

Tygodnik ekonomiczny

12 – 18 marca 2012

Od samego początku minionego tygodnia na globalnym rynku dominowała awersja do ryzyka. Popyt na bezpieczne aktywa wspierały prognozy chińskiego rządu wskazujące, że w 2012 tamtejsza gospodarka wzrośnie w najwolniejszym tempie od 8 lat. Dodatkowo, rozczarował PMI dla usług w strefie euro i stopniowo narastały obawy o to czy uda się spokojnie przeprowadzić restrukturyzację długu Grecji. W tych warunkach złoty tracił na wartości, pod lekką presją znalazły się też krajowe obligacje. Punktem zwrotnym była publikacja raportu ADP, który pozytywnie zaskoczył. Na rynku zaczęły dominować też nadzieje, że redukcja długu Grecji odbędzie się bez zakłóceń. Dzięki temu i spełnieniu oczekiwań inwestorów związanych z Grecją złoty i polski dług z nawiązką odrobiły straty (kurs EURPLN spadł na chwilę poniżej 4,09). Lepsze od oczekiwań miesięczne dane z rynku pracy USA zostały natomiast zinterpretowane raczej jako mniejsze szanse na QE3, niż pozytywna oznaka dalszej poprawy koniunktury.

Wydaje się, że sprawa Grecji będzie w tym tygodniu mniej absorbować uwagę rynku i inwestorzy skupią się raczej na wydarzeniach rozgrywających się za oceanem. Szczególnie istotne może być posiedzenie Fed i to czy zasugerowane zostaną szanse na kolejną rundę pieniężnej stymulacji gospodarki. Ważne będą też dane makro, szczególnie te podane na koniec tygodnia. Istnieje pewne ryzyko, że w wyniku uspokojenia sytuacji w Grecji rynek zwróci uwagę na inne kraje z peryferii strefy euro (np. Portugalię), ale nie spodziewamy się, aby miałyby to się stać już w tym tygodniu. Sporo ważnych publikacji będzie też miało miejsce w kraju. Już w poniedziałek poznamy szczegóły najnowszego *Raportu o Inflacji*. Z krajowych danych na uwagę zwraca publikacja lutowej inflacji (w przypadku której przedział prognoz rynkowych jest bardzo szeroki) i płac (szczególnie ważne z punktu widzenia krajowej polityki pieniężnej). Publikacje te mogą więc mieć wpływ na rynek stopy procentowej. Krajowa waluta pozostanie głównie pod wpływem wydarzeń zagranicznych.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (12 marca)							
9:00	PL	Publikacja <i>Raportu o Inflacji</i>					
WTOREK (13 marca)							
10:00	DE	Indeks ZEW	III	pkt	9,5	-	5,4
14:00	PL	CPI	II	% r/r	4,1	4,2	4,1
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	I	mld €	-1024	-1037	-1337
14:00	PL	Eksport	I	mld €	11 070	11 052	10 596
14:00	PL	Import	I	mld €	11 417	11 502	11 672
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	II	% m/m	0,6	-	0,7
19:15	US	Decyzja Fed		%	0,0-0,25	-	0,0-0,25
ŚRODA (14 marca)							
11:00	PL	Aukcja obligacji OK0114 (oferta: 1,5-3,5 mld zł)					
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	0,4	-	-1,1
11:00	EZ	HICP	II	% r/r	2,7	-	2,7
14:00	PL	Podaż pieniądza	II	% r/r	13,5	14,0	13,7
14:30	US	Ceny importu	II	% m/m	0,4	-	0,3
CZWARTEK (15 marca)							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	362
14:30	US	Indeks NY Fed	III	pkt	20,0	-	19,53
16:00	US	Indeks Philly Fed	III	pkt	12,0	-	10,2
PIĄTEK (16 marca)							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	II	% r/r	5,6	3,5	8,1
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	II	% r/r	0,7	0,6	0,9
14:30	US	Bazowy CPI	II	% m/m	0,2	-	0,2
15:15	US	Produkcja przemysłowa	II	% m/m	0,3	-	0,0
15:55	US	Wstępny indeks Michgan	III	pkt	-	-	75,3

