

Tygodnik ekonomiczny

18 – 24 marca 2013

Kolejne lepsze od prognoz dane z USA i nadzieje na zwiększenie stymulacji pieniężnej przez Bank Anglii i Bank Japonii sprawiły, że amerykańskie indeksy giełdowe ponownie ustanowiły rekordowo wysokie poziomy. Największy wpływ na polski rynek miały jednak wydarzenia krajowe i regionalne. Niższa od oczekiwań inflacja za luty osłabiła złotego w relacji do euro i pchnęła 2-letni IRS do najniższego poziomu w historii (zyskały też obligacje). Presję na złotego wywierało też osłabienie forinta. EURHUF wzrósł do najwyższego poziomu od początku 2012 z powodu obaw o prowadzenie zbyt luźnej polityki pieniężnej przez nowego prezesa banku centralnego Węgier.

Publikacja szeregu istotnych danych pokazujących tendencje zachodzące w gospodarce europejskiej i amerykańskiej zwróci zapewne uwagę inwestorów w tym tygodniu. Przed miesiącem PMI dla przemysłu pokazały lekkie spowolnienie tempa wzrostu aktywności w tym sektorze, natomiast ZEW oraz Ifo kontynuowały wyraźne zwyki. Istotne dla rynku będzie jaki obraz pokażą indeksy za marzec. W ostatnich tygodniach opublikowano natomiast szereg dużo lepszych od prognoz danych z USA (m.in. z rynku pracy czy indeks ISM dla przemysłu), co sprawiło, że zakończenie/ograniczenie QE3 przez Fed w tym roku stało się wg inwestorów bardziej prawdopodobne. Istotny zatem z tego punktu widzenia będzie komunikat z posiedzenia amerykańskiego banku centralnego oraz jego ocena ostatnich danych. Bieżący obraz gospodarki zostanie uzupełniony przez nowe prognozy PKB, inflacji i stopy bezrobocia, jak również oczekiwany przez członków horyzont utrzymywania stóp procentowych na rekordowo niskim poziomie. Ważnych danych nie zabraknie też w kraju, spośród których największy wpływ na rynek może mieć odczyt produkcji przemysłowej (nasza prognoza jest poniżej rynku). Publikacja ta może zainicjować dalszy spadek IRS, jak też osłabić złotego. Chociaż rynek może coraz odważniej wyceniać szanse na obniżkę stóp przez RPP, naszym zdaniem, aby do tego doszło, konieczna będzie – obok niższej inflacji – gorsza niż przewidziano w projekcji NBP ścieżka wzrostu gospodarczego. Na razie nie spodziewamy się takiego scenariusza.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (18 marca)							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	II	% r/r	2,7	3,4	0,4
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	II	% r/r	-0,9	-0,8	-0,8
14:00	PL	Inflacja bazowa	II	% r/r	1,4	1,2*	1,4
WTOREK (19 marca)							
11:00	DE	Indeks ZEW	III	pkt	47,5	-	48,2
13:30	US	Rozpoczęte budowy domów	II	tys.	920	-	890
13:30	US	Pozwolenia na budowę domów	II	tys.	928	-	925
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	-1,4	-3,3	0,3
14:00	PL	Produkcja budowlana	II	% r/r	-9,8	-5,8	-16,1
14:00	PL	PPI	II	% r/r	-0,5	-0,4	-1,2
ŚRODA (20 marca)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
19:00	US	Decyzja Fed		%	0,0-0,25	-	0,0-0,25
CZWARTEK (21 marca)							
2:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	III	pkt	50,9	-	50,4
9:28	DE	Wstępny PMI – przemysł	III	pkt	50,5	-	50,3
9:58	EZ	Wstępny PMI – przemysł	III	pkt	48,2	-	47,9
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	341	-	332
14:00	PL	Minutes RPP					
15:00	US	Sprzedaż domów	II	mln	5,0	-	4,92
15:00	US	Indeks Philly Fed	III	pkt	-2,0	-	-12,5
PIĄTEK (22 marca)							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	II	% r/r	0,6	1,0	3,1
10:00	PL	Stopa bezrobocia	II	%	14,5	14,4	14,2
10:00	DE	Indeks Ifo	III	pkt	107,7	-	107,4

