

# Tygodnik ekonomiczny

5 – 11 marca 2012

W pierwszych dniach minionego tygodnia na globalnym rynku panowały raczej słabe nastroje. Inwestorzy byli rozczarowani tym, że na szczycie państw grupy G20 kraje spoza Europy nie zadeklarowały zwiększenia środków MFW, lecz tylko wezwały strefę euro do podjęcia większego wysiłku w celu zapobiegnięcia rozlania się kryzysu zadłużeniowego na inne kraje. W kolejnych dniach rynek coraz większe nadzieje przywiązywał do wyników LTRO. Dane wskazujące, że 800 banków (w grudniu 2011 były to 523 instytucje) pożyczyciło na 3 lata w EBC 529,5 mld € poprawiły nastroje. Dzięki temu na polskim rynku obligacje ze środka i długiego końca krzywej wyraźnie zyskały, a EURPLN spadł do najniższego poziomu od sierpnia 2011. Na koniec tygodnia do lekkiego schłodzenia nastrojów globalnych przyczyniła się informacja, że banki komercyjne złożyły na jednodniowym depozycie w EBC rekordowe 777 mld €.

Najbliższy czwartek jest ostatnim dniem kiedy wierzyciele Grecji mogą zdecydować czy dobrowolnie wziąć udział w redukcji zadłużenia. Z tego powodu na przestrzeni tygodnia mogą się pojawiać informacje dotyczące procenta instytucji zdecydowanych na zamianę obligacji. Niski udział może oznaczać przeprowadzenie przymusowej redukcji zadłużenia, co w konsekwencji może doprowadzić do aktywacji kontraktów CDS. To ile instytucji się zgłosiło ma być znane w piątek. Końcówka tygodnia będzie też interesująca z powodu publikacji danych z USA. Będą one szczególnie ważne w kontekście ostatniego komentarza szefa Fed, który powiedział że sytuacja na rynku pracy poprawia się szybciej niż by to wynikało z tempa wzrostu gospodarczego, co osłabiło oczekiwania inwestorów na kolejną rundę stymulacji gospodarki. W centrum uwagi będą posiedzenia banków centralnych. Powszechnie oczekuje się, że RPP pozostawi stopy NBP na dotychczasowym poziomie. Istotny będzie komunikat, w którym nie spodziewamy się zmiany lekko jastrzębiego wydźwięku, ale zawierał on będzie nową projekcję CPI i PKB. Stopy bez zmian pozostawi też zapewne EBC, który przed ewentualnymi kolejnymi obniżkami będzie chciał ocenić jaki wpływ na rynek finansowy oraz międzybankowy mają przeprowadzone dwie długoterminowe operacje refinansujące. Uważamy, że największy wpływ na krajowy rynek stopy procentowej i złotego będzie miała kwestia redukcji zadłużenia Grecji.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (5 marca)</b>							
9:53	DE	PMI – usługi	II	pkt	52,6	-	53,7
9:58	EZ	PMI – usługi	II	pkt	49,4	-	50,4
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	-1,6	-	1,1
16:00	US	ISM – usługi	II	pkt	56,0	-	56,8
<b>WTOREK (6 marca)</b>							
11:00	EZ	Rewizja PKB	IV kw.	% r/r	-0,3	-	0,7
<b>ŚRODA (7 marca)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		<b>%</b>	<b>4,50</b>	<b>4,50</b>	<b>4,50</b>
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	0,5	-	1,7
14:15	US	Raport ADP	II	tys.	200	-	170
<b>CZWARTEK (8 marca)</b>							
<b>11:00</b>	<b>PL</b>	<b>Aukcja obligacji PS1016 wartych 1,5-3,5 mld zł</b>					
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	1,0	-	-2,9
13:00	GB	Decyzja BoE		%	0,50	-	0,50
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	1,0	1,0	1,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	350	-	351
<b>PIĄTEK (9 marca)</b>							
3:30	CN	CPI	II	% r/r	3,5	-	4,5
3:30	CN	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	12,2	-	12,8
8:00	DE	Eksport	I	% m/m	1,6	-	-4,3
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	II	tys.	210	-	243
14:30	US	Stopa bezrobocia	II	%	8,3	-	8,3
14:30	US	Bilans handlowy	I	mld \$	-49,1	-	-48,8

