

Tygodnik ekonomiczny

27 lutego – 4 marca 2012

Nadzieje na przyznanie Grecji drugiego pakietu pomocowego wspierały ryzykowne aktywa w ostatnich tygodniach. Kiedy ogłoszono decyzję Eurogrupy, reakcja rynku nie była wcale pozytywna, chociażby ze względu na liczne czynniki ryzyka związane z wejściem planu w życie. W efekcie w czasie pierwszych dni minionego tygodnia nastroje na globalnym rynku nie były zbyt dobre. Dodatkowo, opublikowano gorsze od oczekiwań wstępne indeksy PMI dla europejskiego przemysłu, co też wzmocniło awersję do ryzyka. Dopiero lepszy od prognoz odczyt indeksu Ifo przyczynił się do poprawy nastrojów i w konsekwencji pod koniec tygodnia panował umiarkowany optymizm. Dzięki temu, złoty odrobił straty (chwilowo w trakcie tygodnia EURPLN był powyżej 4,20), a euro wyraźnie zyskało w stosunku do dolara (EURUSD przekroczył 1,345). Na krajowym rynku stopy procentowej, nastąpił wzrost stawek, w szczególności na krzywej swapowej (prawie 10 pb. w segmencie 2 lat).

Kluczowym wydarzeniem nowego tygodnia będzie zaplanowana na środę 3-letniej operacji refinansującej EBC. Wśród publikowanych w ostatnich tygodniach ankiet pojawiały się oczekiwania, że popyt na niskooprocentowaną pożyczkę wyniesie nawet 1 bln €. Naszym zdaniem banki zgłoszą zapotrzebowanie na kwotę zbliżoną do tej, jaką otrzymały w grudniu 2011 (ok. 500 mld €), a krótkoterminowy wpływ publikacji wyników LTRO na rynek będzie neutralny. Pod koniec tygodnia inwestorzy mogą zwrócić uwagę na dane z USA, które mogą być istotne dla oczekiwań odnośnie tempa ożywienia za oceanem. Nie sądzimy, aby na krajowym rynku zaszyły przełomowe zmiany w notowaniach złotego i obligacji. Nasze szacunki PKB za IV kw. 2011 wskazują, że roczna dynamika utrzymała się nieco powyżej 4%, ale kolejne kwartały przyniosą jej wyraźny spadek. Oczekujemy spadku krajowego indeksu PMI w lutym.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (27 lutego)							
11:00	PL	Przetarg 52-tyg. bonów skarbowych					
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	I	% m/m	1,0	-	-3,5
WTOREK (28 lutego)							
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	I	% m/m	-0,5	-	3,0
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	XII	% m/m	-0,2	-	-0,7
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	II	pkt	63,1	-	61,1
ŚRODA (29 lutego)							
11:00	EZ	HICP	I	% r/r	2,7	-	2,7
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	II	% r/r	-	-	5,2
14:30	US	Drugi szacunek PKB	IV kw.	% kw/wk	2,8	-	1,8
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
CZWARTEK (1 marca)							
3:30	CN	PMI – przemysł	II	pkt	-	-	48,8
9:00	PL	PMI – przemysł	II	pkt	51,9	51,0	52,2
9:53	DE	PMI – przemysł	II	pkt	50,1	-	51,0
9:58	EZ	PMI – przemysł	II	pkt	49,0	-	48,8
11:00	EZ	Wstępny HICP	II	% r/r	2,6	-	-
14:00	PL	PKB	IV kw.	% r/r	4,1	4,1	4,2
14:00	PL	Spożycie indywidualne	IV kw.	% r/r	2,1	2,0	3,0
14:00	PL	Inwestycje w środki trwałe	IV kw.	% r/r	10,8	10,8	8,5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	398	-	351
14:30	US	Wydatki konsumentów	I	% m/m	0,4	-	0,0
14:30	US	Dochody osobiste	I	% m/m	0,5	-	0,5
14:30	US	Bazowy PCE	I	% m/m	0,2	-	0,2
16:00	US	ISM – przemysł	II	pkt	55,0	-	54,1
PIĄTEK (2 marca)							
11:00	EZ	PPI	I	% r/r	3,5	-	4,3

