

Tygodnik ekonomiczny

16 – 22 stycznia 2012

Wraz z początkiem roku NBP oraz BGK przestały być obecne na rynku walutowym, pojawiły za to ponownie obawy o rozwój sytuacji w strefie euro. Słaba aukcja niemieckich obligacji na początku roku wywołała wyraźne pogorszenie nastrojów, a w wyniku nasilenia się awersji do ryzyka kurs EURPLN wzrósł z 4,38 do 4,53. Krajowe obligacje 5- i 10-letnie również straciły, choć w mniejszej skali. Dodatkowo, regionalny czynnik w postaci znaczącej deprecjacji forinta wywierał negatywną presję na złotego. Miniony tydzień przyniósł znaczącą poprawę globalnych nastrojów (efekt lepszych od oczekiwań wyników kwartalnych spółek w USA), krajowa waluta i obligacje średnio i długoterminowe zaczęły odrabiać straty z początku roku, a kurs EURPLN znalazł się blisko poziomu z końca 2011. Nastroje wspierał też prezes EBC, który na konferencji prasowej powiedział, że trwający program skupu obligacji to dopiero początek na drodze do unormowania sytuacji na rynku międzybankowym. Aukcje długu Hiszpanii i Włoch były udane, jednak pod koniec piątkowej sesji nastąpiła realizacja zysków w wyniku plotki, że agencja S&P może obniżyć ratingi kilku państw strefy euro (w tym Francji). Decyzja RPP była zgodna z oczekiwaniami. Komunikat Rady okazał się bardziej jastrzębi. W konsekwencji wzrosły rentowności na krótkim końcu krzywej. Na konferencji prasowej, prezes NBP powiedział, że zwiększyło się prawdopodobieństwo że inflacja będzie powyżej celu NBP, a przy mniejszym ryzyku osłabienia koniunktury, wg Marka Belki, zmniejsza się prawdopodobieństwo obniżek stóp. Podtrzymujemy prognozę dwóch obniżek stóp, w tym pierwsza może nastąpić najwcześniej w połowie roku.

Przyszły tydzień może okazać się decydujący jeśli chodzi o realizację naszej prognozy dla EURPLN na styczeń (koniec miesiąca 4,50, średnia 4,45). Kurs EURPLN przebił w minionym tygodniu ważne w skali dziennej wsparcie na ok. 4,41, ale w wyniku spadku EURUSD szybko powrócił powyżej tego poziomu. Dalsze spadki EURUSD będą wywierać negatywną presję na złotego, zwiększając szanse na realizację prognozy na koniec miesiąca. Krajowe dane nie powinny mieć wpływu na notowania złotego, który w relacji do euro powinien pozostawać w dość szerokim przedziale 4,38-4,50. Czynniki globalne będą decydujące dla notowań, uwaga inwestorów skoncentruje się na Chinach (rosną szanse na złagodzenie polityki pieniężnej) i danych z USA. Nie bez znaczenia będą również wyniki aukcji długu.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (16 stycznia)							
	US	Dzień wolny					
WTOREK (17 stycznia)							
4:00	CN	PKB	IV kw.	% r/r	8,7	-	9,1
11:00	DE	Indeks ZEW	I	pkt	-50,0	-	-53,8
11:00	EZ	HICP	XII	% r/r	2,8	-	2,8
ŚRODA (18 stycznia)							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	XII	% r/r	4,4	4,5	4,4
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	XII	% r/r	2,4	2,4	2,5
15:15	US	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	0,4	-	-0,2
CZWARTEK (19 stycznia)							
11:00	PL	Aukcja obligacji OK0114 wartych 3,0-6,0 mld zł					
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	6,5	5,5	8,7
14:00	PL	Produkcja budowlana	XII	% r/r	14,5	15,7	13,0
14:00	PL	PPI	XII	% r/r	8,2	8,2	8,9
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	XII	tys.	683	-	685
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	XII	tys.	680	-	680
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	399
16:00	US	Indeks Philly Fed	I	pkt	11,7	-	10,3
PIĄTEK (20 stycznia)							
3:30	CN	Wstępny PMI – przemysł	I	pkt	-	-	48,7
14:00	PL	Inflacja bazowa	XII	% r/r	3,1	3,1*	3,0
16:00	US	Sprzedaż domów	XII	mln	4,55	-	4,42

