

# Tygodnik ekonomiczny

19 – 25 marca 2012

Tak jak sugerowaliśmy przed tygodniem, w ostatnich dniach sprawa Grecji nie absorbowała już uwagi inwestorów, a rynek skoncentrował się na wydarzeniach mających miejsce za oceanem. Początek minionego tygodnia przebiegał w mieszanych nastrojach. Rynek najpierw źle odebrał zapowiedź Hiszpanii, że ta nie zdoła w tym roku obniżyć deficytu budżetowego zgodnie z planem, by po publikacji danych z Niemiec (ZEW) oraz USA (sprzedaż detaliczna) odreagować wcześniejsze pogorszenie nastrojów. Dopiero pozytywna ocena perspektyw amerykańskiej gospodarki przedstawiona w komunikacie Fed oraz jednocześnie pozostawienie otwartej drogi do dalszej stymulacji spowodowało wyraźniejszą poprawę globalnych nastrojów. Złoty nie od razu skorzystał ze wzrostu apetytu na ryzyko. Ciężko mu bowiem dużo gorsze od oczekiwań dane o bilansie płatniczym i w konsekwencji EURPLN wzrósł chwilowo powyżej 4,16. Deprecjacja krajowej waluty spowodowała także wyprzedzących polskich obligacji. Dopiero kolejne dane z USA wsparły złotego i pomogły odrobić część strat rynkowi długu.

Zaakceptowanie w minionym tygodniu przez państwa strefy euro drugiego pakietu pomocowego dla Grecji i udana zamiana obligacji oznacza, że nie powinno być przeszkód w wykupieniu przez ten kraj niewielkiej kwoty zapadających we wtorek papierów. Ciekawie zapowiada się natomiast czwartek, kiedy poznamy wstępne marcowe indeksy PMI dla przemysłu strefy euro i Niemiec. W ostatnich dniach ocena przez rynek perspektyw dla globalnej gospodarki była dość zmienna oraz niejednoznaczna (niższy plan wzrostu PKB Chin, optymistyczny pogląd na rozwój sytuacji w USA) i w tym kontekście odczyty indeksów aktywności gospodarczej mogą dostarczyć inwestorom nowych informacji w tej kwestii. Ważne będą też dane z amerykańskiego rynku nieruchomości, który – jak zaznaczono w ostatnim komunikacie Fed – nadal pozostaje w recesji. Spodziewamy się, że krajowe dane potwierdzą utrzymanie się pozytywnych tendencji w przemyśle, ale pozostaną w cieniu globalnych wydarzeń. Nie oczekujemy, by złoty zanotował umocnienie w tym tygodniu, kurs EURPLN pozostanie wg nas powyżej 4,11, a kontynuacja trendu spadkowego EURUSD przyczyni się do dalszej deprecjacji krajowej waluty w stosunku do dolara. Wysokie obroty towarzyszące osłabieniu polskich obligacji sugerują, że potencjał do umocnienia na tym rynku jest również ograniczony.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (19 marca)</b>							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	8,8	8,8	9,0
14:00	PL	Produkcja budowlana	II	% r/r	23,2	17,3	32,2
14:00	PL	PPI	II	% r/r	6,5	5,9	8,0
<b>WTOREK (20 marca)</b>							
13:30	US	Rozpoczęte budowy domów	II	tys.	695	-	699
13:30	US	Pozwolenia na budowę domów	II	tys.	695	-	682
14:00	PL	Inflacja bazowa	II	% r/r	2,7	2,8*	3,1
<b>ŚRODA (21 marca)</b>							
11:00	PL	Aukcja obligacji DS1021/WS0429					
15:00	US	Sprzedaż domów	II	mln	4,61	-	4,57
<b>CZWARTEK (22 marca)</b>							
3:30	CN	Wstępny PMI – przemysł	III	pkt	-	-	49,6
9:28	DE	Wstępny PMI – przemysł	III	pkt	51,0	-	50,2
9:58	EZ	Wstępny PMI – przemysł	III	pkt	49,5	-	49,0
11:00	EZ	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	-2,0	-	1,9
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	351	-	351
14:00	PL	Minutes RPP					
15:00	US	Wskaźniki wyprzedzające	II	% m/m	0,4	-	0,4
16:00	EZ	Indeks nastrojów konsumentów	III	pkt	-	-	-20,2
<b>PIĄTEK (23 marca)</b>							
15:00	US	Sprzedaż nowych domów	II	tys.	327	-	321