Źródło: BZ WBK, Reuters, Dow Jones

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

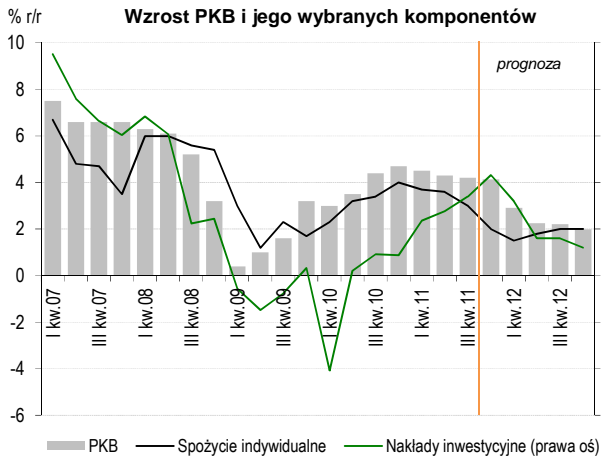
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luźniński Analityk

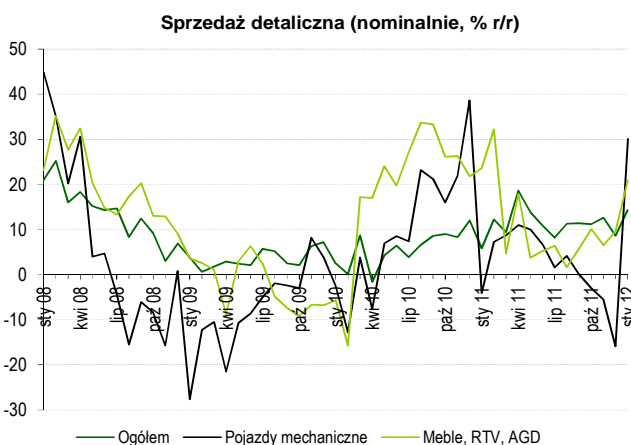
22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – PKB za IV kw. i PMI za luty

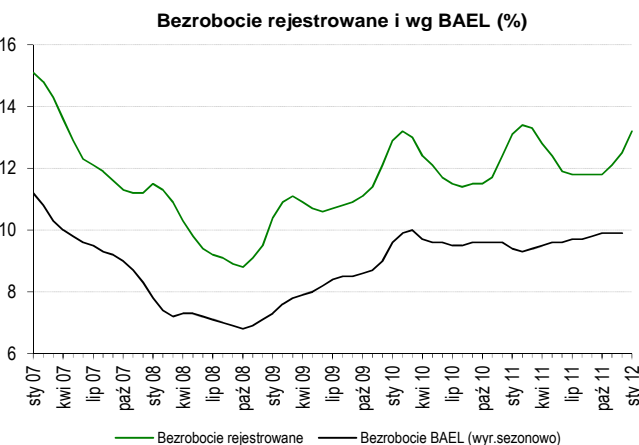


- Wstępne dane o PKB w 2011 (4,3%) wskazują, że w IV kw. ubiegłego roku roczna dynamika wzrostu utrzymała się nieco powyżej 4%. Na ich postawie wnioskujemy również, że spożycie indywidualne wzrosło w IV kw. o 2,0%, a więc wyraźnie mniej niż ponad 3,5% w I i II kw. i 3% w III kw. W trakcie ubiegłego roku ciężar utrzymania solidnego tempa wzrostu PKB przesunął się z konsumpcji na inwestycje. Dynamika tych ostatnich w ciągu roku stopniowo rosła, z niemal 6% na początku roku, do prawie 11% w IV kw. W naszej ocenie w kolejnych kwartałach tempo wzrostu PKB spadnie wyraźnie poniżej 4% - utrzyma się niski wzrost konsumpcji, a spowolnią inwestycje.
- Spodziewamy się, że w lutym indeks PMI dla polskiego przetwórstwa spadł, ale utrzymał się powyżej neutralnej granicy 50 punktów. Prognoza jest wspierana przez spadek analogicznego indeksu dla Niemiec.

Ostatni tydzień w gospodarce – Niska baza podbiła tempo wzrostu sprzedaży detalicznej



- Wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł w styczniu 14,3% r/r (drugi najwyższy wzrost od 3,5 roku), mieszcząc się w przedziale między naszą prognozą (15%), a konsensusem rynkowym (13,3%).
- Zgodnie z oczekiwaniami przyspieszenie tempa wzrostu sprzedaży do dwucyfrowego poziomu wynikało przede wszystkim (podobnie jak jej spowolnienie do 8,6% r/r w grudniu) z efektu silnej zmiany bazy z poprzedniego roku spowodowanej podwyżką VAT od stycznia 2011.
- W związku z tym nie należy tych danych interpretować, jako sygnału ożywienia popytu konsumpcyjnego. Dane za kolejne miesiące pokażą bardziej wiarygodny obraz tego, co dzieje się z popytem konsumentów. Naszym zdaniem nastąpi wyraźne osłabienie dynamiki sprzedaży z powodu pogarszającej się sytuacji na rynku pracy oraz postępującego spowolnienia gospodarczego.