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

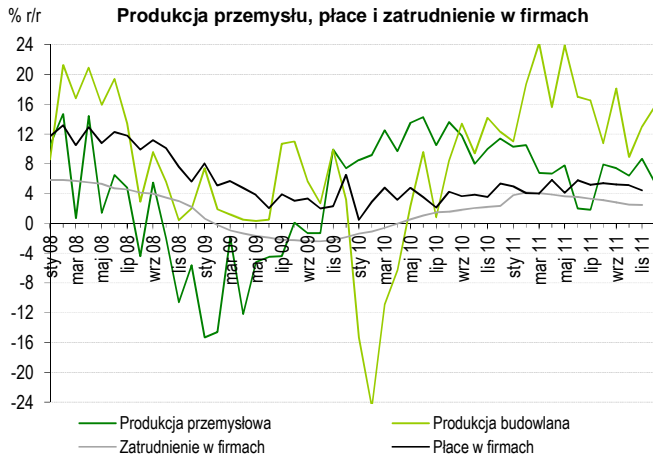
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Młodszy Analityk

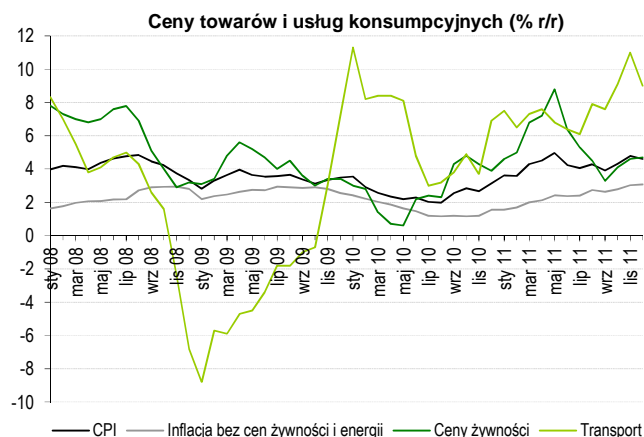
22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Kolejna porcja krajowych danych

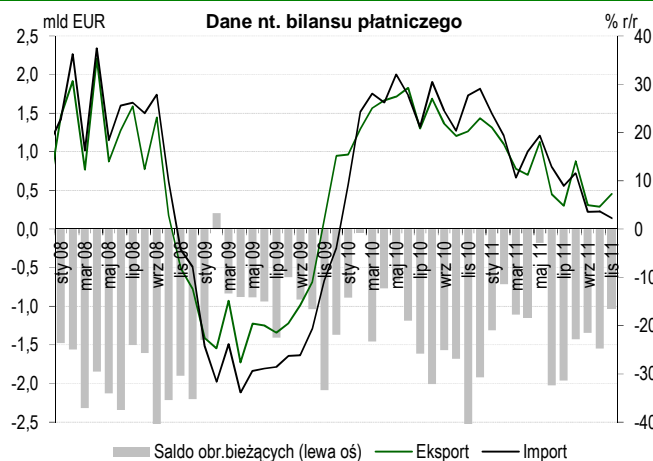


- Jesteśmy bardziej pesymistyczni od rynku jeśli chodzi o prognozę produkcji przemysłowej. Oprócz trwającego za granicą spowolnienia gospodarczego (a w strefie euro już prawdopodobnie recesji), negatywnie na roczną dynamikę produkcji wpłynie jeden dzień roboczy mniej niż w grudniu 2010. Korzystne warunki atmosferyczne miały za to pozytywny wpływ na produkcję budowlaną.
- Grudzień 2011 był w naszej ocenie zdaniem ostatnim w najbliższych kwartałach miesiącem, kiedy zatrudnienie rośnie w tempie powyżej 2% rocznie. Podobnie jak w dynamice zatrudnienia, w dalszej części br. roku także w przypadku płac stopniowo widać będzie skutek spadku aktywności w przemyśle.
- Mała istotność krajowych danych w obecnych warunkach rynkowych sprawia, że nie powinno być reakcji długu i waluty na powyższe odczyty.

Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja i handel zagraniczny zgodne z naszymi prognozami



- Grudniowy odczyt inflacji CPI okazał się zgodny z naszymi oczekiwaniami; wskaźnik inflacji obniżył się do 4,6% r/r z 4,8% r/r miesiąc wcześniej. W skali miesiąca ceny konsumentów wzrosły o 0,4%.
- Największy wpływ na kształtowanie się cen ogółem m/m miał wzrost cen żywności o 0,9%, cen paliw o 1,2%, co przełożyło się na wzrost cen transportu o 0,9% i wzrost cen w kategorii „zdrowie” o 1,5%.
- Dane wpisują się w nasz bazowy scenariusz na 2012 r. Oczekujemy, że w nadchodzących miesiącach wskaźnik inflacji będzie się stopniowo obniżał, choć pozostanie powyżej górnego ograniczenia wahań celu NBP, tj. 3,5%. Większego spadku inflacji oczekujemy dopiero w drugiej połowie roku, czemu będzie sprzyjała m.in. wysoka statystyczna baza z 2011 r. oraz oczekiwane przez nas umocnienie złotego.



- W listopadzie deficyt obrotów bieżących wyniósł 1034 mln € (w październiku 1546 mln € po korekcie) i był niższy od oczekiwań naszych (1310 mln €) i rynkowych (1525 mln €).
- Zmniejszenie deficytu wynikało ze spadku deficytu dochodów i dodatniego salda transferów bieżących, które przeważały nad nieznacznym pogorszeniem sald towarów i usług. Deficyt dochodów był znacząco niższy od naszych prognoz i wskazuje na mniejszy odpływ dochodów inwestorów zagranicznych z Polski.
- Eksport i import były bliskie naszej prognozie. Roczne tempo wzrostu eksportu przyspieszyło do 7,3% z 4,6%, a importu osłabło do 2,3% z 3,7%, m.in. ze względu na wpływ kursu walutowego. Spodziewamy się, że proces ten będzie kontynuowany, w wyniku czego saldo eksportu netto (towarów i usług) będzie się stopniowo poprawiać, pozytywnie wpływając na dynamikę PKB.

Cytat tygodnia – Prawdopodobieństwo obniżki maleje

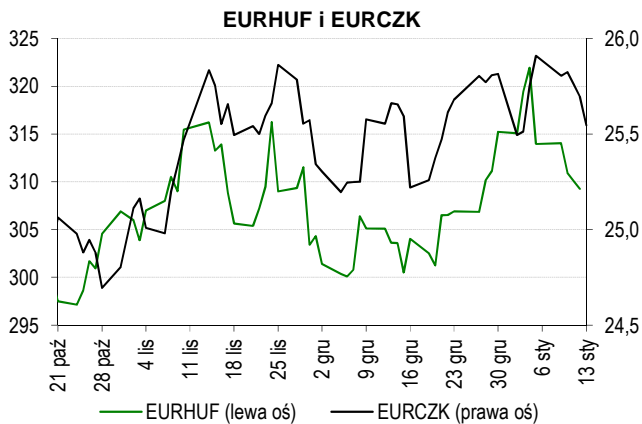
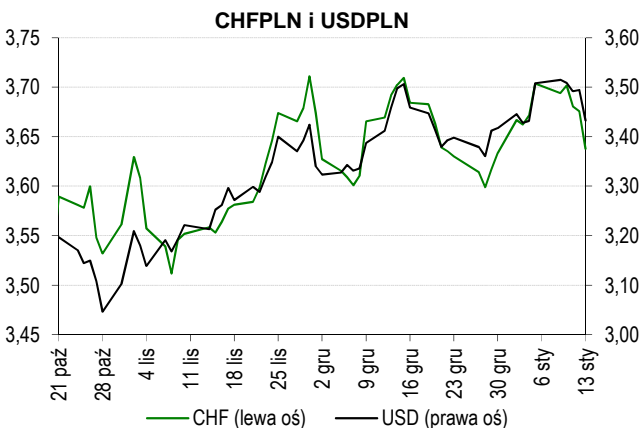
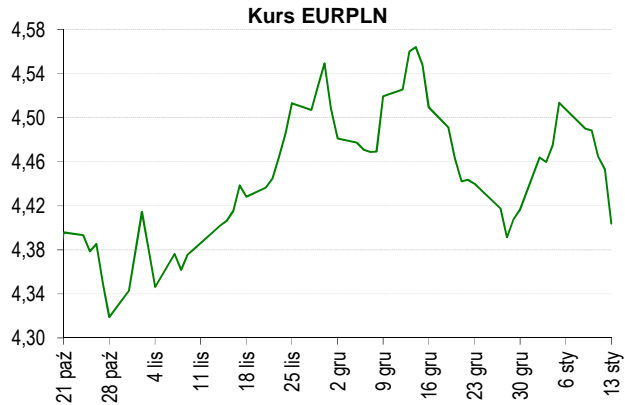
Marek Belka, prezes NBP, konferencja po posiedzeniu RPP, 11 stycznia

Patrzymy na spodziewane osłabienie koniunktury, którego skala może być bardziej ograniczona niż sądzono. To sprawia, że prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych maleje. (...) Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie powyżej celu inflacyjnego jest większe niż dotychczas. Związane jest to z osłabieniem złotego.

