

Tygodnik ekonomiczny

21 – 27 stycznia 2013

Trudno wyróżnić jedno wydarzenie minionego tygodnia, które miało decydujący wpływ na globalny rynek. Udane emisje długu przez Hiszpanię i Włochy przeplatały się z obniżeniem prognoz wzrostu PKB m.in. dla strefy euro przez Bank Światowy oraz danymi wskazującymi, że niemiecki PKB skurczył się w IV kw. 2012. W obliczu zmieniających się nastrojów na świecie, na krajowym rynku notowania przebiegały w trendzie bocznym. EURPLN wahał się w pobliżu 4,13, a rentowności obligacji oscylowały blisko poziomów osiągniętych po osłabieniu z początku roku. Dopiero piątkowa publikacja serii słabych danych z krajowej gospodarki uruchomiła wyraźną korektę na rynku walutowym (EURPLN osłabił się o ok. 5 groszy do 4,16). Rynek obligacji zdyskontował słabe odczyty przed ich publikacją.

Miniony tydzień przyniósł serię wypowiedzi członków RPP, sugerujących, że Rada nie zrobi przerwy w cyklu i zdecyduje się na kolejną obniżkę stóp procentowych na nadchodzącym posiedzeniu. Jest to zgodne z naszym bazowym scenariuszem, zakładającym obniżkę o 25 pb w lutym. Warto wspomnieć, że przed lutowym posiedzeniem RPP będzie znała już wstępne szacunki PKB za 2012 r.

Publikacje indeksów aktywności ekonomicznej w strefie euro oraz Niemczech przyciągną zapewne największą uwagę inwestorów w tym tygodniu. W ostatnich miesiącach PMI oraz Ifo ustabilizowały się, co świadczy o tym, że tempo pogarszania się koniunktury osłabło, na co zwrócono uwagę w ostatnim komunikacie EBC. Jeżeli indeksy ponownie wzrosną (czego rynek oczekuje), to wówczas rozbudzi to zapewne nadzieje inwestorów na to, że kolejne miesiące też będą stały pod znakiem poprawy sytuacji. Powinno to sprzyjać ryzykownym aktywom. Spotkania Eurogrupy oraz ECOFIN będą za to okazją dla europejskich polityków do wypowiedzenia się na temat perspektyw dla gospodarki strefy euro i szans na zakończenie kryzysu zadłużeniowego. Po bardzo licznych publikacjach danych krajowych w minionym tygodniu, najbliższe dni będą pod tym względem znacznie uboższe. Wydaje nam się jednak, że ostatnie publikacje danych powinny wciąż wpływać na notowania krajowych aktywów. W centrum uwagi znajdzie się również aukcja nowej serii 2-latki OK0715 oraz 5-latki PS0418. Sytuacja płynnościowa (wykup OK0113 i płatności odsetek od serii WZ) oraz oczekiwania na lutową redukcję stóp powinny wspierać aukcję, na której spodziewamy się solidnego popytu. Potencjał do spadku EURPLN poniżej 4,13 wydaje nam się w najbliższych dniach ograniczony.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (21 stycznia)							
		Spotkanie Eurogrupy					
	US	Dzień wolny					
WTOREK (22 stycznia)							
12:00	DE	Indeks ZEW	I	pkt	12,0	-	6,9
16:00	US	Sprzedaż domów	XII	mln	5,08	-	5,04
ŚRODA (23 stycznia)							
		Spotkanie ECOFIN					
11:00	PL	Aukcja obligacji OK0715/PS0418					
16:00	EZ	Indeks nastrojów konsumentów	I	pkt	-26,0	-	-26,6
CZWARTEK (24 stycznia)							
2:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	I	pkt	-	-	51,5
9:28	DE	Wstępny PMI – przemysł	I	pkt	46,8	-	46,0
9:58	EZ	Wstępny PMI – przemysł	I	pkt	46,5	-	46,1
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	350	-	335
16:00	US	Wskaźnik wyprzedzający	XII	% m/m	0,3	-	-0,2
PIĄTEK (25 stycznia)							
11:00	DE	Indeks Ifo	I	pkt	103,0	-	102,4
10:30	GB	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	0,2	-	0,0
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	XII	tys.	385	-	377

