

# Tygodnik ekonomiczny

2 – 8 kwietnia 2012

Nastroje na globalnym rynku były stosunkowo dobre tylko na początku minionego tygodnia. Apetyt na ryzyko wsparł lepszy od oczekiwań indeks Ifo (który zneutralizował nieco negatywną wymowę słabych wstępnych PMI), ale również słowa kanclerz Niemiec, która powiedziała, że Berlin może zgodzić się na tymczasowe funkcjonowanie jednocześnie dwóch funduszy ratunkowych strefy euro, EFSF i ESM. Dodatkowo, szef Fed Ben Bernanke rozbudził nadzieje na QE3. Dzięki temu na początku tygodnia EURPLN spadł do 4,12, a krajowe obligacje nieznacznie zyskały. W kolejnych dniach na globalnym rynku dominowała jednak wysoka awersja do ryzyka, która wspierana była przez obawy o peryferia strefy euro i przez słabe dane makro z USA. Na spotkaniu Eurogrupy uzgodniono, że łączne zdolności pożyczkowe EFSF i ESM wyniosą 800 mld €, ale wiadomość ta nie wywołała żadnej wyraźnej reakcji rynku.

Ostateczne marcowe PMI oraz amerykański ISM i zmiana w zatrudnieniu poza rolnictwem w USA to w tym tygodniu kluczowe publikacje, na które inwestorzy zwrócą uwagę. W ostatnich dniach nastąpiło pewne ograniczenie nadziei na to, że spowolnienie gospodarcze nie będzie zbyt głębokie i kolejne dane mogą wpłynąć na poglądy inwestorów w tej kwestii. Istotne mogą być też minutes z ostatniego posiedzenia Fed, które będą analizowane przez rynek pod kątem oceny szans na dalszą stymulację gospodarki USA. Naszym zdaniem decyzja i konferencja EBC nie spowodują dużych zmian w perspektywie polityki pieniężnej w strefie euro. W komunikacie podkreślona zostanie zapewne niepewność odnośnie dalszego rozwoju sytuacji gospodarczej i dalsze oczekiwanie na ocenę wpływu dwóch LTRO na rynek. Na krajowym rynku głównym wydarzeniem będzie posiedzenie RPP. Spodziewamy się, że stopa referencyjna zostanie utrzymana na poziomie 4,50%, taką prognozę wspierają ostatnie komentarze prezesa NBP. Sądzymy jednocześnie, że ton komunikatu pozostanie jastrzębi. Uważamy, że odczyt marcowego PMI dla krajowego przemysłu potwierdzi, że krajowa gospodarka zaczyna odczuwać trwające za granicą spowolnienie gospodarcze. Ten tydzień może wreszcie przynieść większe zmiany na rynku walutowym, kursy EURPLN oraz EURUSD znajdują się bowiem blisko ważnych poziomów, a wydarzenia zaplanowane na najbliższe dni mają potencjał bardzo wyraźnie wpłynąć na notowania walut. Na rynku długu uwaga inwestorów skoncentruje się na posiedzeniu RPP i aukcji zamiany. Ograniczenie podaży na długim końcu krzywej tylko do jednej aukcji w kwartale będzie wspierała sektor 10-letni.