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

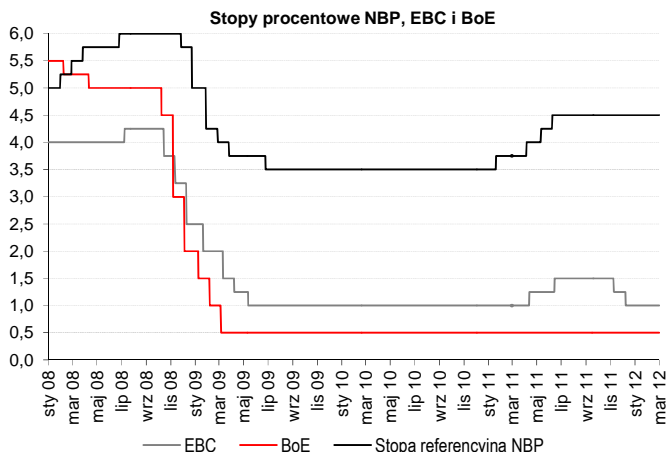
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luźniński** Analityk

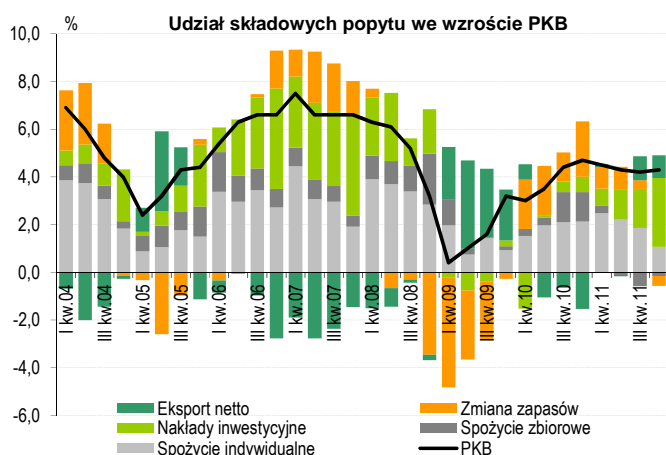
22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Stopy NBP bez zmian, wyniki projekcji w centrum uwagi

