

Tygodnik ekonomiczny

9 – 15 kwietnia 2012

Na przestrzeni minionego tygodnia następował stopniowy odwrót inwestorów od ryzykownych aktywów. Jednym z czynników wspierających ten trend były relatywnie jastrzębie minutes z marcowego posiedzenia Fed. Zdecydowana większość członków Komitetu Otwartego Rynku była przeciwna dodatkowemu rozluźnianiu polityki pieniężnej, o ile nie pogorszy się sytuacja gospodarcza w USA lub inflacja w tym kraju nie spadnie poniżej celu inflacyjnego. Kolejnym istotnym wydarzeniem, które miało negatywny wpływ na rynkowe nastroje była nieudana aukcja hiszpańskich obligacji, co wzmocniło obawy inwestorów o peryferia strefy euro i ich zdolność do realizacji planów konsolidacji fiskalnej. W wyniku powrotu inwestorów do bezpiecznych aktywów, kurs EURCHF spadł tymczasowo poniżej 1,20 po raz pierwszy od września 2011. W tych warunkach, złoty stosunkowo niewiele stracił do euro, choć chwilo testował kluczowy poziom oporu na 4,18. Wyraźniejsza deprecjacja została zanotowana w stosunku do dolara. Na krajowym rynku głównym wydarzeniem było zaostrenie tonu komunikatu RPP. Napisano w nim wprost, że jeśli nie pojawią się dane wskazujące na wyraźny spadek aktywności ekonomicznej w Polsce i nie poprawi się perspektywa powrotu inflacji do celu, to Rada rozważy zacieśnienie polityk pieniężnej. Nasze prognozy danych za marzec wskazują, że w maju powinno się udać uniknąć (niepotrzebnej) podwyżki stóp procentowych.

W nadchodzącym tygodniu, który będzie krótszy z powodu Świąt Wielkanocnych, opublikowane zostaną ważne dane z kraju oraz zagranicy. Oczekiwany przez nas spadek inflacji poniżej 4% może mieć pewien pozytywny wpływ na rynek stopy procentowej, choć RPP zasygnalizowała, że spodziewa się spadku i z perspektywy oceny szans na podwyżkę stóp w maju ważniejsze będą dane o produkcji i płacach. Publikacja danych o deficycie na rachunku obrotów bieżących powinna być neutralna dla rynku walutowego, choć naszym zdaniem w tym tygodniu może nastąpić większy ruch kursu EURPLN w górę. Z zagranicznych publikacji makro na uwagę zasługują odczyty z Chin (PKB, inflacja oraz bilans handlowy), które pokażą głębokość spowolnienia tamtejszej gospodarki i jaki wpływ ma na nią słabszy wzrost w Europie. Pogląd na poziom aktywności ekonomicznej na Starym Kontynencie uaktualnią natomiast dane o niemieckim eksporcie i produkcji przemysłowej w strefie euro.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS W-WA | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | PROGNOZA | | OSTATNIA WARTOŚĆ | |
|----------------------------------|------------|----------------------------|-------|----------|--------|---------------------|--------|
| | | | | RYNEK | BZWBK | | |
| PONIEDZIAŁEK (9 kwietnia) | | | | | | | |
| | PL, GB, DE | Wielkanoc | | | | | |
| 3:30 | CN | CPI | III | % r/r | 3,3 | - | 3,2 |
| 10:30 | EZ | Indeks Sentix | IV | pkt | -8,1 | - | -8,2 |
| WTOREK (10 kwietnia) | | | | | | | |
| 8:00 | DE | Eksport | II | % m/m | -1,4 | - | 2,3 |
| - | CN | Bilans handlowy | III | mld \$ | -1,3 | - | -31,5 |
| ŚRODA (11 kwietnia) | | | | | | | |
| 14:30 | US | Ceny importu | III | % m/m | 0,8 | - | 0,4 |
| 20:00 | US | Beżowa Księga Fed | | | | | |
| CZWARTEK (12 kwietnia) | | | | | | | |
| 11:00 | EZ | Produkcja przemysłowa | II | % m/m | -0,2 | - | 0,2 |
| 14:00 | PL | Eksport | II | mld € | 11 516 | 11 355* | 11 276 |
| 14:00 | PL | Import | II | mld € | 12 454 | 12 174* | 12 106 |
| 14:00 | PL | Saldo obrotów bieżących | II | mld € | -1335 | -1298* | -1831 |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | tyg. | tys. | 355 | - | 357 |
| 14:30 | US | Bilans handlowy | II | mld \$ | -52,0 | - | -52,6 |
| PIĄTEK (13 kwietnia) | | | | | | | |
| 4:00 | CN | PKB | I kw. | % r/r | 8,3 | - | 8,9 |
| 4:00 | CN | Produkcja przemysłowa | III | % r/r | 11,5 | - | 11,4 |
| 14:00 | PL | CPI | III | % r/r | 3,9 | 3,8 | 4,3 |
| 14:00 | PL | Podaż pieniądza | III | % r/r | 10,0 | 10,6 | 12,6 |
| 14:30 | US | Bazowy CPI | III | % m/m | 0,2 | - | 0,1 |
| 15:55 | US | Wstępny Michigan | IV | pkt | 76,2 | - | 76,2 |