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

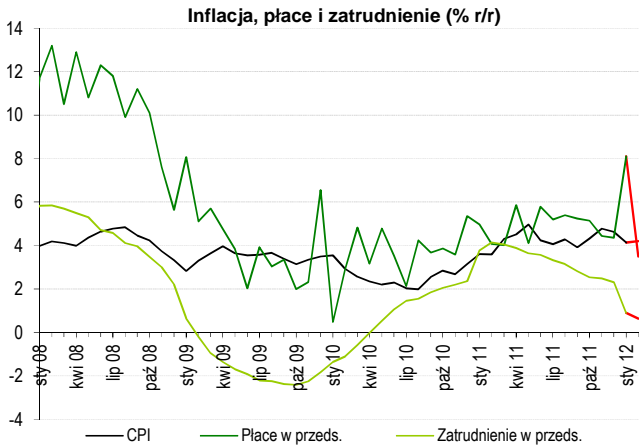
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

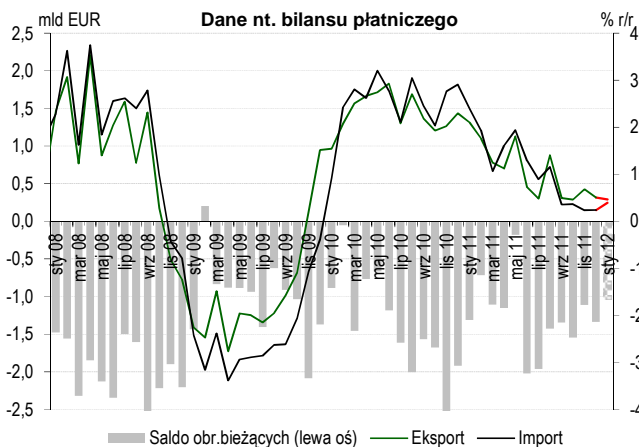
Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Stabilizacja inflacji, „normalizacja” płac



- Spodziewamy się nieznacznego wzrostu rocznego CPI. Tak jak w styczniu, uwagę zwraca bardzo duży rozstrzał prognoz (3,8%-4,3%, wg ankiety *Parkietu*). Wynika to z niepewności odnośnie nowych wag, które powodują, że inflacja styczniowa może być zrewidowana (wg nas ten efekt nie będzie duży).
- Jeszcze większy rozstrzał jest w przypadku prognoz płac (1,5%-8,2%), co jest zapewne wynikiem styczniowej niespodzianki w postaci wzrostu o 8,1% r/r. Tak jak RPP, uważamy, że stał za tym jednorazowy czynnik.
- Oczekujemy, że w lutym w dalszym ciągu pogorszeniu ulegała sytuacja na rynku pracy. Dane GUS pokażą wg nas, że roczne tempo wzrostu zatrudnienia było w lutym najniższe od maja 2010.
- Ogólny wydzźwięk danych będzie wg nas neutralny dla perspektyw polityki pieniężnej.



- Naszym zdaniem w styczniu nastąpiła poprawa salda wymiany handlowej, co miało największy wpływ na spadek deficytu obrotów bieżących.
- Nieznaczne obniżenie rocznej dynamiki eksportu było wynikiem utrzymywania się relatywnie słabej aktywności gospodarczej za granicą. Pozytywnie na zakupy towarów z zagranicy wpływało utrzymywanie się wciąż stosunkowo wysokiego tempa wzrostu produkcji przemysłowej w styczniu (9% r/r).
- Nadal uważamy, że w całym 2012 eksport netto będzie miał dodatni wpływ na dynamikę PKB. Lepszy od naszych wcześniejszych prognoz początek roku w przemyśle (i w rezultacie zaznaczona tydzień temu rewizja tempa wzrostu PKB w 2012) oznacza, że wkład ten będzie mniej istotny niż się do tej pory spodziewaliśmy.

Ostatni tydzień w gospodarce – Stopy bez zmian, ale ton komunikatu ostrzejszy

Projekcje NBP kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB			
	Mar 11	Lip 11	Lis 11	Mar 12
2012	2,3-4,8	1,9-4,5	2,0-4,1	2,2-3,8
2013	1,7-4,4	1,5-4,3	1,5-4,0	1,1-3,5
2014	x	x	x	1,9-4,4
	Inflacja CPI			
	Mar 11	Lip 11	Lis 11	Mar 12
2012	2,2-3,4	2,1-3,4	2,5-3,9	3,6-4,5
2013	2,1-3,7	1,8-3,4	2,2-3,7	2,2-3,6
2014	x	x	x	1,2-3,0

- RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami.
- Wyniki nowych projekcji NBP, które wg wcześniejszych wypowiedzi niektórych członków RPP miały być ważnym czynnikiem dla polityki pieniężnej, wskazują na poprawę średnioterminowych perspektyw inflacji oraz pogorszenie prognoz wzrostu w porównaniu z listopadowym raportem. Tymczasem, treść komunikatu Rady wskazuje raczej na zaostrożenie, a nie złagodzenie jego tonu.
- Wg nas RPP w najbliższych miesiącach pozostanie w fazie oczekiwania, obserwując kolejne publikacje danych i ich wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego i CPI. Przewidywany przez nas spadek inflacji i potwierdzenie wyraźnego hamowania wzrostu gospodarczego powinny wpłynąć na złagodzenie retoryki RPP w dalszej części roku. Nadal uważamy, że w drugim półroczu możliwe jest lekkie złagodzenie polityki pieniężnej.

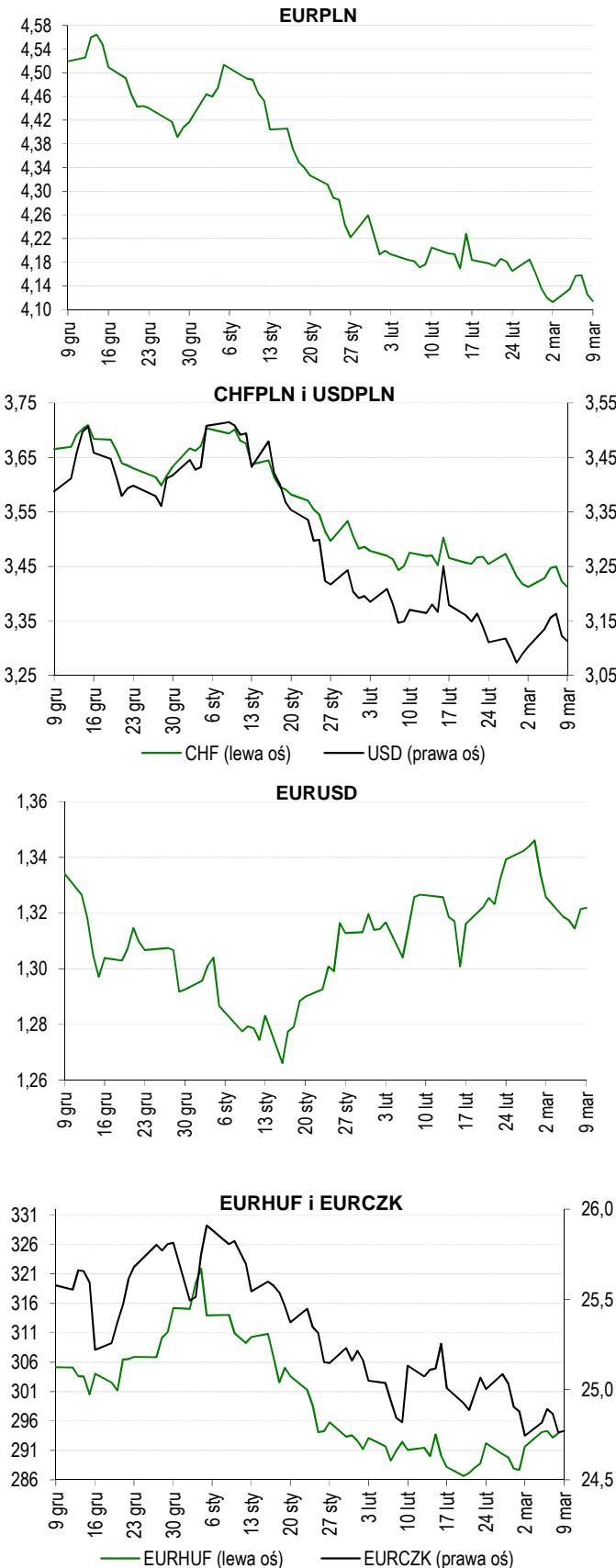
Cytat tygodnia – Płace będą moderować skłonność do podnoszenia stóp

Marek Belka, prezes NBP, konferencja prasowa, 7 marca, PAP, Reuters
Będziemy ciekawi, jak dynamika płac ukształtowała się w lutym, i to nam dużo powie czy mamy do czynienia z przyspieszeniem płac, czy nie. IV kw. był pod tym względem spokojny. (...) Niższa dynamika płacowa jest czynnikiem, która będzie moderować naszą skłonność do podnoszenia stóp.