- W styczniu stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła do 13,2% z 12,5% w grudniu, a więc nieco mocniej niż oczekiwania nasze i rynkowe (13,1%).
- Wzrost bezrobocia jest typowy dla tej pory roku i w znacznej mierze wynika z efektów sezonowych. Jednak zarówno stopa bezrobocia, jak i liczba bezrobotnych są wyższe niż w styczniu 2011 (odpowiednio: wzrost o 0,1 pp i o 0,8%), co świadczy o negatywnym trendzie panującym na rynku pracy. Spodziewamy się, że w kolejnych dwóch miesiącach bezrobocie będzie dalej rosło.
- Opublikowany Biuletyn Statystyczny GUS wskazuje, że przyspieszenie płac w styczniu (do 8,1% r/r) było wynikiem przesunięcia wypłat premii przed podwyżką składki rentowej (wchodzącej w życie 1 lutego). Było to odzwierciedlone w znacznym wzroście płac w sektorach, które wypłacają wysokie premie w lutym i marcu (np. górnictwo).

Cytat tygodnia – Widać zmiany w tonie wypowiedzi

Marek Belka, prezes NBP, 20 lutego, portal Obserwator Finansowy (...) nie widać objawów spirali cenowo-płacowej, która zmusiłaby NBP do ostrej reakcji.

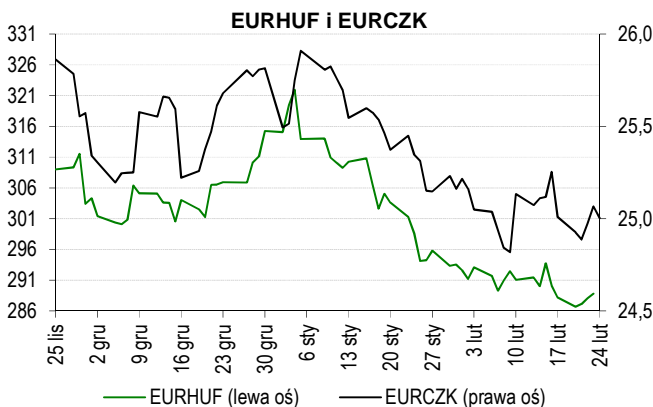
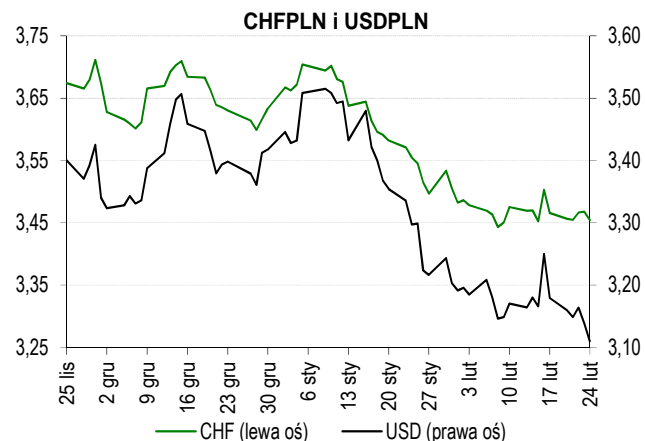
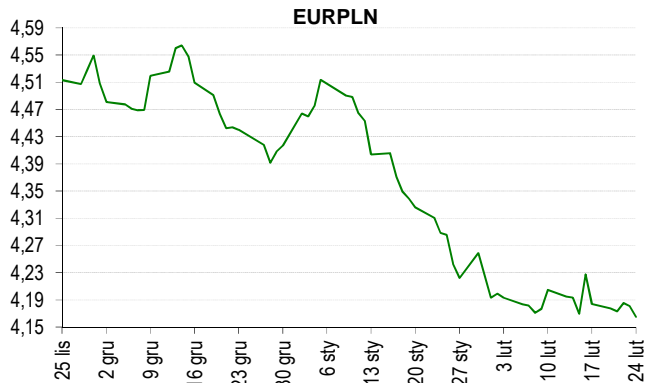
Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 20 lutego, Reuters (...) nie opowiadałbym się za zaostrzeniem polityki monetarnej w I kw. br., raczej za utrzymaniem jej dotychczasowej restrykcyjności.

