

# Tygodnik ekonomiczny

26 marca – 1 kwietnia 2012

Obawy o kondycję globalnej gospodarki miały największy wpływ na nastroje inwestorów w minionym tygodniu. Kiedy w poprzednich miesiącach opublikowano serię lepszych od oczekiwań danych makro (rosnące stopniowo indeksy PMI, bardzo dobre dane z USA) rynek zaczął wyceniać, że spowolnienie gospodarcze na świecie nie będzie tak głębokie jak jeszcze niedawno się obawiano. W ostatnim czasie pojawiły się jednak kolejne sygnały ostrzegawcze (szczególnie z Chin), a wstępne marcowe PMI dla przemysłu Niemiec i strefy euro opublikowane w zeszłym tygodniu wymowę tych sygnałów jeszcze wzmocniły. Dodatkowo, niekorzystne informacje fiskalne napłynęły z Wielkiej Brytanii i Portugalii. Po lutym deficyty budżetowe w tych krajach były odpowiednio prawie dwu- oraz trzykrotnie większe niż przed rokiem. Wzbudziło to obawy inwestorów, że Wielka Brytania może stracić najwyższy rating, a Portugalia będzie zmuszona do restrukturyzacji zadłużenia. Niepewność generowały też rosnące obawy, że Hiszpania nie spełni planów ograniczenia deficytu budżetowego. Wzrost awersji do ryzyka doprowadził do deprecjacji złotego oraz osłabienia polskich długoterminowych obligacji. Czynnikiem pchającym rentowności 10-letnich papierów w górę był też zaskakująco słaby popyt na aukcji DS1021. Wcześniej rozczarowały krajowe dane o lutowej produkcji przemysłowej.

Ten tydzień też będzie bogaty w publikacje ważnych danych, tym razem z USA. Inwestorzy zwrócą uwagę na to, w jakich nastrojach są w marcu amerykańscy konsumenci i jak zmieniły się ich dochody oraz wydatki w lutym. Istotne będą też kolejne dane z rynku nieruchomości, szczególnie o cenach domów. W czwartek rozpoczyna się spotkanie grupy Ecofin, na którym poruszona zostanie kwestia zwiększenia kapitałów funduszy ratunkowych strefy euro. Pod koniec lutego, na szczycie państw grupy G20, kraje spoza Europy zaapelowali do liderów państw strefy euro o podjęcie większego wysiłku w kierunku stabilizacji sytuacji związanej z kryzysem zadłużeniowym. Najbliższe spotkanie można więc traktować jako odpowiedź na to wezwanie. Krajowe dane potwierdzą zapewne słabnący popyt konsumpcyjny i niekorzystną sytuację na rynku pracy. Potencjalny wpływ na notowania obligacji może mieć informacja o podaży SPW w II kw. Ogólnie, nie spodziewamy się umocnienia waluty i długu.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (26 marca)</b>							
10:00	PL	Sprzedż detaliczna	II	% r/r	9,8	9,6	14,3
10:00	PL	Stopa bezrobocia	II	%	13,5	13,5	13,2
10:00	DE	Indeks Ifo	III	pkt	109,6	-	109,6
11:00	PL	Przetarg 52-tyg. bonów skarbowych (1,0-3,0 mld zł)					
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	II	% m/m	1,2	-	2,0
<b>WTOREK (27 marca)</b>							
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	I	% m/m	0,0	-	-0,5
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	III	pkt	72,0	-	70,8
<b>ŚRODA (28 marca)</b>							
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	II	% m/m	1,9	-	-3,7
<b>CZWARTEK (29 marca)</b>							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	350	-	348
14:30	US	Ostateczny PKB	IV kw.	% k/k	3,0	-	1,8
<b>PIĄTEK (30 marca)</b>							
11:00	EZ	Wstępny HICP	III	% r/r	2,5	-	2,7
14:30	US	Wydatki konsumentów	II	% m/m	0,6	-	0,2
14:30	US	Dochody osobiste	II	% m/m	0,4	-	0,3
14:30	US	Bazowy PCE	II	% m/m	0,2	-	0,2
14:00	PL	Eksport	IV kw.	mln €	-	34 588	34 420
14:00	PL	Import	IV kw.	mln €	-	37 146	37 096
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IV kw.	mln €	-	-3 996	-4 709
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	III	% r/r	-	-	5,0
15:45	US	Indeks Chicago PMI	III	pkt	63,5	-	64,0
15:55	US	Indeks Michigan	III	pkt	75,0	-	74,3