Chciałbym podkreślić, że te dane, które napłynęły ze stycznia nie zmieniają zasadniczej tendencji, czyli powolnego, spodziewanego spowolnienia aktywności w Polsce i spowolnienia inflacji, zbyt powolnego.
Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, konferencja prasowa, 7 marca, PAP
Im wyższa inflacja, tym prawdopodobieństwo efektów drugiej rundy większe. (...) Mocno dyskutowaliśmy wątek efektów drugiej rundy.

W czasie konferencji prasowej kwestia dynamiki wzrostu płac pojawiła się kilkakrotnie w wypowiedziach prezesa Belki oraz członka Andrzeja Kaźmierczaka jako istotny argument z punktu widzenia Rady. Kaźmierczak powiedział w trakcie konferencji też, że powodem zmiany w końcowym fragmencie komunikatu było m.in. wskazanie projekcji, wg której CPI może być blisko 4% w III kw. br. Nasze prognozy wskazują, że tak faktycznie może być. Oczekujemy jednak, że wcześniej (w II kw.) CPI spadnie do 3,5% i odbicie do ok. 4,0% będzie się już odbywać w warunkach słabego wzrostu gospodarczego i takie okoliczności powstrzymają RPP przed podwyższaniem stóp procentowych i stworzą wręcz przestrzeń do lekkiego rozluźnienia polityki.

Rynek walutowy – W oczekiwaniu na komunikat Fed

**EURPLN na chwilę poniżej 4,09**

Na początku minionego tygodnia kurs EURPLN wahał się blisko 4,10. Gwałtowny wzrost awersji do ryzyka i odwrót inwestorów od ryzykownych aktywów zainicjował wyraźne osłabienie złotego i w konsekwencji kurs EURPLN wzrósł do 4,18. Równie szybko co deprecjacja, w kolejnych dniach postępowało odrabianie strat przez krajową walutę. Dzięki odciążeniu nastrojów, kurs EURPLN ponownie spadł do ok. 4,093, a więc minimum z początku miesiąca. Lepsze od oczekiwań dane z rynku pracy w USA pchnęły EURPLN jeszcze niżej i w efekcie kurs znalazł się poniżej 4,09.

W tym tygodniu uwaga rynku skupi się zapewne głównie na komunikacie z posiedzenia Fed. Od tego jak zostanie on zinterpretowany przez inwestorów pod kątem szans na trzecią rundę stymulacji amerykańskiej gospodarki mogą zależeć globalne nastroje i skłonność do angażowania się w ryzykowne aktywa. Istnieje pewne ryzyko, że w wyniku uspokojenia sytuacji w Grecji rynek zwróci uwagę na inne kraje z peryferii strefy euro (np. Portugalie), ale nie oczekujemy, aby miały to się stać już w tym tygodniu. Istotne poziomy dla EURPLN na ten tydzień to wsparcie na 4,08-4,09 i opór na 4,15.

Dynamiczne wahania EURUSD

Utrzymująca się w pierwszych dniach tygodnia wysoka awersja do ryzyka wywierała negatywną presję na wspólną walutę. EURUSD utrzymywał się w trendzie spadkowym trwającym od przełomu lutego i marca i w efekcie znalazł się na chwilę nieco poniżej 1,31. Dane z USA i odrodzenie nadziei na spokojny przebieg restrukturyzacji długu Grecji przyczyniły się do dynamicznego wzrostu kursu do niemal 1,33. Lepsze od oczekiwań dane z rynku pracy USA miały korzystny wpływ na dolara. Ograniczenie nadziei na kolejną rundę stymulacji gospodarki USA przez Fed pchnęło kurs dynamicznie w dół do 1,313.

Spore wahania kursów EURUSD i EURPLN powodowały wyraźne zmiany USDPLN. Po osłabieniu złotego o 8 groszy do dolara na początku tygodnia, w kolejnych dwóch dniach nastąpił spadek USDPLN z 3,18 do 3,08.

W tym tygodniu największy wpływ na notowania będzie miał komunikat z posiedzenia Fed. W ostatnich tygodniach zarówno słowa Bernanke jak oraz dane z USA ograniczyły oczekiwania rynku na kolejną rundę stymulacji gospodarki USA. Ważne poziomy dla EURUSD to 1,31 i 1,33.