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet \*szacunek po danych o CPI

**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

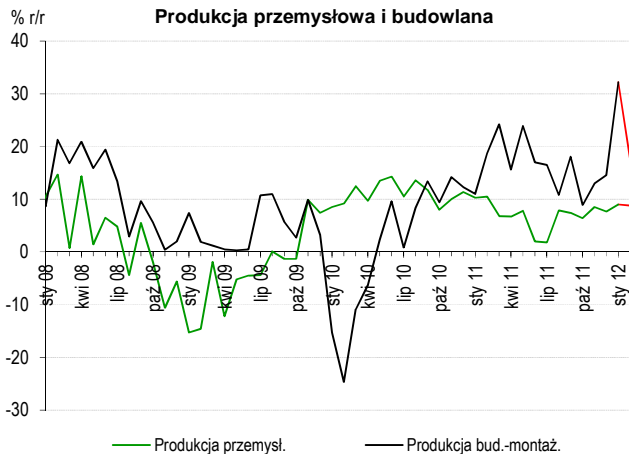
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luziński** Analityk

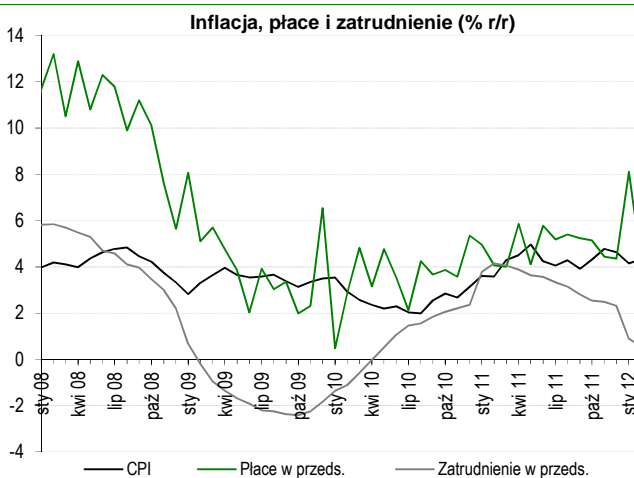
22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Wciąż niezły wzrost w przemyśle, niższa inflacja bazowa i PPI

