

# Tygodnik ekonomiczny

13 – 19 lutego 2012

Głównym wątkiem jaki dominował na globalnym rynku na przestrzeni minionego tygodnia było to czy koalicyjne partie rządu Grecji uzgodnią oszczędności niezbędne do otrzymania przez ten kraj drugiego pakietu pomocowego. Inwestorzy z nadzieją wyczekiwali na pozytywny finał tych rozmów, choć pojawiały się okresy zniecierpliwienia i wzrostu awersji do ryzyka. Pomimo wiadomości o tym, że w Grecji osiągnięto porozumienie, na rynku nie nastąpił widoczny wzrost optymizmu, ponieważ z jednej strony rynek od jakiegoś czasu wyceniał już taki scenariusz, a dodatkowo na spotkaniu Eurogrupy nie podjęto decyzji o wypłacie pomocy. Zażądano za to m.in. dodatkowych oszczędności i z tego powodu na koniec tygodnia nastroje były raczej słabe. RPP zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie i z wypowiedzi jej członków wnioskujemy, że taki stan utrzyma się przynajmniej do maja. Podtrzymujemy naszą prognozę dwóch obniżek stóp procentowych w tym roku.

W weekend Grecy będą głosować nad przyjęciem warunków udzielenia pomocy i szukać będą kolejnych oszczędności. To i wynik środowego spotkania Eurogrupy mogą być kluczowymi wydarzeniami tego tygodnia na globalnym rynku, szczególnie jeżeli przyjęte rozwiązania nie spełnią oczekiwań inwestorów. Naszym zdaniem, niepewność odnośnie wyniku spotkania ministrów finansów państw strefy euro może wywierać negatywny wpływ na rynkowe nastroje oraz przyczynić się do dalszej deprecjacji złotego. Tydzień przyniesie również publikację wielu krajowych danych, które mogą mieć wpływ na rynek stopy procentowej. Wartość informacyjna tych danych do oceny sytuacji gospodarczej, będzie jednak obniżona przez fakt, że CPI zostanie zrewidowany w marcu, a w przypadku płac i zatrudnienia zmianie uległa badana próba.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (13 lutego)</b>							
14:00	PL	Eksport	XII	mln €	10 743	10 572	11 986
14:00	PL	Import	XII	mln €	11 600	11 541	12 735
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	XII	mln €	-1 192	-1 170	-1 034
<b>WTOREK (14 lutego)</b>							
11:00	DE	Indeks ZEW	II	pkt	-15,0	-	-21,6
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	-1,2	-	-0,1
14:00	PL	Podaż pieniądza	I	% r/r	12,9	13,3	12,4
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	I	% m/m	0,5	-	-0,2
<b>ŚRODA (15 lutego)</b>							
11:00	EZ	Wstępny PKB	IV kw.	% k/k	-0,4	-	0,1
14:00	PL	CPI	I	% r/r	4,3	4,2	4,6
14:30	US	Indeks NY Fed	II	pkt	15,0	-	13,48
15:15	US	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	0,6	-	0,4
20:00	US	Minutes Fed					
<b>CZWARTEK (16 lutego)</b>							
11:00	PL	Aukcja obligacji WZ0117					
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	I	% r/r	4,9	4,4	4,4
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	I	% r/r	1,2	1,1	2,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	400	-	358
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	I	tys.	671	-	657
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	II	tys.	681	-	671
16:00	US	Indeks Philly Fed	I	pkt	8,5	-	7,3
<b>PIĄTEK (17 lutego)</b>							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	9,2	10,4	7,7
14:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	I	% r/r	18,0	23,0	14,6
14:00	PL	PPI	I	% r/r	8,1	7,6	8,1
14:30	US	Bazowy CPI	I	% m/m	0,2	-	0,1
16:00	US	Wskaźniki wyprzedzające	I	% m/m	0,3	-	0,4

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

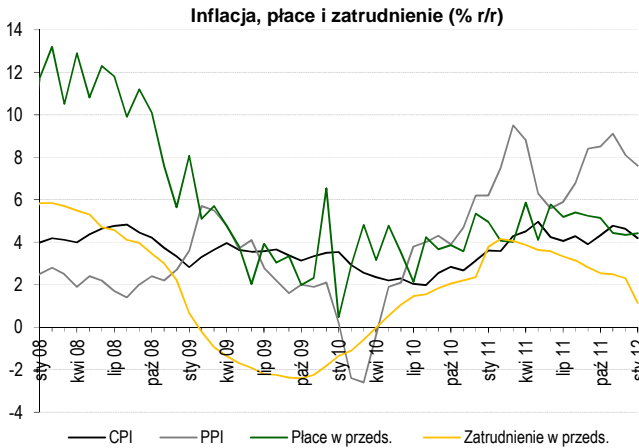
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

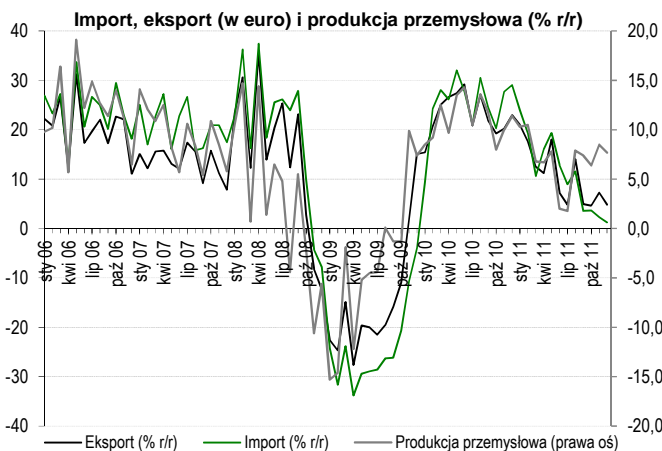
**Marcin Luziński** Analityk

22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Styczniowe dane pod wpływem efektów statystycznych



- Spodziewamy się głębszego niż rynek spadku rocznej inflacji. Po pierwsze, do obniżenia CPI przyczyniła się wysoka baza z 2011, kiedy to ceny wzrosły znacząco w wyniku podwyżki VAT. Po drugie, umocnienie złotego obserwowane w ostatnich tygodniach powinno nieco złagodzić presję na wzrost cen towarów importowanych.
- Oczekujemy, że dane z rynku pracy pokażą, że styczeń przyniósł utrzymanie negatywnych tendencji związanych z zatrudnieniem ze względu na obawy przedsiębiorców przed nadchodzącym spowolnieniem.
- Warto zaznaczyć, że styczeniowe dane o inflacji będą miały charakter wstępny i zostaną zrewidowane za miesiąc, po zmianie wag koszyka CPI. Z kolei dane o zatrudnieniu jak co roku będą zaburzone przez zmianę próby firm badanych przez GUS. Z tego powodu wartość informacyjna tych wskaźników będzie obniżona.



- Grudniowe dane o produkcji przemysłowej i styczeniowy PMI pokazały, że wciąż nie ma sygnałów oczekiwanego spowolnienia gospodarczego. Wg nas dane o kondycji przemysłu i budownictwa ponownie pozytywnie zaskoczą. Korzystnie na roczną dynamikę wpłynie jeden dzień roboczy więcej niż w 2011. Dodatkowo, widzimy lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy z powodu silnego wzrostu PMI. Warto jednak pamiętać, że miesięczne zmiany tego indeksu nie zawsze dobrze prognozują zmiany produkcji.
- Spodziewamy się, że dane nt. bilansu płatniczego za grudzień potwierdzą dalszy spadek dynamiki obrotów handlu zagranicznego (w wyniku pogorszenia sytuacji w strefie euro). Gorsze od prognoz dane o niemieckim eksporcie oznaczają ryzyko, że dane nt. polskiego eksportu również mogą rozczarować.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Pragmatyczne nastawienie RPP

## Wybrane fragmenty z lutowego komunikatu RPP

W najbliższych miesiącach roczny wskaźnik CPI pozostanie na podwyższonym poziomie. Z jednej strony w kierunku obniżenia inflacji na początku 2012 r. będzie oddziaływać wygasanie wpływu podwyżki stawek VAT oraz efektów znacznych wzrostów cen żywności i energii z I połowy 2011 r. Z drugiej strony wciąż wysokie ceny surowców na rynkach światowych oraz efekty wcześniejszego osłabienia kursu złotego będą czynnikami podtrzymującymi podwyższoną dynamikę cen. W tym samym kierunku oddziaływać będzie utrzymująca się wysoka dynamika cen administrowanych.

W ocenie Rady, w średnim okresie inflacja będzie ograniczana przez stopniowo malejącą dynamikę popytu krajowego w warunkach zacieśnienia polityki fiskalnej, w tym obniżenia inwestycji publicznych, a także dokonanego w I połowie 2011 r. podwyższenia stóp procentowych NBP oraz oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie. W kierunku zmniejszenia dynamiki popytu będzie oddziaływał niższy wzrost gospodarczy za granicą, zacieśnienie polityki fiskalnej w Polsce, a także dokonane w I połowie 2011 r. podwyższenie stóp procentowych NBP. Czynnikiem ryzyka niepewności dla wzrostu cen przyszłej inflacji pozostaje wpływ sytuacji na globalnych rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego, a także możliwy wzrost cen surowców w szczególności trwałość obserwowanej w ostatnim okresie aprecjacji polskiej waluty.

- RPP zgodnie z oczekiwaniami naszymi oraz rynku nie zmieniła stóp procentowych NBP. Stopa referencyjna od czerwca 2011 pozostaje na poziomie 4,50%. Ogólny ton komunikatu RPP był w naszej ocenie podobny jak miesiąc wcześniej.
- Nasze przewidywania nt. perspektyw polityki pieniężnej pozostają bez zmian – jeśli RPP zaczeka kilka miesięcy ze zmianą stóp, pojawią się dane potwierdzające spadek aktywności ekonomicznej, a inflacja zbliży się do górnej granicy wahań wokół celu, co istotnie wpłynie na nastawienie Rady. Nadal widzimy szanse na złagodzenie polityki pieniężnej w II połowie roku. Wg Adama Głapińskiego „trudno się spodziewać obniżek, gdy tempo wzrostu będzie wysokie i inflacja też”. Jednak naszym zdaniem, za kilka miesięcy i wzrost i inflacja będą wyraźnie niższe niż obecnie.

## Cytat tygodnia – Wyniki I kwartału będą ważne dla RPP

## Marek Belka, prezes NBP, konferencja prasowa RPP, 8 lutego

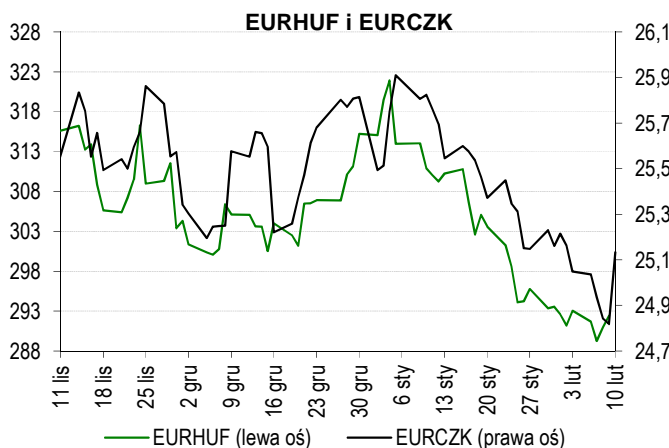
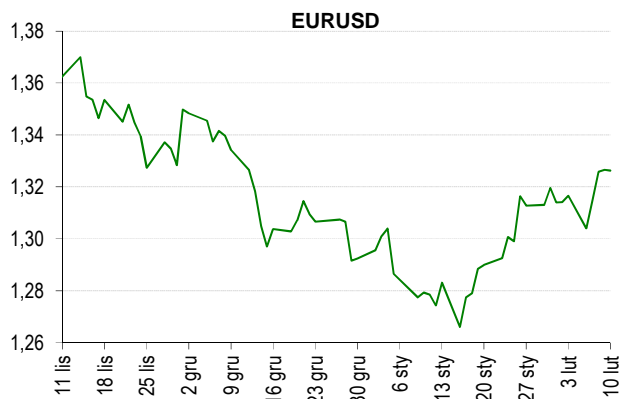
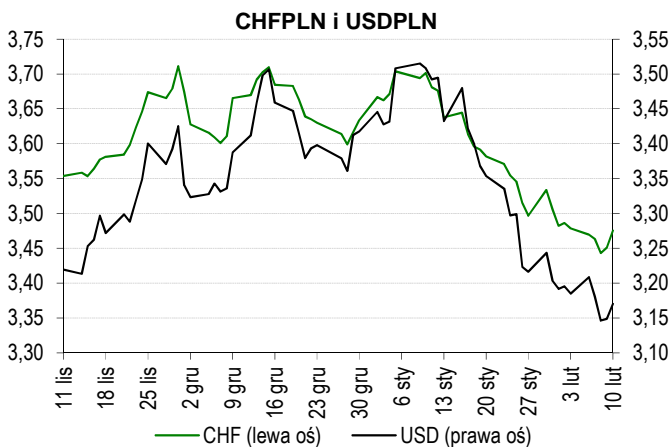
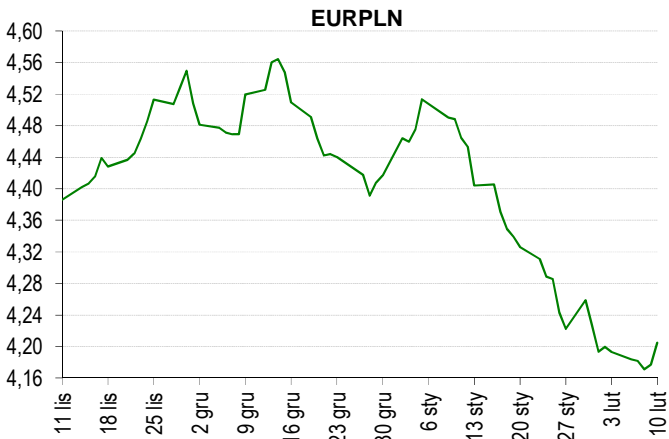
Obniżki stóp procentowych są mało prawdopodobne (...) Jeśli I kwartał będzie także optymistyczny, a nie spodziewam się załamania, to jest to jeden z czynników zbliżających RPP do zacieśnienia polityki pieniężnej. (...) Chcemy się upewnić czy polska gospodarka jest w tak dobrej sytuacji jak byśmy chcieli.

## Adam Głapiński, członek RPP, Reuters, 8 lutego

Jeśli po pierwszym kwartale inflacja będzie wciąż bliska 4,5%, a wzrost wciąż wysoki w okolicach 4%, to zgłoszę wniosek o podwyżkę stóp procentowych. Najpierw trzeba zobaczyć marcową projekcję.

Przytoczone obok wypowiedzi wskazują, że członkowie RPP raczej nie będą się spieszyć ze zmianami stóp, zanim nie poznają wyników gospodarki za I kwartał, co zdaje się zapowiadać stabilizację polityki pieniężnej przynajmniej do maja. W komunikacie Rada podkreśliła, że w ocenie presji inflacyjnej pomocna będzie marcową projekcja NBP. Nie sądzą jednak, aby jej wyniki skłoniły RPP do zmiany stóp na najbliższym posiedzeniu. Zestaw danych nt. sytuacji gospodarczej w tym roku będzie jeszcze w marcu bardzo ubogi.

## Rynek walutowy – Złoty może pozostać pod presją



## Realizacja zysków i słabsze nastroje szkodzą złotemu

Tylko na początku tygodnia kurs EURPLN kontynuował trwający od początku stycznia trend spadkowy. Osiągnął on niemal 4,145 w czym w pewnym stopniu pomogło przebiecie przez kurs EURUSD poziomu 1,32. Kolejne dni przyniosły jednak osłabienie złotego. Fakt, że miało to miejsce przy jeszcze relatywnie dobrych nastrojach globalnych sugeruje, że miała miejsce realizacja zysków. Rozczarowanie rynku sprawą Grecji spowodowało dodatkowo odwrót inwestorów od ryzykownych aktywów, co też wywarło negatywny wpływ na złotego. W konsekwencji, na koniec tygodnia, EURPLN był blisko 4,20.

Realizacja zysków ze spadku kursu EURPLN jaka miała miejsce w minionym tygodniu sugeruje, że perspektywy dla złotego na najbliższe dni nie są zbyt korzystne. Po pierwsze wynika to z tego, że nastąpiła ona w momencie, kiedy na globalnym rynku panował jeszcze całkiem dobry nastrój. Wg nas może to wskazywać, że z perspektywy rynku potencjał do dalszej aprecjacji złotego jest niewielki i przy obecnych poziomach dalsze kupowanie złotego za euro – co mogłoby pchnąć kurs EURPLN jeszcze niżej – jest zbyt ryzykowne. Dodatkowo, rynek wydaje się być również zniecierpliwiony przedłużającą się kwestią udzielenia Grecji pomocy, co w tym tygodniu może w dalszym ciągu wywierać negatywną presję na ryzykowne aktywa. Z punktu widzenia analizy technicznej także bardziej prawdopodobne jest osłabienie złotego. Kluczowy poziom ograniczający spadki EURPLN to w naszej ocenie ok. 4,145. Pierwszy opór to natomiast 4,23.

## Kurs EURUSD niestabilny w szerokim przedziale

Kurs EURUSD przebił na początku tygodnia poziom 1,32 dzięki plotkom, że porozumienie greckich liderów w kwestii oszczędności jest bardzo blisko. Dolara osłabiły też słowa Bena Bernanke, który w przemówieniu przed amerykańskim Senatem, powiedział, że dużo czasu minie, zanim sytuacja na rynku pracy powróci do normy. Komentarz ten wsparł nadzieje na kolejną rundę stymulacji gospodarki, które po ostatnich wyraźnie lepszych od prognoz danych z sektora pozarolniczego nieco spadły. Rozczarowanie decyzją ws. Grecji spowodowało jednak korektę umocnienia euro i kurs EURUSD spadł z 1,332 do 1,325 na koniec tygodnia.

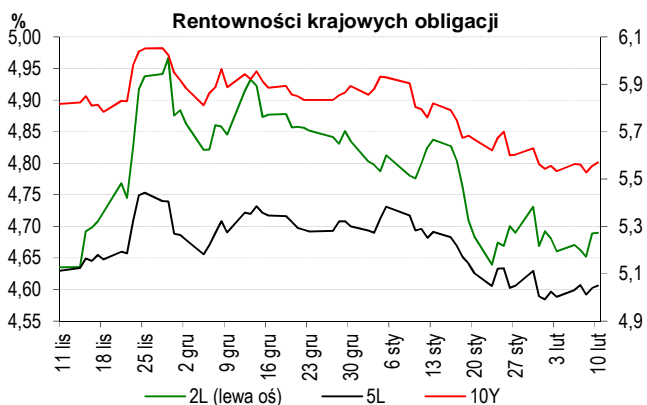
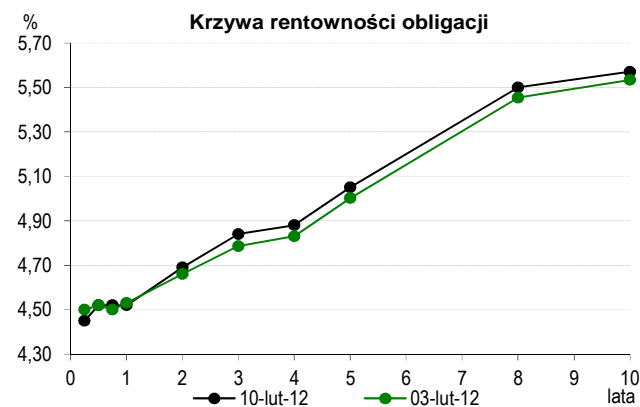
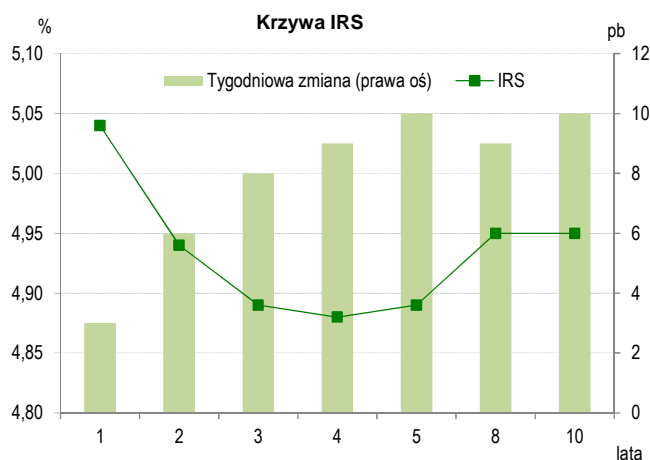
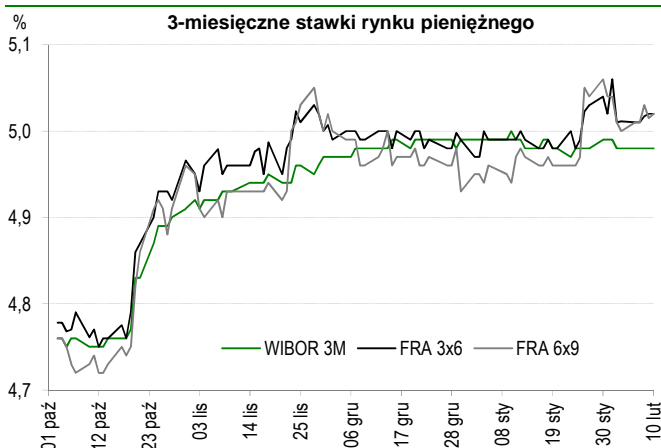
Wynik posiedzenia Eurogrupy i kolejne warunki stawiane Grecji mogą ograniczyć potencjał do aprecjacji euro. Poza tym ryzykiem jest wynik weekendowego głosowania w tym kraju nt. wymaganych oszczędności i decyzje jakie w środę podejmą ministrowie finansów strefy euro. Ważne poziomy techniczne dla EURUSD to 1,332 i 1,31.

Kurs EURCHF wzrósł na przestrzeni tygodnia. Osłabienie franka do euro wsparte było przez słowa obecnego prezesa SNB, który po pierwsze powiedział, że jest zdeterminowany do bronięcia poziomu 1,20, a dodatkowo bank jest gotowy podjąć dalsze działania jeśli będzie tego wymagała sytuacja gospodarcza.

## EURHUF i EURCZK nie przebijają kluczowych wsparć

Notowania korony oraz forinta naśladowały zmiany kursu złotego. EURCZK przebił wskazywany przez nas poziom 25,0, ale aprecjacja czeskiej waluty została powstrzymana przy 24,68. Z kolei EURHUF zdołał tylko na chwilę zbliżyć się do 288 i w wyniku pogorszenia nastrojów jakie nastąpiło w kolejnych dniach forint stracił na wartości w stosunku do euro. Osłabienie zanotowała też korona.