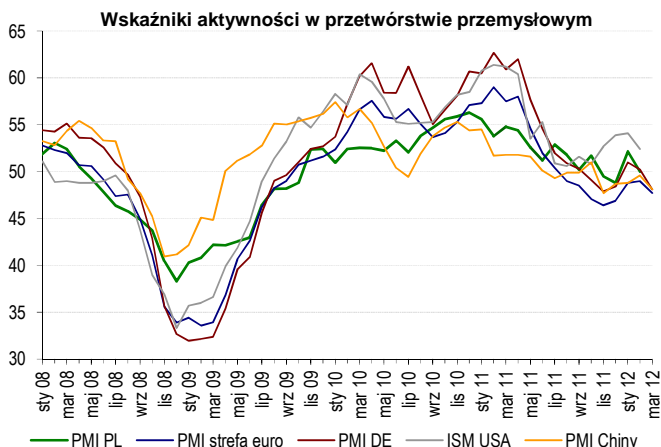
## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (2 kwietnia)</b>							
9:00	PL	PMI – przemysł	III	pkt	49,6	48,0	50,0
9:53	DE	PMI – przemysł	III	pkt	48,1	-	50,2
9:58	EZ	PMI – przemysł	III	pkt	47,7	-	49,0
16:00	US	ISM – przemysł	III	pkt	53,5	-	52,4
<b>WTOREK (3 kwietnia)</b>							
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	II	% m/m	1,2	-	-1,0
20:00	US	Minutes Fed					
<b>ŚRODA (4 kwietnia)</b>							
	PL	Decyzja RPP		%	4,50	4,50	4,50
9:53	DE	PMI – usługi	III	pkt	51,8	-	52,8
9:58	EZ	PMI – usługi	III	pkt	48,7	-	48,8
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	II	% m/m	1,4	-	-2,7
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	1,0	-	1,0
14:15	US	Raport ADP	III	tys.	230	-	216
16:00	US	ISM – usługi	III	pkt	57,8	-	57,3
<b>CZWARTEK (5 kwietnia)</b>							
11:00	PL	Aukcja zamiany obligacji					
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	II	% m/m	-0,7	-	1,6
13:00	GB	Decyzja BoE		%	0,50	-	0,50
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	359
<b>PIĄTEK (6 kwietnia)</b>							
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	III	tys.	225	-	227
14:30	US	Stopa bezrobocia	III	%	8,3	-	8,3

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet

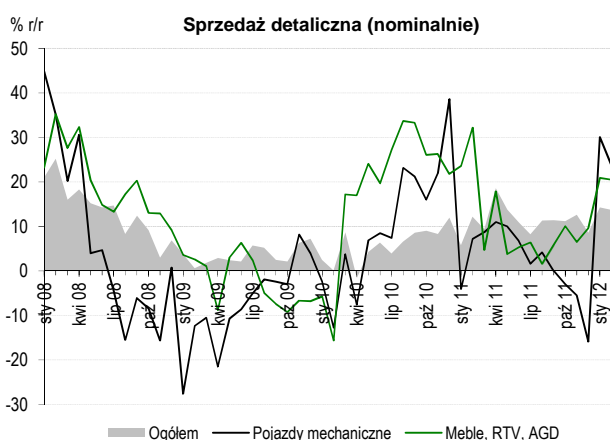
<b>Maciej Reluga</b>	Główny Ekonomista 22 586 8363	e-mail: ekonomia@bzwbk.pl	
<b>Piotr Bielski</b>	Starszy Ekonomista 22 586 8333	<b>Marcin Sulewski</b>	Analityk 22 586 8342
<b>Agnieszka Decewicz</b>	Starszy Ekonomista 22 586 8341	<b>Marcin Luźniński</b>	Analityk 22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Marcowy PMI i decyzja RPP