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet *prognoza po danych za IV kw. 2011

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

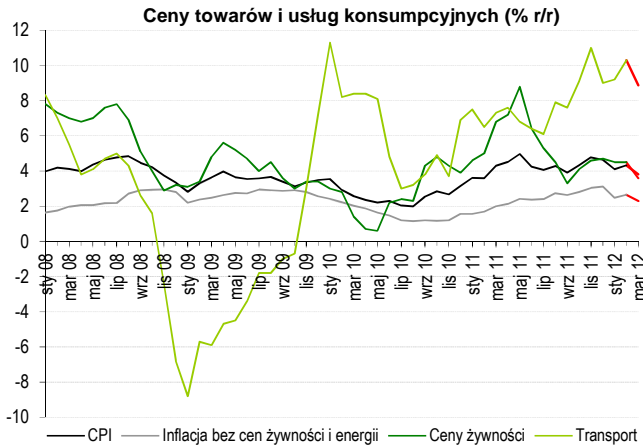
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

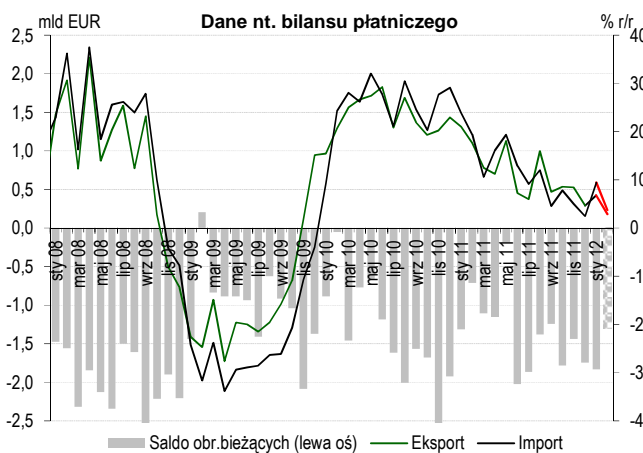
Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Spadek inflacji poniżej 4%



- Nasza prognoza wskazuje na nieco większy spadek CPI niż tego oczekuje rynek. Obniżenie się w marcu rocznego tempa wzrostu cen będzie wynikiem głównie efektu bazy z zeszłego roku (kiedy ceny wzrosły o niemal 1% m/m w wyniku wyraźnego wzrostu cen żywności, paliw i odzieży).
- Zdecydowaliśmy się na podniesienie ścieżki inflacyjnej na ten rok z powodu wyraźnego wzrostu cen paliw i jajek, jak również zmiany struktury wag koszyka inflacyjnego i przeliczenia zeszłorocznych wskaźników inflacji według nowych wag. Obecnie oczekujemy średniego CPI 3,9% r/r w stosunku do 3,7% r/r prognozowanego w marcu.
- Oczekujemy, że inflacja bazowa w kolejnych miesiącach ustabilizuje się nieco poniżej 2,5% r/r.
- Więcej szczegółów nt. naszych prognoz oraz zmian ich dotyczących można znaleźć w naszym kwietniowym raporcie miesięcznym „Inflacyjny kogel-mogel”.