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters *prognoza po danych o inflacji

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

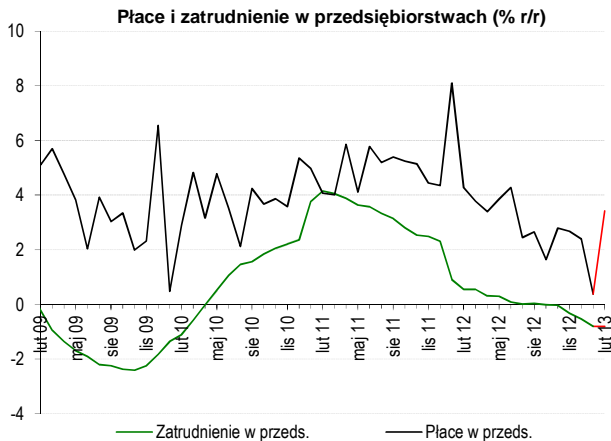
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

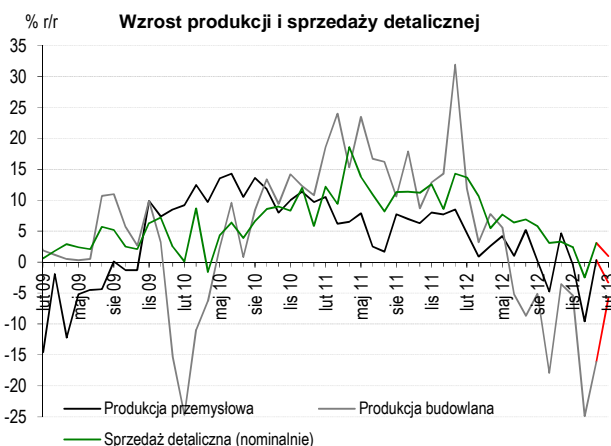
Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Rynek pracy i produkcja słabną, brak presji inflacyjnej

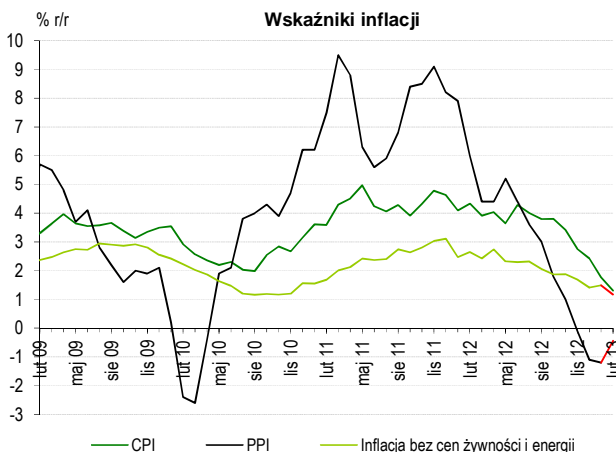


- Spodziewamy się odbicia dynamiki płac do 3,4% r/r w lutym z 0,4% w styczniu. Będzie to jednak przejściowe zaburzenie trendu, wynikające z tego, że rok temu przyspieszono wypłatę części wynagrodzeń w związku z podwyżką składki rentowej od lutego. Skutkuje to efektem wysokiej bazy w styczniu i niskiej w lutym. Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach tempo wzrostu płac wróci do trendu ok. 2% r/r.
- Liczba miejsc pracy w sektorze przedsiębiorstw zapewne ponownie się obniżyła ujęciu m/m, w efekcie roczne tempo spadku zatrudnienia pozostało na podobnym poziomie jak w styczniu. Sygnały wzrostu popytu na pracę pojawią się najwcześniej w drugiej połowie roku.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła naszym zdaniem do 14,4% w lutym z 14,2% w styczniu. Jest to zgodne z szacunkami MPiPS.