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

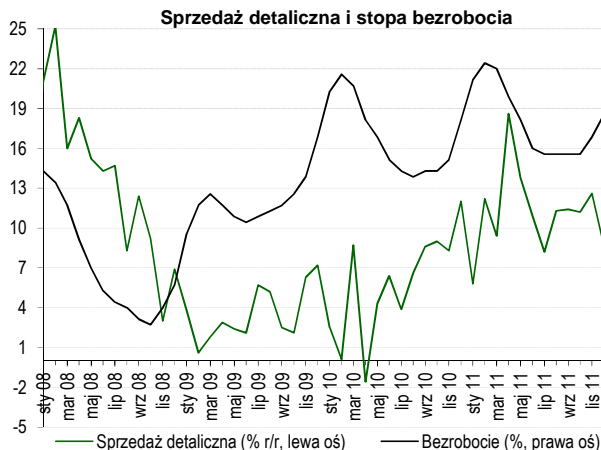
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luźniński** Analityk

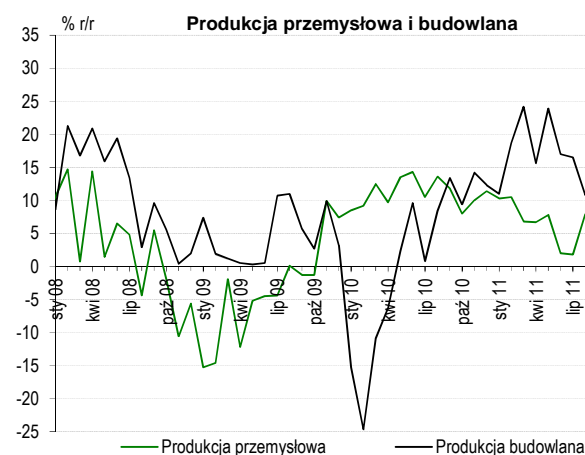
22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Wolniejszy wzrost sprzedaży, rosnące bezrobocie

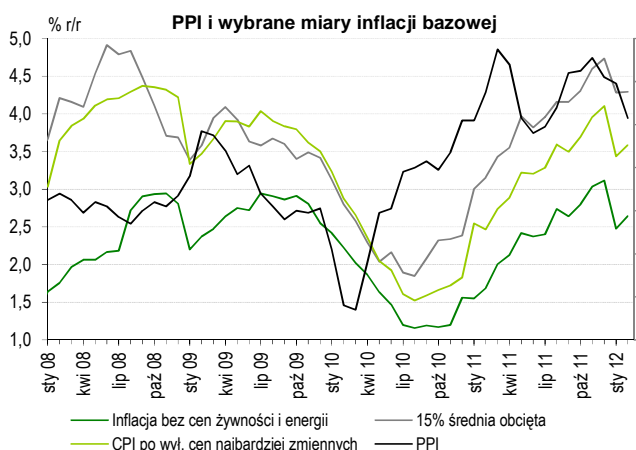


- Tempo wzrostu sprzedaży detalicznej zapewne obniżyło się w lutym. Przyczyniła się do tego m.in. zła pogoda (mrozy i obfite opady śniegu zniechęcały do wychodzenia z domu) oraz pogarszająca się sytuacja na rynku pracy. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszego hamowania popytu konsumpcyjnego.
- Oczekujemy wzrostu stopy bezrobocia w lutym do najwyższego poziomu od 2007 r. Potwierdzałoby to, że przyrost liczby osób bez pracy przyspiesza w wyniku słabnącej aktywności w gospodarce.
- W związku z opublikowaniem przez GUS w ub. tygodniu wyników Narodowego Spisu Powszechnego, możliwa jest rewizja danych nt. stopy bezrobocia (choć nie wiemy czy nastąpi ona już w tym miesiącu). Większa niż wcześniej szacowana liczba aktywnych zawodowo wg wyników Spisu może oznaczać rewizję stopy bezrobocia w dół.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Mocne spowolnienie produkcji, niska inflacja bazowa