- Naszym zdaniem, dane o handlu zagranicznym pokażą, że w lutym miało miejsce wyraźne obniżenie się rocznego tempa wzrostu eksportu i importu. Wsparciem dla naszej prognozy są rozczarowujące dane o produkcji przemysłu za luty oraz kolejne sygnały wskazujące na postępujące spowolnienie europejskiej gospodarki.
- Oczekujemy, że deficyt na rachunku obrotów bieżących był nieco mniejszy niż się tego spodziewa rynek. Byłby to pierwszy pozytywny sygnał po styczniowych danych oraz zrewidowanym w górę odczycie za IV kw. 2011.
- Obniżenie się deficytu w stosunku do stycznia wynikało w naszej opinii z dodatniego salda na rachunku transferów bieżących (w pierwszym miesiącu roku było ono ujemne). Poza tym, korzystnie wpłynęły nieznaczny spadek deficytu w handlu i w saldzie dochodów oraz lekki wzrost nadwyżki w usługach.

Ostatni tydzień w gospodarce – Wzrosło ryzyko podwyżki stóp

Wybrane fragmenty z kwietniowego komunikatu RPP

W ocenie Rady, W krótkim okresie inflacja – mimo oczekiwanego pewnego obniżenia – prawdopodobnie pozostanie powyżej celu inflacyjnego. Do utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie przyczyni się wcześniejsze osłabienie złotego oraz utrzymujące się wysokie ceny surowców, które mogą prowadzić do dalszego wzrostu cen energii. W tym samym kierunku będzie oddziaływała również wysoka dynamika cen regulowanych.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie. Rada nie wyklucza w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby utrzymały się korzystne sygnały dotyczące kształtowania się aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie uległy poprawie. W ocenie Rady oczekiwana niewielka skala spowolnienia polskiej gospodarki w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej zwiększa prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji w średnim okresie powyżej celu. Z związku z powyższym w najbliższym okresie Rada rozważy zacieśnienie polityki pieniężnej, o ile nie pojawią się sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywę powrotu inflacji do celu nie ulegną poprawie.

- RPP zgodnie z oczekiwaniami utrzymała stopy NBP bez zmian, referencyjna dalej wynosi 4,50%. Parametry polityki monetarnej pozostają stabilne od połowy 2011.
- Najistotniejsza zmiana w komunikacie dotyczyła jego końcowego fragmentu, w którym napisano, że zwiększyło się prawdopodobieństwo utrzymania inflacji powyżej celu w średnim okresie, w związku z czym „w najbliższym okresie Rada rozważy zacieśnienie polityki pieniężnej (...)”.
- Po tym posiedzeniu Rady zwiększyło się ryzyko podwyżki stóp, a o łagodzeniu polityki pieniężnej można zapomnieć. Trudno określić warunki, które musiałyby wystąpić, aby do podwyżki nie doszło. Wydaje nam się, że prognozowane przez nas wyraźne spowolnienie dynamiki płać i produkcji w marcu wciąż czyni scenariusz podwyżek mniej prawdopodobnym. W scenariuszu bazowym wciąż zakładamy więc stopy bez zmian do końca roku.