Jerzy Hausner, członek RPP, 22 lutego, Reuters Dzisiaj bardziej prawdopodobne wydaje się raczej podniesienie niż obniżenie stóp procentowych.

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 21 lutego, Bloomberg Coraz bardziej zasadne staje się pytanie nie czy, tylko kiedy podnieść stopy. (...) Jest coraz bardziej prawdopodobne, że konieczna będzie podwyżka stóp w pierwszej połowie roku.

Ostatnie komentarze pokazały, że dla niektórych członków RPP ważniejsze były dane o inflacji, natomiast dla Bratkowskiego istotniejsze publikacje to te nt. aktywności ekonomicznej. W wypowiedziach Belki i Kaźmierczaka widać pewne złagodzenie tonu, które można zauważyć również w opisie dyskusji na lutym posiedzeniu. Z kolei, Bratkowski jeszcze niedawno uważał, że najbardziej prawdopodobny scenariusz to stopy bez zmian w pierwszej połowie roku. Nasze prognozy wskazują, że kolejne miesiące pokażą, że trwające za granicą spowolnienie zaczyna wywierać negatywną presję na krajową gospodarkę, co wraz ze spadkiem inflacji powstrzyma Radę przed podwyżkami stóp procentowych.

Rynek walutowy – W oczekiwaniu na LTRO

**EURPLN wciąż w trendzie bocznym**

W pierwszych dniach tygodnia złoty osłabiał się w wyniku realizacji zysków, jaka nastąpiła po przyznaniu Grecji pakietu pomocowego. Wkrótce opublikowano gorsze od oczekiwań wstępne PMI dla przemysłu Niemiec oraz strefy euro, co wywarło dodatkową negatywną presję na złotego i pchnęło EURPLN nieco powyżej 4,20. Ruch ten był też wsparty przez deprecjację forinta. Odreagowanie przyszło dzięki publikacji lepszemu od oczekiwań niemieckiego Ifo, który przesłonił słabsze PMI. Dzięki temu, kurs EURPLN na koniec tygodnia spadł do 4,16.

Choć na przestrzeni tygodnia obserwowano całkiem wyraźne wahania, to w szerszym kontekście w notowaniach kursu EURPLN nie zaszły żadne przełomowe zmiany. Od początku miesiąca waha się on w przedziale 4,145-4,24 i kolejne wydarzenia, jakie miały miejsce na globalnym rynku nie zainicjowały kierunkowego ruchu trwającego dłużej niż kilka dni. Na ten tydzień zaplanowana jest druga 3-letnia operacja refinansująca EBC, ale ponieważ oczekujemy na niej popytu zbliżonego do tego z grudnia (szczegóły niżej), to wg nas nie będzie to czynnik, który zmieni sytuację na rynku złotego.

Wynik LTRO raczej neutralny dla EURUSD

Od początku minionego tygodnia zasięg zmian EURUSD zawężał się. Kurs w bardzo ograniczonej skali reagował na wiadomości nt. Grecji czy publikacje danych PMI. Wskazywało to, że może nastąpić wyraźniejszy ruch i tak też się stało. Impulsem do dynamicznej aprecjacji euro był odczyt Ifo i w konsekwencji na koniec tygodnia EURUSD wzrósł w pobliże 1,345.

O ile w ostatnich dniach tygodnia krajowa waluta zdołała tylko odrobić straty do euro, to w rezultacie dynamicznych wzrostów kursu EURUSD w stosunku do dolara zanotowała umocnienie o ok. 2%.

W tym tygodniu rynek będzie wyczekiwał na wyniki 3-letniej operacji refinansującej EBC zaplanowanej na środę. Spodziewamy się, że popyt na niskoprocentowane środki będzie zbliżony do tego zanotowanego w grudniu (niemal 500 mld €), co będzie miało neutralny wpływ na notowania EURUSD. Jeżeli popyt na tani pieniądz będzie większy, to wg nas będzie to miało negatywny wpływ na euro, z kolei ograniczony popyt na euro z EBC będzie w naszej ocenie pozytywnym impulsem dla notowań EURUSD w kontekście pojawiających się oczekiwań, że na rynek mogłoby wpłynąć nawet 1 bln €. Z punktu widzenia analizy technicznej ważne poziomy dla EURUSD to 1,33 i 1,345.

