

# Tygodnik ekonomiczny

20 – 26 lutego 2012

Nastroje na globalnym rynku były w minionym tygodniu bardzo zmienne. Fale wzrostu awersji do ryzyka oraz okresów wyraźnego odreagowania przeplatały się w reakcji na napływające informacje. Inwestorzy pozytywnie odebrali wynik głosowania w Grecji nad oszczędnościami, ale obniżka przez Moody's ratingów kilku państw strefy euro, plotki o planach podzielenia pomocy dla Grecji na dwie raty i przeniesienie spotkania Eurogrupy na najbliższy poniedziałek przyczyniło się do wyraźnego pogorszenia nastrojów. Wzrost awersji do ryzyka był jednak tymczasowy, bowiem na rynek zaczęły pod koniec tygodnia napływać doniesienia, że rząd premiera Papademosasa przedstawił wiarygodny plan oszczędności na kwotę 325 mln €. Dodatkowo, pojawiły się plotki, że EBC zgodzi się wziąć udział w restrukturyzacji greckiego zadłużenia. Wraz z szeregiem lepszych od prognoz danych (m.in. z rynku nieruchomości USA) przyczyniło się to do zdecydowanej poprawy nastrojów. Z krajowych wydarzeń największy wpływ na notowania miał odczyt niższej od oczekiwań wstępnej styczniowej inflacji, który wsparł krótki koniec krajowej krzywej rentowności. Zmienny nastrój na przestrzeni tygodnia sprawił, że kurs EURPLN poruszał się w trendzie bocznym, choć na chwilę pokonał jego górne ograniczenie na poziomie 4,23.

Nadchodzący tydzień będzie bogaty w publikacje danych wskazujących na kondycję globalnej gospodarki. Inwestorzy zwrócą zapewne szczególną uwagę na wstępne lutowe indeksy PMI dla przemysłu i niemiecki indeks Ifo. W ostatnich tygodniach opublikowano szereg lepszych od oczekiwań danych, co wyraźnie wsparło nadzieje rynku, że nadchodzące spowolnienie gospodarcze będzie płytsze niż się tego jeszcze niedawno obawiano. W poniedziałek ma się odbyć spotkanie Eurogrupy, na którym jak się oczekuje ma zapaść decyzja o przyznaniu Grecji pomocy, co wydaje się być już wycenione przez rynek. Istotne będzie jednak jak rynek oceni stopień kompleksowości zaproponowanego rozwiązania. Przestrzeń do dalszych zmian porozumienia, czy pozostawienie jakichś kwestii otwartych może wzmocnić zniecierpliwienie powodowane przedłużającymi się rozmowami o drugim pakiecie pomocowym dla Grecji. Zarówno negatywne jak i pozytywne impulsy z minionego tygodnia były zbyt słabe, by kurs EURPLN opuścił przedział 4,145-4,23, a rentowności obligacji oddaliły się od ostatnich minimów. Ten tydzień będzie obfitował w wydarzenia, które taki impuls mogą przynieść, choć nie będzie on raczej pochodził ze strony krajowych danych.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (20 lutego)</b>							
	US	Dzień wolny					
	EZ	Spotkanie Eurogrupy					
<b>WTOREK (21 lutego)</b>							
16:00	EZ	Indeks nastrojów konsumentów	II	pkt	-	-	-20,60
<b>ŚRODA (22 lutego)</b>							
3:30	CN	Wstępny PMI – przemysł	II	pkt	-	-	48,8
9:28	DE	Wstępny PMI – przemysł	II	pkt	51,5	-	51,0
9:58	EZ	Wstępny PMI – przemysł	II	pkt	49,3	-	48,8
11:00	EZ	Zamówienia przemysłowe	XII	% m/m	0,5	-	-1,3
16:00	US	Sprzedaż domów	I	mln	4,70	-	4,61
<b>CZWARTEK (23 lutego)</b>							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	I	% r/r	13,3	15,0	8,6
10:00	PL	Stopa bezrobocia rejestrowanego	I	% r/r	13,1	13,1	12,5
10:00	DE	Indeks Ifo	II	pkt	108,8	-	108,3
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	348
<b>PIĄTEK (24 lutego)</b>							
15:55	US	Indeks Michigan	II	pkt	74,5	-	72,5
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	I	tys.	315	-	307