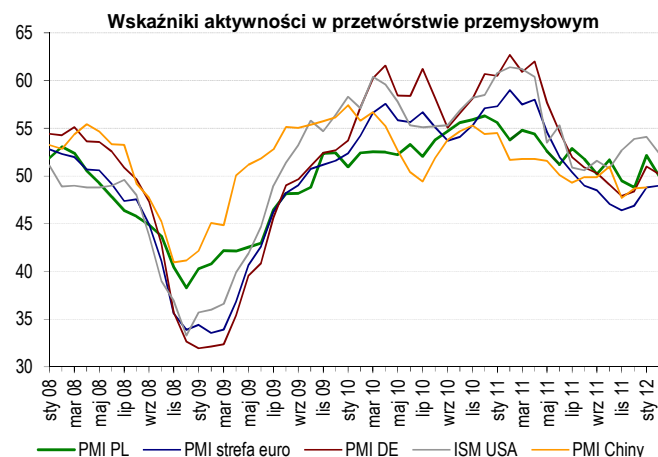


- Wydarzeniem tygodnia na krajowym rynku będzie decyzja RPP. Podobnie jak pozostałe krajowe instytucje ankietowane przez „Parkiet” oczekujemy, że Rada utrzyma stopy NBP na dotychczasowym poziomie. Komentarze jakich od ostatniego posiedzenia udzielili członkowie RPP wskazują na utrzymanie lekko jastrzębiego nastawienia przy podejściu wyczekującym w najbliższych miesiącach.
- Komunikat będzie zawierał wnioski z nowej projekcji NBP. Prezes NBP zasugerował drobną rewizję prognozy PKB w górę, jednak wydaje nam się, że w dół może zostać zrewidowana prognoza konsumpcji prywatnej (poprzednio 2,7% w 2012). W połączeniu z mocniejszym kursem złotego, mogłoby to oznaczać obniżenie projekcji inflacji. Problem jednak w tym, że punkt startowy (CPI 4,6% w IV kw.) jest wyraźnie wyższy. W sumie, w projekcji nie spodziewamy się znaczących zmian.

## Ostatni tydzień w gospodarce – PKB nieco lepszy od prognoz, PMI w dół



- PKB wzrósł w IV kw. o 4,3% r/r, co było nieco powyżej naszej prognozy. Tak jak oczekiwaliśmy, kontynuowane było spowolnienie konsumpcji (w ujęciu ogółem nastąpił spadek do 1,2%, najniższy wzrost od II kw. 2009) oraz przyspieszenie inwestycji (do 10,3% r/r).
- Naszym zdaniem, tendencje obserwowane w popycie konsumpcyjnym będą kontynuowane w 2012 z powodu pogarszającej się sytuacji na rynku pracy. Z kolei niepewność związana z sytuacją w gospodarce ograniczy tempo wzrostu inwestycji. Taka struktura wzrostu nie powinna powodować niepokoju wśród członków RPP.
- Lepsze dane o PKB za IV kwartał w połączeniu z dobrymi danymi publikowanymi na początku roku oznaczają wyższe tempo wzrostu gospodarczego w porównaniu z naszą dotychczasową prognozą (2,7% vs. 2,3%). Wracamy więc do naszej prognozy z listopada.



- PMI dla polskiego przemysłu spadł w lutym do 50 pkt. z 52,2 pkt. zanotowanych w styczniu, nieco mocniej niż się spodziewaliśmy.
- Negatywnie na indeks wpłynęło spowolnienie produkcji (która wzrosła tylko nieznacznie w stosunku do stycznia) oraz spadek zamówień, także tych eksportowych. Część przedsiębiorstw tłumaczyło niższy poziom zamówień niekorzystnymi warunkami atmosferycznymi. Negatywne tendencje w produkcji oraz zamówieniach doprowadziły do redukcji zatrudnienia.
- Kierunek zmiany indeksu był zgodny z tym czego się spodziewaliśmy. Podtrzymujemy prognozę, że kolejne miesiące przyniosą spadek aktywności w przemyśle, choć jeśli dane o produkcji przemysłowej za luty i marzec pokażą niewielkie wyhamowanie, to głębokość spowolnienia może być płytsza niż do tej pory sądziliśmy.

## Cytat tygodnia – Z podwyżkami nie trzeba się spieszyć

### Marek Belka, prezes NBP, 27 lutego, PAP

Uważamy, że w takiej sytuacji jak teraz, kiedy nie możemy powiedzieć nic pewnego o kształtowaniu się koniunktury w najbliższych miesiącach, takie podejście „wait and see” ma sens.

### Jerzy Hausner, członek RPP, 28 lutego, PAP

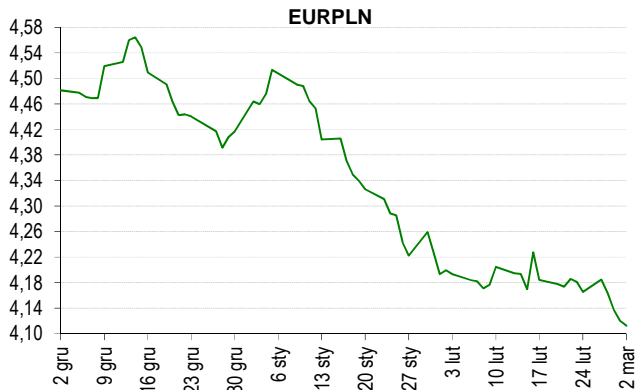
Mam odczucie, że linia polityki pieniężnej i poziom stóp jest prawidłowy, aczkolwiek mamy do czynienia z pewną uporczywością inflacji. Jej przyczyny są zewnętrzne, ale inflacja jest problemem.