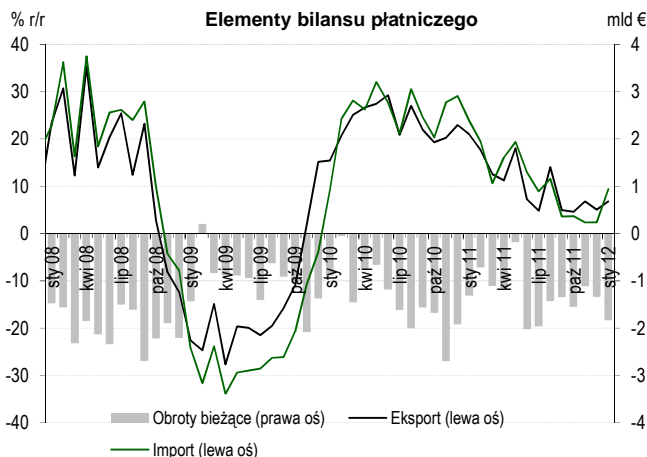


- Dynamika produkcji w przemyśle i budownictwie w lutym ponownie była pod wpływem większej niż przed rokiem liczby dni roboczych. Znacznie mniej sprzyjające były jednak warunki atmosferyczne, które zapewne mocno pogorszyły wyniki budownictwa, a częściowo mogły też dotknąć przemysł (zakłócenia w dostawach). Spodziewamy się, że dynamika produkcji przemysłowej w lutym nieznacznie się obniżyła, a w przypadku produkcji budowlano-montażowej nastąpiło mocne wyhamowanie.
- Inflacja bazowa zanotowała wg naszych szacunków wyraźny spadek w styczniu i lekkie odbicie w górę w lutym (pozostając jednak poniżej poziomu z grudnia). Dość wyraźne obniżenie tempa wzrostu przewidujemy w przypadku PPI, głównie w związku z wpływem umocnienia złotego na bezpośrednio na ceny eksportu, a także na koszty surowców i produkcji.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja wyższa od prognoz, ale rynek pracy słabnie



- W lutym inflacja CPI wzrosła do 4,3% z 4,1% w styczniu (zmiana wag nie przyniosła rewizji wstępnych danych). Nieco wyższy odczyt w porównaniu do naszej prognozy wynikał przede wszystkim z mocniejszego wzrostu cen tytoniu, rekreacji i kultury oraz transportu. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja się obniży, choć wyższy punkt startowy oraz kontynuacja podwyżek cen paliw i cen żywności (m.in. jaj) mogą sprawić, że w najbliższym czasie pozostanie jednak powyżej górnej granicy przedziału wahań wokół celu inflacyjnego. Na koniec roku inflacja ma jednak szanse obniżyć się do ok. 3%.
- Wzrost płac spowolnił w lutym do 4,3% r/r, a wzrost zatrudnienia do 0,5% r/r. Dane potwierdzają słabość popytu na pracę w warunkach niepewności odnośnie perspektyw gospodarki i wskazują, że nie ma obecnie warunków sprzyjających nasileniu presji płacowej. Jest to argument przeciwko zacieśnieniu polityki pieniężnej.



- W styczniu deficyt obrotów bieżących wyniósł 1831 mln € i okazał się znacznie większy od oczekiwań naszych i rynkowych (odpowiednio 1037 i 1024 mln €).
- Największy wpływ na poziom ujemnego salda bilansu płatniczego miały wyższe od naszych oczekiwań deficyty w handlu towarowym i na rachunku dochodów. Głębszy deficyt handlowy wynikał przede wszystkim z wysokiego importu (m.in. w zw. ze wzrostem wartości sprowadzanych surowców).
- Ujemny wpływ na saldo obrotów bieżących miało też ujemne saldo transferów (-183 mln €, głównie w wyniku płatności do budżetu UE z tytułu składek oraz opłat członkowskich). W kolejnych miesiącach spodziewamy się polepszenia salda transferów (w styczniu tradycyjnie transfery z UE są niskie), co powinno pozytywnie oddziaływać na saldo obrotów bieżących.

## Cytat tygodnia – Zniecierpliwieni wysoką inflacją

**Marek Belka, prezes NBP, 13 marca, Reuters**

(...) jest pewne zniecierpliwienie, co widać w komunikacie, gdy mówimy o możliwym zastrzeżeniu polityki jeśli perspektywy cenowe się nie poprawią. Ale one się poprawiają. (...) Nie powinniśmy oczekiwać szybkiego ruchu w dół.

