

Tygodnik ekonomiczny

30 kwietnia – 6 maja 2012

W centrum uwagi inwestorów pozostają perspektywy wzrostu światowej gospodarki, obawy o to, czy konsolidacja fiskalna w strefie euro nie pograży jej na dobre w recesji, i wynikające stąd napięcia polityczne. O istniejących czynnikach ryzyka przypomnieli w ub. tygodniu m.in. mocne spadki wstępnych indeksów PMI w Europie, rozpad koalicji rządzącej w Holandii, wyniki I tury wyborów prezydenckich we Francji i obniżka ratingu Hiszpanii. Z drugiej strony, awersja do ryzyka nie zdołała na razie całkowicie zdominować nastrojów. Wsparciem dla rynków były m.in. dobre wyniki finansowe spółek oraz wypowiedzi szefa Fed, który zasugerował wprawdzie, że dalsze łagodzenie polityki pieniężnej jest mało prawdopodobne, o ile sytuacja w gospodarce nie zacznie się pogarszać, ale też nie wykluczył całkiem takiego scenariusza, co rynki przyjęły za dobrą monetę. Informacje z krajowej gospodarki były w naszej ocenie neutralne z punktu widzenia decyzji RPP.

Publikowany w tym tygodniu indeks PMI dla polskiego przemysłu będzie naszym zdaniem wskazówką, że spowolnienie w przemyśle widoczne już w marcu będzie kontynuowane w kolejnych miesiącach. Powinno to wzmocnić argumenty za pozostawieniem stóp procentowych bez zmian na najbliższym posiedzeniu. Ogólnie jednak, aktywność inwestorów na krajowym rynku będzie zapewne mocno ograniczona ze względu na majowe dni wolne. Za granicą pojawi się znacznie więcej ważnych informacji, które mogą wpłynąć na nastroje i oczekiwania dot. perspektyw wzrostu gospodarczego. Obok wskaźników aktywności ekonomicznej, ważne będzie posiedzenie EBC i komentarze prezesa Draghiego, który nawoływał w ub. tygodniu kraje strefy euro do wzmocnienia działań pro wzrostowych. Pod koniec tygodnia na pierwszym planie mogą się znaleźć informacje polityczne, m.in. ze względu na zaplanowane na kolejny weekend wybory – parlamentarne w Grecji i II rundę prezydenckich we Francji.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (30 kwietnia)							
10:00	EZ	Podaż pieniądza	III	% r/r	2,8	-	2,8
11:00	EZ	Wstępny HICP	IV	% r/r	2,5	-	2,7
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	IV	% r/r	-	-	4,2
14:30	US	Wydatki konsumentów	III	% m/m	0,4	-	0,8
14:30	US	Dochody osobiste	III	% m/m	0,3	-	0,2
14:30	US	Bazowy PCE	III	% m/m	0,2	-	0,1
WTOREK (1 maja)							
	PL, DE	Dzień wolny					
16:00	US	ISM - przemysł	IV	pkt	52,8	-	53,4
ŚRODA (2 maja)							
4:30	CN	PMI - przemysł	IV	pkt	-	-	48,3
9:00	PL	PMI - przemysł	IV	pkt	49,4	49,5	50,1
9:53	DE	PMI - przemysł	IV	pkt	46,3	-	48,4
9:58	EZ	PMI - przemysł	IV	pkt	46,0	-	47,7
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	III	%	10,9	-	10,8
14:15	US	Raport ADP	IV	tys.	180	-	209
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	III	% m/m	-1,5	-	1,3
CZWARTEK (3 maja)							
	PL	Dzień wolny					
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	1,00	-	1,00
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tydz.	tys.	380	-	388
16:00	US	PMI - usługi	IV	pkt	55,2	-	56,0
PIĄTEK (4 maja)							
9:53	DE	PMI - usługi	IV	pkt	52,6	-	52,1
9:58	EZ	PMI - usługi	IV	pkt	47,9	-	49,2
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	IV	tys.	175	-	120
14:30	US	Stopa bezrobocia	IV	%	8,2	-	8,2