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

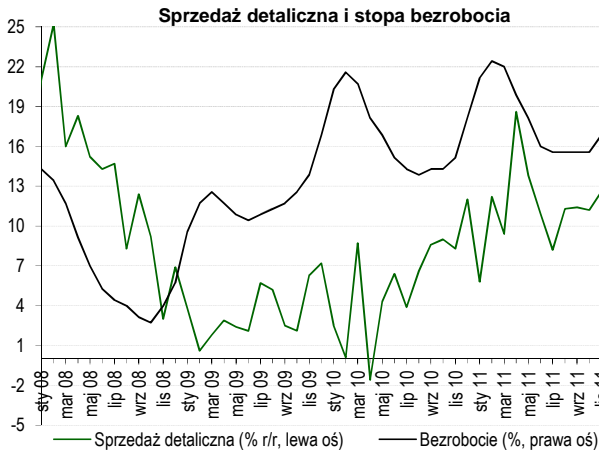
22 586 8342

**Agnieszka Decewicz**

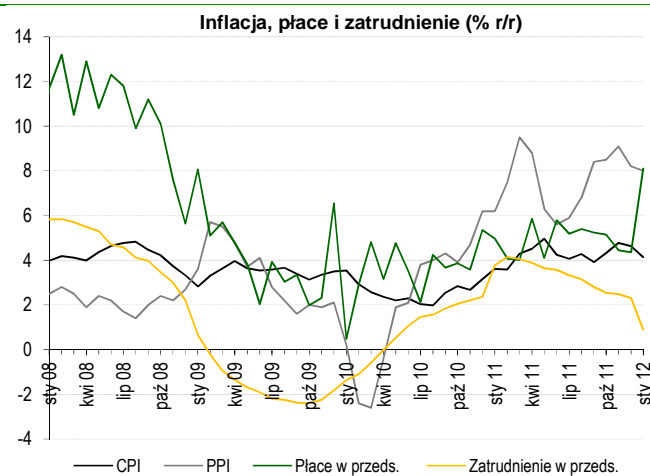
Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luziński** Analityk

