

Tygodnik ekonomiczny

7 – 13 maja 2012

Tydzień, który w Polsce minął głównie pod znakiem majowego wycieczki i obniżonej płynności na rynku, przyniósł sporo nowych informacji dotyczących kondycji głównych światowych gospodarek. W strefie euro dominowały złe wiadomości – znaczące spadki indeksów PMI w przemyśle i usługach, szczególnie w krajach Południa, rekordowe bezrobocie, potwierdzenie recesji w Hiszpanii. W danych z USA pojawiły się optymistyczne akcenty (mocny wzrost ISM w przemyśle), ale w sumie obraz również był niezbyt korzystny, wskazując, że ożywienie w amerykańskiej gospodarce traci rozpęd. ECB nie dodał rynkom optymizmu, bo chociaż drzwi do rozluźnienia polityki pieniężnej w przyszłości nie zostały zamknięte, wypowiedzi Mario Draghiego sugerowały, że w najbliższym czasie na taki ruch nie należy liczyć.

W tym tygodniu pierwszoplanowym wydarzeniem w kraju będzie posiedzenie RPP. Dane opublikowane od poprzedniego spotkania Rady potwierdziły naszym zdaniem na tyle wyraźnie spowolnienie w krajowej gospodarce, że grupa opowiadająca się za zacieśnieniem polityki pieniężnej nie powinna zdobyć większości. Niemniej, głosowanie nad podwyżką zapewne ponownie się odbędzie (tak jak w kwietniu), a temperatura dyskusji na posiedzeniu może być równie wysoka jak ta zanotowana w długi majowy weekend. Niewykluczone, że o wyniku może przesądzić głos prezesa NBP. Komunikat Rady zostanie naszym zdaniem utrzymany w jastrzębim tonie, ponieważ główny powód zaniepokojenia RPP – uporczywie wysoka inflacja – raczej nie zniknie z horyzontu w ciągu najbliższych kilku miesięcy. Rząd zajmie się w tym tygodniu założeniami makroekonomicznymi do budżetu na 2013 r. Najprawdopodobniej będą one spójne z parametrami przyjętymi w ostatniej aktualizacji *Programu konwergencji* (PKB 2,9%, inflacja poniżej 3%), które nie budzą poważnych zastrzeżeń. Dla rynku finansowego, obok posiedzenia RPP, nadal kluczowe będą nastroje za granicą. W obliczu nieco mniej istotnych publikacji danych marko w głównych gospodarkach, na pierwszym planie mogą się znaleźć kwestie polityczne. Impulsem do tego będą m.in. wyniki wyborów parlamentarnych w Grecji i drugiej tury wyników prezydenckich we Francji.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (7 maja)							
10:30	EZ	Indeks Sentix	V	pkt	-15,7	-	-14,7
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	III	% m/m	0,5	-	0,3
WTOREK (8 maja)							
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	III	% m/m	0,8	-	-1,3
ŚRODA (9 maja)							
	PL	Decyzja RPP	IV	%	4,5	4,5	4,5
8:00	DE	Eksport	III	% m/m	-0,8	-	1,6
16:00	US	Zapasy hurtowe	III	% m/m	0,6	-	0,9
CZWARTEK (10 maja)							
	CN	Bilans handlowy	IV	mld \$			5,35
11:00	PL	Aukcja obligacji DS1021/WS0429 (2-4 mld zł)					
13:00	GB	Decyzja BoE		%	0,5	-	0,5
14:30	US	Ceny importu	IV	% m/m	-0,1	-	1,3
14:30	US	Bilans handlowy	III	mld \$	-49,3	-	-46,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	370		365
PIĄTEK (11 maja)							
3:30	CN	CPI	IV	% r/r			3,6
14:30	US	PPI	IV	% m/m	0,0	-	0,0
15:55	US	Indeks Michigan	V	pkt	76,4		76,4

Zródło: 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

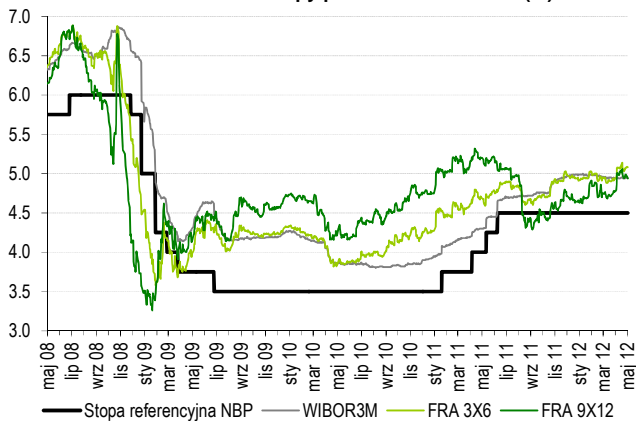
Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luźniński Analityk

