz na podwyżkę stóp w tym tygodniu. Na koniec tygodnia forint oddał jednak część zysków.

▪ EURUSD spadł na początku tygodnia do niemal 1,295, najniższego poziomu od stycznia w wyniku rozczarowania rynku wynikiem szczytu UE oraz kolejnych negatywnych informacji napływających ws. kryzysu zadłużeniowego. W kolejnych dniach euro bardzo powoli odrabiało straty, m.in. dzięki odreagowaniu nastrojów na świecie. Dynamika tego procesu była jednak niezbyt przekonująca i wobec tego, że powody ostatniej deprecjacji euro nie zniknęły, trudno jest oczekiwać dynamicznych wzrostów EURUSD.

## Niska płynność może zwiększyć wahania cen obligacji

▪ Na krajowym rynku długu tylko w przypadku obligacji 5-letnich nastąpił wyraźniejszy wzrost rentowności (papier ten był sprzedawany na aukcji zamiany), pozostałe segmenty krzywej były bardziej stabilne. Notowania przebiegały w takt zmian nastrojów na globalnym rynku. Choć dzienne zmiany były całkiem widoczne, to były one spowodowane bardzo niską płynnością, jaka pod koniec roku panuje na koniec roku. Na rynku IRS nie zaszły żadne widoczne zmiany, co wraz z osłabieniem obligacji ze środka krzywej wywołało rozszerzenie się spreadu asset swap dla tego segmentu krzywej. W pierwszej części tygodnia, wraz z osłabiającym się złotym i w wyniku publikacji danych o inflacji, w górę podążyły stawki FRA. Naszym zdaniem potencjał do umocnienia krajowych obligacji jest raczej ograniczony wobec utrzymywania się ważnych w skali globalnej czynników ryzyka.

▪ Na bazowych rynkach długu rentowności gwałtowny spadek na początku tygodnia w wyniku spadku optymizmu po szczycie UE. Lepsze od oczekiwań dane publikowane w kolejnych dniach zahamowały spadki rentowności. Na koniec tygodnia rentowności 10-letnich Bundów i Treasuries wyniosły w obu przypadkach 1,88%.

▪ Z państw postrzeganych przez rynek jako potencjalne kolejne państwa zagrożone niewypłacalnością, jedynie w przypadku obligacji Hiszpanii zanotowano zawężenie się spreadu do 10-letnich Bundów. Było to m.in. zasługą udanej aukcji hiszpańskich obligacji, na której sprzedano więcej papierów niż planowano. Rentowność 10-letnich obligacji Włoch spadła poniżej 7% (do 6,80%), a Hiszpanii oddaliła się od 6% (zakończyła tydzień blisko 5,2%).

---

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