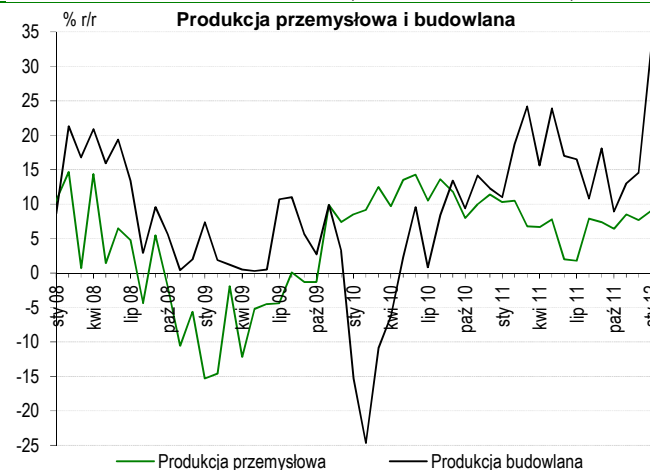
22 586 8362

**Wydarzenia nowego tygodnia – Chwilowe przyspieszenie sprzedaży, dalszy wzrost stopy bezrobocia**

- Oczekujemy, że w styczniu roczna dynamika sprzedaży detalicznej była dwucyfrowa. Był to jednak skutek jedynie korzystnego efektu rocznej bazy. Rok temu nastąpiło bowiem przesunięcie części popytu ze stycznia (od kiedy zaczęły obowiązywać wyższe stawki podatku VAT) na grudzień 2010. W kolejnych miesiącach spodziewamy się wzrostu sprzedaży w tempie jednocyfrowym wskutek dalszego pogarszania się sytuacji na rynku pracy w wyniku postępującego spowolnienia gospodarczego.
- Zgodnie z sezonowym wzorcem, oczekujemy, że stopa bezrobocia kontynuowała trend wzrostowy w styczniu. Z szacunków Ministerstwa Pracy wynika, że wyniosła ona 13,3% i z tego względu widzimy ryzyko w górę dla naszej i rynkowej prognozy na poziomie 13,1%.
- Dane nie powinny mieć wpływu na rynek walutowy oraz stopy procentowej.

**Ostatni tydzień w gospodarce – Większy spadek CPI, wciąż dobra produkcja**

- W styczniu CPI spadł do 4,1% r/r z 4,6% r/r w grudniu 2011. Wstępny odczyt był lepszy od naszych i rynkowych prognoz. W skali miesiąca ceny wzrosły o 0,7% (tak jak oczekiwaliśmy), a największy wpływ miały wyższe ceny żywności, ceny związane z mieszkaniem oraz ceny paliw. Naszym zdaniem nadchodzące miesiące przyniosą dalszy spadek rocznej inflacji w kierunku 3,5%. Z punktu widzenia RPP, dane wspierają „wyczekującą” postawę. Wzrost PPI tylko nieznacznie spowolnił w styczniu do 8% r/r.
- Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w styczniu o 0,9% r/r, czyli mniej od naszych oczekiwań. W górę zaskoczyły za to płace, które wzrosły o 8,1% r/r. Trudno na razie wyjaśnić źródło tego przyspieszenia, ale podejrzewamy, że jest to raczej efekt jednorazowych wypłat niż trwałego wzrostu wynagrodzeń. W kolejnych miesiącach spodziewamy się spowolnienia dynamiki płac i zatrudnienia.



- Styczniowe dane o produkcji były całkiem niezłe (wzrost o 9% r/r w przemyśle i 32,2% w budownictwie), ale zaburzone przez większą liczbę dni roboczych i dobre warunki atmosferyczne i nie przyniosły zmiany obrazu sytuacji polskiej gospodarki. Dopiero dane za luty i marzec pozwolą w pełni ocenić skalę spowolnienia w I kwartale.
- Deficyt obrotów bieżących w grudniu wyniósł 1,34 mld € i był nieznacznie większy od listopadowego (1,11 mld €) oraz od prognoz. Tak jak oczekiwaliśmy, dalej hamowała dynamika polskiego eksportu, a wzrost importu utrzymał się na niskim poziomie i potwierdził słabość popytu krajowego. Dane potwierdzają przewidywane przez nas tendencje i nie zmieniają prognoz na kolejne miesiące. Deficyt obrotów bieżących w 2011 zmniejszył się do 4,1% PKB z 4,7% w 2010, a stopień jego pokrycia przez napływ kapitału długoterminowego wzrósł do 94%.

**Cytat tygodnia – Nie ma potrzeby gwałtownych zmian stóp****Zyta Gilowska, członkini RPP, Reuters, 14 lutego**

W perspektywie najbliższych miesięcy, przy założeniu niewystąpienia nowych szoków zewnętrznych, nie ma potrzeby podejmowania jakichkolwiek gwałtownych lub radykalnych działań w polityce pieniężnej. Mamy świadomość, że musimy działać precyzyjnie i ostrożnie, by nie naruszać kruchej równowagi polskiej gospodarki.