Cytat tygodnia – Żeby nie zabrakło jaj

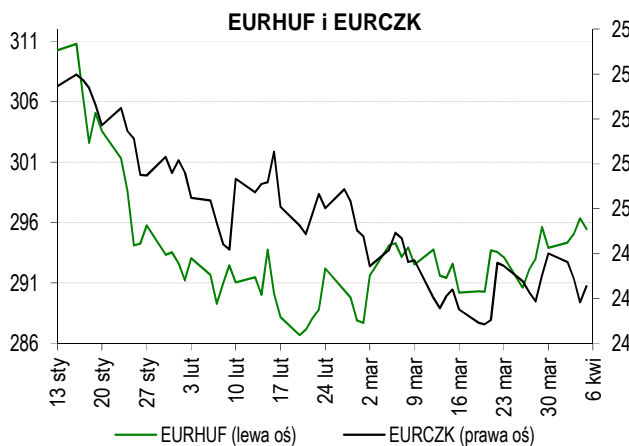
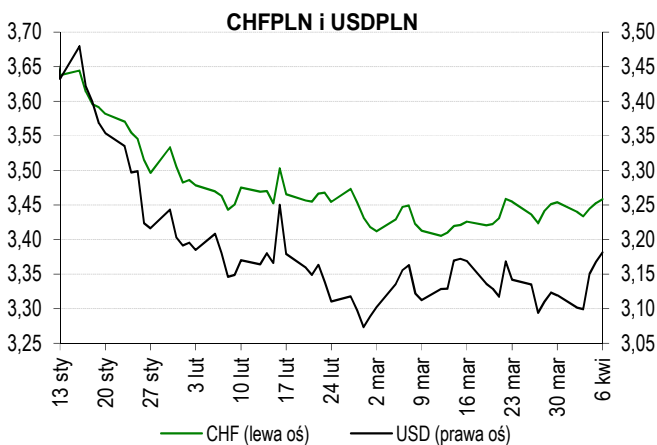
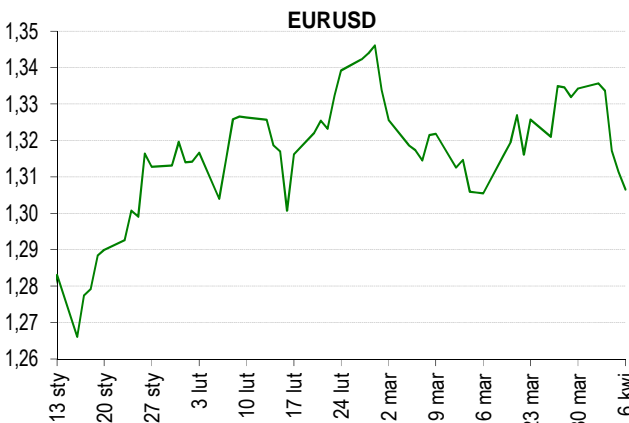
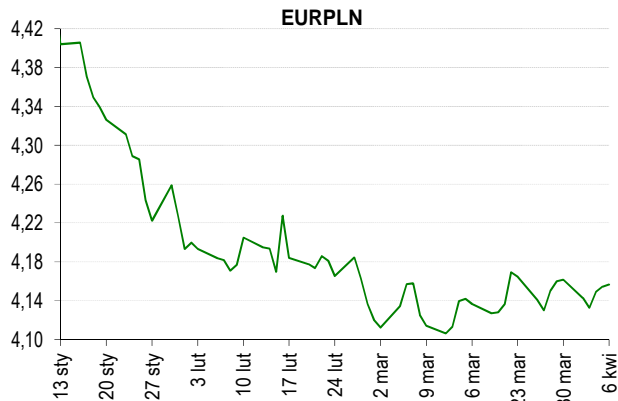
Marek Belka, prezes NBP, konferencja RPP, 4 kwietnia, Reuters

Ja w ogóle mam wrażenie, że obserwatorzy działań NBP nie byli skłonni dać wiary naszym niepokojom w związku z utrzymującą się uporczywą inflacją, znacznie wyższą od poziomu tolerancji RPP. (...) Chcieliśmy wyraźnie zakomunikować, że poważnie rozważamy możliwość podniesienia stóp. Oczywiście to jest zależne od stanu polskiej gospodarki. Nic nie jest wryte w kamieniu, ale proszę mi wierzyć – zbliżamy się do tego bardzo zdecydowanie. Nie ma co mówić o prawdopodobieństwie obniżek [stóp].

Życzę Państwu, żeby jaj nie zabrakło, w każdym tego słowa znaczeniu.

Prezes NBP powiedział, że zaostrenie tonu komunikatu wynikało z tego, że obserwatorzy działań banku centralnego „nie byli w stanie dać wiary” zaniepokojeniu Rady wysoką inflacją. Niemniej, decyzja będzie uzależniona od stanu gospodarki i napływających danych. Belka zaznaczył, że w najbliższym czasie miesięczne dane inflacyjne będą miały relatywnie mniejsze znaczenie, natomiast RPP będzie się przyglądać, co tak naprawdę dzieje się w gospodarce. Prezes NBP wyjaśnił, że część członków Rady perspektywę gospodarki widzi w znacznie bardziej optymistycznie, a zapowiadane spowolnienie wraz z upływem czasu „wydaje się coraz mniej dramatyczne”. Brak podwyżki już na kwietniowym posiedzeniu uzasadnił właśnie pragnieniem Rady, aby upewnić się co do tendencji w gospodarce.

Rynek walutowy – Koniec trendu bocznego EURPLN?



4,18 może zostać przebite w tym tygodniu

W minionym tygodniu EURPLN testował oba wskazane przez nas tydzień temu poziomy. Najpierw, kiedy na rynku panował jeszcze całkiem niezły nastrój kurs spadł na chwilę poniżej 4,14 (do ok. 4,125). W kolejnych dniach, w wyniku pogorszenia nastrojów, krajowa waluta traciła na wartości. W rezultacie, EURPLN testował istotny poziom oporu na 4,18. Jastrzębi komunikat RPP miał jedynie tymczasowy korzystny wpływ na złotego. W tygodniowym rozrachunku, kurs w dalszym ciągu przebywa w formacji trójkąta, jaka na wykresie kształtuje się od początku marca.

Ostatnie sesje pokazały, że faktycznie wskazywany przez nas tydzień temu wzrost zależności pomiędzy notowaniami EURPLN a EURUSD ma miejsce. Fale osłabienia złotego do euro były inicjowane przez głębokie spadki głównej pary walutowej świata.

Notowania kursu EURPLN nadal stopniowo się zawężają pomiędzy dolnym i górnym ograniczeniem formacji trójkąta. Miniony tydzień nie przyniósł jeszcze wyraźnego ruchu, ale wciąż oczekujemy, że wkrótce na rynku złotego skończy się trend boczny. Nadal uważamy, że bardziej prawdopodobna jest deprecjacja złotego. Teoretyczny zasięg wzrostu kursu EURPLN po przebicciu oporu na 4,17-4,18 to ok. 4,26, ale wg nas poziom ten nie zostanie osiągnięty w kwietniu.

Spadło ryzyko wzrostów EURUSD

Tylko na samym początku minionego tygodnia EURUSD utrzymywał się blisko najwyższego poziomu od 5 tygodni. W kolejnych dniach, w wyniku ograniczenia oczekiwań na kolejną rundę stymulacji gospodarki USA i obaw o peryferia strefy euro, dolar dynamicznie umacniał się w stosunku do wspólnej waluty. W rezultacie, kurs spadł do niemal 1,30, najniższego poziomu od 3 tygodni. Oddalił się tym samym od górnego ograniczenia trendu spadkowego trwającego od II kw. 2011 i tym samym ryzyko znacznych wzrostów w najbliższych tygodniach spadło.

W wyniku lekkiego wzrostu kursu EURPLN, a zwłaszcza znacznego spadku EURUSD, złoty stracił do dolara 2,3%. Kurs USDPLN osiągnął 3,20, najwyższy poziom od połowy marca. W notowaniach tego kursu od początku ubiegłego miesiąca utrzymuje się trend boczny, obecnie notowania są bliżej górnego jego ograniczenia. Kurs EURUSD zbliżył się do lokalnego minimum na 1,30 i od tego jak zachowa się w stosunku do tego poziomu będą zależały notowania złotego do dolara.

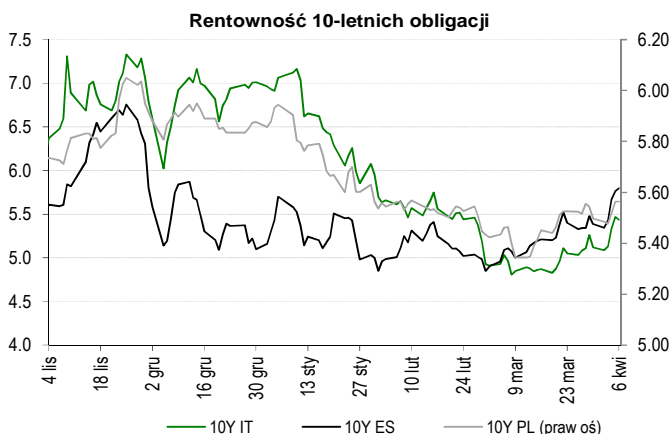
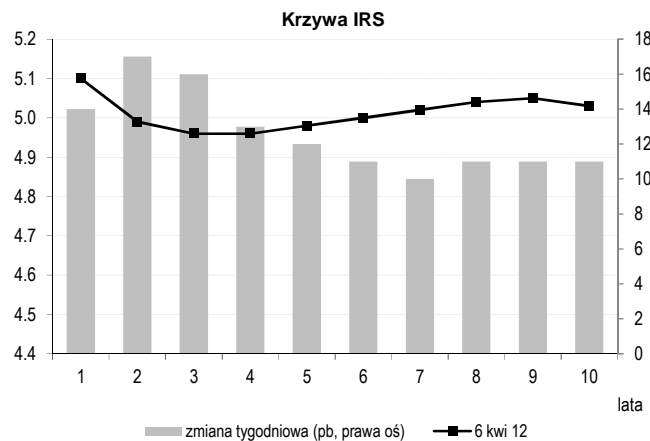
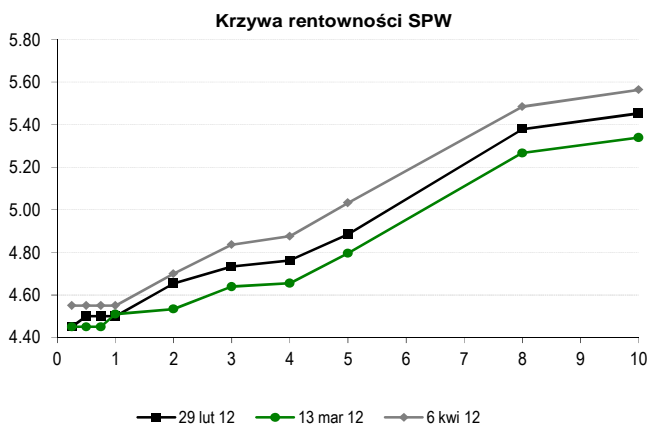
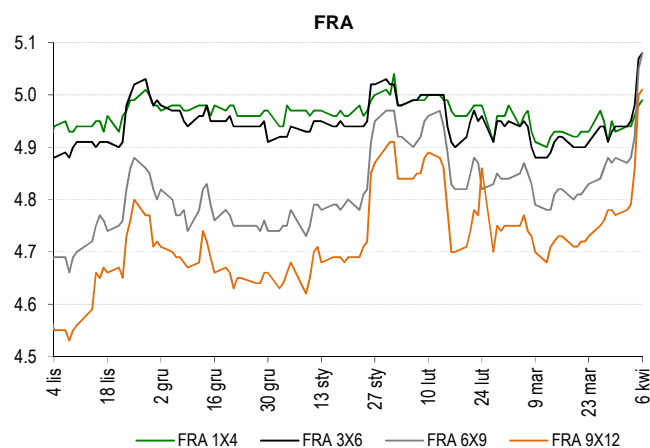
Nieco mniej w minionym tygodniu złoty stracił w stosunku do franka szwajcarskiego (0,6%), chociaż tymczasowo – w wyniku spadku EURCHF poniżej 1,20 – był już słabszy o ponad 1,3%. Wg nas, szwajcarski bank centralny nie tylko będzie z determinacją bronił franka przed umocnieniem, ale należy się nawet liczyć z możliwością podniesienia minimalnego parytetu EURCHF, obecny kurs waluty nadal jest bowiem uważany przez SNB za przewartościowany.

EURHUF blisko ważnego oporu

Wysoka awersja do ryzyka wywarła wyraźną negatywną presję na notowania węgierskiej waluty. EURHUF znalazł się nieco powyżej 295, a więc blisko szczytów z początku i końca marca. Z punktu widzenia analizy technicznej kurs ten jest w takiej samej sytuacji jak EURPLN.

Czeska korona pozostała stabilna, korzystała ze swojego statusu „bezpiecznej przystani” regionu CEE.

Rynek stopy procentowej – Wzrost stawek po Radzie. Spadek po danych?



Po decyzji RPP wyraźny wzrost stawek FRA...

- Miniony tydzień na rynku pieniężnym upłynął na dostosowaniu się do nowej sytuacji po śródowym posiedzeniu RPP, po którym znacząco wzrosło ryzyko podwyżki stóp. O ile stawki WIBOR pozostały relatywnie stabilne (wzrost tylko o 1pb), to znaczący wzrost odnotowano wzdłuż krzywej FRA. Stawki FRA na dłuższe tenory (zaczynając od 3 miesięcy) wzrosły powyżej poziomu 5% (w skali dziennej wzrost wyniósł ponad 10pb), podczas gdy FRA1x4 utrzymało się nieco poniżej (wzrost wyniósł tylko 2pb).

- Rynek FRA wskazuje, że w perspektywie do roku stawki WIBOR3M ustabilizują się, a stawki krótkoterminowe znajdują się nieco powyżej obecnego poziomu WIBOR3M.

... oraz rentowności obligacji i IRS

- Po spokojnym rozpoczęciu tygodnia, kolejne dni przyniosły intensyfikację pogorszenia nastrojów. Był to z jednej strony wynik obaw o sytuację w krajach peryferyjnych (inwestorzy poddają w wątpliwość osiągnięcie parametrów fiskalnych przez Hiszpanię, co uwidoczniło się w słabej aukcji długu tego kraju), a z drugiej strony efekt wzrostu ryzyka podwyżki stóp procentowych po kwietniowym posiedzeniu Rady. W konsekwencji rentowność obligacji 2-letnich wzrosła w kierunku 4,70%, a 5-letnich powyżej 5%. W przypadku 10-letniego benchmarku rentowność zbliżyła się do 5,60%.

- Jeszcze większe dynamiki zmian były widoczne na krzywej IRS, w tym stawka 10-letnia wzrosła powyżej 5% po raz pierwszy od początku stycznia.

- Wyniki czwartkowej aukcji zamiany (MF sprzedał obligacje WZ o wartości około 8 mld zł) nie miały istotnego wpływu na rynek, jednak mają istotną wartość informacyjną w średnim terminie (poprzez wpływ na poziom potrzeb pożyczkowych brutto). Po przeprowadzeniu aukcji zamiany potrzeby pożyczkowe brutto są sfinansowane w około 54%, co daje duży komfort przy przeprowadzeniu kolejnych aukcji, choć nie wydaje nam się aby oferta na kwietniowy przetarg (plan: 5,0-9,0 mld zł) uległa większym zmianom.

Uwaga inwestorów na publikowane dane makro

- Przed nami krótszy tydzień ze względu na przerwę świąteczną. W oczekiwaniu na krajowe dane notowania będą pod wpływem sytuacji na rynkach globalnych. Kalendarz danych makro rozpoczyna się od publikacji danych o bilansie płatniczym za luty (czwartek), a następnie są wskaźnik inflacji CPI i podaż pieniądza M3 (piątek). Spodziewamy się, że spadek inflacji poniżej 4% r/r może w krótkim terminie dać nieco wytchnienia na krótkim końcu krzywej, choć z punktu widzenia majowej decyzji RPP ważniejsze będą dane o placach i produkcji, których publikacja zaplanowana jest na kolejny tydzień.

- Na dłuższy koniec krzywej większe przełożenie w tym tygodniu (poprzez reakcję złotego) mogą mieć dane o bilansie płatniczym. Nasza prognoza deficytu jest nieco niższa niż konsensus rynkowy, choć kluczem do zmian mogą okazać się dane o deficycie handlowym.

- Rynek długu wciąż pozostaną pod presją sytuacji w krajach peryferyjnych strefy euro, co może ciążyć przede wszystkim na długim końcu krzywej rentowności. Dalszy ewentualny wzrost rentowności długu Włoch i Hiszpanii może wpłynąć na globalne podejście do ryzyka i notowania polskiego rynku długu.

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