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

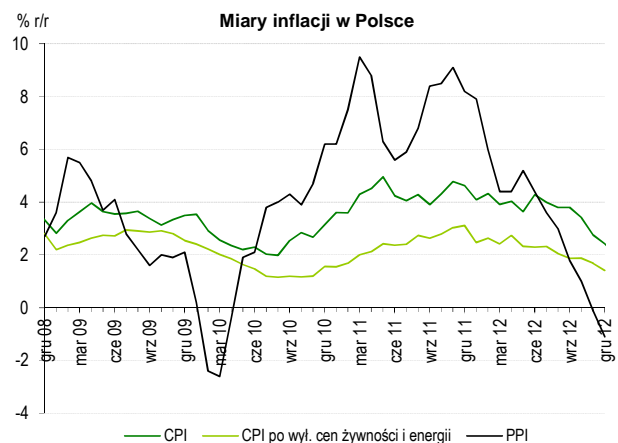
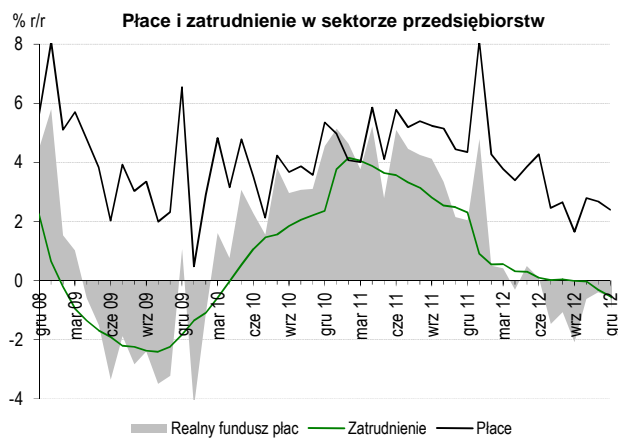
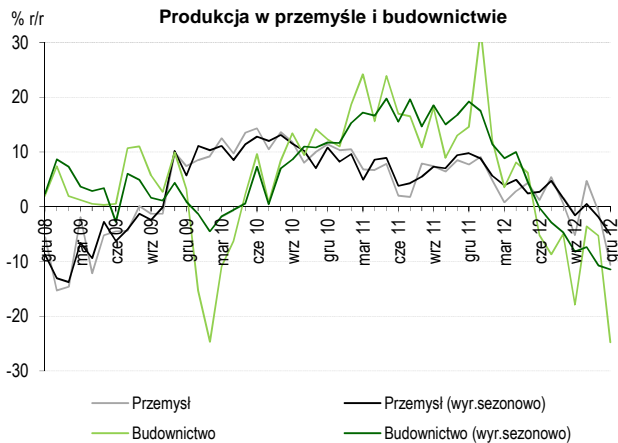
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Tendencje spadkowe dominują



Załamane produkcji

Tak jak oczekiwaliśmy, dane o produkcji przemysłowej za grudzień pokazały dwucyfrowy spadek o ponad 10% r/r. Co więcej, wynik znacznie gorszy od prognoz zanotowała produkcja budowlano-montażowa (ok. -25% r/r). Dane były co prawda pod wpływem mniejszej liczby dni roboczych (o dwa mniej niż przed rokiem), jednak tempo wzrostu produkcji po korekcie również pokazało mocne spadki. W sumie, w całym IV kwartale wzrosty produkcji w obu sektorach były słabsze niż w poprzednim, potwierdzając naszą prognozę dalszego hamowania tempa wzrostu gospodarczego.

... dalsze osłabienie na rynku pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło w grudniu o 0,5% r/r, nieco mocniej niż oczekiwano. W ujęciu miesięcznym liczba zatrudnionych zmniejszyła się o 23 tys. i był to najmocniejszy spadek od marca 2009 r. Od stycznia zatrudnienie w sektorze firm spadło łącznie o 77 tys., zatem cały rok 2012 był dla rynku pracy jednym z najsłabszych w ciągu kilku ostatnich lat. Naszym zdaniem, popyt na pracę będzie wciąż spadał w najbliższych miesiącach.