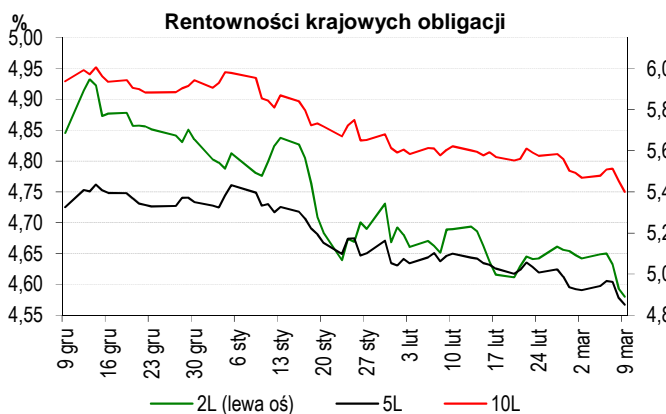
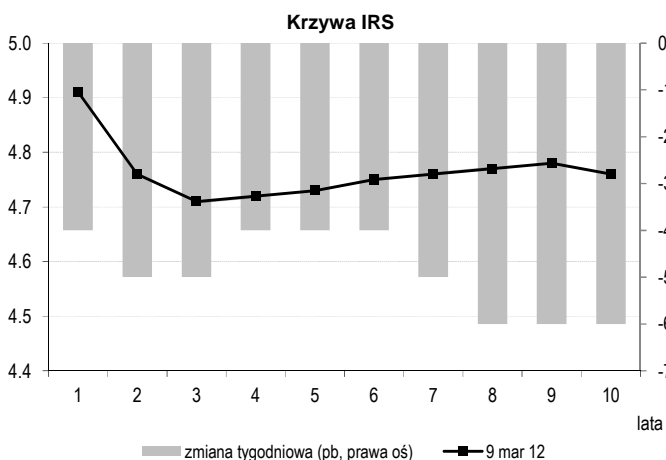
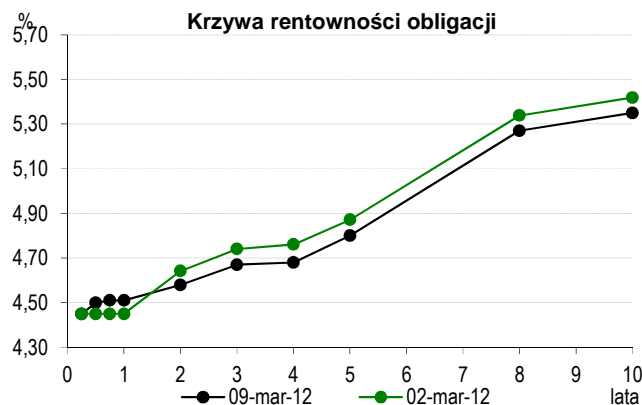
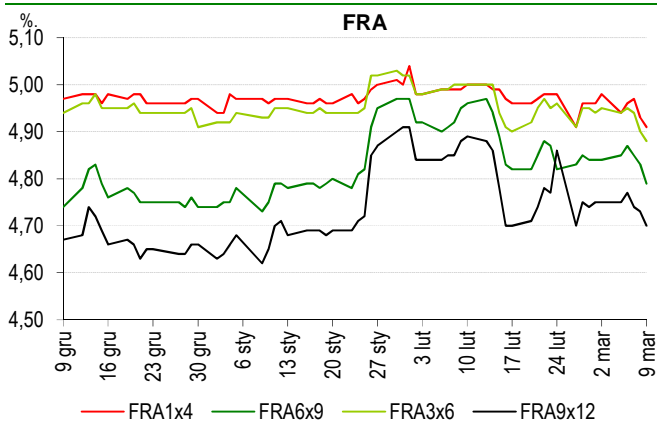
Kurs EURCHF wciąż oscyluje w okolicy 1,205 i nie widać reakcji na zmiany globalnego nastroju. Wygląda na to, że obecnie polityka SNB jest tym, co ma największy wpływ na notowania euro do franka. Notowania kursu CHFPLN były w minionym tygodniu pochodną zmian EURPLN.

Forint najślabszy w regionie

Forint był w minionym tygodniu najślabszą walutą regionu CEE. Poza awersją do ryzyka z początku tygodnia presję na węgierską walutę wywierały przedłużające się rozmowy tamtejszego rządu z KE ws. dostosowania kontrowersyjnych przepisów do wymagań europejskich. Wynik tych rozmów zdecyduje czy Węgry otrzymają pożyczkę. Na przestrzeni tygodnia forint stracił do euro 1,6%.