- Po odbiciu dynamiki produkcji przemysłowej w styczniu, za którym stała głównie większa liczba dni roboczych, w lutym ponownie zobaczymy spadek w ujęciu r/r.
- Spodziewamy się również spowolnienia wzrostu sprzedaży detalicznej, po jednorazowym wysoku w styczniu, wynikającym m.in. z przesunięcia wypłat dopłat dla rolników.
- Jedynie w budownictwie tempo spadku produkcji może się zmniejszyć, głównie ze względu na efekt niskiej bazy (niekorzystna pogoda rok temu).
- W sumie, dane nie potwierdzą naszym zdaniem wyraźnego ożywienia w I kw., co może wzmocnić spekulację rynku nt. kolejnych obniżek stóp w tym roku.
- PPI w lutym szacujemy na -0,4% r/r, inflację bazową w styczniu na 1,5% r/r a w lutym na 1,2% r/r. Dane potwierdzą brak presji na wzrost cen.

Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja najniżej od 6 lat



- Stopa inflacji obniżyła się z 1,7% r/r w styczniu do 1,3% w lutym, najniższego poziomu od ponad 6 lat, i po raz kolejny okazała się niższa od oczekiwań. Rewizja wag w koszyku CPI była niewielka i nieznacznie podniosła stopę inflacji (o ok. 0,02pp). Spodziewamy się dalszego spadku inflacji CPI w kolejnych miesiącach, nawet poniżej 1%. Oznacza to, że zaczyna materializować się scenariusz ścieżki inflacyjnej niższej, niż przewidywana w ostatniej projekcji NBP.
- Dane o bilansie płatniczym potwierdziły spodziewaną poprawę dynamiki eksportu w styczniu, przy niższym od prognoz importcie. Poprawa bilansu handlowego będzie głównym czynnikiem sprawczym ożywienia polskiej gospodarki w tym roku.
- W lutym podaż pieniądza M3 wzrosła o 5,6% r/r. Odnotowano nieznaczne przyspieszenie wzrostu depozytów (5,2% r/r) i kredytów (3,8% r/r).

Cytat tygodnia – Zobaczymy, co się będzie działo w gospodarce

Zyta Gilowska, członkini RPP, Reuters, 11.03

Dość wysokie jest prawdopodobieństwo braku zmian poziomu nominalnych stóp procentowych NBP w kilkumiesięcznej perspektywie

Marek Belka, prezes NBP, Reuters, 12.03

Nie chciałbym dzisiaj rozważać kwestii dalszych obniżek. To nie jest właściwy moment. Zobaczymy, co się będzie działo w gospodarce.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, Reuters, 14.03

