

Tygodnik ekonomiczny

11 – 17 marca 2013

W minionym tygodniu najważniejszymi wydarzeniami na rynkach finansowych były posiedzenia banków centralnych. Zgodnie z oczekiwaniami Bank Japonii, EBC i Bank Anglii utrzymały stopy na niezmiennym poziomie, podczas gdy Rada Polityki Pieniężnej zaskoczyła rynki obniżając stopy procentowe o 50 pkt bazowych, w tym stopę referencyjną do 3,25% (najniższego poziomu w historii). W komentarzu do decyzji Rada napisała, że „dopełniła” tym samym rozpoczęty w listopadzie 2012 r. cykl łagodzenia polityki monetarnej. Na konferencji prasowej, Prezes Marek Belka powiedział, że Rada przyjęła strategię ‘wait and see’. Ewentualna kontynuacja obniżek stóp została zasygnalizowana jako możliwa tylko w sytuacji zmiany scenariusza średnioterminowego dla polskiej gospodarki. W naszej ocenie, warunek ten nie zostanie spełniony więc uważamy, że tym samym RPP zakończyła cykl redukcji stóp. Pierwsza reakcja rynków na decyzję była znacząca, złoty osłabił się do ok. 4,165 w relacji za euro, a krótki koniec krzywych zyskał na wartości (spadek stawek średnio o 10pb). Dostosowania do nowych warunków monetarnych obserwowaliśmy również na krzywej WIBOR, która odwróciła się i nieco wystromiła. Spadki rynkowych stóp były kontynuowane w kolejnych dniach, choć ich skala nie była już tak znacząca. Na koniec tygodnia, m.in. dzięki danym z USA złoty odrobił prawie całość start poniesionych po decyzji RPP w stosunku do euro.

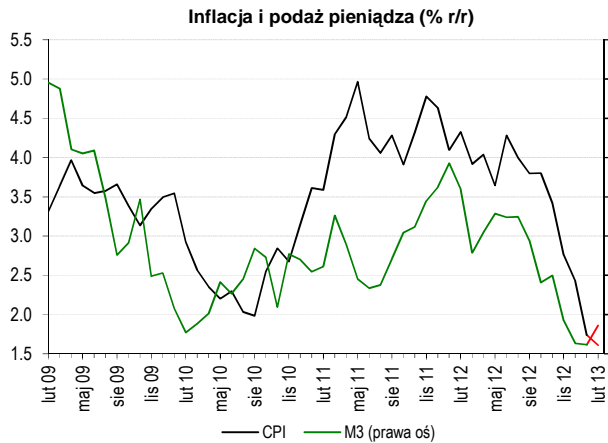
Na początku nowego tygodnia uwaga inwestorów skoncentruje się na publikacji „Raportu o inflacji”, który przedstawi szczegóły najnowszej projekcji inflacji CPI i PKB do 2015 r. Jednak najważniejszym wydarzeniem tygodnia na krajowym rynku finansowym może okazać się publikacja danych inflacyjnych: wskaźnika inflacji za luty oraz za styczeń, zrewidowanego wg nowych wag. Sądzymy, że roczna dynamika cen konsumentów zbliży się do dolnego ograniczenia wahań celu inflacyjnego NBP i wyniesie 1,6%. Dane inflacyjne zostaną opublikowane również w strefie euro i w USA. Na krajowy rynek finansowy wciąż będzie oddziaływała decyzja RPP, a dane inflacyjne powinny wciąż wspierać krótki koniec krzywych obligacyjnej i IRS oraz stopniowy spadek stawek WIBOR. Złoty prawdopodobnie pozostanie pod presją, a kurs EURPLN będzie wahał się w dość szerokim przedziale 4,12-4,17.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