**Anna Zielińska-Giębocka, członkini RPP, 15 marca, PAP**

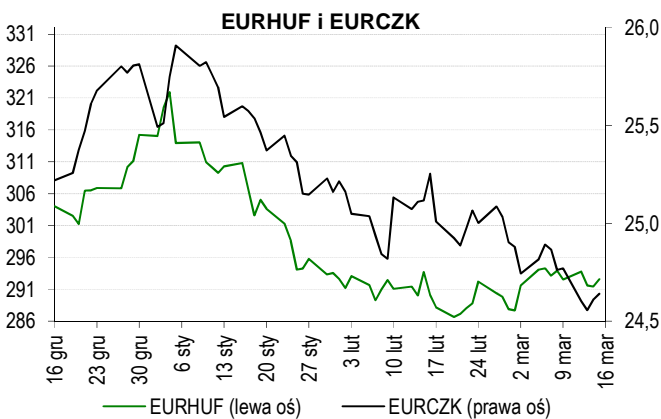
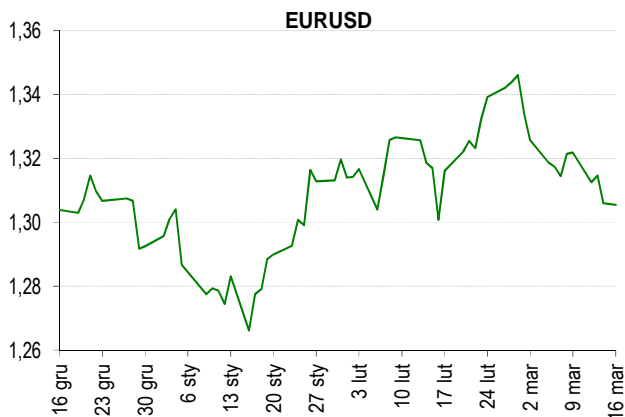
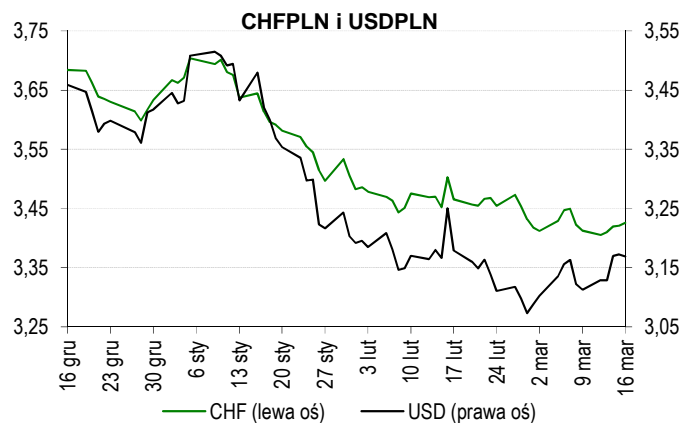
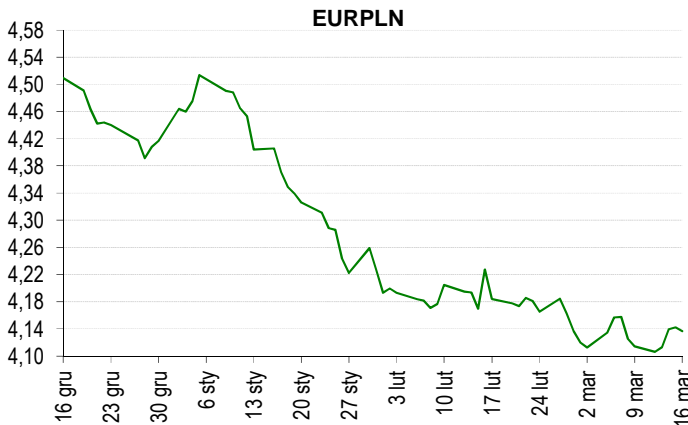
Nie widzę w tej chwili powodu do zmiany obecnego nastawienia w polityce pieniężnej. Czekam na wyniki za cały I kwartał, które będą kluczowe dla decydowania o stopach procentowych. Prawdopodobieństwo stabilizacji stóp lub ich podwyżki jest większe niż obniżek.

**Zyta Gilowska, członkini RPP, 16 marca, PAP**

Jeśli jednak ta perspektywa [powrotu inflacji w pobliże celu] się wydłuża, to prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych wzrasta, podczas, gdy prawdopodobieństwo obniżek maleje.