[w odp. na pytanie co musiałyby się stać by RPP podniosła stopy]
 (...) uporczywe utrzymywanie się inflacji na poziomie podwyższonym, słabnący złoty (...) Jeśli okazałoby się, że w pierwszym kwartale tego roku wzrost PKB jest w tempie niemalejącym, to mogłoby to zmienić nasze podejście w tym zakresie.

Na konferencji prasowej, prezes NBP powiedział, że szanse na obniżki stóp zmniejszyły się. Co ciekawe, Marek Belka nie chciał powiedzieć wprost czy jednocześnie rośnie prawdopodobieństwo podwyżki stóp. W kontekście naszych prognoz (spowolnienie gospodarcze, spadek inflacji CPI w najbliższych kwartałach) nie oczekujemy, aby wystąpić miały warunki sprzyjające podwyżce stóp procentowych. Czynnikiem, który może opóźnić moment obniżek będzie sytuacja na rynku walutowym oraz ewentualne osłabienie złotego, którego spodziewamy się w najbliższych miesiącach. Pomimo jastrzębiego komunikatu podtrzymujemy prognozę dwóch obniżek stóp, z których pierwsza może nastąpić najwcześniej w połowie roku.

Rynek walutowy – Po Nowym Roku złoty tylko chwilowo słabszy



EURPLN wraca do poziomu z końca 2011...

▪ Kiedy wraz z początkiem roku NBP i BGK przestały być obecne na rynku walutowym, kurs złotego ponownie zaczął w największym stopniu zależeć od tego w jakich nastrojach byli globalni inwestorzy. Słaba aukcja niemieckich obligacji wywołała wyraźne pogorszenie nastrojów i powrót obaw o rozwój sytuacji w strefie euro. W wyniku podwyższonej awersji do ryzyka kurs EURPLN wzrósł z 4,38 do 4,53 (tj. o 3,4%). Dodatkowo, regionalny czynnik w postaci bardzo wyraźnej deprecjacji forinta wywierał negatywną presję na krajową walutę. Kiedy w minionym tygodniu uwaga rynku zwróciła się na USA oraz publikowane tam kwartalne wyniki spółek (które raczej wspierały optymizm), złoty odrabiał straty z początku roku. Korzystnie wpływały też wyniki aukcji w Hiszpanii, ale po równie udanej aukcji we Włoszech oraz plotkom nt. decyzji agencji S&P nastąpiła realizacja zysków.

▪ Kurs EURPLN przebił w minionym tygodniu ważne w skali dziennej wsparcie na ok. 4,41, ale w wyniku spadku EURUSD szybko powrócił powyżej tego poziomu. Sytuacja na rynku jest ciekawa, ponieważ EURUSD nie zdołał na dłużej pokonać oporu (szczególnie poniżej). Dalsze spadki EURUSD będą wywierać negatywną presję na złotego.

Ale USDPLN i CHFPLN zostają w tyle

▪ Wraz z powrotem na początku 2012 obaw o sytuację w strefie euro, kursy EURUSD i EURCHF zaczęły spadać, co sprawiło, że w kulminacyjnych momentach złoty tracił do dolara oraz franka odpowiednio 4,4% i 2,5%. Kiedy kurs EURUSD zanotował najniższy poziom od września 2010 (1,266), kurs USDPLN wzrósł do 3,55, osiągając najwyższy poziom od maja 2009.

▪ Rezygnacja ze stanowiska przez prezesa SNB była tym co dodatkowo pchnęło EURCHF w dół. Kurs zbliżył się do 1,21, ale rynek nie zdecydował się sprawdzić (przynajmniej do tej pory) czy SNB będzie w obecnej sytuacji w stanie bronić poziomu 1,20 ustalonego we wrześniu 2011 jako minimum dla EURCHF. Kurs CHFPLN wzrósł w wyniku deprecjacji złotego do euro i spadku EURCHF na kilka dni do 3,70, podczas gdy pod koniec 2011 wahał się blisko 3,60. Dzięki odreagowaniu wzrostów przez EURPLN, obecnie za franka trzeba zapłacić ok. 3,65 zł.