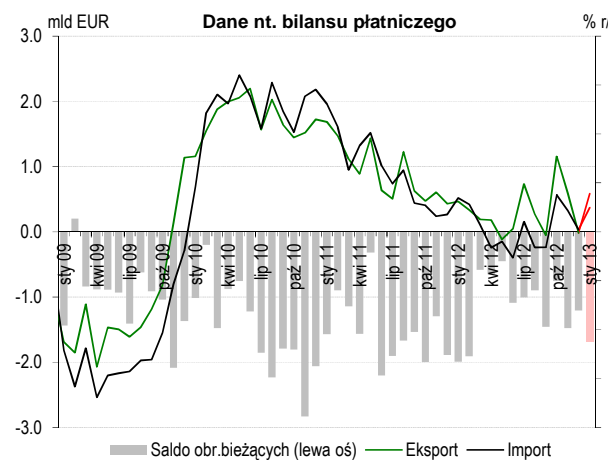
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (11 marca)							
8:00	DE	Eksport	I	% m/m	0,5	-	0,3
9:00	PL	Publikacja „Raportu o inflacji – Marzec 2013”					
WTOREK (12 marca)							
Brak publikacji ważnych danych							
ŚRODA (13 marca)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	-0,1	-	0,7
13:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	II	% m/m	0,6	-	0,2
CZWARTEK (14 marca)							
14:00	PL	CPI	II	% r/r	1,5	1,6	1,7
14:00	PL	Podaż pieniądza	II	% r/r	5,0	5,4	4,5
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	I	mIn €	-1 547	-1 693	-1 204
14:00	PL	Eksport	I	mIn €	11 999	12 237	10 640
14:00	PL	Import	I	mIn €	12 475	12 633	11 852
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	350	-	340
PIĄTEK (15 marca)							
11:00	EZ	HICP	II	% r/r	1,8	-	1,8
13:30	US	Bazowy CPI	II	%	0,1	-	0,3
14:15	US	Produkcja przemysłowa	II	% m/m	0,4	-	-0,1
14:15	US	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	II	%	79,3	-	79,1
14:55	US	Wstępny indeks Michigan	III	pkt	77,4	-	77,6

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters

Wydarzenia nowego tygodnia – Projekcja NBP i seria danych miesięcznych



- Początek tygodnia będzie ubogi w publikacje danych, zarówno w kraju, jak i za granicą. Dlatego uwaga rynku zwróci się na nową projekcję NBP, która skłoniła RPP do zaskakująco mocnej obniżki stóp.
- Najważniejsze w tygodniu będą jednak dane o inflacji. Oczekujemy jej dalszego spadku w lutym, choć już nie tak gwałtownego jak w styczniu – z 1,7% do 1,6% r/r – do czego przyczynił się m.in. wzrost cen paliw. Oczekiwania rynkowe są nieco niższe (1,5%). W kolejnych miesiącach przewidujemy dalszy spadek inflacji, do niemal 1% w II kwartale.
- Rewizja wag w koszyku CPI, której GUS dokona wraz z publikacją danych za luty, nie powinna mieć mocnego wpływu na inflację w krótkim terminie (szacujemy, że może ją podnieść o ok. 0,02 pkt.proc.).



- Spodziewamy się odbicia tempa wzrostu eksportu i importu w styczniu, odpowiednio do 7,8% r/r i 4,9% r/r, przy zmniejszeniu deficytu handlowego i powiększeniu deficytu obrotów bieżących w porównaniu do grudnia (głównie za sprawą słabszego dopływu transferów z Unii Europejskiej). Nasze oczekiwania są zbliżone do konsensusu rynkowego.
- Uważamy, że tendencje zarysowane w styczniu (odbicie eksportu i importu, zmniejszenie deficytu obrotów handlowych) utrzymają się przez cały 2013 r., dzięki czemu handel zagraniczny pozostanie motorem krajowego wzrostu gospodarczego.
- Dane o podaży pieniądza M3 pokażą kontynuację tendencji obserwowanych w ostatnich miesiącach, tj. powolny wzrost depozytów i kredytów. Pewnym wsparciem dla kredytów w kolejnych miesiącach może być obniżka stóp procentowych i złagodzenie zapisów Rekomendacji T.