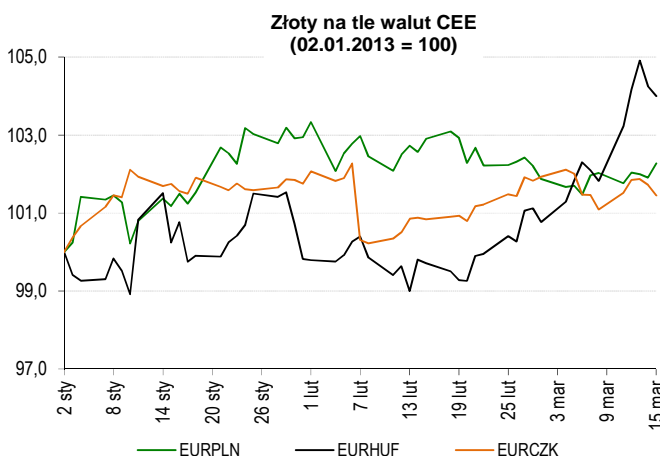
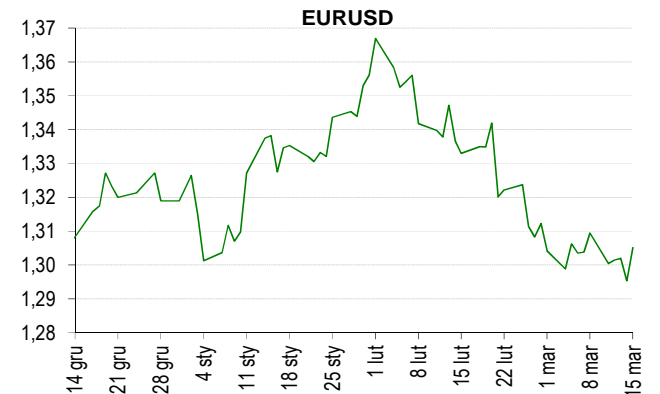
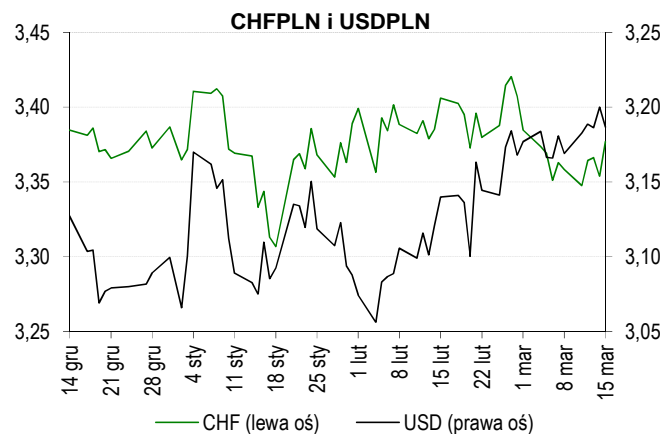
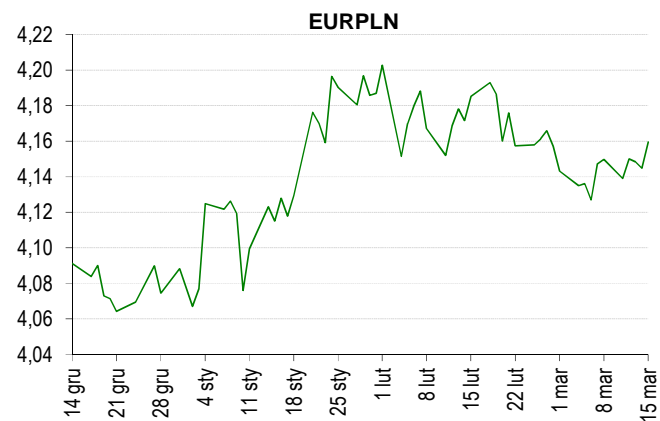
Należy poczekać na kolejne dane, by ocenić trwałość tendencji [spadku inflacji].

Anna Zielińska-Grębocka, członkini RPP, TVN CNBC, 14.03

Jak na razie myślę, że 3,25 to jest pewien poziom, który pozwala na krótkookresowe 'wait and see'.

Wypowiedzi członków RPP sugerują, że stopy NBP nie ulegną zmianom w kilku najbliższych miesiącach. Rada chce przyjrzeć się rozwojowi sytuacji gospodarczej zanim podejmie kolejne decyzje, co oznacza przerwę przynajmniej do czerwca (kiedy będą znane dane o PKB za I kw.) lub do lipca (nowa projekcja NBP). Rada dała do zrozumienia, że pole do dalszych obniżek może się pojawić, jeśli rzeczywistość gospodarcza wyraźnie odchyli się od scenariusza przewidywanego w projekcji. Ścieżka inflacyjna faktycznie może być niższa od tej z raportu NBP, ale raczej tylko przejściowo, w najbliższych miesiącach. Dodatkowo, ważniejszy naszym zdaniem będzie rozwój sytuacji w gospodarce realnej, a tu nie spodziewamy się znaczących odchyżeń – stopniowo powinny pojawiać się sygnały, że po osiągnięciu dna w I kw. tempo wzrostu PKB będzie przyspieszać w kolejnych kwartałach. Jeśli Rada nie obniży stóp do lipca, w II półroczu już też raczej tego nie zrobi.