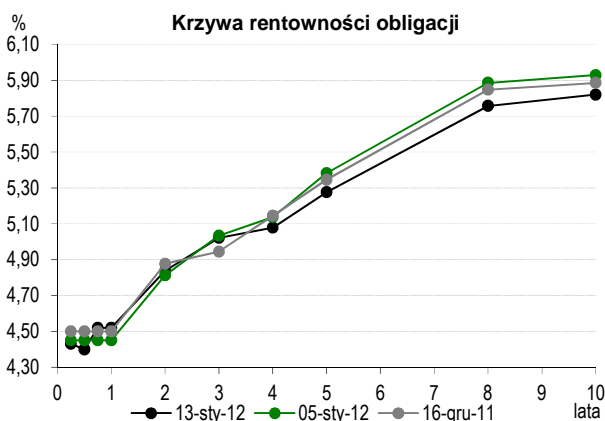
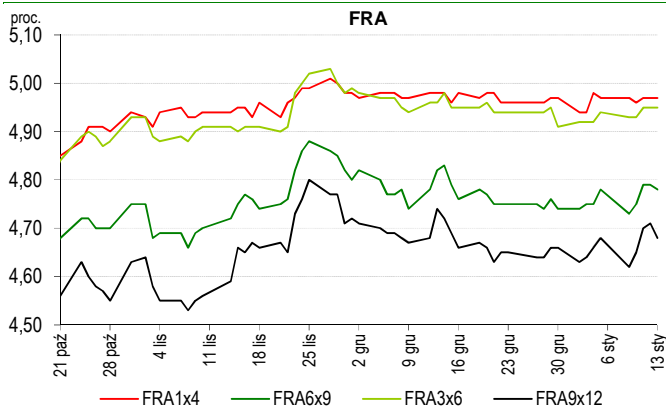
▪ Ostatnie dni pokazały, że niedawne zmiany w SNB są tym co ogranicza potencjał do wzrostu EURCHF w sytuacji kiedy euro zyskuje do dolara w warunkach spadku obaw o losy strefy euro. Kurs EURUSD przebił opór na 1,28-1,283, ale na koniec tygodnia spadł wyraźnie w wyniku realizacji zysków i plotce nt. możliwej decyzji S&P. Jeśli przebity zostanie poziom 1,265, to kurs może spaść do 1,25.

Węgry są pewnym czynnikiem ryzyka dla złotego

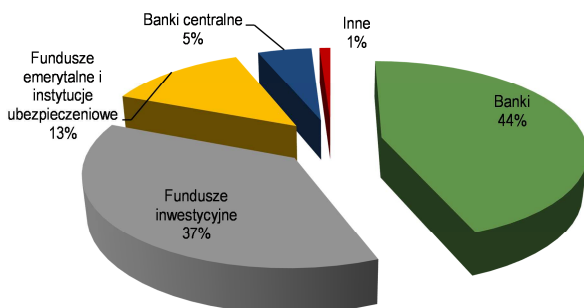
▪ W wyniku przedłużających się rozmów rządu Węgier z MFV i KE ws. pożyczki, kurs EURHUF wzrósł w styczniu do najwyższego poziomu w historii (324,1). Co ciekawe, w tak niekorzystnych okolicznościach, forint na przestrzeni ostatnich kilku sesji zdołał odrobić prawie całe straty. Była w tym pomocna poprawa nastrojów na globalnym rynku, jak też złagodzenie stanowiska rządu Węgier ws. zmian w prawie dotyczących banku centralnego, od czego powrót do rozmów uzależniały KE i MFV.

▪ Rynek obecnie wycenia, że węgierski rząd porozumie się z KE oraz MFV i jeśli tak się faktycznie stanie, to nie powinno to mieć dalszego pozytywnego wpływu zarówno na forinta, jak i złotego. W przeciwnym przypadku, presja z Węgier może nieco ciężać krajowej walucie.