### Andrzej Bratkowski, członek RPP, 28 lutego, Reuters

Z pewnością RPP nie ma teraz powodów, aby obniżyć stopy procentowe, i dopóki nie nastąpi jakieś gwałtowne załamanie w UE, to tych powodów nie będzie. Natomiast pytanie, czy stopy podnieść, czy zostawić na niezmiennym poziomie nadal jest otwarte.

W minionym tygodniu członkowie RPP swoimi komentarzami wsparli oczekiwania zakładające stabilne stopy oficjalne w najbliższych miesiącach. Szczególnie interesująca była wypowiedź Andrzeja Bratkowskiego, w kontekście jego poprzednich wypowiedzi. W poprzednim tygodniu powiedział: „pytanie jest nie czy ale kiedy podnosić stopy procentowe”. Jednak teraz ponownie przyznał, że „nie ma potrzeby spieszyć się z podwyżkami”. Naszym zdaniem, zmian stóp (w dół) możliwa jest dopiero po wakacjach, na skutek spowolnienia PKB i obniżenia inflacji.

## Rynek walutowy – Restrukturyzacja długu Grecji w centrum uwagi

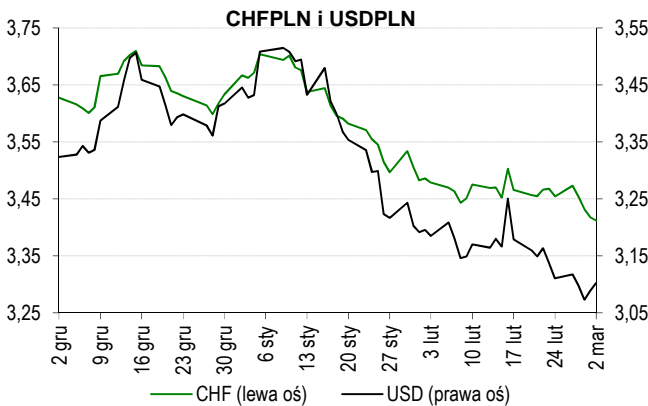


## EURPLN najniżej od sierpnia 2011

Tylko na samym początku tygodnia złoty lekko tracił. Kurs EURPLN wzrósł nieco powyżej 4,19 w wyniku pogorszenia nastrojów na rynku i deprecjacji forinta. W kolejnych dniach dzięki oczekiwaniom rynku na pozytywny wpływ LTRO oraz niezłego nastroju jaki pojawił się po ogłoszeniu wyników operacji refinansującej przebita została strefa wsparcia 4,1463-4,1656, która długo ograniczała potencjał do aprecjacji krajowej waluty. EURPLN spadł do najniższego poziomu od sierpnia 2011 (4,093). Na koniec tygodnia kurs wahał się blisko 4,11. Złoty zakończył tydzień 1,3% zyskiem do euro.

Miniony tydzień potwierdził, że złoty pozostaje odporny na pogorszenie globalnego nastroju. Okresy awersji do ryzyka jakie do tej pory pojawiały się na rynku były zbyt krótkie i zbyt słabe, aby doprowadzić do wyraźniejszej i bardziej trwałej deprecjacji krajowej waluty.

Nadchodzący tydzień – podobnie jak kilka poprzednich – bogaty jest w czynniki ryzyka, które mogą spowodować wyraźniejszy wzrost niepewności na rynku. Szczególnie istotna będzie kwestia redukcji zadłużenia Grecji i to ona zapewne przesądzi o zachowaniu złotego przynajmniej w tym tygodniu. Ważne poziomy dla EURPLN na ten tydzień to 4,10 oraz 4,20. W przypadku przebiccia 4,10, kolejne wsparcie to 4,08.