Ostatni tydzień w gospodarce – To już jest koniec

Projekcje NBP kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB			
	Mar 12	Lip 12	Lis 12	Mar 13
2013	1,1-3,5	1,0-3,2	0,5-2,5	0,6-2,0
2014	1,9-4,4	1,7-4,2	1,1-3,5	1,4-3,7
2015	x	x	x	1,9-4,4
	Inflacja CPI			
	Mar 12	Lip 12	Lis 12	Mar 13
2013	2,2-3,6	2,0-3,4	1,8-3,1	1,3-1,9
2014	1,2-3,0	1,0-2,7	0,7-2,4	0,8-2,4
2015	x	x	x	0,7-2,4

- Ku zaskoczeniu uczestników rynku, RPP obniżyła główne stopy procentowe o 50 bp, sprowadzając stopę referencyjną NBP do 3,25%, najniższego poziomu w historii.
- Komunikat bardzo wyraźnie sugeruje zakończenie cyklu obniżek stóp procentowych. Także podczas konferencji prasowej Prezes Marek Belka potwierdził, że obniżką o 50 pb Rada chciała zakończyć cykl łagodzenia polityki pieniężnej, a nowa projekcja uzasadniała taki ruch i stwarzała przestrzeń do bezpiecznego obniżenia stóp w większej skali niż poprzednio. Inflacja prognozowana jest poniżej celu w średnim terminie, a stopniowe ożywienie gospodarcze nie stanowi w tym kontekście zagrożenia. Spodziewamy się, że stopy pozostaną bez zmian co najmniej do końca roku. Ewentualne obniżki możliwe są tylko w przypadku, gdyby wzrost gospodarczy okazał się znacząco niższy od tego prognozowanego w projekcji.

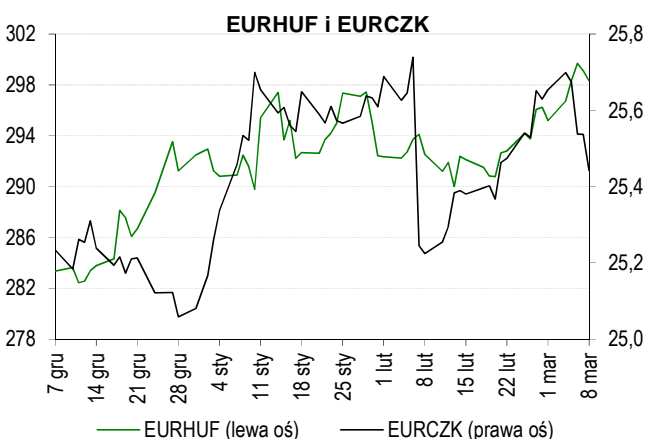
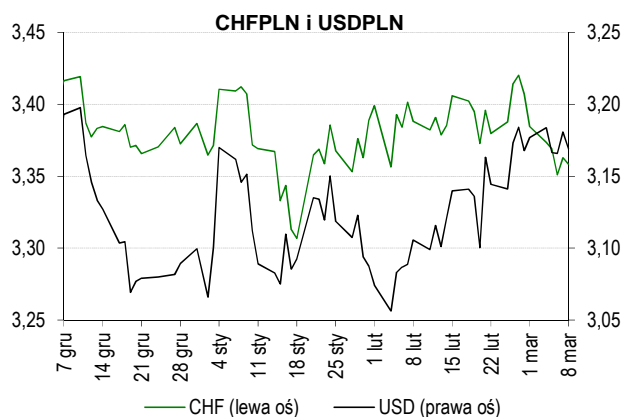
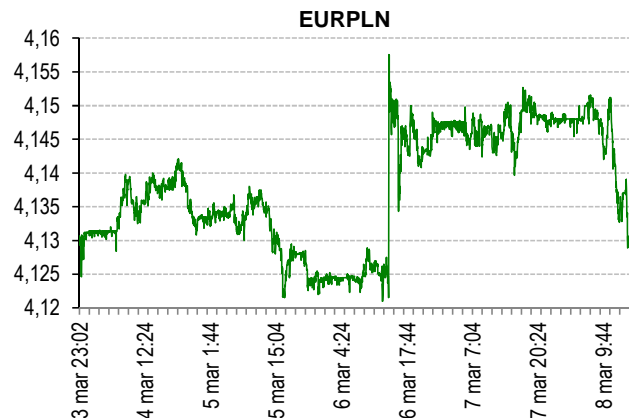
Cytat tygodnia – Postawiliśmy kropeczkę po serii obniżek

Marek Belka, Prezes NBP, konferencja prasowa RPP, 6.03

Otrzymałmy projekcję, która pokazała, iż istnieje przestrzeń do bezpiecznego obniżenia stóp. Chcieliśmy, aby to obniżenie było skondensowane w czasie. Rada uznała, że taka jednorazowa obniżka o 50 pb jest właściwą odpowiedzią na projekcję, jak i na chęć, by tę rundę obniżek zakończyć. (...) dzisiaj jest wyraźne zaznaczenie, że cykl został dopełniony, czyli traktować to proszę jako pewną kropeczkę postawioną po serii obniżek. (...) Nie zamykamy sobie definitywnie furki (do obniżek) ale wydaje się, że do takiego posunięcia potrzeba byłoby sytuacji, w której sytuacja gospodarcza odbiega od projekcji, którą dzisiaj zaprezentowaliśmy.