- Wzrost produkcji w przemyśle gwałtownie wyhamował w lutym do 4,6% r/r z 9% r/r w styczniu. Nasza prognoza i konsensus rynkowy wskazywały na jedynie niewielką skalę osłabienia wzrostu, do 8,8% r/r. Oszacowana przez nas wartość produkcji w przeliczeniu na jeden dzień roboczy obniżyła się w lutym w porównaniu do stycznia (o ok. 1%), co wcześniej zdarzyło się jedynie w lutym 1999. Słabe wyniki przemysłu mogą być m.in. efektem mocnego pogorszenia pogody, ale też spodziewanego przez nas od pewnego czasu efektu spowolnienia gospodarczego za granicą.
- Wzrost produkcji budowlano-montażowej również wyhamował mocniej od prognoz, do 12% r/r z 32,2% przed miesiącem. W tym przypadku również kluczowy był wpływ złych warunków atmosferycznych.



- Wzrost PPI spowolnił do 6,3% r/r, nieco mniej niż oczekiwano. Naszym zdaniem obniżki cen wynikały przede wszystkim z umocnienia złotego względem głównych walut, które przeważało nad wzrostem cen surowców na rynkach światowych.
- Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła w lutym 2,6% r/r, po wyraźnym spadku w styczniu do 2,5% r/r z 3,1% r/r w grudniu. Pozostałe trzy miary inflacji bazowej zachowały się analogicznie. Nasze prognozy wskazują, że w dalszej części roku inflacja bazowa powinna się ustabilizować nieco poniżej 2,5%.
- Marcowe badanie koniunktury konsumenckiej GUS pokazało spadek bieżącego wskaźnika do najniższego poziomu od 3 lat i lekką poprawę wskaźnika wyprzedzającego. Pogorszyła się ocena sytuacji finansowej gosp. domowych i dokonywania ważnych zakupów.