Źródło: BZ WBK, Reuters, Dow Jones

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

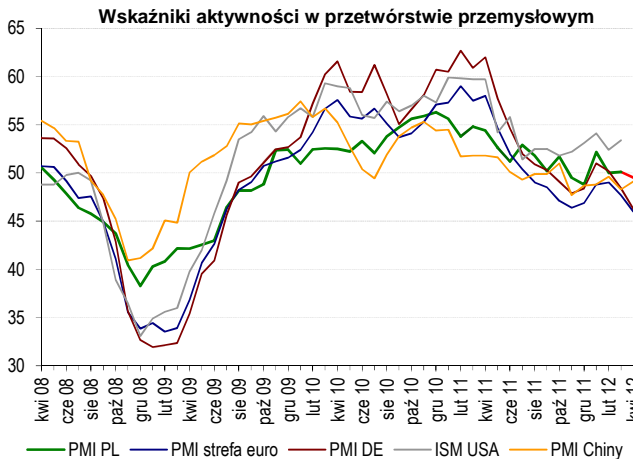
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luźniński Analityk

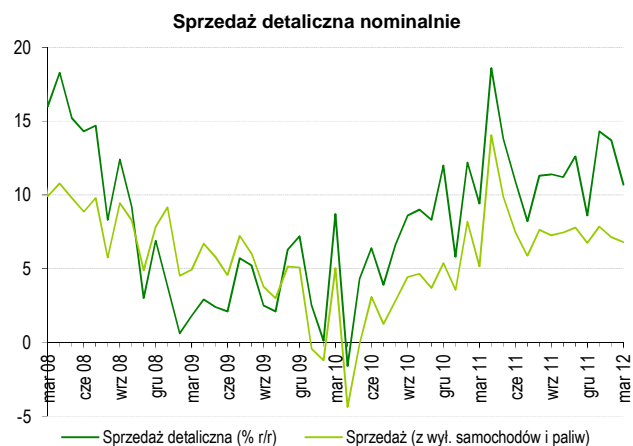
22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Indeks PMI potwierdzi spowolnienie w przemyśle



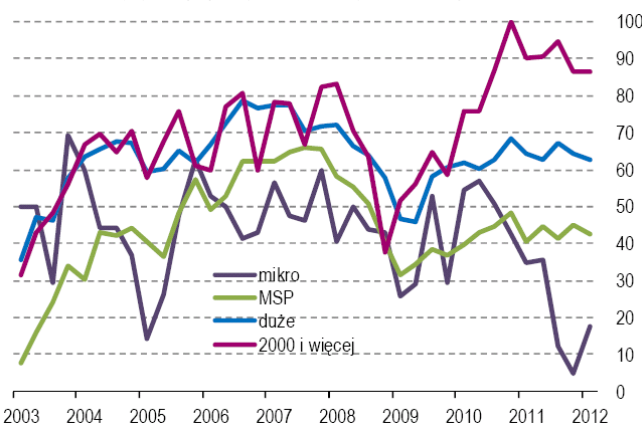
- Długi majowy weekend znacząco obniżył aktywność na krajowym rynku w tym tygodniu. Jedyną istotną publikacją krajową będzie indeks PMI dla polskiego przemysłu za kwiecień. Spodziewamy się lekkiego spadku indeksu, w znacznie mniejszej skali niż obniżyły się wstępne indeksy PMI dla większości gospodarek europejskich. Niemniej, po trzech miesiącach przerwy indeks znajdzie się ponownie poniżej 50 pkt, wskazując na spadek aktywności w sektorze przetwórczym, zapewne głównie wynikający ze spadku zamówień eksportowych.
- Znacznie więcej ważnych publikacji pojawi się za granicą. Ostateczne indeksy PMI i ISM dla przemysłu i usług oraz dane o zatrudnieniu z USA będą ważną wskazówką nt. tempa wzrostu światowej gospodarki. Uwagę przyciągnie też posiedzenie EBC.