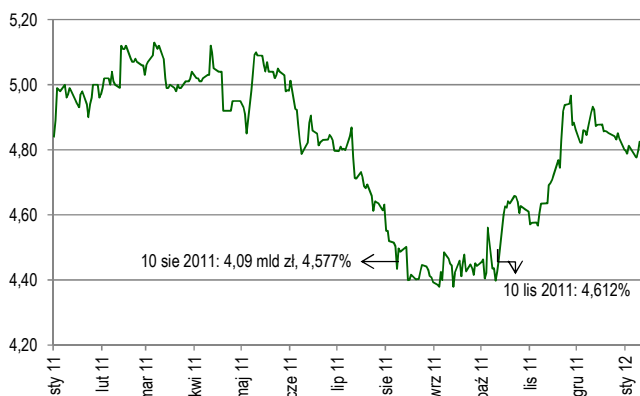
Rynek stopy procentowej – Udane aukcje, krzywa bardziej płaska



Sprzedż ponownego otwarcia obligacji w EUR wg. nabywców



Rentowność 2-letniego benchmarku (%) i wyniki aukcji obligacji OK0114 (popyt i średnia rentowność)



Krótki koniec krzywej pod presją

Przełom roku przyniósł względną stabilizację rynkowych stóp. Rynek negatywnie zareagował na doniesienia z Węgier oraz ponowny wzrost obaw o sytuację w strefie euro. Kolejne dni przyniosły jednak poprawę globalnych nastrojów, co w połączeniu z pozytywną oceną planów fiskalnych na 2012 przez KE wsparły środek i długi koniec krzywej.

Komentarz RPP do styczniowej decyzji okazał się bardziej „jastrzębi” niż przewidywano, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście stawek FRA, szczególnie o tych dłuższych tenorach (6x9, 9x12), a także w wyprzedży papierów z krótkiego końca krzywej. Dane inflacyjne zostały pozytywnie odebrane przez rynek, który przygotowywał się na wyższy odczyt niż konsensus rynkowy, co ograniczyło wcześniejsze straty w sektorze 2Y.

Podobnie jak na rynku długu początek roku przyniósł wzrost stawek IRS, choć w mniejszej skali. Poprawa nastrojów na globalnych rynkach w minionym tygodniu znalazła odzwierciedlenie w zawężeniu asset swap spreadów głównie w sektorach 5Y i 10Y. Inwestorzy wykazują dużą wrażliwość na napływające informacje ze strefy euro. Znaczącą wyprzedż na rynku długu pod koniec piątkowej europejskiej sesji w wyniku plotek nt. obniżenia ratingów dla kilku krajów strefy euro (w tym dla Francji) przez S&P.

Udany tydzień pod względem emisji...

Miniony tydzień obfitował w emisje długu. Na zagranicznym rynku Ministerstwo Finansów, przy ponownym otwarciu emisji euroobligacji o terminie zapadalności 29 marca 2017 r., sprzedało obligacje o wartości 750 mln €, zwiększając tym samym wartość zadłużenia w tej serii do 2 mld €. Przy relatywnie solidnym popycie obligacje te wyceniono na 237pb powyżej interpolowanej średniej stopy swapowej, co odpowiada rentowności 4,121%.

Udana była również aukcja na krajowym rynku. MF uplasował obligacje IZ0816, PS1016 i WS0429 o łącznej wartości 4,07 mld zł (na aukcji standardowej i uzupełniającej), przy czym sprzedaż PS1016 stanowiła ok. 68%. Warto zauważyć, że obligacje PS1016 i WS0429 uplasowano ze średnimi rentownościami odpowiednio na poziomie 5,246% oraz 5,931%, nieznacznie poniżej rynku wtórnego.

...spory popyt prognozujemy też w tym tygodniu

W tym tygodniu aukcja 2-letniego benchmarku OK0114. Planowana podaż wynosi 3,0-6,0 mld zł, choć szczegóły odnośnie aukcji poznamy 17 stycznia. Niemniej już teraz można oczekiwać solidnego popytu. Struktura portfeli OFE za drugie półrocze 2011 sugeruje, że fundusze są niedoważone na krótkim końcu krzywej. Co więcej, wsparciem dla aukcji będzie sytuacja płynnościowa – rozliczenia aukcji przypada w dniu wykupu obligacji OK0112 (10,95 mld zł) oraz w dniu płatności odsetkowych od obligacji serii WZ (łączna wartość 1,45 mld zł).

Biorąc pod uwagę dotychczasową sprzedaż obligacji na rynku krajowym i zagranicznym, styczniową aukcję zamiany oraz oczekiwania, że MF uplasuje maksymalną wartość OK0114 szacujemy, że po styczniu realizacja tegorocznych potrzeb pożyczkowych przekroczy 25%, co daje duży komfort MF przy ustalaniu podaży w kolejnych miesiącach.

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