Wzrost przeciętnych wynagrodzeń wyniósł w grudniu 2,4% r/r i był nieco powyżej prognoz. Realny wzrost funduszu płac był jednak nadal poniżej zera, co wspiera prognozę słabego wzrostu konsumpcji prywatnej w ostatnim kwartale 2012.

... i szybki spadek inflacji

Inflacja CPI spadła w grudniu do 2,4% r/r i po raz pierwszy od sierpnia 2010 znalazła się poniżej oficjalnego celu NBP. Mimo sporego wzrostu cen żywności, w pozostałych kategoriach nie widać śladu presji inflacyjnej, czego odzwierciedleniem był kolejny mocny spadek inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i paliw do 1,4% r/r. Spadły też pozostałe trzy miary inflacji bazowej (obecnie już żaden ze wskaźników nie przekracza poziomu celu inflacyjnego). Dynamika PPI spadła do -1,1% r/r, znacznie mocniej od oczekiwań. Dane pokazują słabość presji inflacyjnej po stronie kosztowej w sektorze przedsiębiorstw.

Bilans handlowy znowu na minusie

W listopadzie nastąpił mocny wzrost deficytu obrotów bieżących (-1,5 mld €, prawie dwukrotnie więcej niż w październiku), do czego przyczyniło się m.in. pogorszenie salda obrotów towarowych. Fakt, że po dwóch miesiącach nadwyżki handlowej zanotowano ponownie dość znaczny deficyt (-394 mln €) wynikał z głębszego od prognoz osłabienia eksportu i wyższego od przewidywań importu. Należy się spodziewać, że dane za grudzień, kiedy liczba dni roboczych była o dwa mniejsza niż rok wcześniej, a produkcja przemysłowa zanotowała bardzo głęboki spadek, pokażą znacznie obniżoną wartość handlu zagranicznego.

Cytat tygodnia – Przerwy w lutym nie będzie

Adam Glapiński, członek RPP, PAP, 14.01

Czas obniżek dobiegł końca w styczniu lub dobiegnie końca w lutym. Przestrzeń do obniżek stóp kończy się na 4,0%, może 3,75%. (Grudniowe dane) będą przesądzające, jeśli chodzi o ewentualną obniżkę (w lutym).

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, Reuters, 14.01, 15.01

Odpowiedni przedział stóp znajduje się między 3,0% a 3,5% (...) Jednorazowe cięcie stóp głębsze niż 25 pb byłoby wybiciem się z obecnego cyklu obniżek stóp i mogłoby być sygnałem niezrozumiałym.

Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, Reuters, 15.01, 18.01

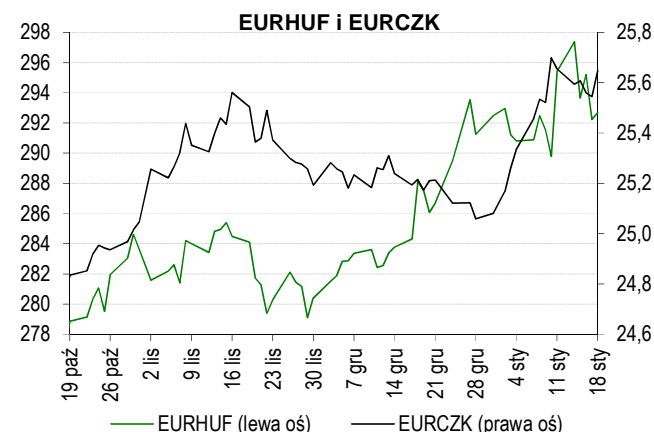
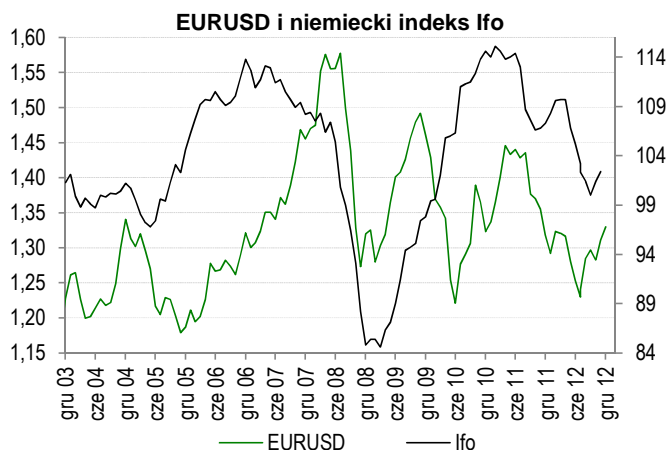
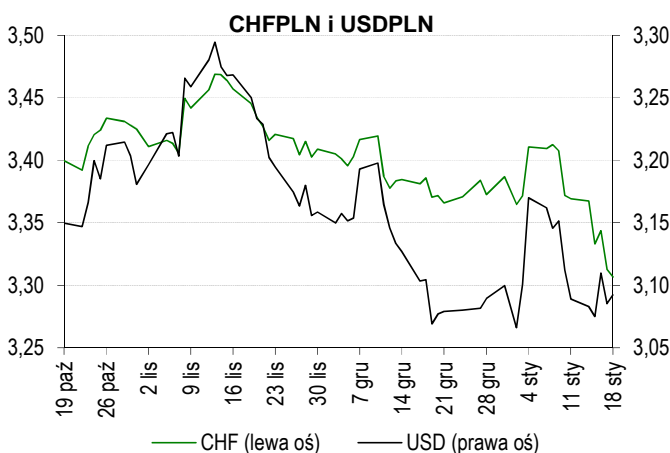
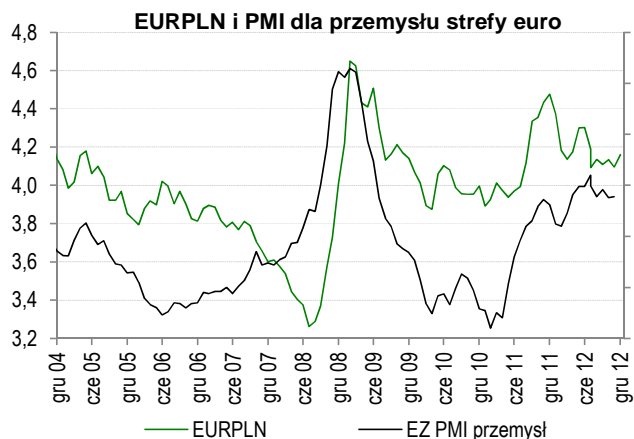
Kolejne kroki nie powinny być dokonywane w większych ruchach niż 25 pb. Jakaś przerwa pewnie będzie, ale ja nie sądzę, żeby to była przerwa lutowa.

Jerzy Hausner, członek RPP, Reuters, 18.01

Rada nie wyklucza kolejnych obniżek stóp. Czy to się może stać już w lutym, tego Rada także nie wykluczyła i ja pod tymi sformułowaniami mogę się podpisać.

W ostatnim komunikacie po posiedzeniu RPP zdecydowała się złagodzić zdanie dotyczące zapowiedzi dalszych cięć, co miało zasugerować możliwość przerwy lub rychłego zakończenia cyklu. Jednocześnie, członkowie uzależnili swoją decyzję w lutym od danych za grudzień. Jak już wiemy były one zdecydowanie gołębie i naszym zdaniem skłonią członków RPP do obniżenia stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu. Swoje poparcie dla takiego ruchu zasugerowali nawet A.Glapiński i J.Hausner – dotychczas raczej mniej chętni obniżkom. Trudno spodziewać się ruchów głębszych niż 25 pb gdyż nawet według gołębich członków Rady byłoby to niezrozumiałe wybicie z cyklu. Uważamy, że w marcu Rada obetnie stopy jeszcze raz, po zapoznaniu się z nową projekcją NBP. Prawdopodobieństwo takiego ruchu jest jednakże nieco mniejsze niż w lutym – swoje poparcie może wycofać np. Glapiński, który widzi zbliżający się koniec obniżek. Z drugiej strony, dzięki znacznemu spadkowi inflacji (poniżej 2% już w I kw.) inni członkowie mogą wesprzeć kontynuację cyklu obniżek (np. Kaźmierczak).

