

Tygodnik ekonomiczny

23 – 29 stycznia 2012

Pierwsze dni minionego tygodnia pokazały, że rynek niezbyt przejął się decyzją agencji S&P o obniżeniu ratingów 9 państw strefy euro. Po piątkowym wroście zmienności nastrojów na rynku wyraźnie się poprawił. Publikacja lepszych od prognoz danych (m.in. niemiecki indeks ZEW), udane aukcje długu Hiszpanii i Francji oraz nadzieje na luzowanie polityki pieniężnej przez chiński bank centralny wspierały popyt na ryzykowne aktywa. Korzystał na tym także złoty. Kurs EURPLN przebił ważne wsparcie na 4,33, ale aprecjacja krajowej waluty nie trwała długo. Kurs napotkał kolejną istotną strefę powstrzymującą go przed dalszym spadkiem (4,29-4,3055), od której odbił się w piątek. Oddanie części zysków przez złotego wzmocnione było przez spadek EURUSD. Na krajowym rynku długu najważniejszym wydarzeniem była z kolei aukcja 2-letnich obligacji. Tak jak się spodziewaliśmy, była ona wyjątkowo udana. Ministerstwo Finansów sprzedało papiery OK0114 za 6,75 mld zł przy bardzo dużym popycie (16,5 mld zł). Po zeszytygodniowej aukcji szacujemy, że potrzeby pożyczkowe brutto na ten rok są już w 30% sfinansowane, co jest lepszym wynikiem niż wcześniej sądziliśmy. Z krajowych danych, pozytywnie zaskoczyła produkcja przemysłowa. Odczyt dużo lepszy od prognoz wspiera naszą prognozę wzrostu gospodarczego w IV kw. 2011 nieznacznie powyżej 4% r/r.

Sądzymy, że na początku tego tygodnia głównym tematem dla rynków będzie kwestia porozumienia rządu Grecji oraz prywatnych inwestorów ws. poziomu redukcji zadłużenia. W poniedziałek odbędzie się spotkanie ministrów finansów strefy euro, na którym drugi pakiet pomocowy dla Grecji będzie zapewne ważnym tematem. Istotne dla rynku będą też wstępne odczyty PMI dla strefy euro i Niemiec oraz indeks Ifo, które pozwolą ocenić tempo spadku aktywności w przemyśle. Dane opublikowane w minionym tygodniu mogły wzmocnić oczekiwania rynku na pozytywne niespodzianki i tym wyraźniejszy może być wzrost awersji do ryzyka, jeśli dane jednak rozczarują. Rynek będzie również czekał na komunikat z posiedzenia Fed i podane prognozy banku centralnego odnośnie stóp procentowych. Pod koniec tygodnia inwestorzy ponownie zwrócą swoją uwagę za ocean, gdzie opublikowany zostanie pierwszy szacunek wzrostu PKB za IV kw. Podobnie jak w przypadku danych z Europy, odczyt poniżej prognoz może wywołać dużą nerwowość. Naszym zdaniem, EURPLN nie będzie testował wymienionych powyżej wsparć i ten tydzień przyniesie osłabienie złotego. Krajowe obligacje będą pod wpływem czynników globalnych. Nie wykluczamy, że osłabienie złotego może dać impuls do realizacji zysków na długim końcu krzywej. Dane z Polski nie powinny mieć wpływu na notowania.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (23 stycznia)							
Brak publikacji ważnych danych							
WTOREK (24 stycznia)							
9:28	DE	Wstępny PMI –przemysł	I	pkt	49,1	-	48,4
9:58	EZ	Wstępny PMI –przemysł	I	pkt	47,3	-	46,9
ŚRODA (25 stycznia)							
10:00	DE	Indeks Ifo	I	pkt	107,7	-	107,2
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	XII	% m/m	0,0	-	7,3
20:15	US	Decyzja Fed		%	0,0-0,25	-	0,0-0,25
CZWARTEK (26 stycznia)							
8:00	DE	Indeks GfK	II	pkt	5,6	-	5,6
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	XII	% m/m	1,8	-	3,7
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	367	-	352
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	XII	tys.	320	-	315
16:00	US	Wskaźniki wyprzedzające	XII	% m/m	0,7		0,5
PIĄTEK (27 stycznia)							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	XII	% r/r	10,6	6,9	12,6
10:00	PL	Stopa bezrobocia	XII	%	12,6	12,5	12,1
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	IV kw.	% k/k	3,0	-	1,8
15:55	US	Indeks Michigan	I	pkt	71,5	-	74,0