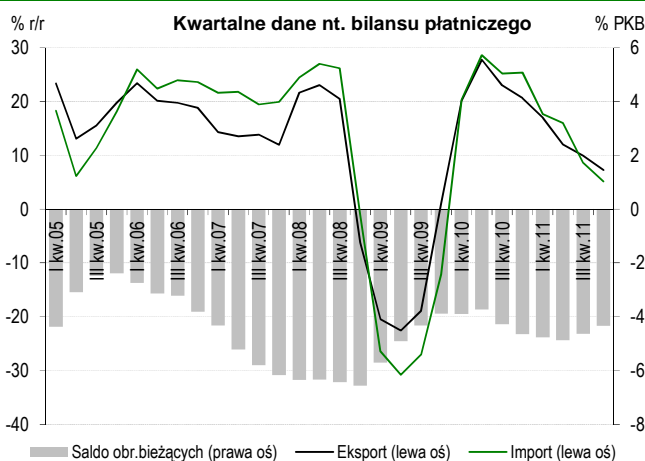


- Spodziewamy się, że w marcu, po dwóch miesiącach przerwy, indeks PMI dla polskiego przemysłu spadł poniżej neutralnej granicy 50 pkt, podążając w ślad indeksów dla większości gospodarek europejskich. Spadek aktywności w sektorze przetwórczym, zapewne związany ze spowolnieniem gospodarczym za granicą, sygnalizowały już dane o lutowej produkcji przemysłowej.
- Oczekujemy, podobnie jak rynek, że RPP pozostawi w kwietniu stopy NBP bez zmian. Od ostatniego posiedzenia Rady pojawiały się komentarze jej członków, wskazujące na zniecierpliwienie wysoką inflacją, co sugeruje, że wniosek o podwyżkę stóp może być poddany pod głosowanie. W naszej ocenie nie znajdzie on poparcia większości, gdyż większość członków Rady (w tym Prezes) będzie chciała zaczekać na wyniki gospodarki za I kw. Ton komunikatu pozostanie zapewne jastrzębi.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Sprzedaż pozytywnie zaskoczyła



- Wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł w lutym 13,7% r/r, niewiele mniej niż w styczniu (14,3% r/r) i wyraźnie więcej niż nasze (9,6%) i rynkowe oczekiwania (9,8%). Najbardziej zaskoczył duży wzrost sprzedaży pojazdów samochodowych i motocykli (10,2% m/m i 23,6% r/r) i tzw. pozostałej sprzedaży w niewyspecjalizowanych sklepach (17,2% m/m i 33,9% r/r). Niewykluczone, że pozytywna niespodzianka związana była, w pewnym stopniu, z przyspieszonymi w tym roku wypłatami rocznych premii w niektórych firmach.
- W kolejnych miesiącach oczekujemy spowolnienia wzrostu sprzedaży w wyniku pogarszającej się sytuacji na rynku pracy oraz hamowania wzrostu dochodów gospodarstw domowych.
- Stopa bezrobocia wzrosła zgodnie z oczekiwaniami do 13,5% (najwyższego poziomu od 5 lat).



- Kwartalne statystyki bilansu płatniczego pokazały znaczne rewizje w stosunku do wcześniej dostępnych danych. Deficyt obrotów bieżących okazał się nieco mniejszy w III kw. i wyraźnie wyższy w IV kw. 2011 (4,3% PKB, zamiast 4,1% PKB). Na wzrost deficytu bieżącego w IV kw. złożyła się większa luka w handlu towarami oraz spadek nadwyżki w wymianie usług. W sumie, saldo towarów i usług okazało się mniejsze niż wcześniej podawano o 9,2 mld zł, co wskazuje na ryzyko korekty w dół szacunków PKB za IV kw. 2011.
- Dynamiki eksportu i importu w ostatnich dwóch kwartałach ub.r. zostały podwyższone, choć nadal widoczne jest ich stopniowe hamowanie.
- Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych spadły w marcu z 5% do 4,2%, nie tylko pod wpływem niższego CPI, ale też dzięki poprawie struktury oczekiwań.