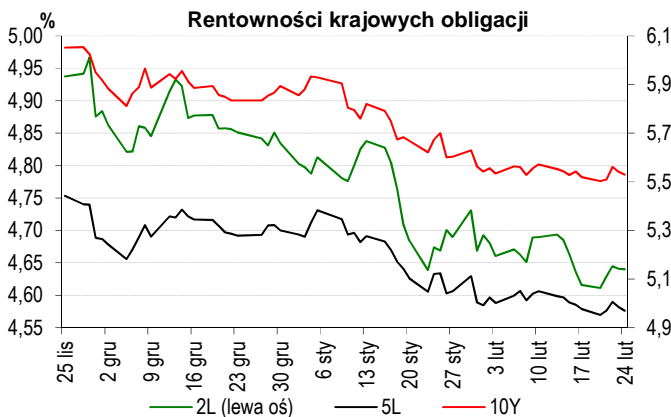
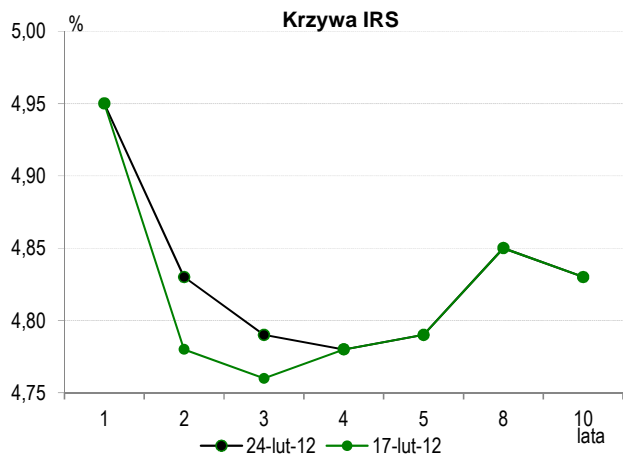
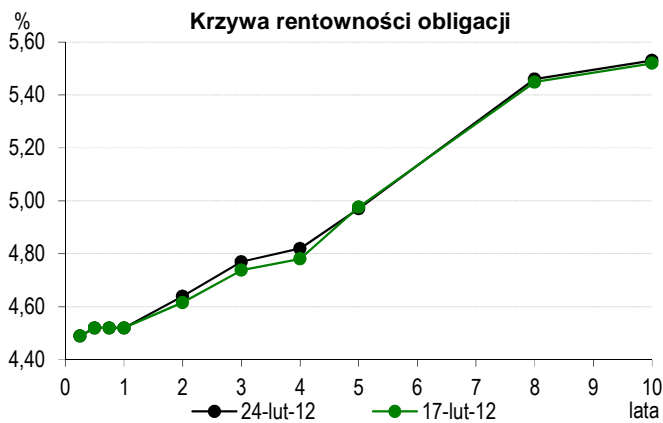
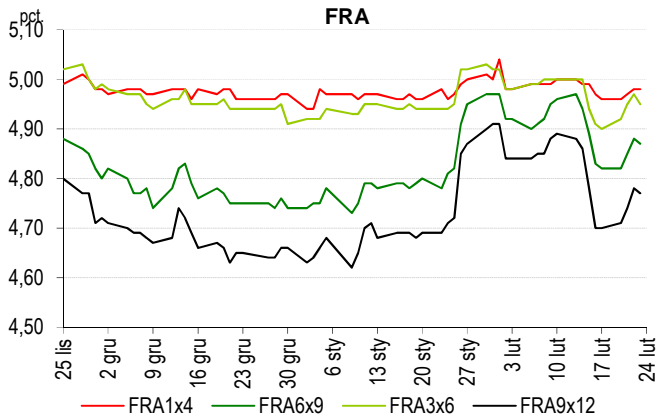
Kurs EURCHF delikatnie opadał na przestrzeni tygodnia, ale dzięki odrobieniu strat złotego do euro, w stosunku do franka krajowa waluta umocniła się o 0,6%.

Ostrzeżenia KE ciężą forintowi

Ostrzeżenia Komisji Europejskiej o możliwym zamrożeniu prawie 500 mln € funduszy spójności przyznanych Węgrom, (bo tamtejszy rząd nie przedstawił wiarygodnych planów na ograniczenie deficytu budżetowego do poniżej 3% PKB w 2012) wywarł negatywną presję na forinta. Zachowanie węgierskiej waluty wpływało na inne waluty w regionie. Forint i korona zdołały odrobić straty dzięki odreagowaniu nastrojów, jaka nastąpiła na koniec tygodnia.