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

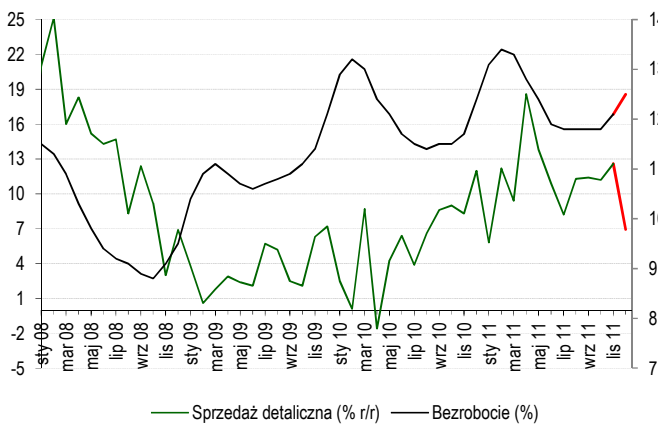
Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia

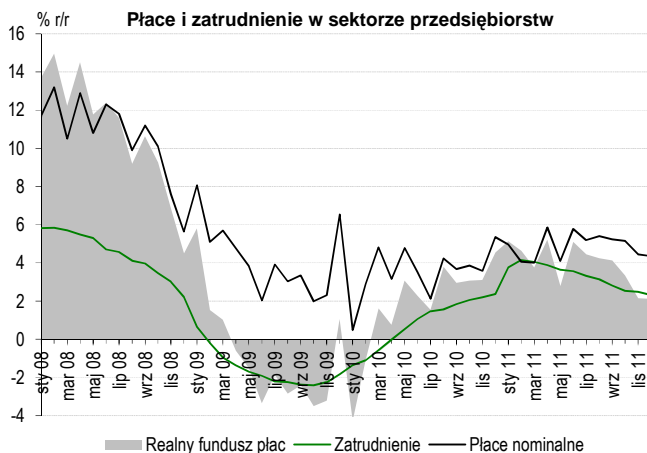
Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia



- Z ankiety gazety *Parkiet* wynika, że nasza prognoza sprzedaży detalicznej jest najbardziej pesymistyczna wśród oczekiwań krajowych instytucji. Według nas, negatywnie na roczną dynamikę wpłynie duża sprzedaż z grudnia 2010 (spowodowana planowaną na styczeń 2011 podwyżką podatku VAT). Pozytywna niespodzianka w postaci danych o produkcji przemysłowej sprawia, że widzimy ryzyko w górę dla naszej prognozy.
- Grudniowy wyraźny wzrost stopy bezrobocia będzie w części spowodowany efektem sezonowym. Dodatkowo, po danych o zatrudnieniu, widzimy lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy. W kolejnych miesiącach należy się liczyć z dalszym pogarszaniem warunków na rynku pracy, co wynikać będzie z reakcji przedsiębiorstw na postępujące spowolnienie w krajowej gospodarce.
- Publikowane dane nie powinny mieć wpływu na rynek.