Po wielu miesiącach obserwowania działań RPP niczego nie można być pewnym (oprócz tego, że z pewnością nie jest nudno). Jednakże, tym razem wydaje nam się, że po tak zdecydowanym stwierdzeniu o zakończeniu cyklu obniżek, trudno sobie wyobrazić kolejną redukcję stóp w najbliższych miesiącach. Mogłoby to nastąpić tylko w scenariuszu znacznie odbiegającym od obecnie oczekiwanego (przez Radę). I mowa tu nawet nie tyle o kolejnych odczytach inflacji (może ona spaść nawet poniżej 1%), ale o perspektywach ożywienia gospodarczego. Gdyby okazało się, że ono nie następuje albo jest wolniejsze od prognoz, wówczas Rada mogłaby dokonać dalszego poluzowania. Nie jest to obecnie naszym scenariuszem bazowym.

Rynek walutowy – Niewielki potencjał do umocnienia złotego



Dynamiczne osłabienie złotego po decyzji RPP...

Publikowane od początku tygodnia dane ze świata miały korzystny wpływ na złotego i pchnęły kurs EURPLN poniżej wskazywanego przez nas wsparcia na 4,14. Krajowa waluta umocniła się na chwilę do nieco poniżej 4,12 za euro, ale największy wpływ na złotego miała środowa decyzja RPP. Spodziewaliśmy się, że obniżka stóp NBP osłabi złotego, a zaskakująca decyzja spowodowała, że wzrost kursu był całkiem duży. Po opublikowaniu komunikatu sugerującego, że cykl luzowania polityki pieniężnej się zakończył, EURPLN spadł z 4,164 do 4,14. Mimo wzrostu wahań – również w przypadku kursu USDPLN – na polskim rynku walutowym nie zaszły w sumie przełomowe zmiany.

Rada całkiem jasno wskazała, że marcowy ruch w dół był ostatnim w cyklu, co wspierało złotego w kolejnych dniach. W rezultacie, krajowa waluta odrobiła na koniec tygodnia prawie całe straty poniesione do euro po decyzji RPP. Duża była w tym zasługa oczekiwań na dobre dane z USA, jak i samej ich publikacji.

Nasza prognoza CPI za luty jest nieco powyżej rynku, ale odczyt jest obciążony większym ryzykiem niż zazwyczaj z powodu corocznej zmiany wag dokonywanej przez GUS.

EURPLN pozostaje całkiem blisko strefy wsparcia na ok. 4,114-4,12. Spodziewamy się, że kolejne dane z kraju będą wspierać oczekiwania na obniżkę stóp (na co drzwi otwarte zostawiła sama RPP), co może jednak ograniczać potencjał do dalszego umocnienia złotego. Podobnie, jak w ostatnich miesiącach, kurs może nie być zbyt wrażliwy na globalne wydarzenia.

... a euro zyskuje dzięki EBC

Wydarzenia, które miały największy wpływ na EURUSD w minionym tygodniu to posiedzenie EBC oraz publikacja miesięcznych danych z rynku pracy USA. Tylko niewielka rewizja w dół prognoz PKB dla strefy euro przez EBC oraz brak jasnej sugestii o możliwej redukcji stóp w kolejnych miesiącach wsparły euro do dolara. EURUSD wspiął się dzięki temu nieco powyżej 1,31, najwyżej od końca lutego. Poza tym, wspólna waluta zyskiwała dzięki udanej aukcji obligacji Hiszpanii. Na koniec tygodnia nastąpiła gwałtowna korekta do 1,295 w reakcji na znacznie lepsze od oczekiwań dane z USA. Odczyt sprawił, że nasiliły się obawy, że Fed ograniczy w tym roku QE3. Z drugiej strony, giełdy zareagowały pozytywnie. Jeśli więc optymizm utrzyma się na rynku, wówczas euro może przestać tracić do dolara i powrócić może pozytywna korelacja między EURUSD, a poziomem optymizmu na globalnym rynku.