**Jan Winiecki, członek RPP, Reuters, 16 lutego**

Na razie nie widzę podstaw do ruchów w żadną stronę, aczkolwiek oczywiście solidaryzuję się z opinią, że większe widzi się w Radzie perspektywy ewentualnej podwyżki stóp niż obniżki. Gospodarka ma się dobrze i nie ma powodu, żeby dawać szanse inflacji, żeby się zagnieżdżyła mocniej w polskiej gospodarce.

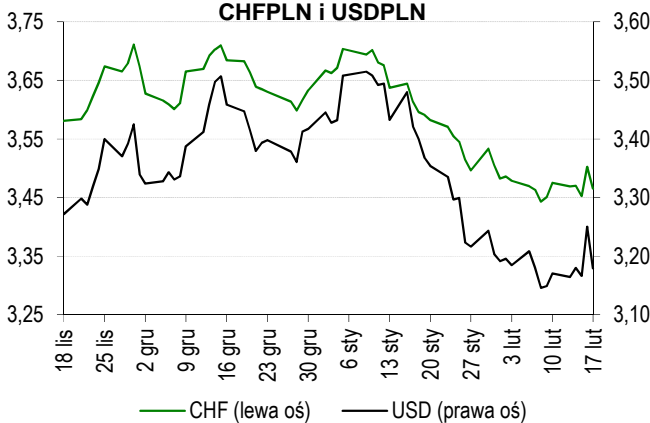
Członkowie RPP po raz kolejny dali wyraz swoim nadziejom, że w obecnej sytuacji polityka pieniężna musi być prowadzona rozważnie i brak jest podstaw do gwałtownych (potencjalnie niepotrzebnych) ruchów. Krajowa gospodarka radzi sobie dobrze, a inflacja jest podwyższona. Naszym zdaniem, najbliższe miesiące pokażą jednak, że spadek aktywności gospodarczej w strefie euro zaczyna wywierać wyraźny negatywny wpływ na koniunkturę w Polsce, a inflacja będzie się obniżać. Może to wpłynąć na zmianę poglądów członków Rady odnośnie perspektyw polityki pieniężnej. W tym tygodniu poznamy opis dyskusji z lutowego posiedzenia Rady i zobaczymy jak bardzo zmieniły się główne wątki dyskusji w porównaniu ze styczniem.