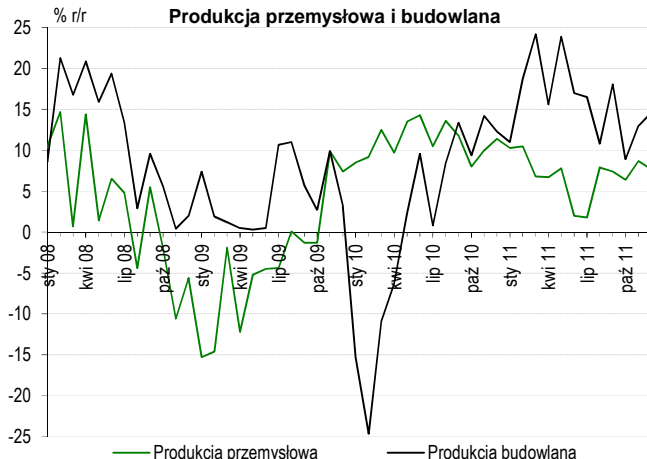
Ostatni tydzień w gospodarce – Rynek pracy zgodnie z trendem, produkcja pozytywnie zaskakuje

Płace i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw



- Wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyniósł w grudniu 2,3% r/r (2,5% w listopadzie). Odczyt był poniżej prognoz rynkowych oraz naszych (2,4%). Wzrost płac o 4,4% r/r był nieco poniżej naszych oczekiwań na 4,5%.
- Na koniec 2011 zatrudnienie wyniosło 5503,2 tys. osób, o ok. 25 tys. mniej niż w szczytowym dla 2011 lipcu.
- Dane wpisały się w nasz scenariusz dalszego rozwoju sytuacji na rynku i potwierdziły trend obserwowany od połowy 2011 (stopniowy spadek zatrudnienia oraz umiarkowany wzrost wynagrodzeń).
- Cały rok 2011 przyniósł poprawę sytuacji na rynku pracy. Zatrudnienie wzrosło średnio o 3,3% r/r wobec 0,8% r/r w 2010, natomiast wynagrodzenia średnio o 4,9% r/r z 3,5% r/r w 2010. W tym roku oczekujemy stagnacji zatrudnienia oraz wyhamowania tempa wzrostu płac mniej więcej do poziomu zgodnego z dynamiką CPI.

Produkcja przemysłowa i budowlana



- Produkcja przemysłowa wzrosła w grudniu o 7,7% r/r, powyżej konsensusu na poziomie 6,5% i naszej prognozy 5,5%. Po uwzględnieniu czynników sezonowych produkcja wzrosła o 9,5%. Produkcja budowlano-montażowa była o 14,6% wyższa niż przed rokiem, co było bliskie naszym i rynkowym oczekiwaniom.
- Wciąż solidny wzrost odnotowano w sektorach tradycyjnie nastawionych na eksport, m.in. produkcja mebli, metali.
- Dane te wspierają naszą prognozę wzrostu PKB w IV kw. 2011 nieznacznie powyżej 4%. Spodziewamy się, że kolejne kwartały przyniosą bardziej wyraźne hamowanie aktywności gospodarczej. Wpływ spowolnienia wzrostu gospodarczego za granicą przeważa bowiem nad efektem kursowym.
- PPI wzrósł w grudniu o 8,1% r/r, mniej więcej zgodnie z naszą prognozą i konsensusem rynkowym (8,2% r/r).

Cytat tygodnia – Nie można tolerować inflacji powyżej 4%

Jerzy Hausner, członek RPP, PAP, 16 stycznia

Prawdopodobieństwo szybkiego obniżania się inflacji w kierunku celu jest dużo mniejsze, niż to dotyczące jej dalszego utrzymywania się na obecnym, podwyższonym poziomie. (...) uważam, że zdecydowanie bardziej prawdopodobne jest to, że będziemy podnosić stopy, niż (...) obniżać.

Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, PAP, 16 stycznia

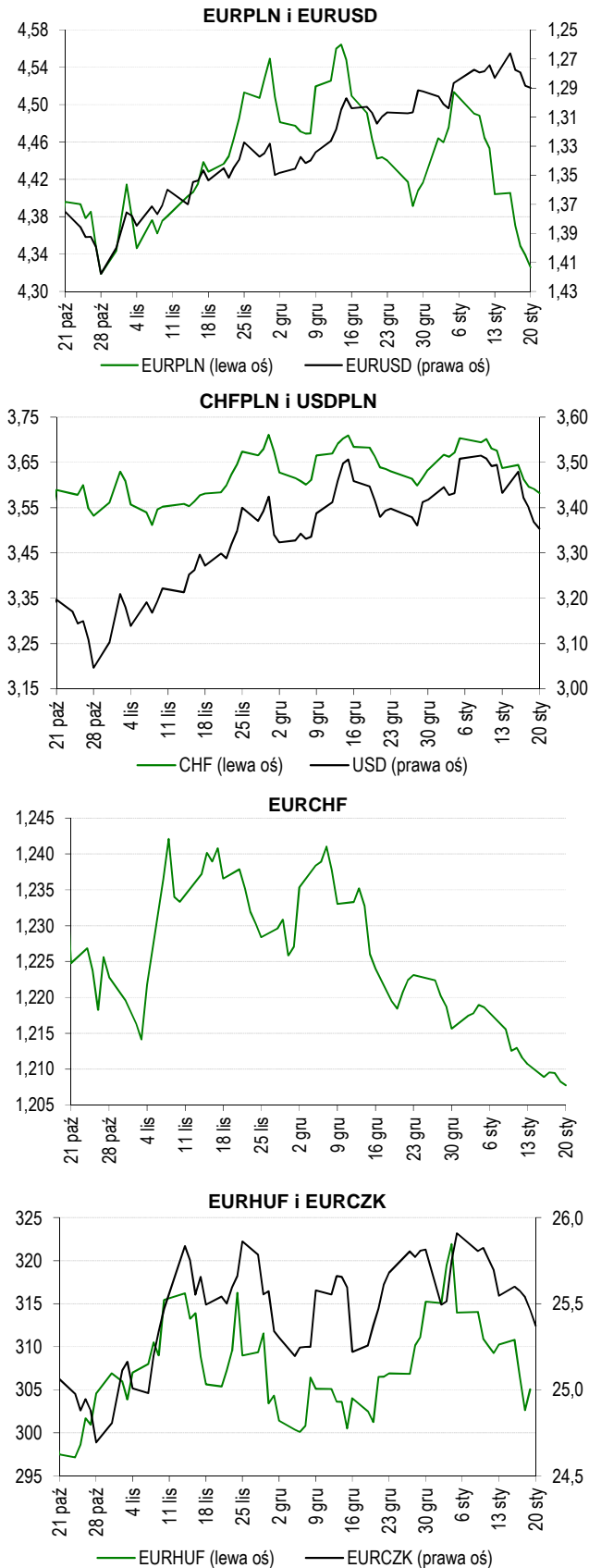
Prawdopodobieństwo obniżek stóp jest coraz mniejsze. Jest jeszcze za wcześnie [na rozważania dot. podwyżki stóp]. Zobaczymy, jak będzie się rozwijała sytuacja.

Adam Glapiński, członek RPP, Reuters, 19 stycznia

Uważam, że RPP nie może tolerować inflacji uporczywie utrzymującej się powyżej 4%. Jeżeli inflacja pod koniec pierwszego kwartału nie będzie niższa niż 4%, to stopy trzeba będzie podnieść.

W tydzień po decyzji RPP pojawiły się pierwsze komentarze członków Rady, które podobnie jak komunikat, miały jastrzębić ton. Na znacznie większe prawdopodobieństwo podwyżek stóp niż obniżek wskazał Jerzy Hausner. Powiedział on, że Rada nie może ignorować oddalania się momentu kiedy inflacja osiągnie cel NBP. Co ważne z punktu widzenia naszych prognoz dla krajowego PKB i stóp NBP, Hausner powiedział, że jest możliwa obniżka stóp w przypadku wyraźnego spadku tempa wzrostu krajowej gospodarki, ale zaznaczył, że „my [RPP] tej perspektywy dziś nie mamy”. Nasze prognozy PKB na 2012 wskazują na całkiem wyraźny spadek rocznej dynamiki wzrostu PKB (do 2,3%). Znaczne ograniczenie aktywności gospodarczej w połączeniu ze stopniowym obniżaniem się inflacji CPI (czemu w drugiej połowie roku pomoże odrabiający straty złoty), w naszej ocenie, skłoni Radę do redukcji stóp procentowych – oczekujemy dwóch obniżek stóp (pierwsza nastąpi nie wcześniej niż w połowie roku).