## Cytat tygodnia – RPP jest bliżej podniesienia stóp niż wcześniej

**Jerzy Hausner, członek RPP, 23 marca, Dow Jones**

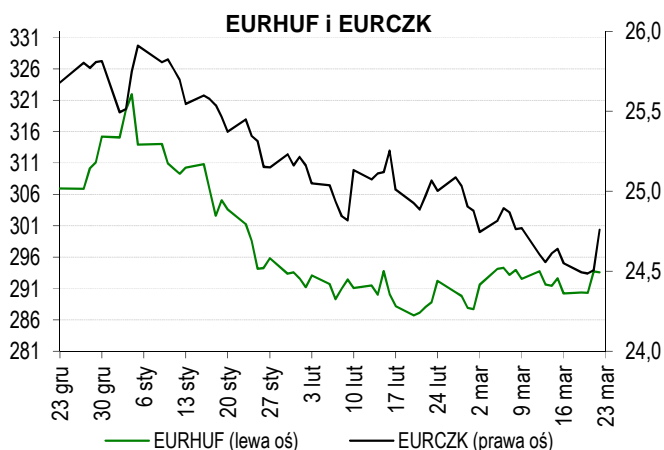
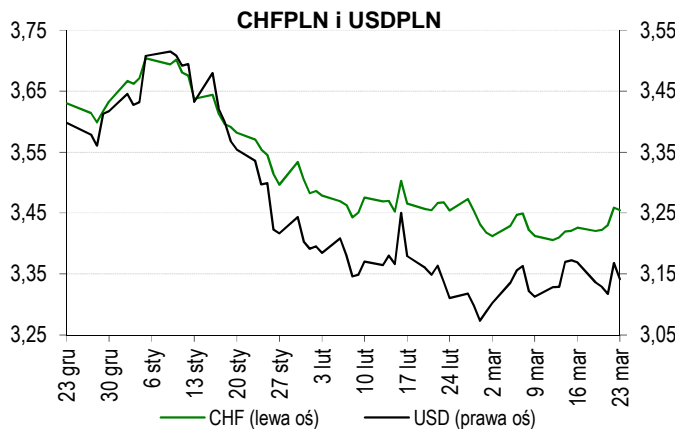
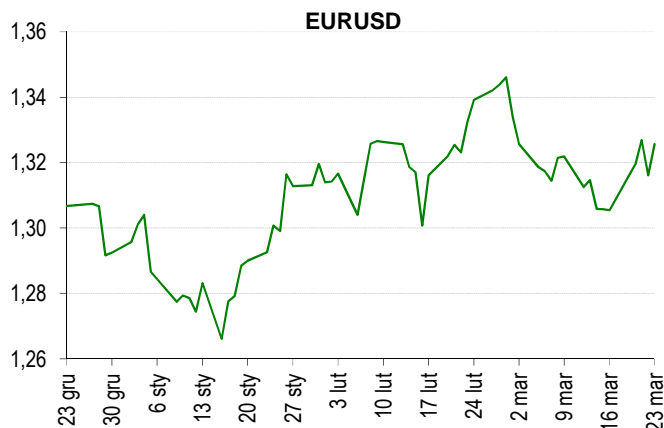
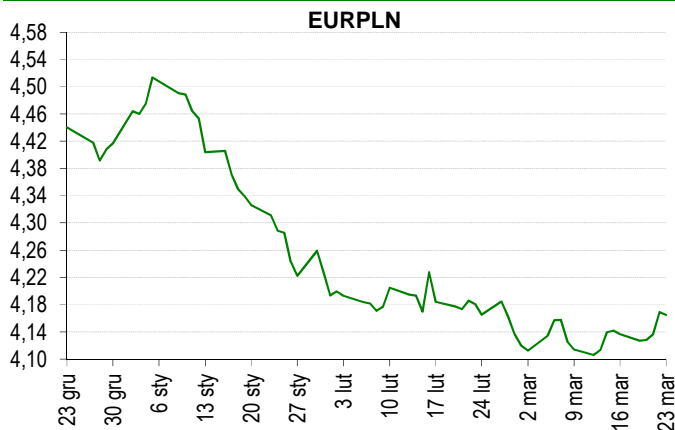
RPP jest bliżej podniesienia stóp NBP niż wcześniej w tym roku w powodu prognoz utrzymania się wysokiego CPI. (...) Musimy się zastanowić, czy to nie jest właściwy moment na zmianę polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę nadchodzące spowolnienie gospodarki, stopy procentowe powinny być podniesione raczej wcześniej niż później. (...) Moim zdaniem, nadmiernie wysoka inflacja jest większym problemem, niż niewielki negatywny wpływ podwyżki stóp na wzrost gospodarczy. (...) Zacieśnienie polityki pieniężnej będzie jednak tylko tymczasowe, ponieważ trzeba wziąć pod uwagę nadchodzące spowolnienie gospodarcze.

**Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 19 marca, PAP**

(...) niestety wydłuża nam się horyzont zbliżania się wskaźnika CPI do celu inflacyjnego. (...) Generalnie na pewno nie należy oczekiwać obniżenia stóp procentowych, to jest wykluczone.

Minutes z marcowego posiedzenia RPP pokazały, że członkowie Rady byli zgodni co do tego, by stopy NBP pozostawić bez zmian. Jednocześnie, większość z nich była zdania, że nie można wykluczyć zacieśnienia polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach. Ostatnie wypowiedzi członków RPP wskazują, że ich zaniepokojenie wysokim poziomem inflacji narasta, co sugeruje wzrost ryzyka, że Rada może zdecydować się niebawem na podwyżkę. Nie zakładamy takiego scenariusza. Naszym zdaniem decyzja taka nie jest uzasadniona w obliczu przewidywanego spowolnienia gospodarki i spadku inflacji. Gdyby nawet do tego doszło, zapewne niebawem RPP musiałyby skorygować stopy w dół – z czego najwyraźniej zdaje sobie sprawę J. Hausner.

## Rynek walutowy – Złoty może dalej tracić



## EURPLN może rosnąć w kierunku 4,24

Na przestrzeni minionego tygodnia EURPLN poruszał się w trendzie wzrostowym, tylko na chwilę spadł poniżej wskazanego przez nas poziomu 4,11. Negatywną presję na krajową walutę wywierały kolejne fale awersji do ryzyka pojawiające się na globalnym rynku. W konsekwencji, w trakcie tygodnia kurs osiągnął poziom ponad 4,17, a więc powyżej wskazywanego przez nas poziomu 4,16. Od poprzedniego piątku złoty osłabił się do euro o 1,83%.

Złoty osłabił się wobec euro w ciągu tygodnia przez 4 kolejne dni. Poprzednia seria 4 dni wzrostów EURPLN miała miejsce na początku roku, kiedy złoty przestał być wspierany przez NBP oraz BGK (wówczas złoty tracił do euro przez 7 kolejnych sesji). W dodatku, w trakcie tygodnia kurs wybił się z trwającej od początku marca konsolidacji i teoretyczny zasięg ruchu w górę to 4,24. W tym tygodniu wpływ na krajową walutę mogą mieć dane z zagranicy oraz kwartalne dane o bilansie płatniczym (o ile pokażą znaczącą rewizję w stosunku do wcześniejszych publikacji). Ważne poziomy na ten tydzień to 4,14 i 4,18.

## Jest potencjał do spadku EURUSD

W minionym tygodniu kurs EURUSD wahał się w trendzie bocznym w przedziale 1,316-1,328. Podczas europejskich godzin handlu euro zazwyczaj traciło do dolara, natomiast sesja w USA i Azji przynosiła odregowanie. Duży ruch w dół zanotowano zwłaszcza po publikacji słabych wstępnych indeksów PMI.

Wynikiem zmian EURPLN i EURUSD była kontynuacja trendu wzrostowego w notowaniach USDPLN. Kurs wzrósł z 3,09 na początku tygodnia i na chwilę zbliżył się do 3,20. Złoty stracił do dolara 2,2%.

Warto zauważyć, że za odbiciami kursu EURUSD po spadkach wywołanych np. słabymi danymi makro nie stały istotne czynniki fundamentalne. Można więc podejrzewać, że ruchy w górę w wykonaniu EURUSD były tylko ruchami korekcyjnymi i kolejne dni przyniosą wznowienie trendu spadkowego kursu. Na niekorzyść euro działają obawy o kondycję europejskiej gospodarki i niepewność związana z rozwojem sytuacji na peryferiach Eurolandu. W tym tygodniu oczy inwestorów zwrócą się zapewne za ocean, gdzie opublikowany zostanie szereg ważnych danych makro. Istotny może również być przebieg piątkowego spotkania ministrów finansów strefy euro. Ważne poziomy na ten tydzień to 1,30 i 1,33.

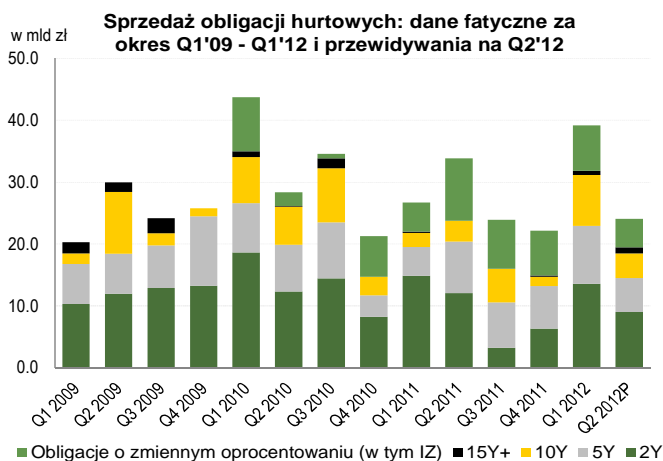
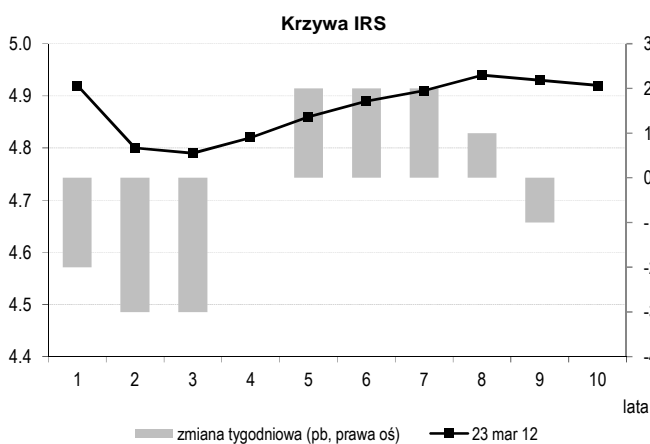
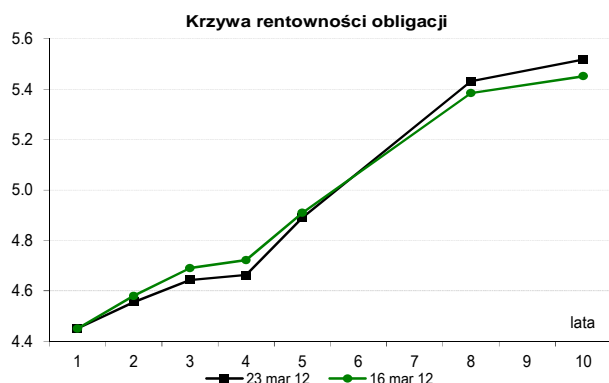
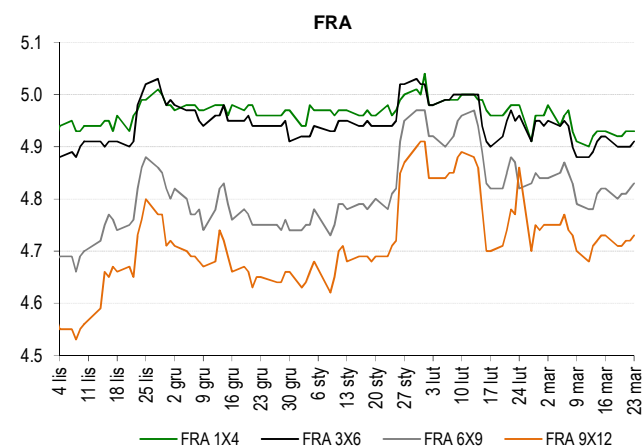
EURCHF opadał delikatnie w trakcie tygodnia, główny impuls osłabienia złotego do franka przyszedł ze strony wzrostu EURPLN. W rezultacie, CHFPLN wzrósł z 3,40 do 3,45, czyli o 1,6%.

## Wzrost awersji do ryzyka osłabia koronę i forinta

Wzrost awersji do ryzyka na globalnym rynku był na tyle silny, że czeska korona straciła do euro, postrzeganie jej przez rynek jako bezpiecznej przystani regionu CEE nie znalazło zastosowania przy tak dynamicznych zmianach nastrojów. Osłabił się też forint. EURCZK oraz EURHUF wzrosły do najwyższych poziomów od połowy marca (do 24,8 i nieco ponad 294).

We wtorek węgierski bank centralny podejmie decyzję ws. stóp procentowych. Rynek oczekuje pozostawienia ich bez zmian na poziomie 7%.

## Rynek stopy procentowej – Wystromienie krzywych obligacji i IRS



## Dalszy wzrost rentowności obligacji i IRS

Na rynku pieniężnym zanotowano nieznaczny spadek stawek WIBOR (o 1pb), przy relatywnie stabilnych stawkach FRA. FRA 3x6 oscyluje wokół 4,90%, a FRA 9x12 jest kwotowane nieco powyżej 4,70%.

Większe zmiany były obserwowane na rynku obligacji i IRS. Miniony tydzień przyniósł kontynuację wzrostów rentowności. Impulsem, oprócz globalnego wzrostu awersji do ryzyka, były wyniki aukcji 10-letniego benchmarku DS1021. Popyt na aukcji okazał się niższy od oczekiwań (w szczególności w porównaniu z popytem odnotowanym na wcześniejszych aukcjach PS0416 i OK0114), a poza tym DS1021 została sprzedana po wyższej rentowności (5,478%) niż jej notowania na rynku wtórnym przed aukcją. Po ogłoszeniu wyników rentowność DS1021 wzrosła powyżej 5,50% i utrzymała się powyżej tego poziomu do końca tygodnia.

Bardziej stabilnie zachowywał się sektor 2-letni. To efekt ograniczenia oczekiwań na podwyżki stóp procentowych po słabszych danych o produkcji. W skali tygodnia rentowność 2-letniego benchmarku obniżyła się o 3 pb do 5,55%. Natomiast 5-letni benchmark oscylował wokół 4,90%. W konsekwencji miniony tydzień przyniósł wystromienie krzywej rentowności; spread 2-10Y rozszerzył się do 98 pb z 87 pb tydzień wcześniej.

Wystromienie krzywej obserwowaliśmy również na rynku IRS. O ile stawki 1Y i 2Y obniżyły się (o 2-3 pb), to stawki na środku krzywej nieznacznie wzrosły (o 1-2 pb), gdy w skali tygodnia stawka IRS 10Y nie zmieniła się, pozostając nieco powyżej 4,90%.

## Uwaga inwestorów skupiona na podaży SPW na II kw.

W poniedziałek odbędzie się aukcja bonów 52-tyg. o wartości 1,0-3,0 mld zł. Sądzymy, że MF nie będzie miał problemów z uplasowaniem tej oferty, tym bardziej, że termin rozliczenia aukcji przypada na dzień wykupu bonów o wartości 3,29 mld zł.

Czynniki podażowe w tym tygodniu mogą być istotne dla inwestorów – pod koniec tygodnia MF opublikuje plan emisji SPW w II kw. Nasz bazowy scenariusz zakłada, że podaż obligacji hurtowych na aukcjach standardowych w okresie kwiecień-czerwiec wyniesie około 24 mld zł (wobec sprzedaży w I kw. – w ramach aukcji regularnych, dodatkowych i zamiany – w wysokości ok. 39 mld zł). Szczególnie zwiększonej oferty oczekujemy w kwietniu; MF będzie chciało zaabsorbować około 30 mld zł wpływających w tym miesiącu na rynek z tytułu wykupu obligacji PS0412 (ok. 23 mld zł) oraz płatności odsetkowych od kwietniowych serii obligacji PS. Biorąc pod uwagę bieżące nastroje na rynku nie wykluczamy nieco większej podaży w sektorze 2 lata. W naszej ocenie w ofercie może pojawić się również nowy benchmark 2-letni.

W kolejnych miesiącach oferta będzie raczej ograniczana, choć nie można wykluczyć, że MF wykorzystując poprawę czy też dobre nastroje inwestycyjne będzie starał się uplasować na rynku więcej papierów. Podaż bonów skarbowych, podobnie jak w ostatnich dwóch miesiącach będzie ograniczona do jednej aukcji w miesiącu.

Informacje o podaży będą testem dla rynku, który w ostatnich dwóch tygodniach znajduje się w korekcie. Nie można wykluczyć, że w pierwszej reakcji na informacje o zwiększonej podaży możemy zobaczyć wyprzedzą.

---

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