Zeszłotygodniowe komentarze członków RPP potwierdziły „jastrzębią” retorykę Rady. Słowa Marka Belki były bardziej stonowane niż wypowiedzi Zielińskiej-Giębockiej oraz Gilowskiej. Widać też, że wszystkie komentarze nawiązywały w pewnym stopniu do marcowej projekcji CPI i PKB. Naszym zdaniem, tegoroczna struktura wzrostu gospodarczego powinna działać korzystnie na perspektywy inflacji w średnim terminie, co zresztą projekcja inflacji pokazuje – wyraźny spadek inflacji bazowej w 2013-14. Według projekcji inflacja pozostanie w tym roku podwyższona (średnio 4,1%), jednak my sądymy, że na koniec roku może się zbliżyć do 3%. Jednocześnie, już widać, że rynek pracy słabnie, a kolejne dane powinny potwierdzić hamowanie wzrostu gospodarczego. Nie sądymy, by w takich uwarunkowaniach podwyżki stóp procentowych były potrzebne.

## Rynek walutowy – Oczy inwestorów z powrotem na Europę



### Złoty pod presją krajowych danych

Przez większą część minionego tygodnia złoty tracił na wartości w stosunku do głównych walut. Przyczyną takiego rozwoju sytuacji była najpierw podwyższona awersja do ryzyka panująca na początku tygodnia, a później dane wskazujące na dużo większy od oczekiwań deficyt na rachunku obrotów bieżących. W konsekwencji, kurs EURPLN wzrósł do 4,162. Dopiero publikacja komunikatu z posiedzenia Fed pomogła złotemu odrobić część strat, ale na koniec tygodnia kurs EURPLN wzrósł z 4,11 do 4,14.

Od końca lutego kurs EURPLN porusza się w trendzie bocznym pomiędzy 4,08-4,09 i 4,16. W ostatnich dniach kurs nie spadał jednak poniżej 4,11 i w tym tygodniu powinna to być nadal bariera ograniczająca przestrzeń do ruchu w dół. Z drugiej strony widać, że potencjał do znacznego osłabienia krajowej waluty jest ograniczony i potrzebny byłby silniejszy impuls, aby spowodować wyraźniejszy oraz bardziej trwały wzrost EURPLN. W tym tygodniu ważne będą europejskie wskaźniki PMI. Kluczowe poziomy dla EURPLN to 4,11 i 4,16.

### Euro odrabia straty po danych z USA

Miniony tydzień był trzecim z kolei, kiedy EURUSD spadał, choć tempo aprecjacji dolara nieco się obniżyło. Korzystnie na notowania amerykańskiej waluty działała awersja do ryzyka z początku tygodnia, jak też pozytywna ocena perspektyw gospodarki USA przedstawiona przez Fed. Dodatkowo, w prasie pojawiły się plotki, że ewentualne zakupy przez Fed amerykańskich obligacji w kolejnych programach pomocy gospodarce będą sterylizowane i stąd potencjalnie mniejsza podaż dolarów na rynku również wspierała dolara. Dzięki temu, EURUSD spadł w trakcie tygodnia z 1,315 do 1,30. Dzięki piątkowym danym z oceanu (m.in. o inflacji, które zmniejszyły obawy, że Fed podniesie stopy wcześniej niż w 2014) kurs wzrósł dynamicznie do 1,318.

Notowania EURPLN i EURUSD pchnęły wyraźnie w górę kurs USDPLN, szczególnie na początku tygodnia. Zbliżył się on na chwilę do 3,20, najwyższego poziomu od lutego. Dzięki piątkowemu umocnieniu euro do dolara, USDPLN spadł do 3,13 na koniec tygodnia.

Nie spodziewamy się, by w notowaniach EURUSD miało w tym tygodniu nastąpić odwrócenie trendu spadkowego, ale w pierwszych dniach tego tygodnia może być testowany poziom 1,32 (kolejny opór to 1,33). Wsparcie to 1,30.

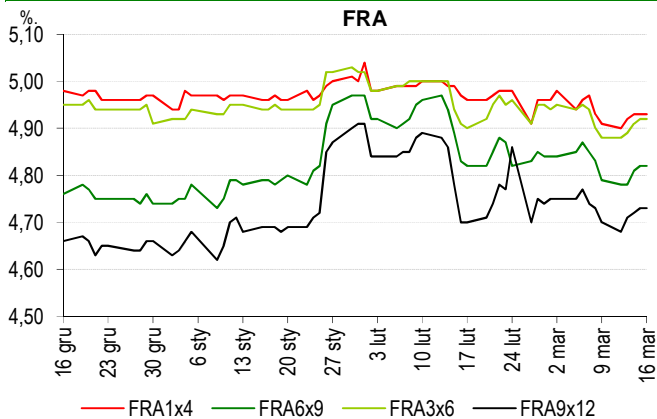
EURCHF wzrósł na początku tygodnia do niemal 1,215 w wyniku pojawiających się spekulacji, że na posiedzeniu SNB podniesie minimalny tolerowany poziom EURCHF do 1,25 (lub nawet 1,40). Bank zdecydował jednak utrzymać poziom 1,20 oraz przedstawił nieco bardziej optymistyczny pogląd na szwajcarską gospodarkę. Zainicjowało to powrót kursu EURCHF w okolice 1,207, nieco powyżej poziomu 1,205, wokół którego oscyluje on od ok. połowy lutego.

### Stabilizacja notowań forinta

Forint zaskakująco dobrze radził sobie z decyzją Komisji Europejskiej o zamrożeniu części środków spójności dla Węgier oraz z tym, że wciąż nie rozpoczęły się rozmowy z KE i MFW ws. pożyczki. Na przestrzeni tygodnia EURHUF pozostał relatywnie stabilny.

Czeska korona nieznacznie zyskała do euro (0,4%). Na początku tygodnia korzystała ona ze statusu bezpiecznej waluty regionu CEE i w kolejnych dniach utrzymała zyski.

## Rynek stopy procentowej – Korekta po ostatnich znaczących spadkach rentowności

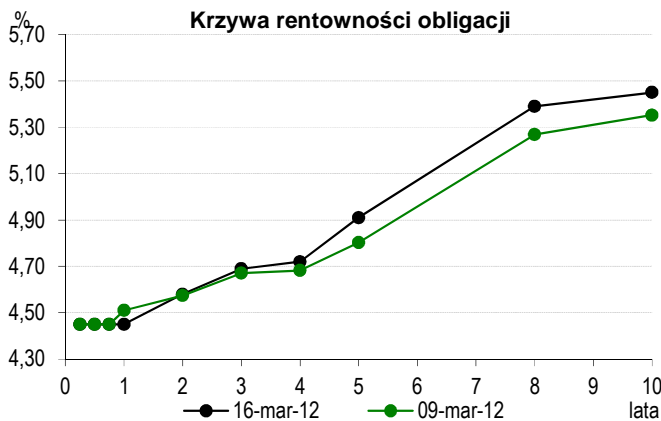


### Korekcyjny ruch w górę stawek FRA

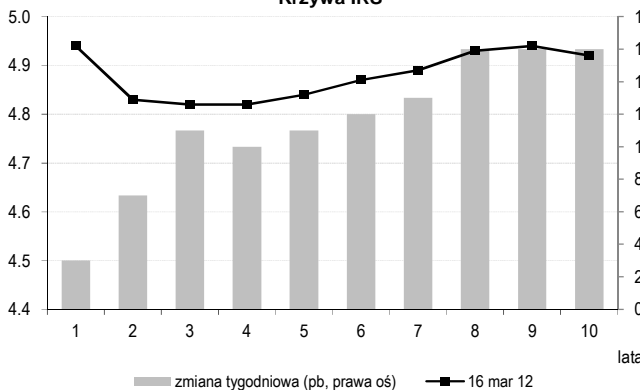
- W minionym tygodniu stawki WIBOR były relatywnie stabilne (zmiana nie przekroczyła 1pb w skali tygodnia dla 3M+). Mniejsze zaangażowanie banków w bony pieniężne NBP (na piątkowej aukcji banki kupiły bony za 82 mld zł) spowodowały spadek stawek krótkich poniżej 1M w piątek.
- Bardziej zmienny okazał się rynek FRA. Po danych inflacyjnych stawki FRA wzrosły we wszystkich tenorach, przy czym największy wzrost (o 6pb) odnotowano dla 9x12. Umocnienie złotego oraz dane z rynku pracy ustabilizowały rynek FRA na koniec tygodnia.

### Dynamiczny wzrost rentowności i stawek IRS

- Wyższa inflacja za luty, ale głównie słabszy złoty po danych o bilansie płatniczym i osłabienie Bundów dały impuls do korekty na rynku obligacji. Największe wzrosty rentowności odnotowano w przypadku sektorów 5- i 10 lat, które w ostatnim okresie najbardziej zyskały na wartości. W skali tygodnia krzywa rentowności przesunęła się w górę o 2-11pb. Wsparciem dla krótkiego końca krzywej okazały się piątkowe dane z rynku pracy.
- Zdecydowanie większy ruch w górę odnotowano w przypadku stawek IRS. W skali tygodnia krzywa IRS przesunęła się w górę o 8-19pb, w tym 10-letni IRS wzrósł do 4,95% (najwyższy poziom od początku lutego).
- Wyższy od oczekiwań odczyt inflacyjny nie miał większego przełożenia na wyniki aukcji OK0114. MF sprzedało 2-letnie obligacje o łącznej wartości około 4,3 mld zł z rentownością na 4,535% (nieco niżej niż notowania OK0114 na rynku wtórnym przed aukcją). Komentując wyniki aukcji wiceminister finansów D. Radziwiłł powiedział, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już sfinansowane w 47%, a na koniec marca realizacja przekroczy 50%. Co więcej resort finansów będzie chciał jak najszybciej sfinansować tegoroczne potrzeby pożyczkowe. Ten czynnik powinien w średnim terminie wpływać stabilizująco na rynek długu.

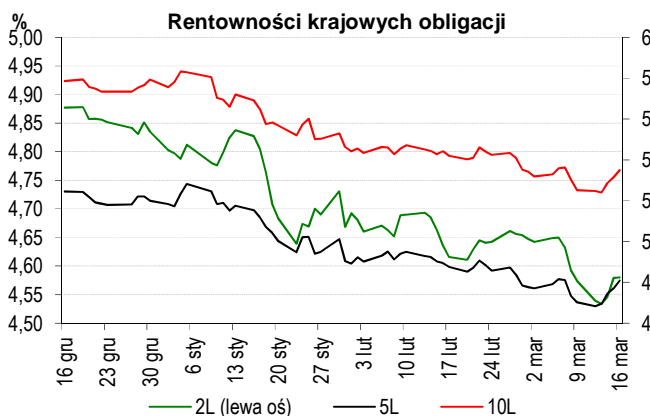


### Krzywa IRS



### Kontynuacja korekty wciąż możliwa

- Ostatnio obserwowane na rynku stopy procentowej wzrosty rentowności odbywały się przy wysokich obrotach, co może oznaczać kontynuację korekty. Rentowności obligacji zbliżyły się do krótkoterminowych oporów, które wynoszą odpowiednio 4,60% dla 2 lat, 4,90% dla 5 lat oraz 5,45% dla 10 lat. W przypadku dwóch ostatnich sektorów poziomy te były testowane na piątkowej sesji. Ich przełamanie otwiera drogę w kierunku odpowiednio 4,95% oraz 5,50%.



- W krótkim terminie wpływ na notowania będzie miała środowowa aukcja obligacji DS1021 oraz WS0429. Ministerstwo planuje podaż tych instrumentów na 1,0-2,5 mld zł (ostateczna oferta zostanie podana w poniedziałek). Wyniki aukcji, a w szczególności informacje o zgłoszonym popycie będą wskazówką odnośnie panujących na rynku nastrojów.

- Nie bez znaczenia mogą okazać się publikowane dane makroekonomiczne. W tym tygodniu dane z gospodarki realnej (produkcja) i miary inflacji bazowej. W naszej ocenie dane te powinny nieznacznie chłodzić oczekiwania rynku odnośnie ewentualnych podwyżek stóp procentowych, co powinno wspierać, w szczególności, krótki koniec krzywej rentowności.

---

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