Ostatni tydzień w gospodarce – Nieco mniej pesymistyczne sygnały z gospodarki



- Wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił w marcu do 10,7% r/r w ujęciu nominalnym i 6,9% r/r realnie, lekko przekraczając prognozy. Wg naszych szacunków nominalny wzrost sprzedaży po wyłączeniu paliw i samochodów wyniósł 6,8% r/r. Przeciętna dynamika sprzedaży w I kwartale sugeruje stabilizację wzrostu popytu konsumpcyjnego nieco powyżej 2% r/r. W dalszej części roku popyt konsumentów będzie słabł pod wpływem wolniejszego wzrostu dochodów i odbudowy stopy oszczędności w sektorze gospodarstw domowych, która spadła gwałtownie pod koniec 2011 r. Ostatnia seria danych z gospodarki wspiera naszą prognozę wzrostu PKB w I kw. 2012 na poziomie ok. 3,5%.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego w marcu spadła do 13,3%, poniżej prognoz. Zanotowano mniej nowych bezrobotnych i najwyższą liczbę ofert pracy od ponad roku.

Wskaźnik bieżącej oceny sytuacji ekonomicznej w klasach wg wielkości zatrudnienia



- Raport NBP o koniunkturze w sektorze przedsiębiorstw wskazuje na lekką poprawę oczekiwanej sytuacji w II kw. 2012 po trzech kwartałach wzrostu pesymizmu. Prognozy eksportu pozostały umiarkowanie optymistyczne, poprawiły się oceny wzrostu popytu i zatrudnienia. Jednocześnie, presja płacowa w firmach pozostaje ograniczona i maleje skłonność firm do podwyżek cen. Dalszy wzrost wykorzystania mocy wytwórczych i lepsze oceny popytu przełożyły się na wzrost aktywności inwestycyjnej w firmach. Nadal pozostaje ona jednak stosunkowo niska, poniżej długoterminowej średniej.
- Deficyt fiskalny wg ESA95 (*general government*) wyniósł w 2011 r. 5,1% PKB, a dług publiczny 56,4% PKB. GUS lekko skorygował też dane o PKB za ub.r., podnosząc wzrost w IV kwartale z 4,3% do 4,4% i obniżając w II kw. z 4,3% do 4,2%.