## Euro pod presją po LTRO

W pierwszych dniach tygodnia kurs EURUSD utrzymywał się blisko lokalnego szczytu, nieco poniżej 1,35. Korzystnie na wspólną walutę działały oczekiwania związane z LTRO. Duży napływ euro na rynek oraz pogorszenie nastrojów na koniec tygodnia spowodowały, że kurs EURUSD zanotował wyraźny spadek do 1,32.

Odwroćenie trendu EURUSD spowodowało, że do dolara złoty stracił w minionym tygodniu 0,6%, podczas gdy były momenty kiedy zyskiwał 1,3%.

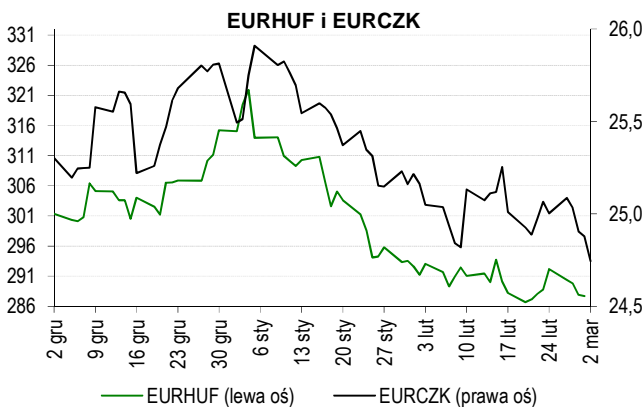
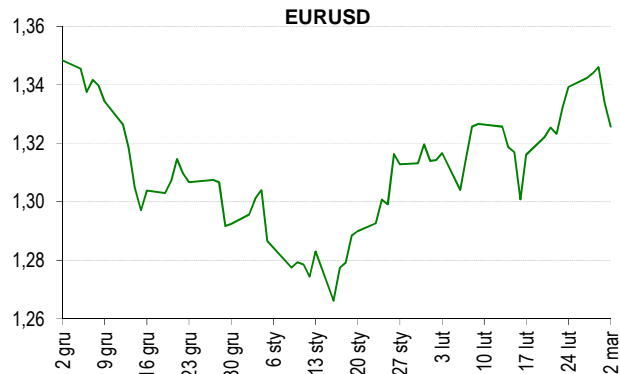
Wydaje się, że największy wpływ na kurs EURUSD w tym tygodniu będzie miała kwestia redukcji zadłużenia Grecji i potencjalne nieoficjalne doniesienia o udziale inwestorów, którzy dobrowolnie zgodzą się na zamianę obligacji. Niski odsetek może oznaczać przeprowadzenie przymusowej redukcji zadłużenia, co w konsekwencji może doprowadzić do aktywacji kontraktów CDS. Miałyby to negatywny wpływ na wycenę euro i spowodowałyby wzrost niepewności na globalnym rynku. Z punktu widzenia analizy technicznej, EURUSD odbił się w minionym tygodniu od oporu na nieco poniżej 1,35 i ten fakt sugeruje, że euro może dalej tracić do dolara.

Kurs EURCHF poruszał się w trendzie bocznym w ciągu minionego tygodnia i umocnienie złotego do franka o 1,4% to wynik spadku EURPLN.