22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – RPP w obliczu trudnej decyzji

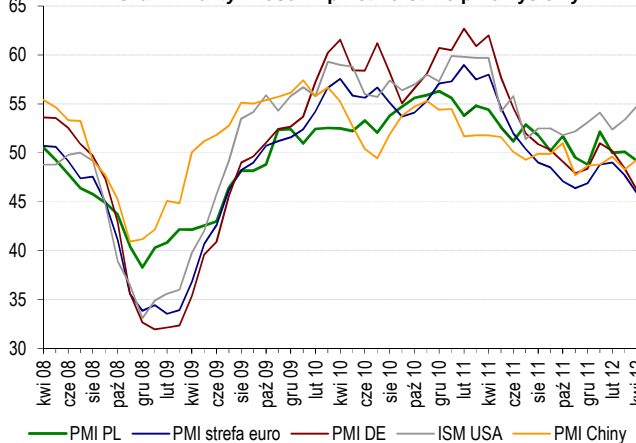
Krótkoterminowe stopy procentowe w Polsce (%)



Spodziewamy się, że na najbliższym posiedzeniu RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian. *Minutes* z kwietniowego posiedzenia Rady pokazały, że już wtedy głosowano wniosek o podwyżkę stóp, który według nieoficjalnych doniesień został poparty przez trzech członków. Z drugiej strony, niektórzy członkowie Rady (Chojna-Duch, Bratkowski) jednoznacznie wypowiadali się ostatnio przeciw zbyt szybkiej podwyżce. Inni twierdzili natomiast, że dane makro publikowane w kwietniu mogą okazać się decydujące. Te z kolei wyraźnie wskazały naszym zdaniem, że polska gospodarka wkroczyła w fazę spowolnienia (produkcja przemysłowa i budowlana, zatrudnienie, PMI), co jest argumentem przeciw podwyżce. Niemniej, nie można wykluczyć, że głosy rozłożą się po równo i decydujący okaże się głos prezesa Belki. Ton komunikatu pozostanie jastrzębi.

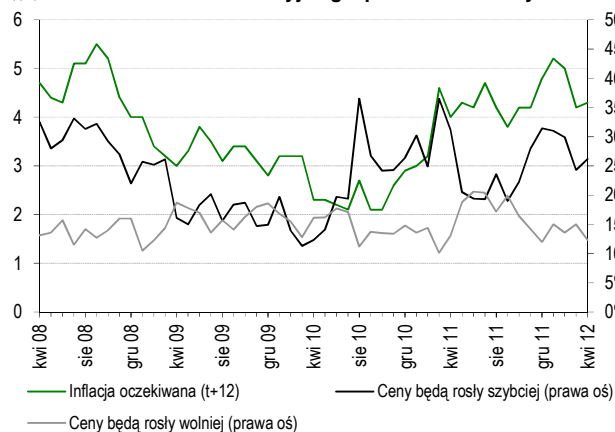
Ostatni tydzień w gospodarce – Słabnie aktywność w przemyśle, wysokie oczekiwania inflacyjne

Wskaźniki aktywności w przetwórstwie przemysłowym



PMI w polskim sektorze przetwórczym spadł w kwietniu do 49,2 punktów, nieco poniżej prognoz, wracając po trzech miesiącach poniżej neutralnej granicy 50 pkt. Badanie pokazało, że nowe zamówienia oraz nowe zamówienia eksportowe spadają najszybciej od połowy 2009, co jest spowodowane przede wszystkim słabym popytem z rynków europejskich, które są głównym odbiorcą polskich towarów. Dane pokazały również, że produkcja jest w stagnacji, a w zatrudnieniu widoczne było lekkie ożywienie. Naszym zdaniem dane o kwietniowym indeksie PMI są kolejnym argumentem przeciwko zacieśnieniu polityki monetarnej na najbliższym posiedzeniu RPP. Równie niepokojące są mocne spadki indeksów PMI w strefie euro, powodujące obawy o dalszy spadek popytu na polski eksport w dalszej części roku.

Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych



Miara oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych opublikowana przez NBP wzrosła w kwietniu do 4,3% z 4,2% w poprzednim miesiącu. Co ciekawe, wzrost nastąpił pomimo spadku miary inflacji przyjętej jako podstawa obliczeń (uwzględniono marcową inflację CPI, która została opublikowana w trakcie przeprowadzania ankiety). Dane wskazują, że nastąpiło pogorszenie struktury odpowiedzi gospodarstw domowych (odsetek respondentów, uważających, że w ciągu 12 miesięcy ceny będą rosły szybciej niż obecnie lub w tym samym tempie wzrósł do ponad 80%, najwyższej od ponad roku). W kwietniu w USA przybyło 115 tys. miejsc pracy, znacznie mniej niż oczekiwano i najstabilniej od października 2011. Te dane pokazały, że ożywienie na rynku pracy w USA jest powolne i rozbudziły oczekiwania na kolejną rundę ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed.

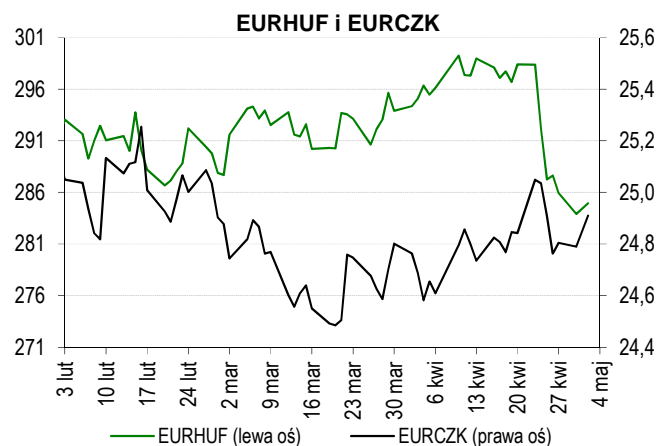
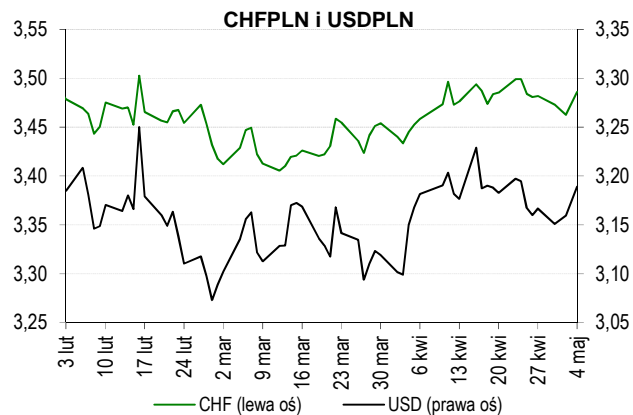
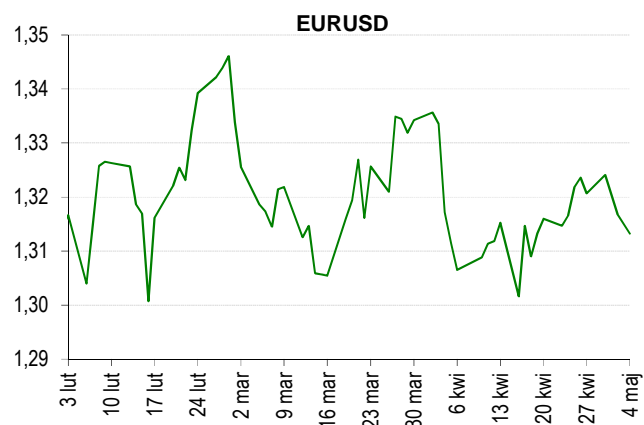
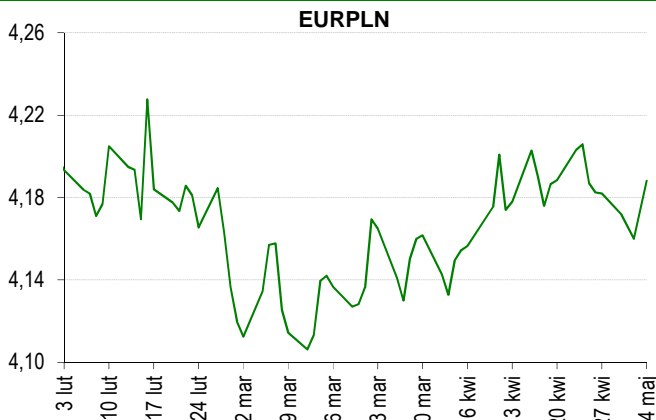
Cytat tygodnia – Pieniądz jest zbyt tani, aby wymuszać wysoką efektywność

