

# Tygodnik ekonomiczny

11 – 17 lutego 2013

Największy wpływ na notowania na rynku walutowym miały w minionym tygodniu obawy o peryferia strefy euro oraz posiedzenie EBC. W weekend w Hiszpanii pojawiły się doniesienia o korupcji, której miała się dopuścić partia rządząca, co wzbudziło obawy, że premier Rajoy może zostać zmuszony do rezygnacji z funkcji. Poza tym, wyniki sondaży przed zaplanowanymi na przedostatni tydzień lutego parlamentarnymi wyborami we Włoszech pokazały wysokie poparcie dla Berlusconi, co zwiększyło niepewność dotyczącą kontynuacji programu reform premiera Montiego. W komunikacie z posiedzenia EBC powtórzono, że perspektywy wzrostu gospodarczego (ryzyko w dół dla prognoz PKB) i inflacji (zbilansowane czynniki ryzyka) nie uległy zmianom. Taka ocena wyraźnie rozczarowała rynek, który spodziewał się bardziej optymistycznego obrazu gospodarki po ostatnich znacznie lepszych od oczekiwań danych. Odnosząc się do kursu walutowego prezes Draghi powiedział, że aprecjacja wspólnej waluty oznacza wzrost zaufania inwestorów do euro, podkreślając znaczenie kursu dla wzrostu PKB i stabilności cen. Najnowsze prognozy makro (publikacja w marcu) pokażą wpływ aprecjacji wspólnej waluty na średnioterminową perspektywę inflacji i PKB. Zgodnie z oczekiwaniami, RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb, w tym stopę referencyjną do 3,75%. Rada podobnie jak w styczniu uzależniła kolejną decyzję od napływających danych oraz dodatkowo od nowej projekcji. Uważamy, że za miesiąc RPP zdecyduje się na dalsze łagodzenie polityki monetarnej. Redukcję stóp wspierać będą napływające słabe dane z gospodarki realnej, utrzymanie trendu spadkowego inflacji, jak też marcowe projekcje CPI i PKB. Obawy o peryferia strefy euro i kwestia perspektyw gospodarczych mogą grać główną rolę na globalnym rynku przy okazji spotkań europejskich ministrów finansów na początku tygodnia. Poza tym, coraz większą uwagę inwestorzy mogą zacząć przywiązywać do możliwych rozstrzygnięć włoskich wyborów. O ile globalne nastroje mogą już od początku tygodnia wpływać na krajową walutę, o tyle najważniejszym dniem dla polskiego rynku długu będzie piątek. Spadek rocznego CPI poniżej 2% nasili zapewne oczekiwania rynku na obniżkę stóp NBP w marcu, dzięki czemu krótki koniec krzywej IRS oraz obligacyjnej może odreagować część wzrostów zainicjowanych po posiedzeniu RPP.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (11 lutego)</b>							
Spotkanie ministrów finansów strefy euro							
<b>WTOREK (12 lutego)</b>							
Spotkanie ministrów finansów UE							
14:00	PL	Eksport	XII	mIn €	10 884	10 678	13 023
14:00	PL	Import	XII	mIn €	11 469	11 307	13 417
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	XII	mIn €	-851	-543	-1490
<b>ŚRODA (13 lutego)</b>							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	0,2	-	-0,3
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	I	% m/m	0,3	-	0,3
<b>CZWARTEK (14 lutego)</b>							
8:00	DE	Wstępny PKB	IV kw.	% kw/kw	-0,5	-	0,2
11:00	EZ	Wstępny PKB	IV kw.	% kw/kw	-0,4	-	-0,1
14:00	PL	Podaż pieniądza	I	% r/r	4,3	5,4	4,6
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	360	-	366
<b>PIĄTEK (15 lutego)</b>							
14:00	PL	CPI	I	% r/r	1,9	1,9	2,4
15:15	US	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	0,2	-	0,3
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	II	pkt	74,2	-	73,8