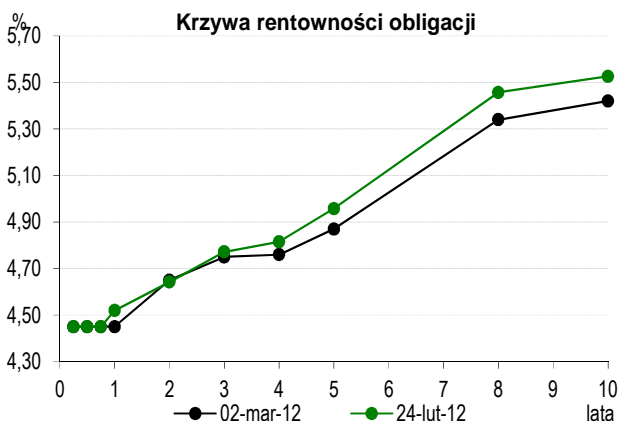
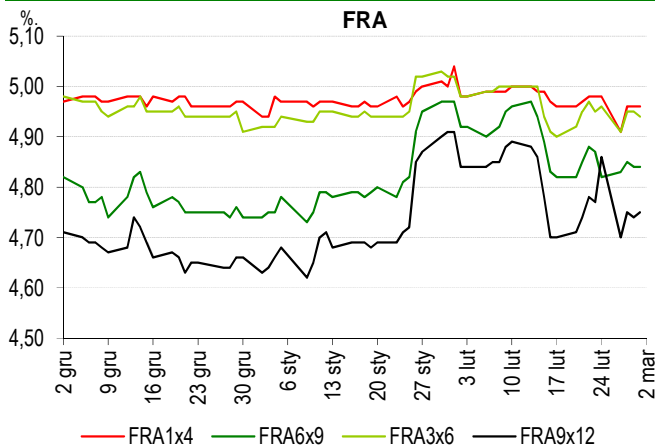
## Moody's sugeruje ryzyko obniżenia ratingu Węgier

Na początku minionego tygodnia forint ponownie znalazł się pod presją. Tym razem było to skutkiem komunikatu agencji Moody's, która powiedziała, że jeżeli KE zamrozi środki z UE dla Węgier, to może mieć negatywny wpływ na rating tego kraju. W kolejnych dniach forint korzystał z dobrego nastroju panującego na rynku i zdołał zniwelować część strat z początku tygodnia.

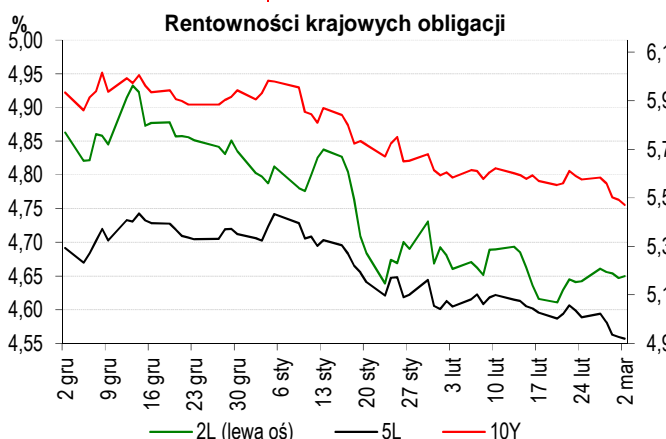
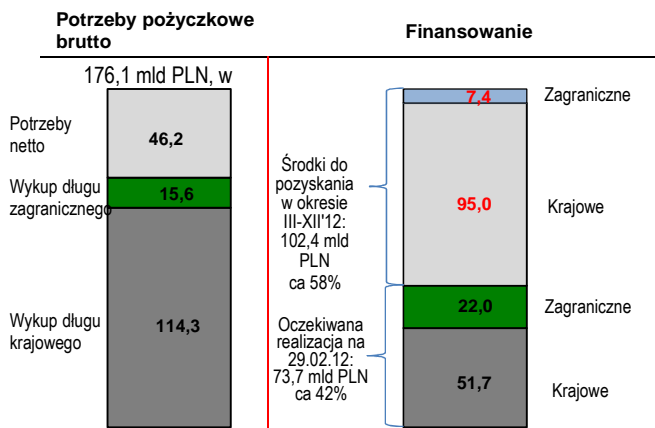
Czeska korona systematycznie zyskiwała na przestrzeni całego tygodnia. Na jej korzyść działało postrzeganie przez inwestorów jako bezpiecznej waluty w regionie CEE.