## Cytat tygodnia – Nie ma pośpiechu z podwyżkami stóp

**Adam Głapiński, członek RPP, 26 marca, PAP**

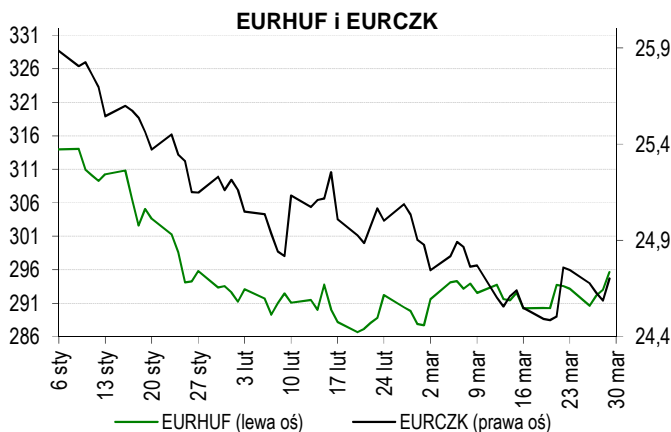
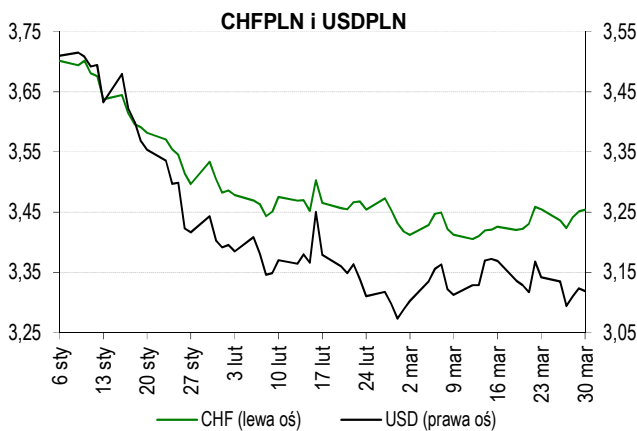
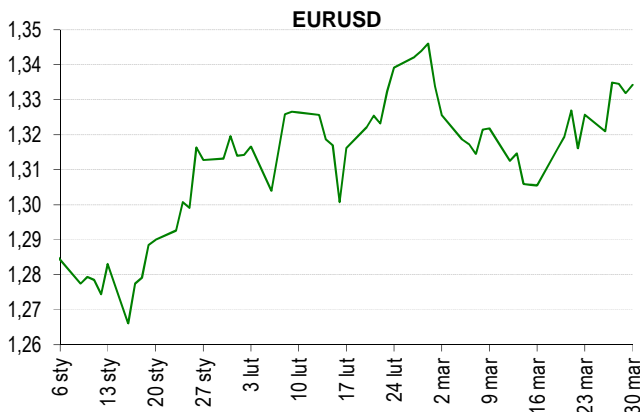
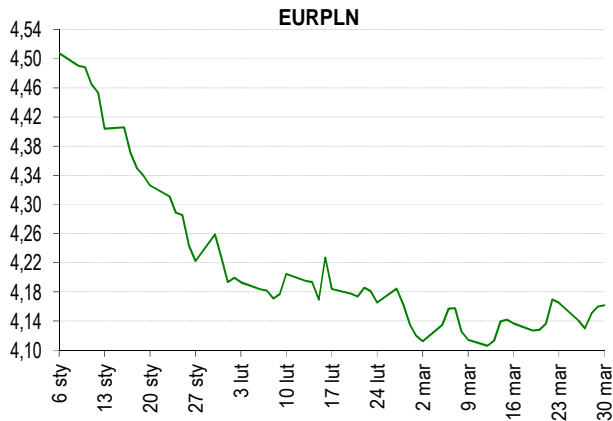
Podtrzymuję w całości swoją poprzednią opinię [dotyczącą konieczności podwyżki stóp procentowych]. W moim przekonaniu kwiecień jest właściwym momentem. Natomiast trudno mi powiedzieć, czy do niej dojdzie. Będziemy dyskutować.

**Marek Belka, prezes NBP, 27 marca, Bloomberg**

Nie ma pośpiechu z podwyżkami stóp procentowych. (...) Lepiej jest spóźnić się z zacieśnieniem polityki pieniężnej, niż podnieść stopy zbyt wcześnie i stanąć przed koniecznością ich szybkiej ponownej obniżki, jeśli okazałoby się, że nasila się spowolnienie gospodarcze. (...) Już teraz dysparytet stóp procentowych względem strefy euro jest wysoki i nie należy iść w kierunku jego dalszego powiększania.

Prezes NBP, Marek Belka, stonował swoimi komentarzami jastrzębie wypowiedzi innych członków RPP (zwłaszcza Adama Głapińskiego, który powiedział, że kwiecień do dobry moment na podwyżkę stóp) oraz ograniczył ryzyko tego, że w najbliższych miesiącach Rada zdecyduje się na zacieśnienie polityki pieniężnej, co wg nas byłoby błędem w świetle oczekiwanego spowolnienia gospodarczego. Podtrzymujemy opinię, że jeśli Rada wstrzyma się na razie ze zmianą stóp, to dane napływające w kolejnych miesiącach potwierdzą spadek inflacji poniżej 4% oraz znaczną skalę spowolnienia gospodarki, co ograniczy skłonność RPP do zacieśniania polityki pieniężnej.