Co ciekawe, dzienny wzrost kursu w ostatni czwartek (w dniu posiedzenia EBC) był największy od 10 stycznia 2013. Tego dnia euro też wyraźnie zyskało dzięki braku obniżki stóp przez EBC i udanej emisji długu przez Hiszpanię.

Ważne poziomy na ten tydzień to 1,295 i 1,31. Potencjał do wzrostu może być ograniczany przez piątkowe dane z USA. Kolejne wsparcie to 1,29.

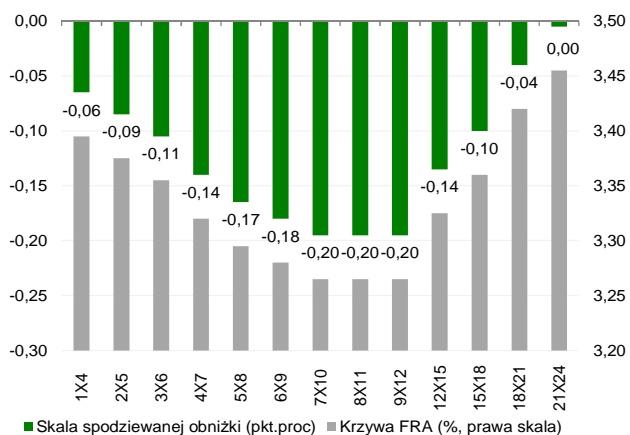
Forint najślabszy od października 2012

W minionym tygodniu EURHUF oraz EURCZK podążały w przeciwnych kierunkach. Forint stracił do euro w wyniku panującej wśród inwestorów niepewności odnośnie kierunku polityki pieniężnej prowadzonej przez nowego prezesa węgierskiego banku centralnego. Rynek obawia się, że były minister gospodarki będzie prowadził luźną politykę, aby pomóc gospodarce. EURHUF przebił poziom 300 po raz pierwszy od października 2012. Czeska korona zyskała nieco ponad 1% w stosunku do euro w wyniku niezłego nastroju panującego na globalnym rynku.

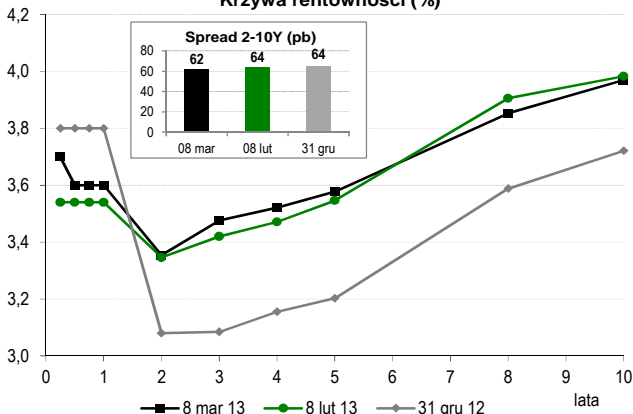
Rynek stopy procentowej – Rynek pod wpływem marcowej decyzji RPP i danych makro

Oczekiwana skala zmian WIBOR 3M

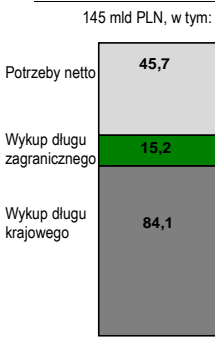
dane na dzień 08.03.2013



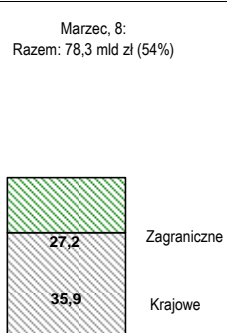
Krzywa rentowności (%)