Rynek walutowy – Krajowe dane makro podtrzymują presję na złotego



Dane inflacyjne osłabiły złotego

W minionym tygodniu najważniejszym wydarzeniem na rynku FX była śródowa publikacja danych inflacyjnych. Do tego czasu kurs EURPLN zachowywał się względnie stabilnie, wahając się między 4,12-4,15. Publikacja lutowej inflacji CPI, na chwilę, pchnęła kurs EURPLN do 4,157.

Bardziej wrażliwy na wydarzenia globalne był kurs USDPLN. Spadek kursu EURUSD po lepszych od oczekiwań danych w USA spowodował wzrost USDPLN do poziomu 3,20. Dodatkowo oczekiwania na odczyt krajowej inflacji przyczyniły się do wzrostu powyżej 3,21 (najwyższy poziom od końca listopada 2012). Była to jednak tendencja krótkotrwała i na koniec tygodnia kurs USDPLN oscylował poniżej 3,18.

W tym tygodniu kolejne publikacje danych makro, w tym największe znaczenie dla rynku będą miały dane o produkcji. Nasza prognoza jest jedną z najbardziej pesymistycznych na rynku (oczekujemy spadku o ponad 3% r/r) i jej materializacja może oznaczać kolejny impuls dla osłabienia złotego. Wciąż obowiązujący dla kurs EURPLN jest przedział 4,12-4,18.

Kurs EURUSD jak bumerang powraca w kierunku 1,30

Napływ lepszych od oczekiwań danych z USA wskazuje, że kondycja amerykańskiej gospodarki poprawia się szybciej niż europejskiej. To skutkowało spadkiem kursu EURUSD w kierunku 1,29 (minimum wyniosło 1,291), poniżej dolnego ograniczenia konsolidacji na ok. 1,296. Nie trwało to jednak długo, gdyż po tym spadku nastąpiła korekta i kurs ponownie powrócił w okolice 1,30 przed piątkową publikacją danych z USA. Wsparciem dla wspólnej waluty były wyniki aukcji długu peryferii.

Konsolidacja kursu EURUSD w przedziale 1,296 – 1,316 jest wciąż obowiązującym scenariuszem. W tym tygodniu szereg istotnych danych z gospodarki europejskiej (indeksy PMI dla całej strefy euro, ZEW i Ifo dla Niemiec), które mogą dać impuls do wybicia się z tego przedziału. Nie bez znaczenia dla inwestorów będzie posiedzenie Fed. Rynek nie oczekuje zmian stóp procentowych, jednak retoryka komunikatu (biorąc pod uwagę, że rynkowi gracze nie wykluczają zakończenia QE3 w tym roku) może wyznaczyć trend na nadchodzące dni/tygodnie.

Zgodnie z oczekiwaniami Narodowy Bank Szwajcarii nie zmienił stóp procentowych i kolejny raz podtrzymał politykę minimalnego kursu względem euro na poziomie 1,20. Kurs EURCHF nieznacznie wzrósł do 1,2370.