## Rynek walutowy – Złoty czeka na silniejszy impuls

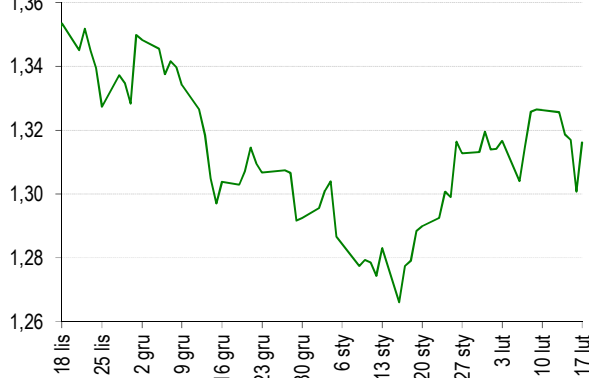
EURPLN



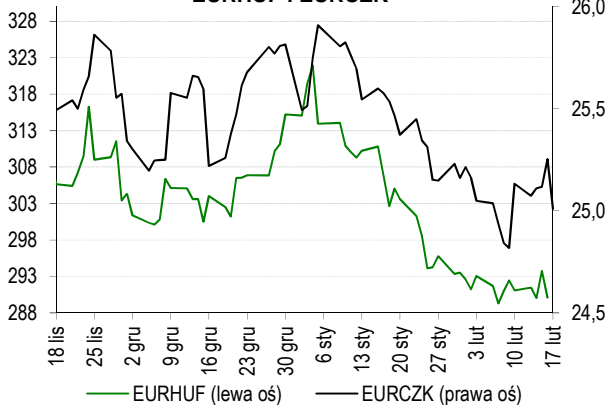
CHFPLN i USDPLN



EURUSD



EURHUF i EURCZK



## EURPLN tylko na chwilę powyżej 4,23

Na przestrzeni minionego tygodnia złoty był relatywnie stabilny w stosunku do euro, nieco większe wahania miały miejsce w przypadku kursów USDPLN i CHFPLN. Początek tygodnia był niezły w wykonaniu krajowej waluty, która w wyniku utrzymywania się dobrego nastroju na globalnym rynku zyskiwała na wartości. Szybki spadek optymizmu spowodował wzrost EURPLN do niemal 4,23, ważnego w skali dziennej oporu. Po krótkim odreagowaniu nastąpiło przebicie tego poziomu, ale po osiągnięciu nieco powyżej 4,24 nastąpiła korekta. Dzięki napływowi korzystnych informacji związanych z Grecją, na koniec tygodnia kurs EURPLN był blisko 4,18, dzięki czemu złoty zyskał do euro ok. 0,7%.

Wydarzenia z minionego tygodnia nie zmieniają faktu, że trend wzrostowy trwający od pierwszej dekady lutego nadal obowiązuje. Wciąż obowiązują także poziomy 4,145 i 4,23, które są kluczowe dla notowań EURPLN w najbliższych dniach. Choć przebieg ostatnich kilku sesji spowodował wzrost wahań kursu, to na wykresie nie zaszły żadne przełomowe zmiany. Nadchodzący tydzień będzie bogaty w wiele ważnych publikacji oraz wydarzeń, które potencjalnie mogą wywołać impuls, który pomoże kursowi przebić jeden ze wspomnianych poziomów. Wciąż wydaje się, że bardziej prawdopodobna jest deprecjacja złotego.

## .. a EURUSD na chwilę poniżej 1,30

Kurs EURUSD przez zdecydowaną większość tygodnia poruszał się w trendzie spadkowym. Umocnienie dolara było wspierane przez utrzymującą się niepewność w związku z kwestią Grecji, a przejściowe okresy stabilizacji pozwalały euro na tylko częściowe odrabianie strat. Dopiero pod koniec tygodnia nastąpił silny wzrost kursu dzięki nadziejom na szybkie zamknięcie tematu drugiego pakietu pomocowego dla Grecji. W konsekwencji, po spadku do 1,297 nastąpił wzrost do niemal 1,32 na koniec tygodnia. Dzięki temu, złoty odrobił prawie straty, jakie notował do tego momentu w stosunku do dolara i zdołał zakończyć tydzień zyskiem ponad 0,5%.