Rynek walutowy – EURPLN i EURUSD blisko ważnych poziomów



EURPLN blisko istotnego wsparcia

Na przestrzeni minionego tygodnia EURPLN poruszał się w trendzie spadkowym. Utrzymujący się na rynku apetyt na ryzykowne aktywa spowodował, że kurs przebił ważne w skali dziennej i tygodniowej wsparcie na 4,33. W kolejnych dniach trend był kontynuowany i w konsekwencji, pod koniec tygodnia kurs dotarł do kolejnej istotnej strefy (4,29-4,3055), której nie przebił.

Zmiany jakie zaszły w notowaniach EURPLN oznaczają, że nasza prognoza kursu na koniec stycznia (4,50) jest zbyt pesymistyczna i trudna do realizacji (oczekujemy, że kurs wzrośnie tylko do ok. 4,43). Ryzyko w dół jest również dla średniej (4,45), choć w tym przypadku odchylenie może być mniejsze (teraz spodziewamy się 4,42). Niemniej, wciąż podtrzymujemy opinię, że w pierwszym kwartale możliwe jest wyraźniejsze osłabienie złotego wobec euro.

Nadchodzący tydzień bogaty jest w wiele ważnych dla rynku wydarzeń (spotkanie ministrów finansów strefy euro, publikacje kluczowych danych), które będą zapewne miały wyraźny wpływ na notowania EURPLN. Z punktu widzenia analizy technicznej, sytuacja dla złotego nie jest korzystna. Oprócz bliskości wsparcia dla EURPLN, od oporu odbił się EURUSD i możliwa aprecjacja dolara do euro będzie miała dodatkowy negatywny wpływ na złotego.

Złoty osłabi się bardziej do dolara niż do franka

Trend spadkowy kursu EURPLN oraz trwająca przez cały tydzień aprecjacja euro w stosunku do dolara spowodowały, że kurs USDPLN spadł do najniższego poziomu od grudnia 2011 (3,31). Umocnienie złotego do franka szwajcarskiego (z 3,65 do 3,57) to z kolei zasługa jedynie spadku kursu EURPLN, bowiem kurs EURCHF był w minionym tygodniu stabilny nieco poniżej 1,21.

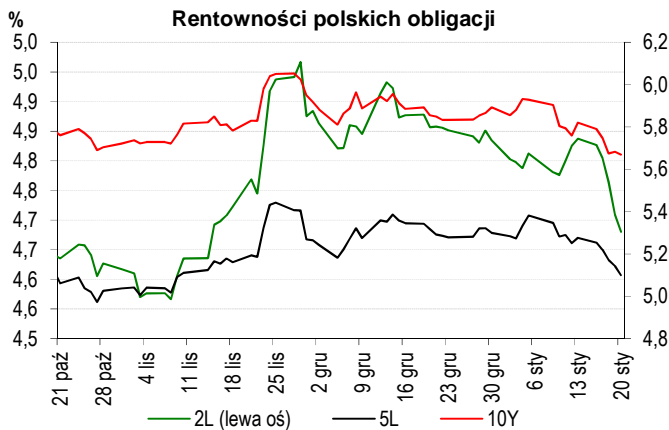
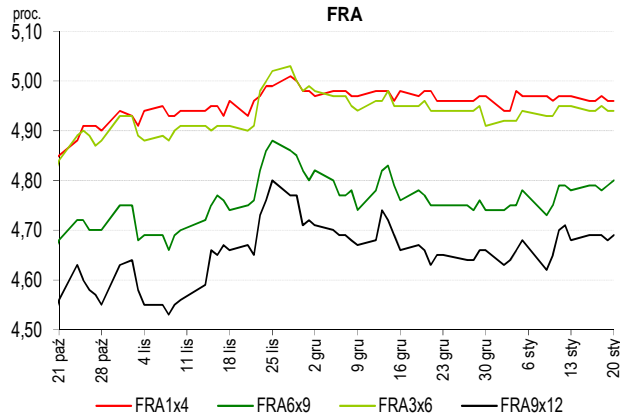
Perspektywa na ten tydzień dla notowań złotego wobec dolara nie jest pozytywna. Fakt, że kurs EURPLN dotarł do ważnego wsparcia, a EURUSD nie zdołał w piątek przebić istotnego w skali dziennej oporu (1,298-1,30) sprawia, że w tym tygodniu kurs USDPLN naszym zdaniem wzrośnie. Wg nas, całkiem realne jest, że EURUSD spadnie do 1,285, co będzie miało negatywny wpływ na złotego. W mniejszej skali krajowa waluta może uciepnieć w stosunku do franka, a to dzięki ograniczonemu – przez możliwość interwencji SNB – potencjałowi EURCHF do spadku.