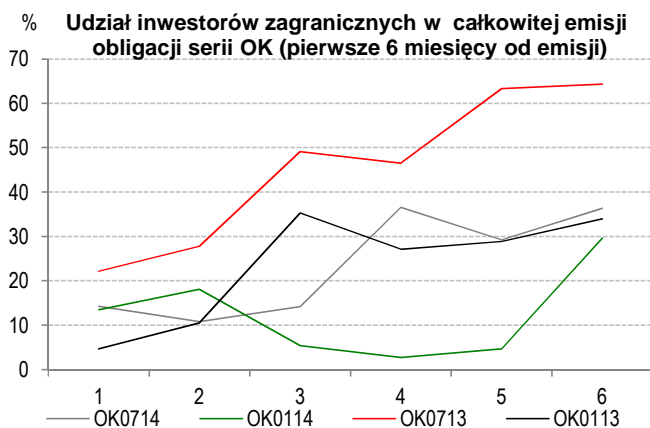
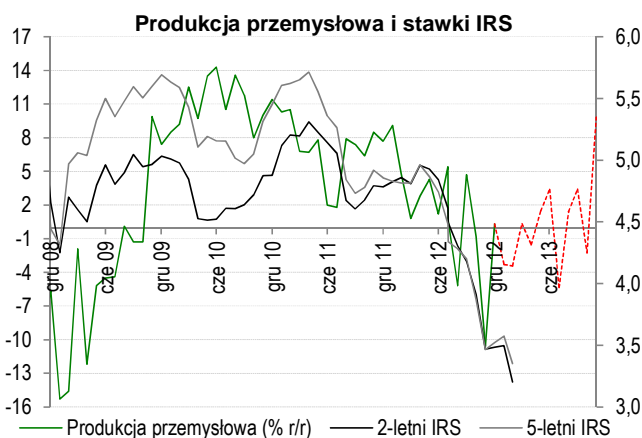
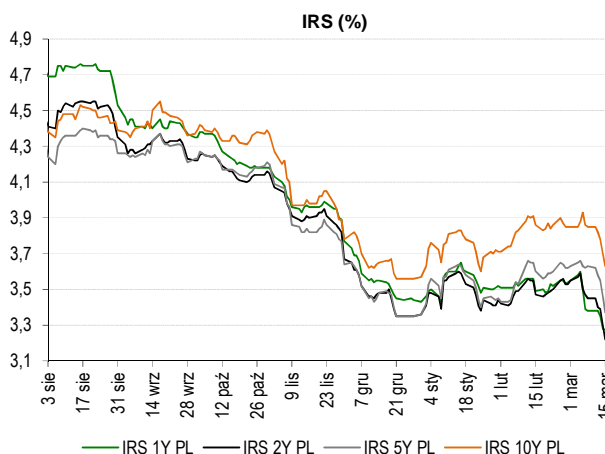
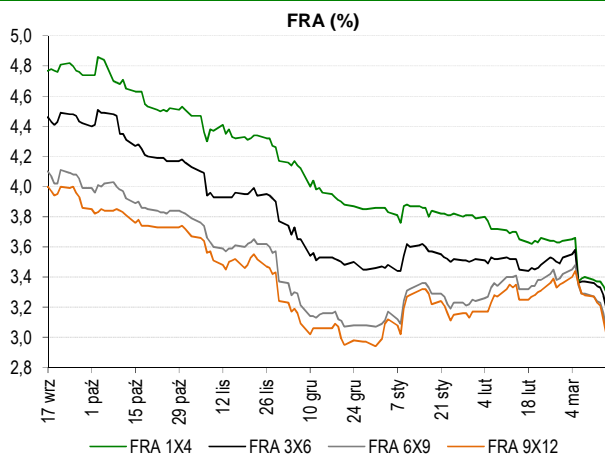
Silna presja na osłabienie forinta

Miniony tydzień na rynku EURCZK przebiegał dość spokojnie. Kurs EURCZK, po lepszych od oczekiwań danych o sprzedaży detalicznej, nieznacznie obniżył się do 25,5. Umocnienie czeskiej waluty okazało się krótkotrwałe i kurs ponownie powrócił w okolice 25,6 na koniec tygodnia.

Oczekiwania na kontynuację cyklu łagodzenia polityki monetarnej przez bank centralny Węgier, które umocniły się po lutowym odczycie inflacji (spadek do 2,8% r/r z 3,7% r/r w styczniu) oraz działania rządu to główne czynniki osłabiające węgierską walutę. W efekcie kurs EURHUF wzrósł powyżej 307, najwyższego poziomu od stycznia 2012.

Forint pozostaje najstabszą walutą w regionie (patrz wykres obok). Presja na osłabienie będzie się utrzymywała, chociaż koniec tygodnia przyniósł korekcyjne umocnienie HUF. Istotne wsparcie dla EURHUF znajduje się na 302-300.

Rynek stopy procentowej – Produkcja może pociągnąć rentowności dalej w dół



Niska inflacja trzęsie rynkiem stopy procentowej

▪ Publikacja niższej od oczekiwań inflacji miała największy wpływ na notowania na krajowym rynku stopy procentowej w trakcie minionego tygodnia.