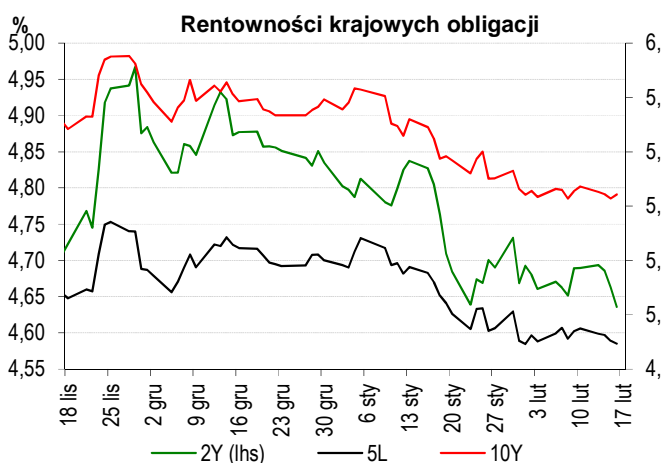
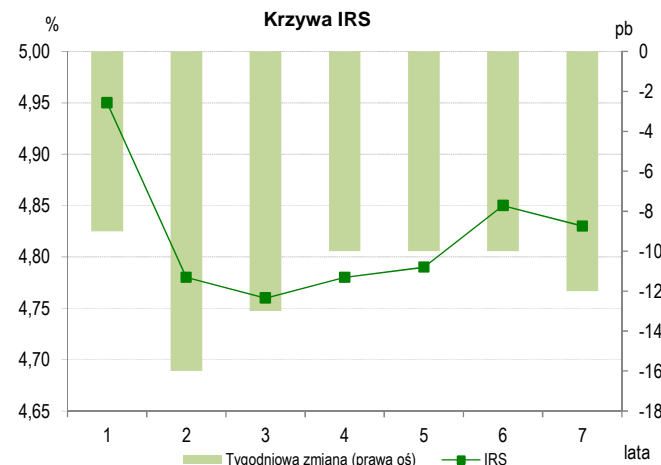
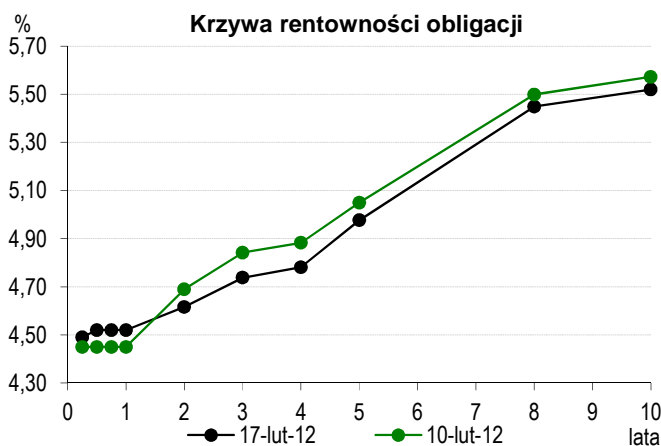
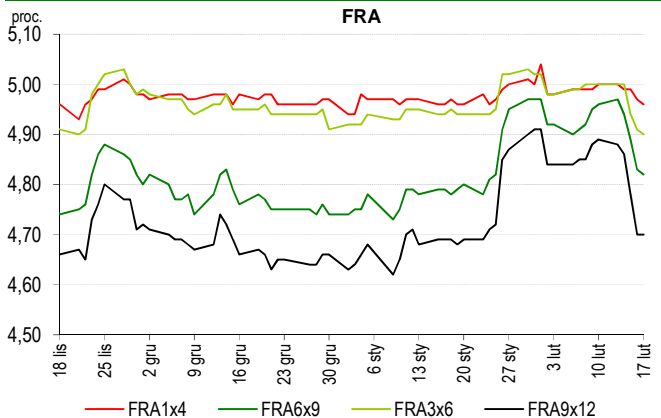
W pewnym momencie minionego tygodnia, kurs EURUSD znalazł się poniżej istotnego wsparcia na 1,30. Widać było jednak, że pomimo wysokiej awersji do ryzyka panującej wówczas na rynku, rynek nie był w stanie kontynuować trendu spadkowego. Być może potencjał do deprecjacji euro ogranicza wciąż relatywnie duża liczba otwartych krótkich pozycji na EURUSD i dopiero pojawianie się nowego czynnika – niewycenianego obecnie przez rynek – mogłoby wywołać większą deprecjację euro.

Kurs EURCHF poruszał się w takt zmian EURUSD, ale zmienność była wyraźnie niższa. Na przestrzeni tygodnia złoty zyskał do franka ok. 0,6%.

## Forint i korona ponownie blisko wsparć

Notowania kursów EURCZK oraz EURHUF przebiegały w takt zmian globalnych nastrojów. Wzrost optymizmu, jaki nastąpił pod koniec tygodnia sprawił, że kurs EURCZK znalazł się poniżej psychologicznego poziomu 25,0, za to EURHUF zbliżył się do 288 (był blisko 290). Przebicie tych poziomów teoretycznie mogłoby otworzyć drogę do wyraźniejszego umocnienia tych walut w stosunku do euro, jednak nastąpić to może tylko przy korzystnych uwarunkowaniach globalnych.