Na Węgrzech spokojnie, ale bez wpływu na złotego

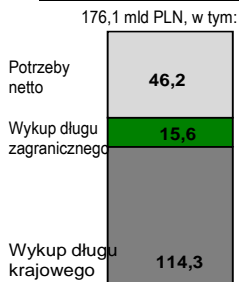
W minionym tygodniu spadła niepewność odnośnie tego jak mogą się potoczyć wydarzenia na Węgrzech. Premier Węgier wyraził gotowość do ustępstw w rozmowach z MFW oraz Komisją Europejską w kwestii niezależności banku centralnego. Powyższe okoliczności pozwoliły forintowi na skorzystanie z panującego na globalnym rynku popytu na ryzykowne aktywa. Kurs EURHUF spadł do 304, poziomu najniższego od połowy grudnia 2011.

Chociaż sytuacja na Węgrzech nieco się uspokoiła, to nie spodziewamy się by miało to duży wpływ na złotego. Porozumienie tamtejszego rządu z KE w sprawie pożyczki z MFW jest obecnie bardziej możliwe zostało już wycenione przez rynek. Poza tym, chociaż sytuacja na globalnym rynku poprawiła się w ostatnich tygodniach, to nadal aktualne są poważne czynniki, które ograniczają popyt na ryzykowne aktywa. W tej sytuacji, nie spodziewamy się, by forint zaczął wyjątkowo wyraźnie zyskiwać i wspierać w ten sposób złotego.

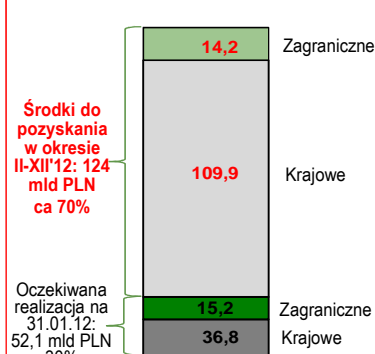
Rynek stopy procentowej – Krótki koniec mocniej, krzywa nieco bardziej stroma



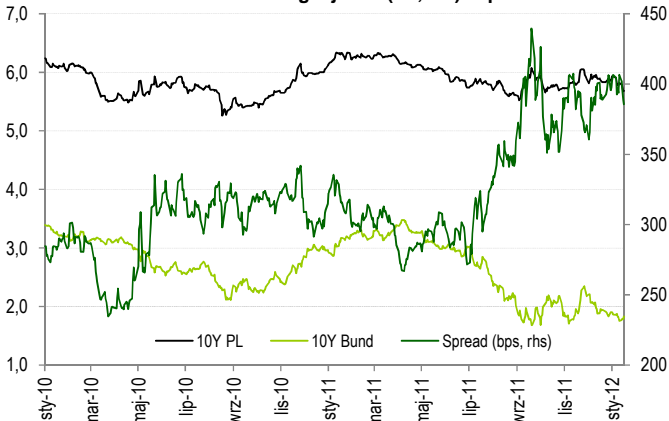
Potrzeby pożyczkowe brutto



Finansowanie



Rentowności obligacji 10Y (PL, DE) i spread



Ograniczone oczekiwania na obniżki stóp NBP ...