## Rynek walutowy – EURPLN i EURUSD blisko ważnych poziomów



## Czy ten tydzień przyniesie wzrost wahań EURPLN?

▪ Lepszy od oczekiwań odczyt indeksu Ifo oraz zgoda Niemiec na równoległe funkcjonowanie EFSF i ESM wspierały złotego na początku tygodnia. W konsekwencji, EURPLN spadł tymczasowo poniżej wskazywanego przez nas poziomu 4,14 i osiągnął 4,12. Awersja do ryzyka jaka w kolejnych dniach utrzymywała się na rynku spowodowała, że krajowa waluta traciła na wartości. W konsekwencji, w trakcie tygodnia EURPLN był blisko strefy oporu 4,17-4,18, której pomimo kilku prób nie udało się pokonać. Na rynku pojawiają się informacje, że przy ruchach kursu w górę BGK staje się bardziej aktywny niż zwykle i ogranicza potencjał do deprecjacji złotego.

▪ Warto zauważyć, że od połowy marca kolejne dołki kursu EURPLN są coraz wyżej, natomiast od góry notowania są ograniczane przez wspomniany obszar 4,17-4,18. Obszar pomiędzy linią wzrostową a tym oporem stopniowo zawęża się i w tym tygodniu może nastąpić wyraźniejsze wybicie i w ten sposób wyznaczony kierunek może utrzymać się w najbliższych tygodniach. W ostatnich tygodniach zależność notowań EURPLN od EURUSD znacznie wzrosła – chociaż nadal ma wyraźnie mniejszy wpływ na złotego niż sytuacja na peryferiach strefy euro – i jeśli w tym tygodniu nastąpi znaczny ruch euro do dolara, to może to być czynnik, który wywoła dodatkową zmienność EURPLN. Ważne poziomy na ten tydzień to 4,14 i 4,17-4,18.

## EURUSD blisko ważnego poziomu

▪ Niezłe nastroje z początku tygodnia pchnęły EURUSD do niemal 1,34, najwyższego poziomu od końca lutego. Tym samym kurs znalazł się blisko górnego ograniczenia trendu spadkowego jaki trwa od II kw. 2011. W kolejnych dniach na rynku dominowała awersja do ryzyka, ale ostatecznie euro zdołało odrobić poniesione straty (EURUSD spadł w trakcie tygodnia do 1,325) i kurs powrócił do 1,335.

▪ USDPLN spadł na początku tygodnia w pobliże ostatnich minimów, do 3,08. W kolejnych dniach, złoty osłabił się do 3,145 za dolara, ale ostatecznie USDPLN wyniósł 3,11.

▪ W tym tygodniu wpływ na notowania mogą mieć dane z Europy i USA. Istotne będą też minutes Fed; ryzyko wpływu na notowania niesie też konferencja po posiedzeniu EBC. W ostatnich tygodniach następowało stopniowe zamykanie krótkich pozycji na EURUSD (dane na koniec poprzedniego tygodnia wskazują, że było ich wtedy najmniej od listopada 2011), co sprawia, że potencjał do spadku kursu zwiększył się.