Rynek walutowy – Złoty słabszy pod wpływem krajowych danych

**Po kiepskich danych EURPLN najwyżej od listopada**

▪ EURPLN pozostawał od początku tygodnia w przedziale 4,10-4,13. Warto zauważyć, iż złoty nie umacniał się nawet w okresach powrotu dobrego nastroju na rynek. Sugerować to może, że w wyniku wypowiedzi z rządu oraz NBP o szkodliwości dalszej aprecjacji złotego dla gospodarki oraz z powodu możliwych kolejnych obniżek stóp potencjał do umocnienia krajowej waluty jest ograniczony.

▪ W wyniku słów prezesa EBC o tym, że sytuacja na rynku znormalizowała się w ostatnich tygodniach, euro zaczęło się umacniać nie tylko do dolara, ale także do postrzeganego jako „bezpieczna przystań” franka szwajcarskiego. Dzięki temu pozytywnemu komentarzowi ze strony Draghiego, w kolejnych dniach kurs EURCHF osiągnął poziom ponad 1,255, co jest najwyższym poziomem od maja 2011. Dzięki temu, za franka płaciło się przez chwilę ok. 3,26 zł, najmniej od lipca 2011.

▪ Na koniec tygodnia EURPLN przebił strefę oporu 4,13-4,14 w reakcji na publikację gorszych od konsensusu danych o produkcji przemysłowej i wyższego od prognoz deficytu na rachunku obrotów bieżących. Kurs wzrósł powyżej 4,16 i osiągnął najwyższy poziom od drugiej połowy listopada.

▪ Przebicie strefy oporu na 4,14-4,13 nie oznacza jeszcze, że na rynku EURPLN przestanie panować trend boczny. Po danych o produkcji kurs zbliżył się bowiem do kolejnego oporu na 4,16-4,18 i nadal pozostaje poniżej maksimum z przełomu sierpnia i września (prawie 4,22). Fakt, że kurs EURUSD nie pokonał 1,34 i w kolejnych dniach może się zbliżyć do 1,326 sprawia – razem ze wzrostem oczekiwań na obniżki stóp przez RPP po danych o krajowej produkcji – że potencjał do spadku kursu EURPLN poniżej 4,13 jest w najbliższych dniach ograniczony.

EURUSD stabilny na wysokim poziomie

▪ Na samym początku minionego tygodnia kurs EURUSD kontynuował dynamiczne wzrosty zainicjowane w trakcie konferencji prasowej po posiedzeniu EBC. W konsekwencji, kurs przekroczył chwilowo 1,34 i osiągnął najwyższy poziom od marca 2012. W kolejnych dniach wahał się w przedziale 1,326-1,34.