## Rynek stopy procentowej – Krzywa rentowności w górę



### Stawki FRA stopniowo w górę

W oczekiwaniu na śródowną decyzję RPP stawki FRA pozostawały relatywnie stabilne. Utrzymanie jastrzębiej retoryki i podtrzymanie opinii o możliwym, dalszym dostosowaniu w polityce pieniężnej gdyby dane za I kwartał potwierdziły utrzymanie solidnego wzrostu i pokazały wciąż wysoką inflację (powyżej 4,5%) były czynnikami wspierającymi dalszy stopniowy wzrost stawek FRA, w tym 1x4 i 3x6 w okolice 5%, co zbiegło się z osłabieniem złotego.

Notowania WIBOR w skali tygodnia pozostały stabilne. W nadchodzących dniach spodziewamy się, że będą one oscylowały wokół bieżących poziomów, z możliwością stopniowego spadku. Stawki FRA na dłuższe tenory 6x9 i 9x12 wskazują, że rynek oczekuje „względnej” stabilizacji stawek WIBOR 3M na bieżącym poziomie w perspektywie nadchodzących miesięcy.

### Korekta w górę również na rynku IRS i obligacji

Koniec tygodnia przyniósł również wzrost stawek IRS. O ile roczny IRS pozostał powyżej 5%, to 2- i 10-letni wzrosły powyżej 4,90%, gdy 5-letni osiągnął poziom 4,85%.

Oslabiły się również obligacje, chociaż skala wzrostu rentowności wzdłuż krzywej była mniejsza niż w przypadku stawek IRS. Był to efekt ogólnego pogorszenia nastrojów na rynkach, ale również realizacji zysków po aukcji obligacji OK0114 i PS1016. MF uplasowało na rynku obligacje o łącznej wartości ok. 5,05 mld zł, tylko nieco mniej niż maksymalny poziom oferty 5,5 mld zł. O ile aukcyjna rentowność PS1016 była zbliżona do poziomu z rynku wtórnego, to rentowność OK0114 ukształtowała się powyżej, potwierdzając, że sektor 2-letni pozostaje pod presją jastrzębich wypowiedzi RPP.

### Inflacja w centrum uwagi

W tym tygodniu kluczowa dla rynku długu będzie przede wszystkim publikacja wstępnego wskaźnika inflacji za styczeń. Rynkowe oczekiwania wahają się między 4,0% a 4,7% (wg Parkietu). Jesteśmy nieco bardziej optymistyczni niż rynek oczekując spadku inflacji do 4,2% r/r (z 4,6% w grudniu 2011) wobec konsensusu rynkowego na poziomie 4,3%.

Odczyt inflacji będzie szczególnie istotny dla krótkiego końca krzywej, który znajduje się pod presją „ożywienia” oczekiwań na podwyżki stóp, wspieranych przez jastrzębią retorykę Rady. Niemniej, lepsze od oczekiwań dane inflacyjne powinny w krótkim terminie wesprzeć sektor 2-letni.

W sektorach 5- i 10-letnim w najbliższych dniach spodziewamy się stabilizacji rentowności, z możliwym lekkim wzrostem jeśli osłabienie złotego będzie kontynuowane. Kluczowe poziomy wsparcia to odpowiednio na 5,0% dla 5-latki oraz 5,50% dla 10-latki, które w ostatnim czasie efektywnie powstrzymały trend spadkowy rentowności w tych sektorach.

Czwartkowa aukcja obligacji o zmiennym oprocentowaniu WZ0117 nie powinna mieć większego wpływu na notowania długu na rynku wtórnym. Planowana oferta wynosi 1,0-3,0 mld zł, szczegóły zostaną opublikowane 14 lutego. Bieżące poziomy WIBOR 6M gwarantują kupon w pierwszym okresie odsetkowym powyżej 5%, co zwiększa atrakcyjność tej oferty.

---

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