## Rynek stopy procentowej – Dalsze umocnienie obligacji na środku i długim końcu krzywej



### Finansowanie potrzeb pożyczkowych w 2012 r.



### Stopniowy spadek stawek krótkich

Sytuacja na rynku pieniężnym nie uległa znaczącej zmianie. Miesiąc zakończył się z nadbudowaną rezerwą, co skłoniło bank centralny do zorganizowania dodatkowej 1-dniowej operacji otwartego rynku, w czasie której sektor bankowy ulokował 15 mld zł, a pozostałe wolne środki trafiły na depozyt w NBP. W czasie piątkowej operacji banki zakupiły bony NBP w wysokości 87,3 mld zł, nieco mniej niż w ubiegłym tygodniu.

Miniony tydzień przyniósł spadek stawki WIBOR 3M do 4,96%, gdy stawki o terminie zapadalności 6M, 9M i 1 rok pozostały stabilne na poziomie 4,98%. Odnotowano natomiast dalszy spadek stawki FRA 9x12 (o około 10pb w skali tygodnia) do 4,75%, co sugeruje, że rynek zaczyna wyceniać obniżkę stóp procentowych (o 25pb) w IV kw. br., choć stawki FRA pozostają jednak powyżej poziomów odnotowanych po publikacji styczniowego wskaźnika inflacji, która zaskoczyła rynek in plus.

### Dalsze umocnienie na środku i długim końcu krzywej

Miniony tydzień przyniósł dalsze umocnienie na środku i długim końcu krzywej obligacji (w skali tygodnia zmiana wyniosła około 10pb). Po stronie popytowej stali przede wszystkim krajowi inwestorzy. Wsparciem dla rynku okazała się poprawa globalnych nastrojów przed LTRO. W konsekwencji rentowności obligacji znalazły się poniżej poziomów wsparcia, osiągając na koniec tygodnia rentowności odpowiednio na 4,88% dla 5-latki oraz 5,42% dla 10-letnich obligacji.

Rentowności na krótkim końcu krzywej pozostały relatywnie stabilne, w tym rentowność 2-latki oscylowała wokół 4,65%. Pewne zamieszanie na rynku ponownie wprowadziła informacja, że w marcu nie odbędzie się aukcja zamiany, co skłoniło inwestorów do wyprzedzenia papierów o terminie zapadalności do 2 lat.

Od strony podaży informacje napływające na rynek są wciąż wspierające dla obligacji. Resort poinformował, że po lutym sfinansowano około 42% tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Co więcej, jeśli pozwolą na to warunki rynkowe, to na koniec marca i kwietnia tempo finansowania potrzeb pożyczkowych będzie wyższe od średniego poziomu, a po kwietniu należy spodziewać się znaczącego ograniczenia podaży SPW.

### Posiedzenie RPP i aukcja PS1016 w centrum uwagi

W tym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na środowowej decyzji RPP, choć ważniejszy będzie komunikat wraz z informacjami odnośnie nowej projekcji inflacyjnej i PKB. Oczekujemy, że Rada utrzyma stopy na niezmiennym poziomie (taki jest również konsensus), a nowa projekcja inflacji nie będzie znacząco różniła się od listopadowej. Utrzymanie „jastrzębiej retoryki” może negatywnie oddziaływać na krótki koniec krzywej.

O nastrojach rynkowych mogą zadecydować wyniki czwartkowej aukcji 5Y benchmarku PS1016. Wartość oferty planowana jest na 1,5-3,5 mld zł. Warto zauważyć, że w ostatnim okresie to właśnie 5-letni sektor najwięcej zyskał na wartości, a pojawienie się tych papierów w ofercie to odpowiedź MF na zgłaszany przez inwestorów popyt. Czynniki rynkowe są wciąż sprzyjające dla rynku długu, dlatego też nie widzimy większych problemów dla uplasowania tej oferty.

Środek i długi koniec krzywej będą pod wpływem czynników zewnętrznych – w centrum uwagi znajdzie się redukcja zadłużenia Grecji. Od powodzenie tego procesu będzie zależał nastrój inwestorów w najbliższych dniach.

---

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