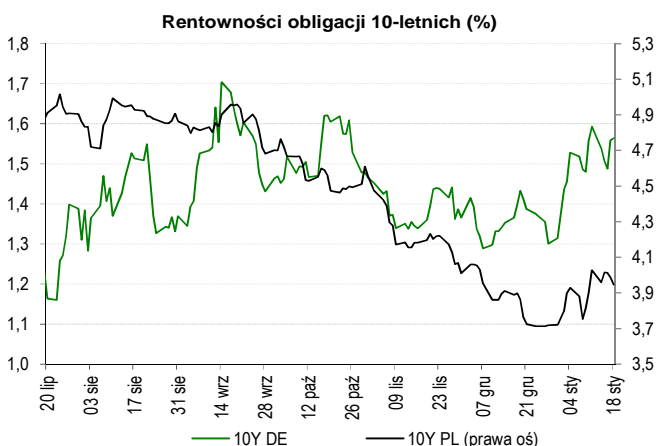
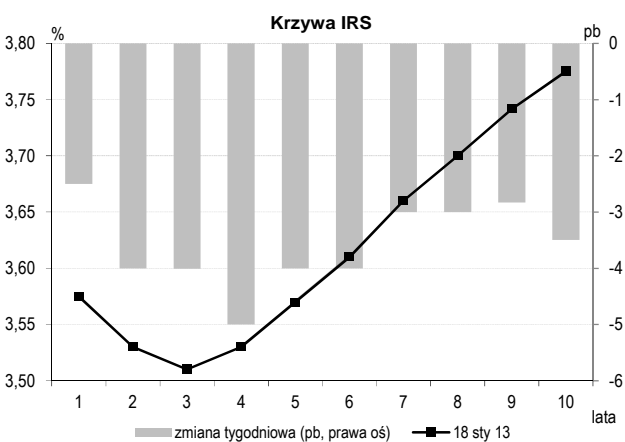
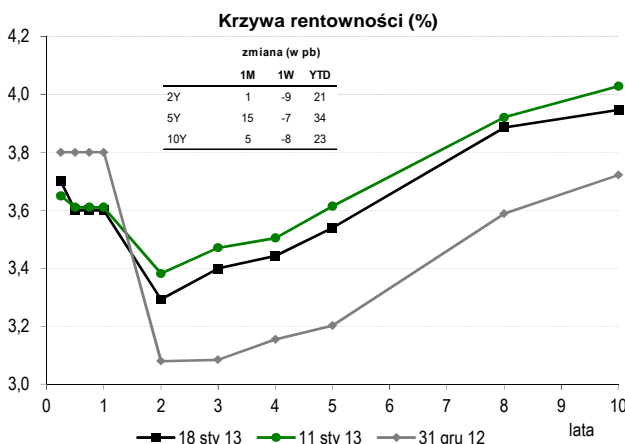
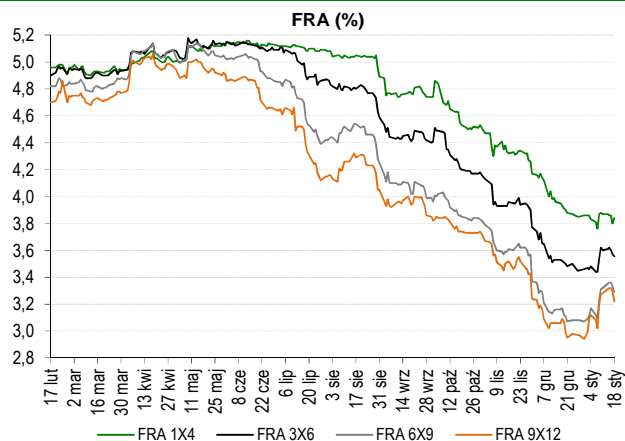
▪ W tym tygodniu największy wpływ na notowania będzie prawdopodobnie miała ocena perspektyw dla europejskiej gospodarki. Dotychczasowe kwartalne wyniki firm z USA były lepsze od oczekiwań i jeśli indeksy koniunktury także pozytywnie zaskoczą, wtedy optymizm może zagościć na rynku na dłużej.

▪ Przedział wahań dla kursu EURUSD na najbliższe dni to 1,326-1,34. Dane z Europy mogą przesądzić o tym czy po raz kolejny podejmie od próbę przebicia 1,34 (i otwarcia sobie drogi do 1,35) czy będzie bronił się przed spadkiem do 1,30.

Stabilizacja notowań forinta i korony

▪ Forint oraz czeska korona lekko odreagowały po całkiem silnej deprecjacji obserwowanej od początku tego roku. Na korzyść węgierskiej waluty działały komentarze z tamtejszego rządu wskazujące, że forint powinien się umocnić do 275-285 za euro wobec 292 obecnie na rynku.

Rynek stopy procentowej – Aukcja obligacji głównym wydarzeniem tygodnia



Dane z gospodarki realnej wsparły rynek pieniężny...