▪ WIBOR-y od 1 do 12 miesięcy po szybkim dostosowaniu po decyzji RPP o obniżeniu stóp NBP o 50 pb, w kolejnych dniach spadały już w tempie widzianym przed tą decyzją, kiedy to główną rolę odgrywała retoryka Rady sugerująca zbliżającą się przerwę. Po danych o inflacji WIBOR-y spadły jednego dnia nawet o 5-6 pb dla stawek 6-12 miesięcznych wobec spadków rzędu 1 pb (lub stabilizacji) w poprzednich dniach.

▪ FRA kontynuowały spadki zainicjowane po decyzji RPP, dzienne tempo zniżek było całkiem wyraźne (3x6 spadł o 18 pb, 6x9 o 25 pb w ciągu minionego tygodnia – główna część ruchu miała miejsce w reakcji na dane o inflacji). W naszej opinii, w lutym produkcja przemysłowa spadła nieco mocniej niż się spodziewa rynek, co wraz z retoryką RPP wskazującą na możliwość dalszych redukcji stóp i danych o inflacji może wspierać trend spadkowy FRA w najbliższym tygodniu.

▪ Niższe od prognoz dane o inflacji pchnęły 2-letni IRS do najniższego poziomu w historii (do ok. 3,22% po spadku o ponad 20 pb w trakcie tygodnia). W podobnej skali ruch w dół zanotowały też stawki 5- i 10-letnie – pierwsza z nich też zanotowała rekord (3,37% – 3 pb poniżej rekordu z grudnia 2012), a druga jest już tylko 3 pb powyżej rekordowych miniów osiągniętych pod koniec 2012.

▪ Wyraźny spadek rentowności zanotowano też na rynku obligacji i też po danych o inflacji. Najwięcej zyskał środek krzywej (26 pb przy 16 pb dla 2 lat i 17 dla 10 lat).

W tym tygodniu wstrząs może wywołać produkcja

▪ Nadchodzący tydzień zapowiada się na krajowym rynku bardzo ciekawie. Nasza prognoza produkcji przemysłowej jest poniżej oczekiwań rynku, co może wygenerować ruch w dół w notowaniach IRS i rentowności obligacji. O ile skala spadku tych pierwszych może być porównywalna z ruchem po danych o inflacji, o tyle w przypadku długu umocnienie może być ograniczone przez perspektywę aukcji obligacji.

▪ Uważamy jednocześnie, że potencjał do dalszego spadku IRS w kolejnych miesiącach jest ograniczony. CPI będzie co prawda dalej mocno spadać, ale coraz więcej sygnałów poprawy sytuacji w aktywności gospodarczej może być dla RPP istotniejsze, co może z kolei ograniczać przestrzeń do dalszych redukcji stóp NBP.

▪ W środę odbędzie się ostatnia w I kw. aukcja obligacji, na której Ministerstwo Finansów zaoferuje obligacje z koszyka OK0715/PS0418/WZ0117. Z danych resortu wynika, że na koniec stycznia inwestorzy zagraniczni posiadali odpowiednio 9% i 7% dotychczasowej emisji nowych 2- oraz 5-letnich benchmarków. Ostatni raz tak niski udział w 2-letnim długu w miesiącu jego pierwszej emisji inwestorzy zagraniczni mieli w październiku 2010 (ok. 5% w OK0113). W kolejnych miesiącach szybko zwiększali swoje zaangażowanie, nawet mimo szybko rosnącej inflacji. Popytowi na śródowej aukcji mogą sprzyjać dane o produkcji przemysłowej, które mogą nasilić oczekiwania na kolejne obniżki stóp procentowych przez RPP.

▪ O ile krótki koniec i środek krzywej będą zapewne głównie pod wpływem krajowych danych i wyników aukcji, 10-lątka będzie reagować w największym stopniu na rozwój sytuacji na długim końcu niemieckiej krzywej rentowności. Liczba i istotność danych o aktywności ekonomicznej i ocena przez Fed sytuacji w amerykańskiej gospodarce mogą wywołać wzrost zmienności na rynku.

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