▪ Stawki rynkowe do 1 roku pozostają na podwyższonym poziomie. To efekt z jednej strony braku skłonności banków do aktywności na rynku depozytowym (banki preferują lokowanie środków w bony pieniężne). Z drugiej strony ostatnie sugestie członków RPP, że bardziej prawdopodobna jest podwyżka stóp w połączeniu z utrzymującą się inflacją CPI zdecydowanie powyżej górnej granicy ograniczenia pasma wahań celu, znacząco schłodziła oczekiwania rynkowe na redukcję stóp w tym roku.

▪ Stawki FRA (w szczególności na długie tenory 6x9, 9x12) wskazują na pewną normalizację sytuacji na rynku międzybankowym (zawężenie spreadu WIBOR3M – stopa referencyjna) niż na oczekiwania na redukcję stóp procentowych. Taka sytuacja może utrzymać się w nadchodzących tygodniach, a kluczowa może okazać się dopiero publikacja styczniowego wskaźnika inflacji (15 lutego – dane wstępne).

...lecz wyniki aukcji wsparły krótki koniec krzywej

▪ Na poprawie globalnych nastrojów inwestycyjnych zyskiwał głównie środek i długi koniec krzywej (w skali tygodnia rentowności obniżyły się odpowiednio o 8pb w sektorze 5- i o 9pb w sektorze 10-letnim). Spadki rentowności na krótkim końcu wyniosły ok. 5pb.

▪ Impuls do głębszego spadku w sektorze 2-letnim dały wyniki aukcji OK0114. MF uplasował na rynku obligacje o wartości 6,75 mld zł przy rekordowym popycie na poziomie ok. 16,5 mld zł (popyt 2,75 razy większy niż podaż). Rentowność na aukcji wyniosła 4,724%, poniżej rynku wtórnego, co dało impuls do spadku rentowności na krótkim końcu do 4,70% (najniższego poziomu od listopada 2011).

▪ MF może już teraz zaliczyć styczeń do bardzo udanych pod względem emisyjnym. Po uplasowaniu 2-letniego benchmarku MF sfinansował łącznie 30% tegorocznych potrzeb pożyczkowych. To bardzo dobry wynik, dający MF duży komfort przy ustalaniu podaży na kolejnych aukcjach. Wydaje się, że MF, podobnie jak i w 2011 r., będzie chciał sfinansować jak najwięcej potrzeb pożyczkowych w pierwszej połowie roku.

W tym tygodniu uwaga na sytuację w strefie euro

▪ W tym tygodniu na notowania na rynku długu będą przede wszystkim wpływały nastroje na globalnych rynkach finansowych. Na spotkaniu ministrów finansów (poniedziałek) rozstrzygnie się kwestia czy Grecja otrzyma nowy pakiet pomocowy.

▪ Tak jak wcześniej wspominaliśmy ostatnie dni przyniosły dość silne umocnienie na długim końcu. Rentowność 10-letniego benchmarku w połowie piątkowej sesji była notowana na 5,68% (najniższej od października 2011). Jednak poprawa apetytu na ryzyko wpłynęła na wzrost rentowności niemieckich obligacji, w tym 10-latkę do 1,898%. W konsekwencji spread PL10 – BU10Y zawężił się do ok. 378pb.

▪ Nawet przy utrzymaniu pozytywnych globalnych nastrojów potencjał do dalszego umocnienia sektora 10Y jest raczej ograniczony. Kluczowe wsparcie dla rentowności 10-letniego benchmarku znajduje się w okolicach 5,65%. Jeśli zrealizuje się nasz scenariusz korekty na EURPLN spodziewamy się również realizacji zysków na 10Y.

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