Cytat tygodnia – Rada powinna poczekać 2-3 miesiące

Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, 26 kwietnia, Reuters

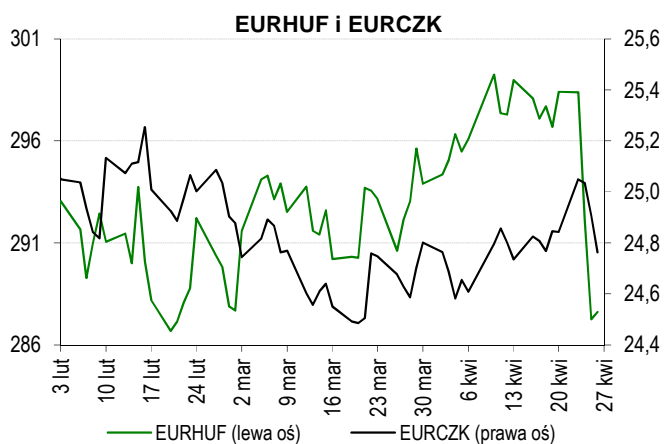
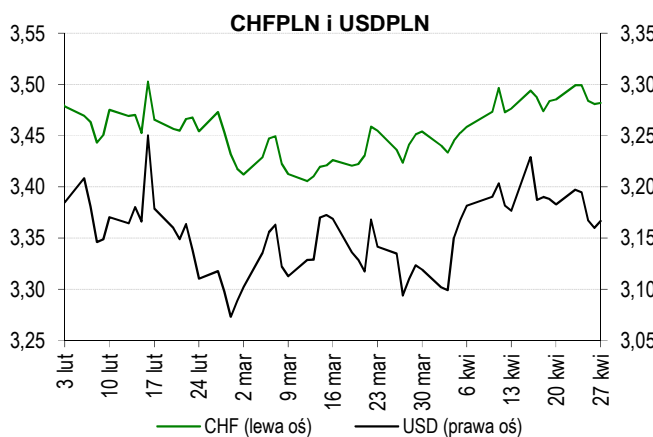
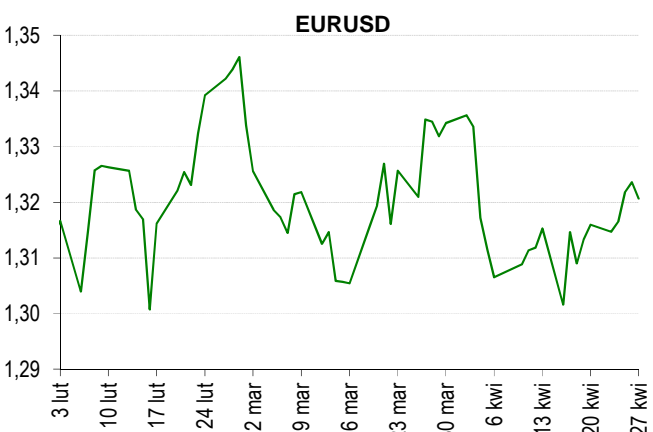
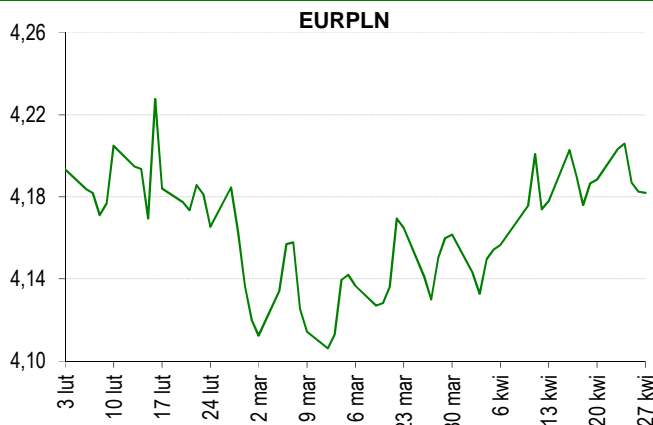
To osłabienie wzrostu nie jest tak mocne, żeby zrezygnować z myślenia o podwyżce. Uporczywość inflacji jest bardzo duża i osobiście uważam, że wymaga reakcji. (...) Jeśli Rada miałaby zareagować na uporczywie utrzymującą się na wysokim poziomie inflację, to lepiej to zrobić wcześniej niż później. Ale, moim zdaniem, trzeba jeszcze rozważyć argumenty za i przeciw. Jeszcze nie podjęłam decyzji w tej sprawie.

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 23 kwietnia, Reuters

W tej chwili nie widzę potrzeby podwyżki stóp w maju, mało prawdopodobne wydaje się, abym zobaczył taką potrzebę w czerwcu. Uważam, że Rada powinna poczekać 2-3 miesiące, żeby sytuacja się wyklarowała, a póki co o jakiegokolwiek presji inflacyjnej ze strony czynników krajowych nie ma mowy. Polityka monetarna powinna być antycykliczna, a nie procykliczna, a podwyżka stóp byłaby ewidentnie procykliczna.

Minutes z kwietniowego posiedzenia RPP potwierdziły, że głosowano nad podwyżką stóp procentowych o 25 pb. Część członków Rady (wg PAP troje) uważała, że zacieśnienia należy dokonać już w kwietniu, ale większość uznała, że ewentualna podwyżka powinna być uwarunkowana pełniejszą oceną stanu koniunktury i skali oczekiwanego spowolnienia gospodarczego. Naszym zdaniem, ryzyko pojawienia się efektów drugiej rundy oraz nasilenia presji płacowej jest niewielkie ze względu na słabą sytuację na rynku pracy. Ponadto, dane, które pojawiły się po kwietniowym posiedzeniu, miały raczej gołębi wydźwięk (oprócz neutralnej sprzedaży detalicznej), zatem ocena stanu koniunktury przez RPP zapewne się pogorszy. W efekcie, spodziewamy się, że Rada utrzyma stopy w maju na niezmiennym poziomie. W naszej ocenie na majowym spotkaniu RPP trudno będzie zebrać większość za podwyżką stóp, o ile takiego wniosku nie poprze prezes NBP Marek Belka.