Kursy EURHUF oraz EURCZK wciąż wahają się blisko istotnych wsparć, ale tak jak w przypadku EURPLN wciąż nie pojawił się impuls, który nadałby kierunek notowaniom.

Rynek stopy procentowej – Wzrost stawek, szczególnie IRS



Ograniczony potencjał do spadku FRA

Na rynku pożyczek międzybankowych wciąż utrzymuje się ograniczone zaufanie pomiędzy instytucjami i dlatego przez kolejny tydzień z rzędu WIBOR-y pozostały stabilne na podwyższonym poziomie. Dla rynku, ograniczone zaufanie panujące globalnie wydaje się być ważniejsze od perspektyw krajowej polityki pieniężnej. Być może czynnikiem, który przyczyni się do choćby lekkiego zmniejszenia napięcia będzie środowa operacja LTRO, która przynajmniej w krótkim terminie oddali obawy o stabilność europejskiego systemu bankowego.

Stawki FRA wzrosły na przestrzeni tygodnia, do czego przyczyniło się (tymczasowe) osłabienie złotego i jastrzębie komentarze niektórych członków RPP. Widać, że nawet odejście od wzrostów przez EURPLN nie było w stanie wywołać korekty spadkowej w notowaniach FRA, co wskazuje, że przy obecnej retoryce RPP potencjał do spadku jest ograniczony. Z kolei osłabienie złotego może być dodatkowym czynnikiem wspierającym wzrost FRA.

Wzrost stawek na długim końcu, szczególnie IRS

Miniony tydzień był kolejnym, kiedy na krajowym rynku obligacji panowała niewielka aktywność. Rentowności w znikomej skali reagowały na zmiany nastrojów na globalnych rynkach, co potwierdzało, że po znaczącym spadku rentowności od początku roku, inwestorzy wyczekują na impuls, który spowoduje wzrost zmienności. Nieznacznie większe zmiany zaszły w przypadku krótkoterminowych obligacji, który straciły w wyniku jastrzębich komentarzy członków RPP.

W szerszym kontekście, potencjał do osłabienia obligacji jest ograniczony przez korzystne perspektywy emisji (po lutym Ministerstwo Finansów planuje mieć sfinansowane 40% rocznych potrzeb pożyczkowych) i pozytywna ocena perspektyw krajowej gospodarki przez inwestorów. Duża podaż papierów z początku roku (kiedy MinFin korzystał z dobrych warunków rynkowych) powoduje z kolei, że bez większej oraz dłuższej korekty rentowności w górę, przestrzeń do ich spadku jest niewielka.

Podobnie jak w ostatnich tygodniach, więcej działa się na rynku IRS. Krzywa przesunęła się w górę, co wynikało z jastrzębich komentarzy członków RPP i wzrostu awersji do ryzyka obserwowanej w pierwszych dniach tygodnia. Dla stawki dwuletniej wzrost wyniósł 5 pb. do 4,83% (przez chwilę było to już 4,87%). Dla dłuższych terminów tydzień zakończył się bez zmian (choć w trakcie tygodnia cała krzywa była powyżej 4,80%). Stawka roczna wzrosła na chwilę do niemal 5%. W rezultacie, krótkoterminowy spread asset swap nieco się rozszerzył dla 2 lat (o 3 pb.) i lekko zawęził dla 5 i 10 lat (o odpowiednio 1 pb. i 2 pb.).

Brak przełomu w notowaniach obligacji

Wydarzeniem tego tygodnia, na które będzie wyczekiwał rynek jest operacja LTRO. Spodziewamy się jednak, że jej wynik będzie neutralny dla globalnych nastrojów przez co danym zaplanowanym na kolejne dni tygodnia – przez rynek uważanym raczej za drugorzędne – trudno będzie wywołać bardziej wyrazistą reakcję wśród inwestorów.

Z tego powodu spodziewamy się, że najbliższy tydzień przebiegać będzie według obserwowanego ostatnio scenariusza względnej stabilizacji. Tydzień przed posiedzeniem RPP członków obowiązuje zasada zachowania powściągliwości w głoszeniu swoich poglądów, więc nie należy spodziewać się ich komentarzy do danych o PKB i PMI. Dlatego największy wpływ na rynkowe stopy procentowej mogą mieć notowania złotego.

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