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, 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

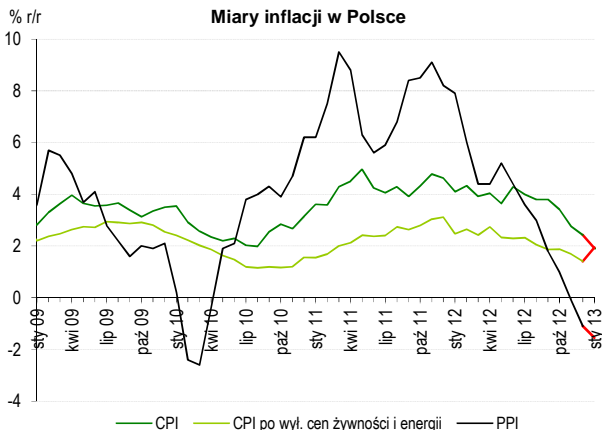
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luźniński** Analityk

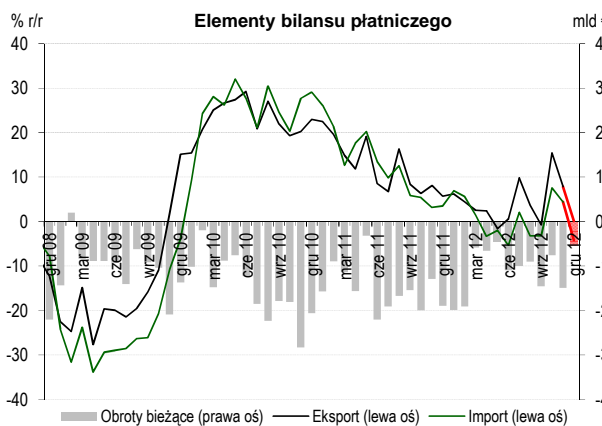
22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Inflacja poniżej 2%, spowolnienie w handlu zagranicznym



▪ Szacujemy, że inflacja CPI spadła z 2,4% r/r w grudniu 2012 do 1,9% r/r w styczniu, czyli najniższego poziomu od 2007 r. Taki odczyt będzie wspierał oczekiwania rynku na kontynuację łagodzenia polityki pieniężnej w marcu – powinien on znacząco zwiększyć przestrzeń do obniżek w odczuciu tych członków RPP, którzy szczególną wagę przywiązują do realnych stóp procentowych.

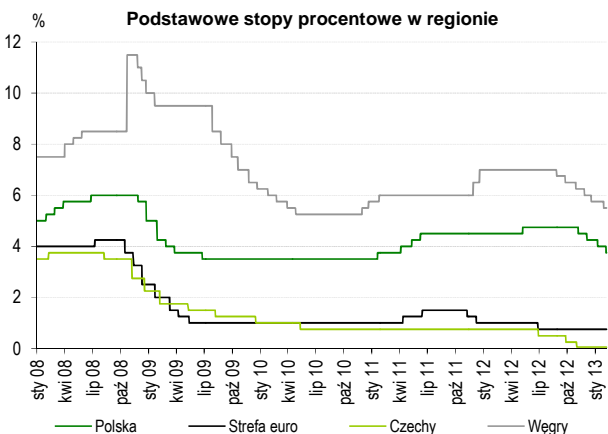
▪ Warto jednak podkreślić, że prognozy rynkowe są mocno zróżnicowane (1,6-2,3%). Naszym zdaniem wynika to z faktu, że w odczycie styczniowym jest sporo czynników ryzyka (wynikających z np. obniżek cen gazu i elektryczności, podwyżek cen wywozu śmieci, komunikacji miejskiej, prasy). W związku z tym zaskoczenie w odczycie styczniowym może znacząco wpłynąć na całoroczne prognozy inflacji. Spodziewamy się kontynuacji spadkowego trendu inflacji. CPI osiągnie minimum w połowie roku, po czym nieznacznie odbije.



▪ W tym tygodniu opublikowane zostaną także dane o bilansie płatniczym w grudniu. Oczekujemy spowolnienia wzrostu eksportu i importu po mocnym odbiciu w listopadzie (efekty dni roboczych) oraz zmniejszenia deficytu na rachunku bieżącym, głównie dzięki dużemu napływowi środków z UE. Naszym zdaniem perspektywy dla wzrostu eksportu w najbliższych kwartałach są całkiem dobre (odbicie w gospodarce europejskiej, sugerowane przez indeksy PMI, powinno zwiększyć popyt na polskie towary), podczas gdy wzrost importu pozostanie słaby (wskutek słabości popytu krajowego). Stąd deficyt na rachunku bieżącym powinien się dalej zawężać.

▪ Spodziewamy się nieznacznego przyspieszenia wzrostu podaży pieniądza M3 w styczniu, jednak zarówno wzrost depozytów, jak i kredytów powinien utrzymać się na historycznie niskich poziomach.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Czwarta obniżka stóp NBP



▪ Na posiedzeniu w lutym Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25 pb, w tym stopę referencyjną do 3,75%. Była to czwarta z rzędu obniżka stóp - łącznie od początku cyklu (który rozpoczął się w listopadzie 2012 r.) stopy NBP spadły o 100 pb.

▪ W naszej ocenie kolejna redukcja stóp w marcu jest bardzo prawdopodobna. Słabe dane z gospodarki, utrzymanie trendu spadkowego inflacji CPI (poniżej 2% r/r w styczniu) w połączeniu z nowymi projekcjami CPI i PKB, które Rada pozna w marcu, będą uzasadniały dalsze łagodzenie polityki monetarnej. Po marcowej redukcji stóp (obniżającej stopę referencyjną do 3,50%, czyli poziomu, do którego zredukowano stopy w odpowiedzi na kryzys w 2009 r.) spodziewamy się, że Rada może przyjąć wyczekującą postawę, monitorując napływające dane.

## Cytat tygodnia – Nastawienie w polityce monetarnej wciąż łagodne

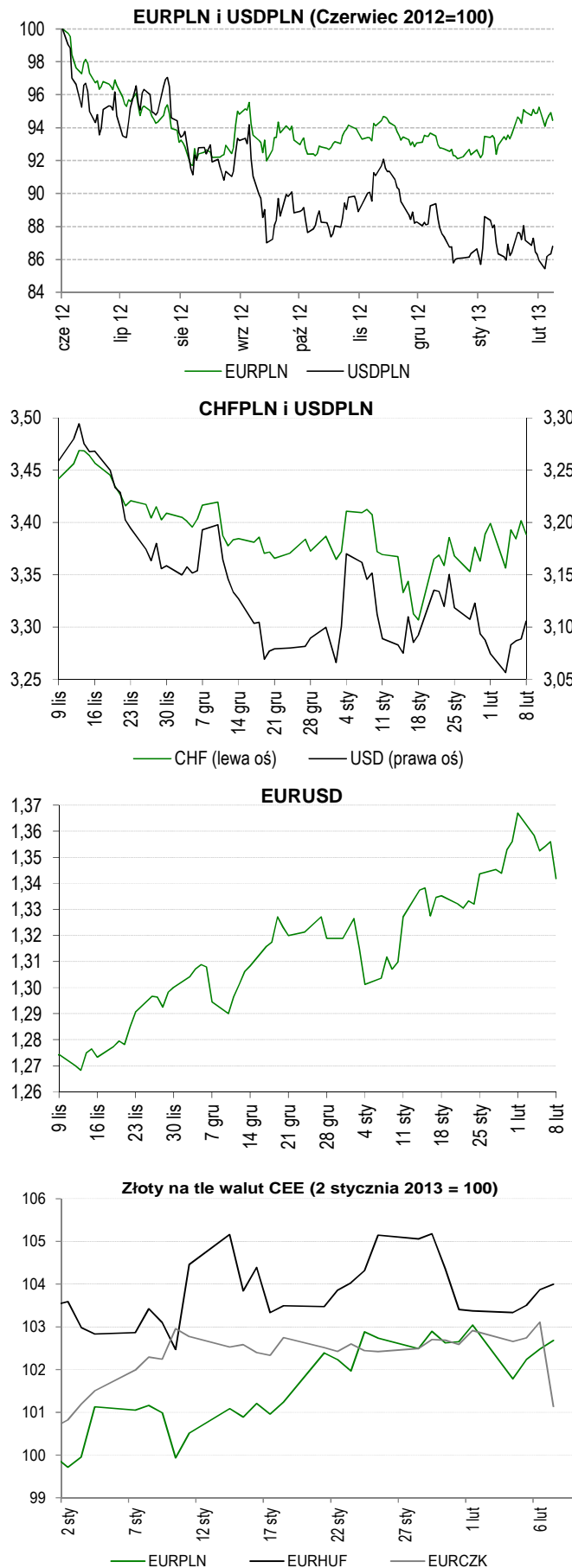
### Marek Belka, Prezes NBP, konferencja prasowa, 06.02

Oczywiście, że niepokoją (dane o PKB za 2012 r.), spadek konsumpcji wewnętrznej jest głębszy niż kiedykolwiek w ostatnich latach, wzrost gospodarczy w ostatnich kwartałach zależał wyłącznie od eksportu netto. [...] Paradoksalnie, mimo że dane wyglądają bardzo słabo, nie zaobserwowaliśmy dalszego gwałtownego pogorszenia się koniunktury, oczywiście nie jest to w dalszym ciągu powód do zadowolenia.

Nie sądzę, by komunikat mógł sugerować, że zmieniliśmy nastawienie z łagodzącego na neutralne. [...] Nie sądzę, by można było to tak interpretować. [...] W realizacji bardzo wyraźnej polityki łagodzenia należy dokonać pewnej reasumpcji, zastanowienia. [...] W marcu wszystkie opcje, z wyjątkiem podwyżki stóp, są możliwe, ale nie konieczne.

Komunikat RPP i wypowiedź prezesa NBP Marka Belki w czasie konferencji prasowej sugerują, że ocena perspektyw wzrostu i inflacji CPI przez RPP nie uległa zmianie. Niemniej, Rada zdecydowała się na zmianę komunikacji z rynkiem wskazując marcową projekcję (inflacji CPI i PKB) jako kluczową dla dalszych perspektyw polityki monetarnej. Rada chce więc poznać jaki wpływ na trendy średnioterminowe inflacji i PKB mają dokonane już redukcje stóp. W tym kontekście kluczowa może być wypowiedź dyrektora Instytutu Ekonomicznego NBP Sławińskiego, który uważa, że Polsce nie grozi recesja, a raczej dłuższe niż w 2009 r. spowolnienie bez zagrożeń inflacyjnych. To nieco bardziej otwiera drzwi do kolejnych redukcji stóp procentowych (których nie wykluczył prezes Belka), wspierając nasz scenariusz bazowy, że Rada dokona obniżki stóp na marcowym posiedzeniu.

## Rynek walutowy – Spadek CPI może pchnąć EURPLN w górę



### Złoty tylko na chwilę mocniejszy po posiedzeniu RPP

▪ EURPLN wahał się w minionym tygodniu w przedziale 4,14-4,20. Komunikat RPP miał tylko chwilowy pozytywny wpływ na złotego, pozostawienie drzwi otwartych dla obniżki stóp NBP spowodowało odbicie z 4,15 do 4,18. Złoty znacznie osłabił się do dolara wskutek spadku EURUSD (USDPLN wzrósł z 3,03 do 3,12).

▪ RPP ponownie zostawiła rynek w niepewności odnośnie kolejnej decyzji w sprawie stóp. Taka retoryka sprzyjać wg nas będzie stabilizacji kursu na obecnym, podwyższonym poziomie. Z jednej strony, kolejne publikowane dane będą wspierać oczekiwania na kontynuację obniżek stóp (nasza prognoza wskazuje, że styczniowy CPI spadł poniżej 2%), co będzie wywierało negatywną presję na krajową walutę. Z drugiej strony, ostatnie dane z globalnej gospodarki dały nieco nadziei na to, że w kolejnych miesiącach stopniowa poprawa w gospodarce będzie kontynuowana, co wspierać będzie ryzykowne aktywa (m.in. złotego).

▪ Wykres obok pokazuje, że odkąd opublikowano gorsze od prognoz dane o polskim PKB za II kw. (pod koniec sierpnia), nasilające się oczekiwania na obniżki stóp sprawiły, że kurs EURPLN „oderwał się” od USDPLN i złoty już nie umacniał się do euro (od końca sierpnia S&P500 wzrósł o ok. 7%, a EURUSD o ponad 8%). Aprecjacja do dolara to tylko skutek wyższego EURUSD.

▪ Kluczowe poziomy na ten tydzień dla kursu EURPLN to 4,14 (4,10)-4,21. Pewne umocnienie złotego wewnątrz tego przedziału mogą zainicjować dane o niższym od prognoz deficycie obrotów bieżących, a odczyt inflacji może pchnąć EURPLN w górę w kierunku oporu. Przy okazji spotkań europejskich ministrów finansów, negatywną presję na złotego mogą też wywierać obawy o peryferia Eurolandu.

### Peryferia strefy euro w centrum uwagi

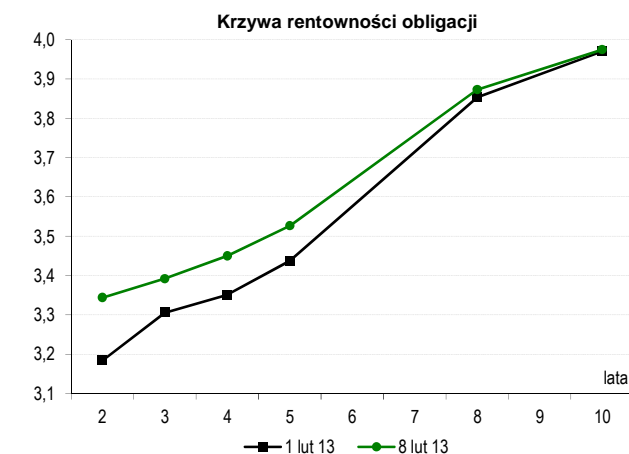
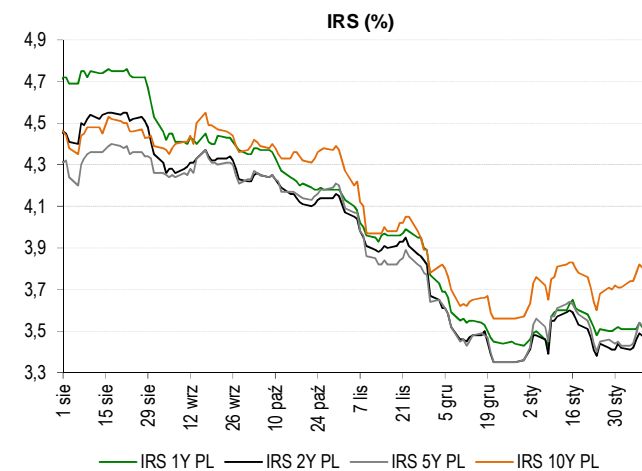
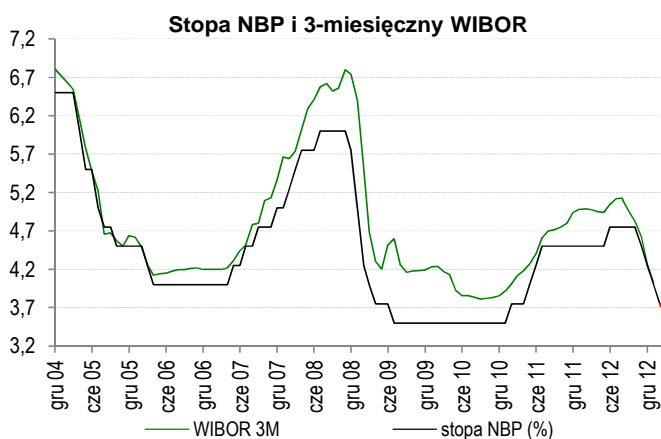
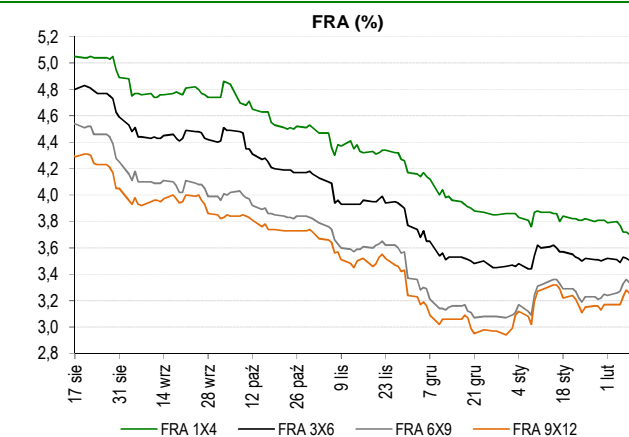
▪ Kurs EURUSD spadł w minionym tygodniu do najniższego poziomu od ostatniego tygodnia stycznia. Deprecjacja euro była wspierana przez obawy o zmiany na scenie politycznej na peryferiach strefy euro (odejście premiera Hiszpanii oraz powrót na szefa rządu Berlusconi) oraz rozczarowująca ocena perspektyw dla gospodarki strefy euro przez EBC. W rezultacie, na koniec tygodnia EURUSD był blisko 1,34. W szerszej perspektywie, do lipca 2012 kurs pozostaje w trendzie wzrostowym i wydarzenia z minionego tygodnia nie zmieniają ogólnego obrazu rynku.

▪ Spotkania europejskich ministrów finansów i zbliżające się wybory parlamentarne we Włoszech mogą spowodować, że w tym tygodniu kwestia kryzysu zadłużeniowego będzie w największym stopniu decydować o notowaniach EURUSD. Jeśli kurs spadnie na dłużej poniżej 1,34, to w kolejnych tygodniach może kontynuować ruch w dół do 1,33.

### Posiedzenie banku centralnego Czech wsparło koronę

▪ Korona bardzo wyraźnie umocniła się do euro w wyniku słów prezesa banku centralnego Czech. Miroslav Singer powiedział, że obecnie nie ma potrzeby dalszego luzowania polityki pieniężnej (stopy są na rekordowo niskim poziomie 0,05%) z powodu słabej waluty. Rynek zinterpretował takie stanowisko jako zmniejszenie szans na interwencję w celu osłabienia korony. Czeska waluta osłabiała się wyraźnie od samego początku roku, ale dzięki słowom prezesa banku centralnego odrobiła prawie całe straty. EURCZK spadł z ponad 25,7 do 25,1 wobec nieco powyżej 25,0 na początku roku.

## Rynek stopy procentowej – Korekta wzrostowa na rynku po RPP, dane o CPI w centrum uwagi



### Stawki WIBOR w dół, FRA na dłuższe terminy wyżej

W minionym tygodniu najważniejszym wydarzeniem na rynku było posiedzenie RPP. W dniu decyzji Rady stawki WIBOR obniżyły się o 2-6 pb (najmocniej 1M), antycypując redukcję stóp przez RPP. Kolejne dni przyniosły dalszy spadek, który wyniósł 10-13 pb w skali tygodnia.