Notowania czeskiej korony przebiegały podobnie do tego co obserwowane było na krajowym rynku. Po osłabieniu na początku tygodnia, w kolejnych dniach EURCZK spadał i w tygodniowym rozrachunku nie zanotował dużych zmian.

Rynek stopy procentowej – Znaczący spadek rentowności obligacji



Stawki WIBOR i FRA stopniowo w dół

Miniony tydzień przyniósł dalszy spadek stawek WIBOR i FRA. Zmiana stawek WIBOR, tak jak w poprzednim tygodniu, wyniosła 1-2pb. Natomiast spadek stawek FRA, po wtorkowej realizacji zysków, nieznacznie przyspieszył w kolejnych dniach. Na koniec tygodnia stawki FRA 1x4, 3x6 i 6x9 znalazły się poniżej poziomów odnotowanych po publikacji styczniowego CPI. Natomiast FRA 9x12 było notowane na 4,71% (wciąż nieco wyżej niż po danych inflacyjnych). W skali tygodnia spadek stawek FRA wyniósł 4-7 pb.

Rentowności obligacji i stawki IRS ponownie w dół

Początek tygodnia przyniósł pogorszenie nastrojów i wyprzedzą na rynku długu, która skumulowała się na wtorkowej sesji. Brak większych zmian w retoryce RPP i marcowej projekcji w połączeniu ze wzrostem optymizmu na rynkach odnośnie restrukturyzacji długu Grecji dało impuls do spadku rentowności wzdłuż krzywej. Wsparciem okazały się również wyniki aukcji PS1016. Koniec tygodnia zamknął się z rentownościami odpowiednio na poziomie 4,54% dla 2 lat (najniżej od października 2011), 4,77% dla 5 lat (najniżej od początku 2009) i 5,34% dla 10 lat (najniżej od października 2010).

MF uplasował na rynku ok. 4,1 mld zł (więcej niż planowano) ze średnią rentownością poniżej poziomu z rynku wtórnego, tj. 4,837% (najniżej od 6 lat). W komentarzu do aukcji P. Marczak z Ministerstwa Finansów powiedział, że „przetarg odbył się ze znacznym udziałem inwestorów zagranicznych”.

W przypadku stawek IRS, po krótkotrwałym wzroście, rynek w piątek zamknął się stawkami IRS 1 rok na 4,92%, 2 lata: 4,77%, 5 lat: 4,73 oraz 10 lat na 4,78%. W skali tygodnia krzywa IRS obniżyła się o 3-4 pb.

Uwaga na krajowe dane i aukcję OK0114

Przed nami interesujący tydzień: publikacja „Raportu o inflacji”, dane makroekonomiczne i aukcja 2-letniego benchmarku OK0114 (14.03).

Marcowy „Raport o inflacji” przybliży szczegóły nowej projekcji. Niemniej jego wpływ na rynek będzie neutralny. Uwaga inwestorów będzie skierowana na wtorkową publikację CPI. GUS opublikuje lutowy wskaźnik inflacji, nowy koszyk inflacyjny oraz skorygowane dane za styczeń. Sądzymy, że zmiana koszyka nie wpłynie znacząco na styczniową inflację, a w lutym ceny konsumentów wzrosną o 4,2%/r (nieco więcej niż konsensus). Jeśli nasz scenariusz się zmaterializuje to może być to impuls do realizacji zysków (głównie na krótkim końcu krzywej), po ostatnim dość znaczącym umocnieniu.

Czynnikiem istotnym dla rynku obligacji będzie również aukcja 2-letniego benchmarku OK0114. Planowana wartość oferty to 1,5-3,5 mld zł, szczegóły będą znane w poniedziałek. Na wyniki aukcji może mieć wpływ wtorkowy odczyt inflacji. Ewentualny wzrost rentowności po danych inflacyjnych zwiększy atrakcyjność oferty, niemniej i tak oczekujemy solidnego popytu na aukcji.

Dla krótkiego końca krzywej istotne mogą być również dane z rynku pracy, w szczególności dane o płacach w sektorze przedsiębiorstw. Wyższy od naszych prognoz wzrost może negatywnie odbić się na rentownościach.

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