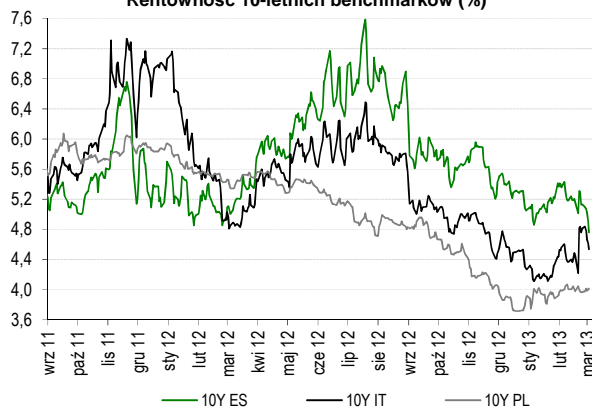
Potrzeby pożyczkowe brutto



Finansowanie



Rentowność 10-letnich benchmarków (%)



Odwrocenie krzywej WIBOR

Miniony tydzień na rynku stopy procentowej był zdeterminowany decyzją RPP. Rada zaskoczyła rynek obniżką oficjalnych stóp NBP o 50 pb (niektórzy inwestorzy spodziewali się stabilnych stóp). W efekcie zmiany na rynku były dość znaczące. Po decyzji stawki FRA 1x4 i 3x6 obniżyły się odpowiednio o 29 pb i 22 pb, a stawki na dłuższe terminy obniżyły się od 8 do 13 pb. Spadek, choć już w mniejszej skali był kontynuowany do końca tygodnia.

Znacząca zmiana zaszła na rynku WIBOR, choć dostosowanie do decyzji Rady nastąpiło dzień później. Znacząco spadły stawki 1M i 3M, co spowodowało odwrócenie krzywej. Podczas gdy na początku marca, ale jeszcze tuż przed decyzją RPP WIBOR 6M był o 7 pb poniżej stawki 3M, to obecnie stawka ta o 3 pb przewyższa 3M. To odzwierciedla przekonanie rynku, że cykl obniżek stóp już się zakończył.

Głębsza niż oczekiwaliśmy redukcja stóp spowodowała, że zmieniliśmy nasze oczekiwania co do kształtowania się stawek WIBOR w najbliższych miesiącach. Sądymy do końca marca, że WIBOR 3M może się obniżyć w kierunku 3,40%, a średni poziom stawki w miesiącu wyniesie 3,49%.

Decyzja RPP wspiera krótki koniec krzywej...

Nastroje na rynku były dość nerwowe w oczekiwaniu na macową decyzję, tym bardziej, że rynkowi gracze zaczęli wątpić, że Rada w ogóle zdecyduje się na redukcję stóp. W konsekwencji rentowność 2-latki wzrosła powyżej 3,50%, podczas gdy 2-letni IRS zbliżył się do 3,60%. Decyzja Rady spowodowała znaczący spadek rentowności/stawek na krótkim końcu (średnio o 10 pb), a dostosowania na środku i długim końcu były nieco mniejsze. W konsekwencji nastąpiło wystromienie krzywych, zarówno obligacyjnej, jak i IRS. Dodatkowym czynnikiem, który ograniczał umocnienie na długim końcu krzywej była sytuacja na rynkach bazowych, gdzie rentowność bezpiecznych aktywów wzrosła po posiedzeniu EBC, ale również po lepszych danych z USA.

Aukcja zamiany spotkała się z dość dużym odzewem ze strony inwestorów. Popyt inwestorów skoncentrował się na obligacjach o zmiennym oprocentowaniu - wartość sprzedaży WZ0124 wyniosła 2,3 mld zł, co stanowiło prawie połowę sprzedaży ogółem oferowanych obligacji. Ministerstwo wyniki aukcji może uznać za sukces, szacujemy, że po aukcji potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w 54%.

... podobnie jak napływające dane

W tym tygodniu kolejne publikacje krajowych danych makro, z których ważny będzie odczyt inflacji za luty. W naszej ocenie nastąpił dalszy spadek CPI, którego poziom już tylko nieznacznie może przewyższać dolne ograniczenie wahań celu inflacyjnego NBP. Dane te, ale również dane z gospodarki realnej, które będą publikowane na początku przyszłego tygodnia (pokazujące słabość sektora przemysłowego) powinny wspierać krótki koniec krzywych.

Sytuacja na środku i długim końcu krzywej obligacyjnej będzie zależała od nastrojów na rynkach bazowych. Kontynuacja wzrostu rentowności niemieckich obligacji będzie wywierała presję na krajową 10-latkę. Pierwsze wsparcie dla 10-letniego benchmarku znajduje się na 3,95%, a opór to 4,05%.

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