Rynek FRA charakteryzował się większą zmiennością. Do decyzji Rady stawki wahały się nieznacznie, a po publikacji komentarza i konferencji prasowej nastąpił wyraźny ich wzrost. Nie dotyczyło to kontraktu 1x4, którego kwotowania spadły do 3,70% (o 9 pb w skali tygodnia), wskazując że inwestorzy wierzą w marcową obniżkę stóp.

Po lutowym posiedzeniu RPP inwestorzy ponownie dostosowali swoje oczekiwania do warunków przedstawionych w komentarzach prezesa NBP. Z wyceny kontraktów FRA zniknęła prawie jedna obniżka stóp, co może oznaczać, że inwestorzy bardziej ostrożnie podchodzą do przyszłych cięć stóp. W naszej ocenie najbliższe tygodnie przyniosą dalszy spadek WIBOR, jednak dla terminów 3-miesięcznych i dłuższych skala spadku może wyraźnie wyhamować.

### Przecena na rynku obligacji i IRS

W oczekiwaniu na decyzję RPP rentowności obligacji i stawki IRS pozostawały relatywnie stabilne, z lekką tendencją wzrostową na środku i długim końcu krzywych. Rynek nie zareagował na decyzję RPP obniżającą stopy o 25 pb, jednak publikacja komunikatu i komentarze prezesa NBP w czasie konferencji prasowej spowodowały wzrosty rentowności obligacji i stawek IRS. Inwestorzy negatywnie przyjęli brak jasnych sygnałów co do dalszych działań Rady. Dodatkowym czynnikiem przeceny na obu rynkach były wyniki czwartkowej aukcji obligacji.

Krótki koniec krzywej dość negatywnie zareagował na wypowiedzi wiceministra finansów, który zasugerował powrót do emisji obligacji 2-letnich. To wygenerowało wzrost rentowności 2-latk powyżej 3,30% (o 8 pb w skali dziennej). W konsekwencji, przy nieco mniejszych wzrostach rentowności obligacji 5- i 10-letnich, nastąpiło spłaszczenie krzywej - spread 2-10 zawężił się do 64 pb na koniec tygodnia (z 67 pb tydzień wcześniej).

Resort finansów sprzedał obligacje PS0418 za 2,4 mld zł z rentownością 3,521% (wobec 3,437% na poprzedniej aukcji) i obligacje WZ0117 o wartości 3,4 mld zł. Relatywnie słabe zainteresowanie 5-latką może świadczyć o tym, że inwestorzy „nasycili” swój popyt w czasie aukcji w styczniu. Ministerstwo Finansów uplasowało wówczas PS0418 o wartości 12,4 mld zł przy rekordowym popycie (łącznie 23,4 mld zł). Szacujemy, że po aukcji potrzeby pożyczkowe są sfinansowane w prawie 48%.

### Aukcja i dane inflacyjne w centrum uwagi

W tym tygodniu najważniejsze wydarzenia na rynku długu to środowa aukcja obligacji i piątkowa publikacja styczniowej inflacji CPI. Szczegóły dotyczące aukcji poznamy w poniedziałek, niemniej już teraz można oczekiwać oferty 2-letniej obligacji OK0715. Planowana wartość oferty kształtuje się między 2,0-6,0 mld zł. Resort finansów aby osiągnąć cel 50% pokrycia potrzeb pożyczkowych na 2013 musi sprzedać papiery za około 4 mld zł.

Kontynuacja trendu spadkowego inflacji CPI (do 1,9% r/r w styczniu) powinna wspierać instrumenty z krótkiego końca krzywych. Odczyt inflacyjny może dać impuls do korekty po ostatnich dość znaczących wzrostach rentowności obligacji.

---

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