W oczekiwaniu na publikację danych makro (inflacja, produkcja, dane z rynku pracy) stawki WIBOR 3M i 6M pozostały stabilne na poziomie z końca ubiegłego tygodnia. Spadek o 1 pb w skali tygodnia odnotowano w przypadku pozostałych tenorów (1M, 9M i rok).

Początek tygodnia przyniósł natomiast nieznaczny wzrost stawek FRA. Spadek inflacji CPI do 2,4% r/r był już wcześniej dyskontowany, więc wpływ tych danych był neutralny. Dopiero publikacja miar inflacji bazowej (która, po ostatnich wypowiedziach członków RPP, zyskała na znaczeniu) wsparła rynek FRA (stawki spadły o 3-6 pb). Kolejnym impulsem do spadku stawek były słabe dane o produkcji (spadek o 10,6% r/r).

Ostatnie wypowiedzi członków RPP wskazują, że buduje się w Radzie większość na lutową obniżkę stóp procentowych (o 25 pb), co jest zgodne z naszym scenariuszem. Jest to częściowo wycenione przez rynek, dlatego też spodziewamy się kontynuacji stopniowego spadku stawek WIBOR w nadchodzących tygodniach.

... oraz rynek długu. Aukcja wydarzeniem tygodnia

Dane inflacyjne, podobnie jak na rynku krótkiej stopy, nie miały przełożenia na zachowania inwestorów na rynku obligacji i IRS. Publikacja miar inflacji bazowej nieco tylko wsparła krótki koniec krzywych. Tendencja spadkowa rentowności wzmocniła się jeszcze dzień przed piątkową publikacją danych z gospodarki realnej (produkcja, płace i zatrudnienie), a spadki wyniosły 3-6 pb dla rentowności obligacji oraz 3-4 pb dla stawek IRS. W dniu publikacji danych rynek kontynuował umocnienie (rentowności obniżyły się o kolejne 3-8 pb), dyskontując słabe dane. Na koniec tygodnia mieliśmy do czynienia z pewną realizacją zysków. Niewątpliwie wsparciem dla rynku były wypowiedzi członków RPP, które wyraźnie wskazują, że Rada po raz kolejny obniży stopy w lutym, co byłoby zgodne z naszą prognozą.

Po serii kluczowych publikacji danych, kalendarz na ten tydzień jest bardzo „ubogi”. Istotny dla inwestorów może być opis dyskusji RPP na styczniowym posiedzeniu. Ich uwaga w szczególności skoncentruje się na informacjach o głosowaniach. Nie wykluczamy, że podobnie jak i w poprzednich miesiącach, były w styczniu głosowane bardziej znaczące zmiany stóp.

Wcześniej (środa) odbędzie się aukcja obligacji, na której zostaną zaoferowane: nowa seria 2-latków OK0715 i 5-letni benchmark PS0418 o łącznej wartości 5-10 mld zł (ostateczną wartość podaży MF poda w poniedziałek). Wysoka oferta nie jest zaskoczeniem biorąc pod uwagę sytuację płynnościową - w dniu płatności za aukcję na rynek wpłyną środki z wykupu OK0113 (ok. 10 mld zł) i płatności odsetkowych od serii WZ (ok. 2,5 mld zł).

Umocnienie oczekiwań na kontynuację cyklu redukcji stóp procentowych powinno również wspierać aukcję, na której oczekujemy solidnego popytu. W okresie niepewności papiery z krótkiego końca krzywej powinny cieszyć się relatywnie dużym zainteresowaniem inwestorów, głównie krajowych (którzy w mniejszym stopniu niż zagranica byli aktywni na listopadowej aukcji zamiany).

Długi koniec krzywej pozostanie pod wpływem sytuacji na rynkach bazowych. Możliwość wcześniejszej spłaty LTRO (termin przypada na 31 stycznia) może wygenerować wzrost rentowności niemieckich papierów, co będzie się przekładać również na wycenę krajowej 10-latki.

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., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl