

# Trzy-tygodnik ekonomiczny

27 grudnia 2010 – 16 stycznia 2011

Miniony tydzień upływał na rynkach w przedsięwziętej atmosferze, czyli przy obniżonej aktywności inwestorów i ograniczonej zmienności notowań. Nastroje na światowych rynkach były pod wpływem zarówno negatywnych, jak i pozytywnych czynników. Wśród tych pierwszych był ponowny wzrost napięcia na Półwyspie Koreańskim i kolejne złe informacje ze strony agencji ratingowych. Kojący wpływ na rynki miały z kolei deklaracje Chin o gotowości pomocy strefie euro, a w przypadku złotego wsparciem były pogłoski o sprzedaży walut na rynku przez BGK. Wynik posiedzenia RPP i krajowe dane o sprzedaży detalicznej nie miały wpływu na polski rynek. Wydzwięk komunikatu Rady zmienił się na lekko bardziej jastrzębi, ale nie na tyle, żeby oczekiwać pierwszej podwyżki już na nieodległym posiedzeniu 18-19 stycznia, gdy nie będzie jeszcze kompletu danych za grudzień. W lutym nie będzie posiedzenia decyzyjnego, więc naszym zdaniem pierwsza podwyżka o 25 pb nastąpi w marcu, gdy Rada będzie już miała informację o skali wzrostu cen na początku roku oraz będzie dysponowała nową projekcją NBP dla inflacji i PKB.

W najbliższych tygodniach płynność rynku będzie obniżona i w tych warunkach ewentualne zaskakujące dla rynku informacje (np. mocno odbiegające od prognoz dane), mogą być źródłem podwyższonej zmienności notowań.

Wszystkim Czytelnikom naszych raportów życzymy Wesołych Świąt i Szczęśliwego Nowego Roku! Zachęcamy też, aby z przymrużeniem oka przeczytać (a może zaśpiewać) napisaną przez nas rymowanąkę.



## *Na melodię kółędy „Pójdźmy wszyscy do stajenki”*

*Ożywienie w końcu przyszło  
Z double-dipa nic nie wyszło  
Prognozy zmieniają wszyscy  
Również my, choć optymiści*

*Przyszły rok łatwy nie będzie  
Spowolnienie prawie wszędzie  
My się obronimy raczej  
Choć są tacy, co wciąż krączą*

*Ben Bernankę włącza prasy  
Drukuję zielonych masy  
Kasę leje na świat cały  
Czy coś warte są dolary?*

*Czy to grozi nam inflacją?  
Długów złych monetizacją  
Spłacić długi łatwiej będzie  
Tylko w USA czy też wszędzie?*

*Gorsza sprawa w Europie  
Co kraj jakis, to się topi  
W długach wielkich. Katastrofa!  
Czy już euro czas wycofać?*



*Radzie nie straszna inflacja  
Czeka! Na co? Gdzie jest racja?  
Podnieść stopy trzeba było  
Czemu Wam się nie spieszyło?*

*Teraz już nie będzie z górki  
CPI powyżej trójki  
Będzie już w pierwszym kwartale  
Backward-looking jest wspaniałe*

*W polityce budżetowej  
Trudno znaleźć wątki nowe  
Rośnie dalej dług publiczny  
Bo poparcie ma być liczne*

*Minister za swe zasługi  
Według FT tylko drugi  
A rok temu był już pierwszy  
Choć w reformach nie był śmielszy*

*Cóż, rynkowe zamieszanie  
W przyszłym roku nie ustanie  
Oby się tak nie zdarzyło  
Że w PIIGS jedno „P” przybyło*



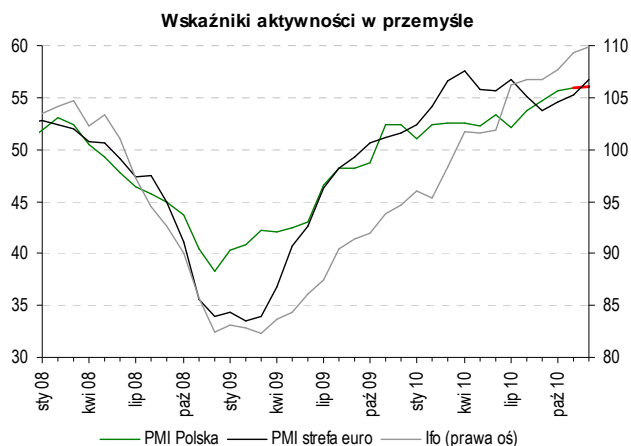
<b>Maciej Reluga</b>	Główny Ekonomista	022 586 8363
<b>Piotr Bujak</b>	Starszy Ekonomista	022 586 8341
<b>Piotr Bielski</b>	Starszy Ekonomista	022 586 8333
<b>Marcin Sulewski</b>	Analitik	022 586 8342

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>WTOREK (28 grudnia)</b>							
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	X	% m/m	-0,5	-	-0,7
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	XII	pkt.	56,1	-	54,1
<b>CZWARTEK (30 grudnia)</b>							
3:30	CN	PMI – przemysł	XII	pkt.	-	-	55,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	420
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	XI	% m/m	2,7	-	10,4
<b>PIĄTEK (31 grudnia)</b>							
15:45	US	Indeks Chicago PMI	XII	pkt.	61,0	-	62,5
<b>PONIEDZIAŁEK (3 stycznia)</b>							
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI - przemysł</b>	<b>XII</b>	<b>pkt.</b>	<b>-</b>	<b>56,1</b>	<b>55,9</b>
9:28	DE	PMI – przemysł	XII	pkt.	60,9	-	60,9
9:58	EZ	PMI – przemysł	XII	pkt.	-	-	55,3
16:00	US	ISM – przemysł	XII	pkt.	56,9	-	56,6
<b>WTOREK (4 stycznia)</b>							
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	XI	% m/m	0,5	-	-0,9
<b>ŚRODA (5 stycznia)</b>							
14:30	US	Raport ADP	XII	tys.	70	-	93
16:00	US	ISM – usługi	XII	pkt.	55,5	-	55,0
<b>CZWARTEK (6 stycznia)</b>							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	-
<b>PIĄTEK (7 stycznia)</b>							
14:30	US	Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym	XII	tys.	128	-	39
14:30	US	Stopa bezrobocia	XII	%	9,8	-	9,8
<b>WTOREK (11 stycznia)</b>							
4:00	CN	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	-	-	13,3
4:00	CN	CPI	XII	% r/r	-	-	5,1
6:00	CN	Bilans handlowy	XII	mld \$	-	-	22,9
16:00	US	Zapasy hurtowników	XI	% m/m	-	-	2,2
<b>CZWARTEK (13 stycznia)</b>							
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>CPI</b>	<b>XII</b>	<b>% r/r</b>	<b>-</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	-
14:30	US	Bilans handlu zagranicznego	XI	mld \$	-	-	-38,71
<b>PIĄTEK (14 stycznia)</b>							
14:30	US	Bazowy CPI	XII	% m/m	-	-	0,1
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	XII	% m/m	-	-	1,2
14:30	US	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	XII	%	-	-	75,2
15:15	US	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	-	-	0,4

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Parkiet, Reuters

## Wydarzenia najbliższych tygodni – Wskaźniki aktywności i CPI



- W okresie świąteczno-noworocznym płynność rynków finansowych będzie jak zwykle obniżona. W tych warunkach ewentualne zaskakujące dla rynku informacje (np. mocno odbiegające od prognoz dane), mogą być źródłem podwyższonej zmienności notowań. Inwestorzy globalni będą szczególnie wyczuleni na problemy zadłużeniowe w strefie euro, perspektywę zacieśnienia polityki pieniężnej w Chinach (dane o inflacji) i siłę ożywienia głównych gospodarek (indeksy aktywności ze strefy euro, USA i Chin oraz raport o zatrudnieniu w USA).
- W kraju uwaga będzie zwrócona na PMI i najpierw prognozę MF dla inflacji CPI, a potem oficjalne dane o inflacji. Oczekujemy dalszego wzrostu PMI (m.in. w ślad za poprawą w Niemczech), ale już nie tak mocnego jak w listopadzie. Inflacja wzrosła w dużej mierze za sprawą silnego wzrostu cen paliw, ale inflacja bazowa też zaczęła wg nas rosnać.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Stopy znowu bez zmian, sprzedaż detaliczna lekko rozczarowała

## Wybrane fragmenty grudniowego komunikatu RPP (zaznaczone istotne zmiany wobec listopadowego komunikatu)

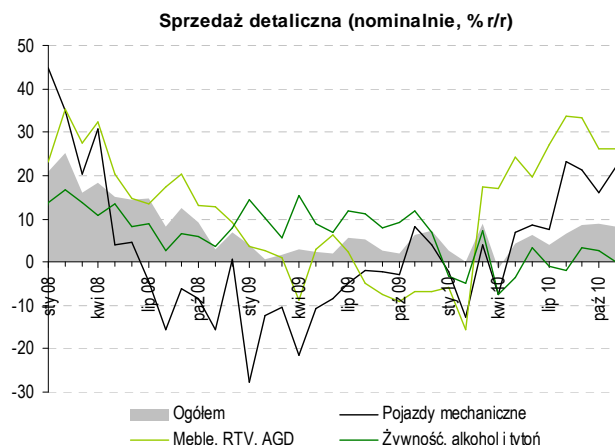
W gospodarce światowej utrzymuje się umiarkowane ożywienie. (...) Dane napływające ze Stanów Zjednoczonych i strefy euro wskazują na stabilizację wzrostu aktywności gospodarczej. Korzystna koniunktura utrzymuje się w Niemczech, gdzie wzrost PKB w coraz większym stopniu wspierany jest przez umacniający się popyt krajowy. Jednak wzrost gospodarczy w większości krajów rozwiniętych jest nadal ograniczany przez wysoki poziom bezrobocia oraz trwające dostosowania w bilansach gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i instytucji finansowych.

Po wcześniejszej deprecjacji związanej z nasileniem się problemów fiskalnych w niektórych krajach strefy euro i wynikającym z tego wzroście niepewności na rynkach finansowych, w ostatnim okresie kurs złotego ustabilizował się. Jednocześnie wzrosły ceny ropy naftowej i innych surowców na rynkach światowych.

W ocenie Rady, nadal ograniczona presja inflacyjna i płacowa w polskiej gospodarce oraz utrzymujące się ryzyko zwiększenia się napływu kapitału do gospodarek wschodzących, w tym do Polski, w warunkach wydłużenia okresu ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne, w połączeniu z ryzykiem osłabienia wzrostu, **niepewność dotycząca skali przyspieszenia wzrostu PKB w Polsce i ożywienia gospodarczego na świecie, uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmienionym poziomie.**

Jednocześnie Rada będzie w dalszym ciągu analizowała ewentualne sygnały narastania presji inflacyjnej.

- Na ostatnim posiedzeniu w tym roku RPP po raz kolejny pozostawiła stopy procentowe bez zmian, a więc przez cały rok były one na rekordowo niskim poziomie, do którego zostały obniżone w połowie 2009 r. w reakcji na kryzys.
- Ton komunikatu Rady uległ pewnej zmianie w kierunku bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej (przede wszystkim zniknęło zdanie wskazujące, że argumentem przeciw podwyżkom była obawa przed napływem kapitału przy luźnej polityce pieniężnej na świecie), ale trudno powiedzieć czy podwyżka stóp nastąpi już na posiedzeniu w styczniu. Nie będzie jeszcze wówczas kompletu danych za grudzień, a ponadto RPP może chcieć zaczekać na statystyki za styczeń (np. żeby ocenić skalę wzrostu cen z początkiem roku).
- Wobec braku decyzyjnego posiedzenia w lutym, sądzimy, że Rada poczeka z pierwszą podwyżką o 25 pb do początku marca (gdy znana już będzie nowa projekcja NBP).



- Roczny wzrost sprzedaży detalicznej w listopadzie okazał się niższy od prognoz (spowolnił do 8,3% r/r, podczas gdy konsensus rynkowy zakładał stabilizację na poziomie 9,0% z października, a my przewidywaliśmy lekkie przyspieszenie do 9,2%), ale wciąż jest to dość dobry wynik, świadczący o dobrej kondycji popytu konsumpcyjnego.
- Za spowolnienie wzrostu sprzedaży odpowiadają dwie kategorie, w których ostatnio miał miejsce wyraźny wzrost cen: żywność oraz paliwa. Dynamika zakupów w pozostałych kategoriach pozostaje wysoka, świadczą o tym, że popyt konsumpcyjny jest nadal w dobrej kondycji.
- Sytuacja na rynku pracy będzie wg nas wspierać przyspieszenie wzrostu konsumpcji. Sezonowy wzrost bezrobocia w okresie jesienno-zimowym jest słabszy niż przed rokiem, a kontynuacja wzrostu zatrudnienia i płac poprawia sytuację dochodową konsumentów.

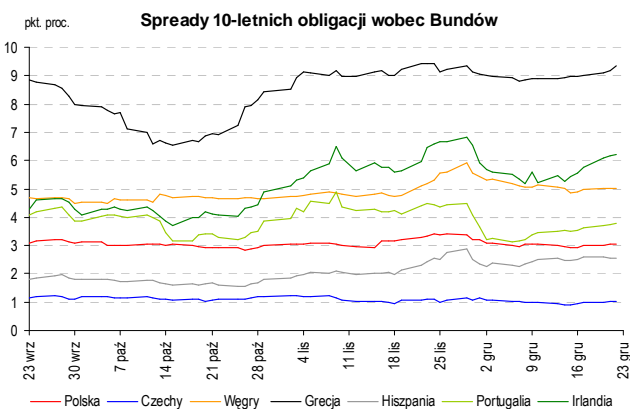
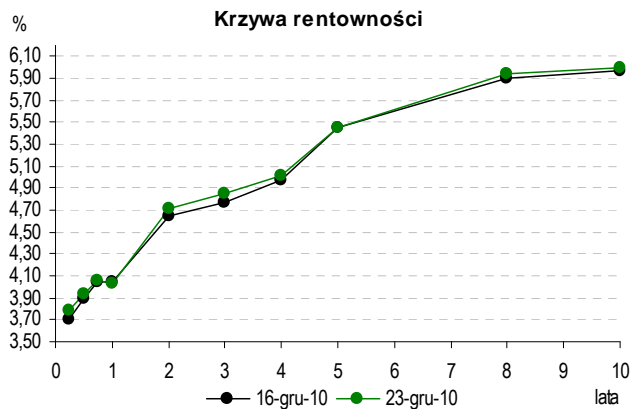
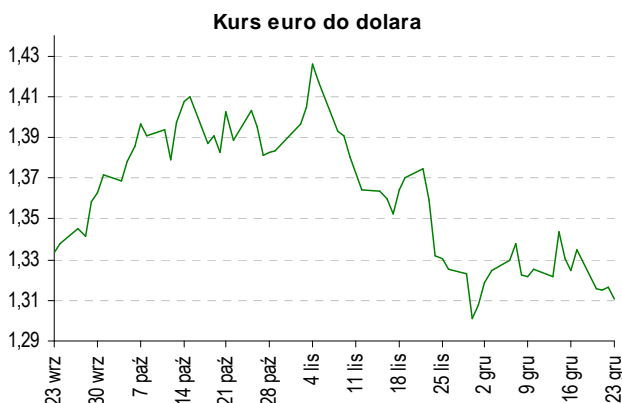
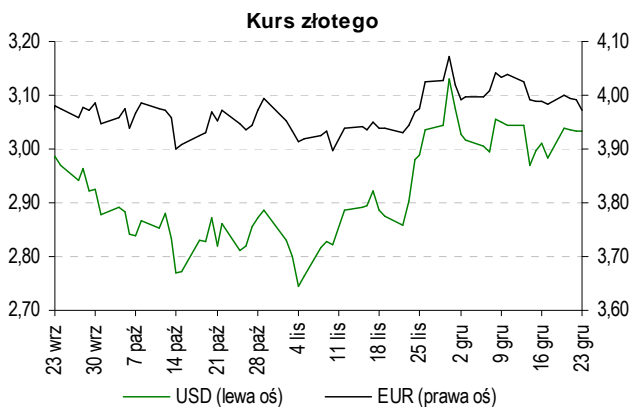
## Cytat tygodnia – Bilans ryzyk nieco w stronę podwyżki stóp

Marek Belka, Prezes NBP, Reuters, 22 XII

Niewątpliwie ostatnie tygodnie stały pod znakiem wyjątkowo poważnych turbulencji na rynkach finansowych Europy, w wyniku których ocena ryzyka inwestowania w krajach naszego regionu wzrosła. Natomiast licząc się z tym, że najbliższe miesiące mogą przynieść kolejną rundę takich turbulencji, pominięcie tego czynnika jest uzasadnione. Zmienia to nieco [bilans ryzyk dla celu inflacyjnego] na korzyść podniesienia stóp procentowych, na korzyść rozpoczęcia pewnego cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej.

Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu RPP główną tematyką zainteresowania była sytuacja na rynku walutowym. Wynikało to zapewne z faktu, że z komunikatu zniknęło zdanie mówiące o „utrzymującym się ryzyku zwiększenia się napływu kapitału do gospodarek wschodzących, w tym do Polski, w warunkach wydłużenia okresu ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne”. Ponadto, Rada napisała w komunikacie, że kurs złotego w ostatnim okresie się ustabilizował. Prezes Marek Belka przyznał w swoich wypowiedziach, że te zmiany potwierdzają, iż „bilans ryzyka zmienił się na korzyść podwyżek stóp”. Z drugiej strony, powtórzył swoją opinię, że „złoty ma istotny potencjał aprecjacyjny”.

## Monitor rynku



## Trend boczny, choć spore wahania

W ostatnim tygodniu przed Świętami na rynku EURPLN panował trend boczny w przedziale 3,97-4,01, ale jego graniczne wartości osiągnęte były tylko tymczasowo. Wzrost awersji do ryzyka pojawił się w wyniku manewrów wojskowych na Półwyspie Koreańskim oraz negatywnych komunikatów agencji ratingowych. Poprawie nastrojów sprzyjała deklaracja Chin o gotowości pomocy krajom europejskim w walce z kryzysem zadłużenia. Pojawiły się również plotki, że BGK sprzedawał euro na rynku co dodatkowo wsparło złotego. Uważamy, że w najbliższych tygodniach zakres wahań będzie jeszcze mniejszy, ponieważ na wykresie kształtuje się formacja trójkąta, ograniczona z góry przez linię trendu spadkowego trwającego od maja, a z dołu przez wsparcie w okolicy 3,97. O kierunku dalszych zmian przesądzi charakter impulsu, który wybije kurs EURPLN z opisanej formacji.

Kurs EURUSD poruszał się w trakcie ostatnich sesji w trendzie bocznym w granicach 1,308-1,318. Ciekawostką był relatywnie stały scenariusz sesji, ponieważ za dnia euro zazwyczaj traciło, natomiast w czasie nocnych godzin handlu odrabiało straty. Uważamy, że obecnie potencjał do wzrostu kursu EURUSD jest ograniczony, zbyt wiele negatywnych sygnałów dociera na rynek ze strefy euro. Najbliższe dni mogą przynieść stabilizację wokół obecnego poziomu, choć jest całkiem spora możliwość spadku kursu w okolice 1,30, który jest najbliższym wsparciem dla euro. Wydaje się, że dopiero po odbiciu się od istotnego poziomu, wspólna waluta może zyskać wzrostowy impuls.

## Krajowy rynek długu już świętuje

Krajowa krzywa rentowności była stabilna przez większą część minionego tygodnia wobec niskiej aktywności inwestorów oraz niewielkich obrotów. Rynek zignorował wszelkie dane makro podane, ale dzień po posiadzeniu RPP rentowności na krótkim końcu wyraźnie wzrosły. Spodziewamy się, że marazm na rynku będzie trwał do końca roku. Pierwsze tygodnie nowego roku mogą przynieść wzrost zmienności, ponieważ jest to okres zmian składu portfeli funduszy inwestycyjnych. Informacje o wzroście inflacji CPI w grudniu będą działać w kierunku wzrostu rentowności na krótkim końcu.

Na bazowych rynkach długu rentowności 10-letnich Bundów rozpoczęły tydzień poniżej poziomów z piątkowego zamknięcia oraz delikatnie spadały w kolejnych dniach. Pomimo zmian nastrojów inwestorów skala ruchów była wyraźnie ograniczona. W przypadku Treasuries rentowności również zanotowały spadek na samym początku tygodnia, a kolejne sesje przyniosły nieznaczne wzrosty.

Na rynku obligacji państw peryferyjnych strefy euro spready wobec 10-letnich Bundów wyraźnie wzrosły. Było to wynikiem komunikatów agencji ratingowych. Najpierw agencja Moody's ogłosiła, że może obniżyć ocenę długu Portugalii, a kilka dni później agencja Fitch powiedziała, że poniżej poziomu inwestycyjnego może zostać obniżony rating Grecji, w przypadku której w pierwszych dniach stycznia zakończony zostanie przegląd sytuacji fiskalnej. Agencje zainteresowały się również naszym regionem, Fitch obniżył ocenę długu węgierskiego.

---

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) 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. lub Grupy AIB 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



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group