## Rynek stopy procentowej – Spadek inflacji pozytywny dla krótkiego końca krzywej



### Lepsze od oczekiwań dane inflacyjne wsparły FRA

W minionym tygodniu najważniejszym wydarzeniem na rynku stopy procentowej okazała się publikacja styczniowego wskaźnika inflacji. Dane okazały się lepsze od oczekiwań (4,1% r/r vs oczekiwane 4,3% r/r), co przyczyniło się do spadku stawek FRA, w tym FRA 1x4 i 3x6 spadły poniżej 5%. Nastrojów na rynku nie popsuły dane z rynku pracy, które zaskoczyły wyższą dynamiką płac (8,1% r/r vs oczekiwane 4,9% r/r). Największy spadek dotyczył jednak tenoru 9x12 (w skali dziennej wyniósł on 8pb), co wskazuje, że inwestorzy widzą obecnie większe prawdopodobieństwo spadku stóp niż ich stabilizacji (wbrew temu, co miało miejsce jeszcze tydzień temu).

Notowania WIBOR 3M i 6M w skali tygodnia nieznacznie obniżyły się (1pb), gdy pozostałe stawki 1M, 9M i 12M pozostały stabilne. Perspektywa na nadchodzące dni nie ulega zmianie; spodziewamy się, że stawki WIBOR mogą oscylować wokół bieżących poziomów, z możliwością dalszego stopniowego spadku.

### ... oraz krótki koniec krzywej

Lepsze dane inflacyjne wsparły również krótki koniec krzywej IRS i obligacyjnej. Po publikacji tych danych stawki IRS 1Y i 2Y obniżyły się odpowiednio o 2 i 7pb. Kolejne dni przyniosły dalszy spadek stawek IRS na krótkim końcu, w tym IRS 1Y poniżej 5%. W przypadku pozostałych stawek IRS spadki okazały się zdecydowanie mniejsze.

Wzmocniły się również obligacje, choć skala spadku rentowności obligacji benchmarkowych okazała się niższa. Środek i długi koniec krzywej znalazły się pod presją pogorszenia globalnych nastrojów w wyniku doniesień, że Grecja może z opóźnieniem otrzymać wsparcie finansowe.

Mimo braku wpływu na rynek warto zwrócić uwagę na aukcję obligacji o zmiennym oprocentowaniu. MF utrzymał ofertę na niezmiennym poziomie 1,0-3,0 mld zł. Zgodnie z oczekiwaniami popyt na aukcji był solidny (8,4 mld zł, tj. prawie 3-krotnie wyższy niż maksymalna wartość oferty), co skłoniło MF do zorganizowania aukcji uzupełniającej. W rezultacie na rynku uplasowano obligacje WZ0117 o wartości ok. 3,5 mld zł. To wspiera prognozy MF, że po lutym potrzeby pożyczkowe mogą być sfinansowane w ok. 40%.

### Krajowe dane w cieniu wydarzeń globalnych

Publikowane w tym tygodniu dane makroekonomiczne (sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia) raczej będą miały ograniczony wpływ na zachowania rynków. W centrum uwagi będzie Grecja, tym bardziej, że w poniedziałek będzie obradowała Eurogrupa, która m.in. zajmie się kwestią kolejnego pakietu pomocowego dla Grecji.

Potwierdzenie wcześniejszych doniesień o przesunięciu płatności dla Grecji czy też dalsze odłożenie w czasie decyzji może przyczynić się do ponownego wzrostu awersji do ryzyka, co może spowodować dalszą wyprzedzą na środku i długim końcu krzywej.

W oczekiwaniu na wyniki aukcji LTRO, która zaplanowana jest przez EBC na 29 lutego, nie wykluczamy obniżenia aktywności inwestorów na rynku pod koniec tygodnia.

---

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