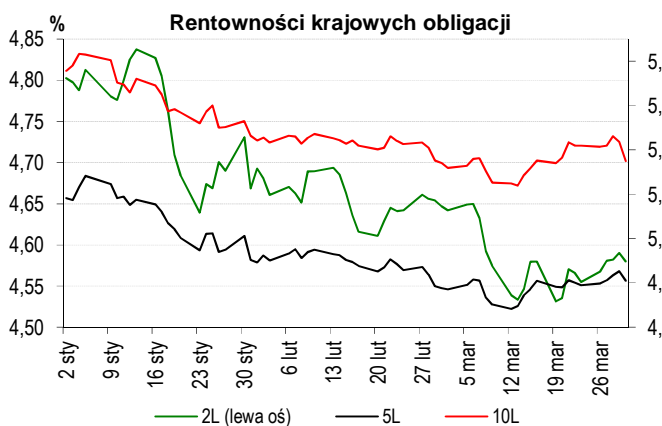
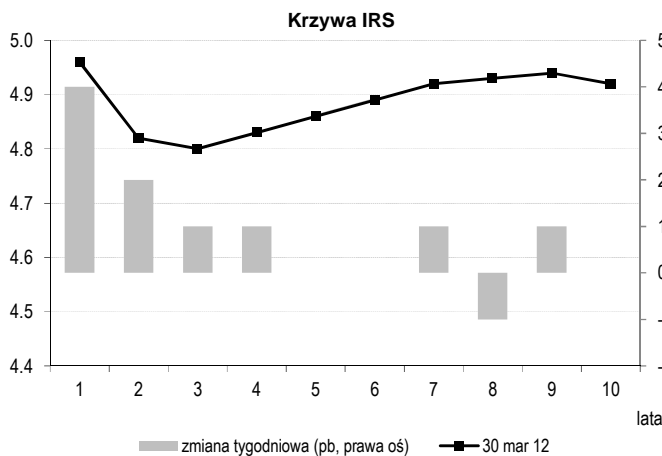
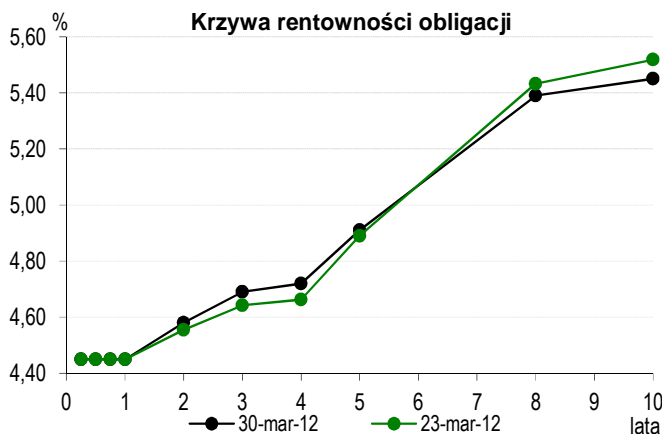
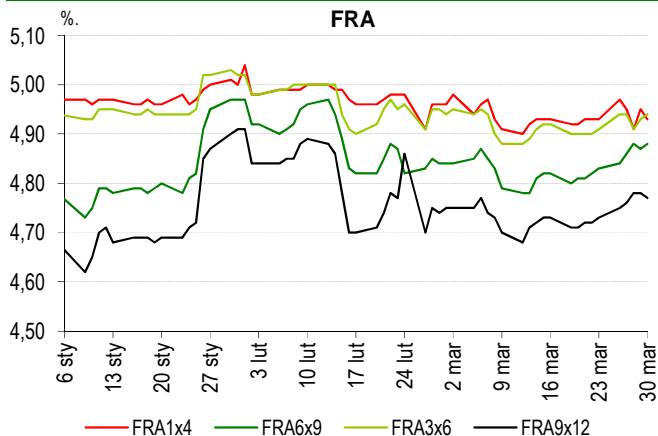
▪ EURCHF pozostał stabilny i kurs CHFPLN podążał w ślad notowań EURPLN. Złoty osłabił się do franka o 0,3%.

## EURHUF i EURCZK też blisko ważnych oporów

▪ Notowania na rynku forinta i czeskiej korony przebiegały w takt zmian globalnych nastrojów, podobnie jak EURPLN. Na przestrzeni tygodnia forint stracił do euro ok. 1,5%, a korona 1,1%.

▪ Obecnie EURHUF i EURCZK są – podobnie jak EURPLN – blisko istotnych poziomów oporu (odpowiednio 295 oraz 24,8). Sugeruje to, że w najbliższych tygodniach notowania walut w regionie CEE mogą przebiegać w podobny sposób i większy ruch też może nastąpić w tym samym momencie.

## Rynek stopy procentowej – Plany emisji SPW na II kwartał wspierające dla długiego końca krzywej



### Stawki krótkie wysoko w ostatnim tygodniu rezerwy

- W ostatnim tygodniu rezerwy krótkie stawki WIBOR (do 1 miesiąca) utrzymywały się powyżej 4,60%. W ramach piątkowej 7-dniowej operacji otwartego rynku banki zakupiły bony pieniężne o wartości 74,9 mld zł (mniej niż oferta w wysokości 90,50 mld zł).
- Bardzo stabilnie zachowywały się stawki WIBOR 1M+, o 1pb wzrost WIBOR 1M, pozostałe stawki pozostały na niezmiennym poziomie w porównaniu do ubiegłotygodniowego zamknięcia. Bardziej zmienny okazał się rynek FRA. To efekt wypowiedzi prezesa NBP, który schłodził oczekiwania na podwyżki stóp, ale również i na obniżki. W efekcie FRA 9x12 wzrosło w pobliże 4,80%, wskazując raczej na spadek WIBOR 3M w perspektywie nadchodzących miesięcy.

### Ograniczona podaż długiego końca krzywej

- Za nami kolejny tydzień stopniowych wzrostów rentowności wzdłuż krzywej. Lepsze od oczekiwań dane o sprzedaży detalicznej oraz wypowiedzi członków RPP (Hausner i Glapiński), że kwiecień może być dobrym momentem do podwyżki stóp ciążyły nad krótkim końcem i środkiem krzywej, przy relatywnie stabilnym długim końcu. Podaż na długim końcu krzywej pojawiła się w połowie tygodnia. Rentowność 10-latką wzrosła nieco powyżej 5,55%, aby w końcówce tygodnia ponownie obniżyć się poniżej tego poziomu.
- Nieco mniejsze wzrosty odnotowano w przypadku stawek IRS. 10-letni IRS oscylował wokół poziomu 4,95%, co przy nieznacznych zmianach rentowności 10-letniego benchmarku przyniosło stabilizację asset swap spreadu. Więcej działało się w sektorze 5 lat – asset swap spread rozszerzył się do około 7pb (wobec 3pb tydzień wcześniej), głównie w wyniku wzrostu rentowności 5-letniej obligacji.

- Opublikowany przez Ministerstwo Finansów plan podaży na II kw. znacząco nie odbiega od naszych oczekiwań. W okresie kwiecień – czerwiec Ministerstwo planuje podaż obligacji hurtowych o wartości 13,0-20,0 mld zł oraz bonów skarbowych 31-51 tyg. o wartości 3,0-6,0 mld zł. W ofercie będą również obligacje infrastrukturalne BGK o wartości do 2 mld zł. W samym kwietniu odbędą się dwa przetargi: zamiany oraz regularna aukcja OK0714 i PS1016 o wartości 5,0-9,0 mld zł. W związku z niepewną sytuacją rynkową resort finansów ograniczył podaż na długim końcu krzywej tylko do jednej aukcji w kwartale (maj), koncentrując podaż na krótkim na krótkim końcu i środku krzywej. Jest to czynnik wspierający długi koniec krzywej w nadchodzących tygodniach. Po publikacji tych danych rentowność 10-letniej obligacji spadła poniżej 5,50%.

### Uwaga inwestorów na kwietniowe posiedzenie RPP

- Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie posiedzenie RPP. Oczekujemy, że Rada pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie, utrzymując jednak „jastrzębią” retorykę. Taka decyzja jest oczekiwana, więc jej wpływ na rynek stopy powinien być raczej ograniczony. Uwaga inwestorów skoncentruje się na komunikacie i konferencji prasowej.
- W tym tygodniu odbędzie się również aukcja zamiany. Ministerstwo za odkupywane obligacje PS0412, OK0712 i OK1012 zaoferuje obligacje o zmiennym oprocentowaniu WZ0117 i WZ0121. Wyniki aukcji zamiany mogą determinować podaż na kolejnych aukcjach, w tym na kwietniowej aukcji OK0714 i PS1016, której rozliczenie przypada w dniu wykupu PS0412 i płatności odsetek.

---

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