Rynek walutowy – Poprawa globalnych nastrojów wsparła waluty CEE



Złoty nieco mocniejszy

▪ Zgodnie z tym, co pisaliśmy w poprzednim raporcie, początek tygodnia przyniósł osłabienie złotego w relacji do głównych walut w efekcie pogorszenia nastrojów globalnych (wygrana Hollande w I turze wyborów prezydenckich we Francji, dymisja rządu Holandii). W efekcie kurs EURPLN wzrósł do 4,215. Kolejne dni przyniosły jednak stopniowe umocnienie i powrót kursu poniżej 4,20. Wsparciem dla złotego, ale również i innych walut w regionie była retoryka Fed, dająca nadzieję rynkowi na możliwość wprowadzenia QE3. To wygenerowało ruch w kierunku 4,165, niemniej kurs szybko powrócił do obowiązującego obecnie pasma wahań 4,17-4,20. W tym przedziale pozostał również w czasie piątkowej sesji.

▪ W nadchodzącym tygodniu aktywność inwestorów krajowych będzie dość ograniczona, ze względu na majowe święta. To może wygenerować większą zmienność na rynku złotego, między innymi ze względu na publikację danych o PMI czy też obawy o wyniki wyborów we Francji i w Grecji (6 maja). Czynniki te mogą ciężać nad rynkiem i wygenerować kolejny ruch powyżej 4,20.

Duża zmienność na USDPLN

▪ W minionym tygodniu zakres wahań kursu EURUSD ograniczały poziomy 1,31 oraz 1,325. O ile początek tygodnia, w wyniku czynników politycznych w Europie, przyniósł testowanie 1,31, to w kolejnych dniach kurs oscylował wokół 1,32. Wsparciem dla europejskiej waluty obok danych z USA był komunikat FOMC po kwietniowym posiedzeniu, który rynki zinterpretowały jako nieco bardziej „gołębni”, sugerujący wciąż możliwość wprowadzenia QE3.

▪ Warto zauważyć, że kurs EURUSD pozostaje relatywnie stabilny pomimo coraz silniejszej awersji do ryzyka (co pokazują m.in. rosnące spready obligacjami państw peryferyjnych strefy euro a papierami niemieckimi) i zwiększonej niepewności politycznej w Europie (II tura wyborów we Francji oraz wybory w Grecji 6 maja). W tym tygodniu uwaga skoncentruje się na danych makroekonomicznych, kluczowe mogą okazać się kwietniowe dane z amerykańskiego rynku pracy.

▪ W minionym tygodniu kurs USDPLN charakteryzował się dużą zmiennością, co wynikało z sytuacji na rynku globalnym. Kurs na początku tygodnia osiągnął swoje maksimum na 3,217, by w kolejnych dniach stopniowo spadać do 3,142 (tygodniowe minimum).

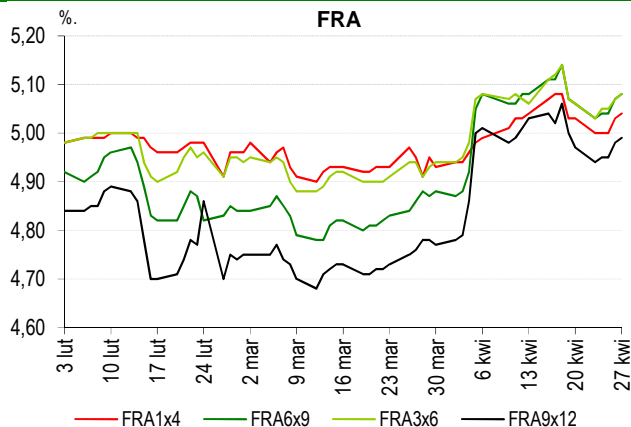
▪ W nadchodzącym tygodniu kurs USDPLN może pozostawać w przedziale 3,15-3,21 z możliwością testowania zarówno dolnego, jak i górnego ograniczenia pasma wahań w zależności od globalnych nastrojów.

Odreagowanie walut regionu

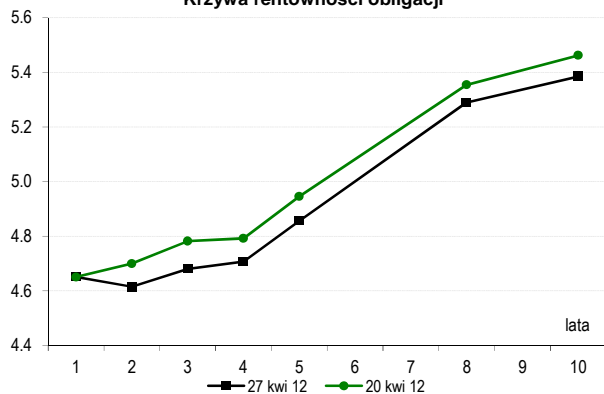
▪ Waluty regionu, podobnie jak i złoty umacniały się przez większą część tygodnia, głównie za sprawą poprawy nastrojów na globalnych rynkach. W efekcie, po obserwowanym ostatnio osłabieniu, kurs EURCZK powrócił poniżej 25, osiągając tygodniowe minimum na 24,7. W oczekiwaniu na wyniki głosowania wotum zaufania dla rządu Czech kurs EURCZK stabilizował się na poziomie około 24,8.

▪ Kurs EURHUF, w wyniku poprawy nastrojów i po informacji o możliwości otrzymania pożyczki z MFW, obniżył się do 286,25 (najniższego poziomu od połowy lutego). Wypowiedź agencji Fitch, wskazująca na wciąż utrzymujące się ryzyko obniżenia ratingu Węgier ograniczyła wcześniejsze zyski forinta.

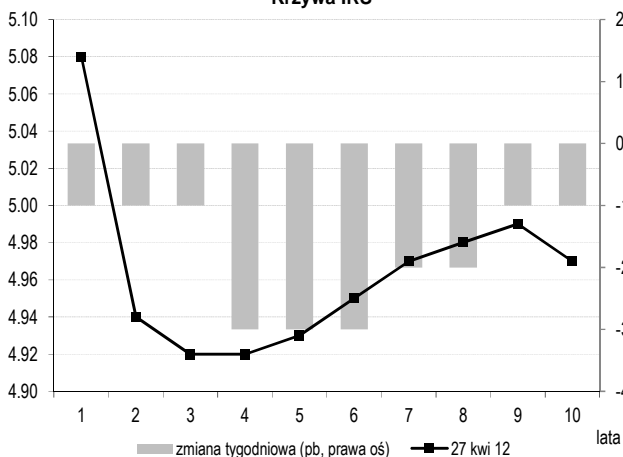
Rynek stopy procentowej – Rynek obligacji wciąż silny, nieco wyższa podaż w maju



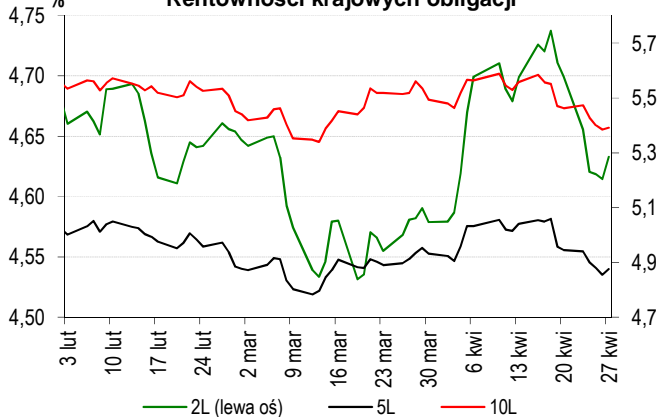
Krzywa rentowności obligacji



Krzywa IRS



Rentowności krajowych obligacji



Obawy co do decyzji majowej RPP wciąż obecne...

▪ Początek tygodnia przyniósł kontynuację spadków stawek FRA. Jednak marcowe dane o sprzedaży detalicznej (wzrost o 10,7% r/r), a następnie nieoficjalne informacje o głosowaniu podwyżki stóp na kwietniowym posiedzeniu, potwierdzone przez *minutes* wyhamowały tę tendencję. Stawki FRA ustabilizowały się nieco powyżej 5% dla tenorów do 6 miesięcy, podczas gdy FRA 9x12 oscylowało wokół 4,95% (poziomie zbliżonym do bieżącego kwotowania WIBOR 3M).

▪ Bieżące poziomy FRA 1x4, ale również 3x6 i 6x12 wskazują, że rynek nie wyklucza możliwości podwyżki stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Ostatnie wypowiedzi członka RPP Andrzeja Bratkowskiego wsparły rynek, oddalając ewentualny moment takiej decyzji przynajmniej o dwa miesiące. Niepewność co do majowej decyzji jest na tyle duża (w naszej ocenie zadecyduje głos prezesa NBP Marka Belki), że stawki FRA do 6 miesięcy powinny pozostać powyżej 5%. Nieco wytchnienia dla rynku mogą przynieść dane o kwietniowym PMI (nasza prognoza wskazuje na spadek indeksu poniżej neutralnej granicy 50pkt).

... jednak rentowności obligacji kontynuują spadek

▪ Rynek obligacji kontynuował umocnienie wzdłuż krzywej rentowności, wspierany nieco lepszymi nastrojami globalnymi, ale również krajowymi danymi. Dane o deficycie sektora finansów publicznych za 2011 potwierdziły odczyt na 5,1% PKB, zwiększając prawdopodobieństwo ograniczenia deficytu do poziomu około 3% w tym roku. Po części spadek rentowności mógł być efektem ponownej alokacji środków z wykupu obligacji PS0412 i płatności odsetkowych na rynku długu (netto na rynek wpłynęło około 17 mld zł). Koniec tygodnia przyniósł realizację zysków, po spadku rentowności w okolice minimów z marca, co było efektem pogorszenia nastrojów po decyzji S&P obniżającej rating Hiszpanii. Informacje o podaży w maju (szczegóły poniżej) miały neutralny wpływ na rynek.

▪ Na rynku IRS stawki spadły, choć skala ruchu nie była tak znacząca jak w przypadku obligacji. Krzywa IRS przesunęła się w dół o 1-3 pb. Stawka 10-letnia IRS pozostaje nieco poniżej 5%, co przy znaczącym spadku rentowności obligacji 10Y spowodowało dalsze zawężenie asset swap spreadu w okolice 40pb.

Nieco wyższa podaż w maju

▪ Publikacja majowej podaży SPW nieco zaskoczyła. Ministerstwo w nadchodzącym miesiącu zorganizuje dwie aukcje, na których zaoferuje obligacje DS1021 i WS0429 oraz nowy benchmark 5-letni PS0417. Oferta na aukcjach planowana jest na poziomie 2,0-4,0 mld zł. Resort nie wyklucza, w przypadku zmiany nastrojów rynkowych rozszerzenia ofert na aukcjach odpowiednio o obligacje WZ01147 oraz OK0714.

▪ Zwiększona podaż w maju może być odpowiedzią na zgłaszany przez inwestorów popyt (w związku z nadpłynnością wynikającą z wykupu PS0412 i płatności odsetkowych), ale również wiązać się z tym, że MF chce wykorzystać dobrą sytuację rynkową (głównie na długim końcu krzywej).

▪ Nadchodzący tydzień będzie charakteryzował się niską płynnością rynku ze względu na święta majowe. W związku z tym oczekujemy nieznacznych zmian rentowności wzdłuż krzywej.

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