Jerzy Hausner, członek RPP, Mirosław Gronicki, były minister finansów, 30 kwietnia, Rzeczpospolita

Realny poziom stóp procentowych jest w Polsce relatywnie niski i zdecydowanie niższy niż w 2000 r. Dlatego nawet w najtrudniejszym w okresie globalnego kryzysu w 2009 r. przedsiębiorstwa miały korzystną sytuację płynnościową. Oznacza to jednak, że pieniądz w polskiej gospodarce od dłuższego czasu jest prawdopodobnie zbyt tani, aby wymuszać wysoką efektywność i przyczyniać się do kreowania strukturalnej konkurencyjności.

W ostatnich tygodniach Jerzy Hausner zwracał uwagę na to, że byłoby niedobrze, gdyby okazało się, że RPP zaostrzy politykę pieniężną, a potem będzie się musiała z tego wycofywać (jeśli okaże się, że spowolnienie gospodarcze jest bardziej dotkliwe niż sądzono). W tym kontekście fragment artykułu napisanego wspólnie z Mirosławem Gronickim nie wydaje się jednoznacznie zapowiedzią, że Hausner zagłosuje w maju za podwyżką stóp. Tym bardziej, że w tym samym artykule autorzy ostrzegają przed obniżeniem tempa wzrostu gospodarczego w Polsce, do czego może przyczynić się m.in. jednoczesne zacieśnienie polityki fiskalnej i monetarnej.

Rynek walutowy – Złoty pod wpływem czynników globalnych



Złoty pod wpływem czynników globalnych

W minionym tygodniu złoty pozostawał głównie pod wpływem czynników globalnych, które przesłoniły publikację kwietniowego wskaźnika PMI. Przy niepłynnym rynku kurs EURPLN przetestował poziom 4,16 (osiągając tygodniowe minimum na 4,154). Niemniej, wzrost awersji do ryzyka w kolejnych dniach spowodował powrót kursu powyżej 4,18. Po słabszych danych z amerykańskiego rynku pracy kurs EURPLN na chwilę spadł poniżej 4,18, kończąc jednak europejską sesję w okolicach 4,19.

W nadchodzących dniach złoty pozostanie pod wpływem czynników globalnych, głównie wyników wyborów we Francji i Grecji, które wyznaczą kierunek dla rynków na otwarcie tygodnia. Decyzja RPP, utrzymująca stopy na niezmiennym poziomie, może również pozostać w cieniu zagranicznych wydarzeń.

Obowiązujący przedział wahań dla EURPLN to 4,16-4,20. Nie wykluczamy możliwości testowania zarówno dolnego, jak i górnego ograniczenia. Utrzymujemy nasz bazowy scenariusz osłabienia złotego w nadchodzących tygodniach.

Notowania USDPLN w ślad za zmianami EURUSD

W minionym tygodniu kurs EURUSD pozostawał głównie pod wpływem publikacji indeksów PMI dla strefy euro oraz danych z rynku pracy. Raport ADP o zatrudnieniu w amerykańskim sektorze prywatnym nieco rozczarował rynki, sugerując możliwość gorszego od oczekiwań odczytu piątkowych danych. To wygenerowało ruch w górę na EURUSD; kurs jednak szybko powrócił do trendu spadkowego po słabszych odczytach PMI dla strefy euro. Kurs przetestował poziom 1,31 stabilizując się nieco powyżej tego poziomu przed danymi z amerykańskiego rynku pracy. Dane pokazały niższy wzrost miejsc pracy w sektorze pozarolniczym (o 115 tys. wobec 175 tys. oczekiwanych). W efekcie dolar nieco osłabił się w relacji do głównych walut.

Reakcja USDPLN była bardziej spektakularna. Kurs wzrósł powyżej 3,185, osiągając tygodniowe maksimum na 3,193, w wyniku testów przez EURUSD 1,31. Po danych z amerykańskiego rynku pracy kurs USDPLN testował poziom 3,18, ale szybko powrócił do wzrostów. Kluczowe wsparcie dla kursu znajduje się na 3,15. Opór znajduje się na 3,20.

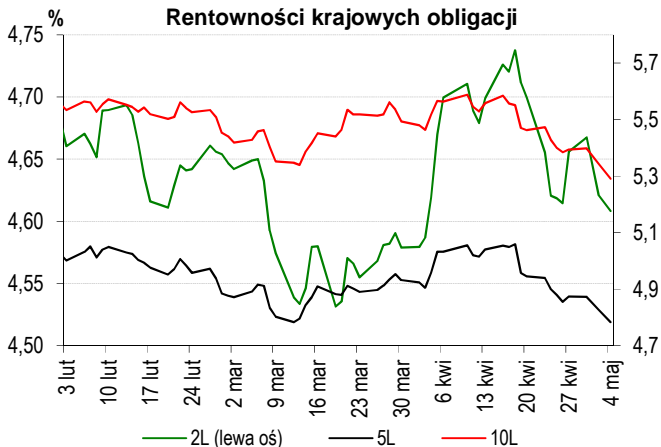
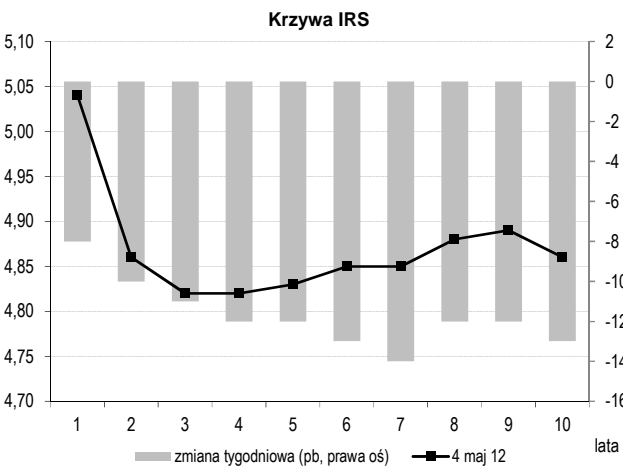
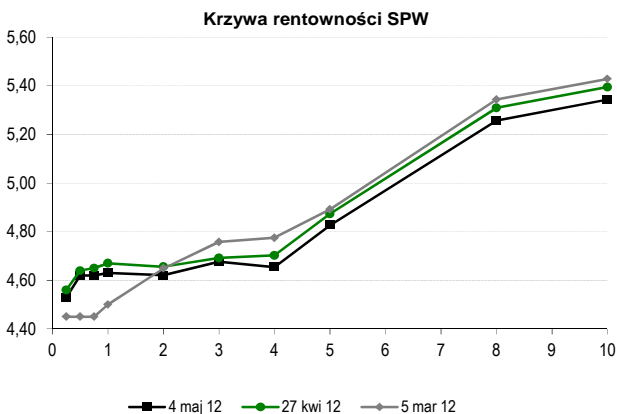
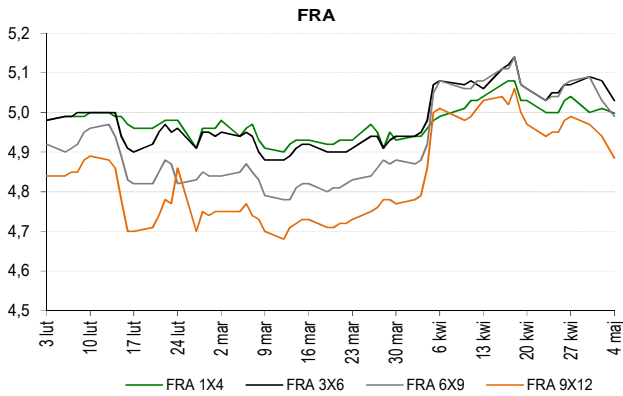
Odreagowanie walut regionu

Niską aktywność inwestorów obserwowaliśmy również na rynkach regionu. Kurs EURHUF obniżył się do około 282, najniższego poziomu od września 2011, wspierany oczekiwaniami na zawarcie porozumienia z MFV. Powyższy poziom efektywnie powstrzymał dalsze spadki kursu, który na zamknięcie tygodnia wzrósł w kierunku 285. To głównie efekt obaw o przedłużające się negocjacje odnośnie pakietu pomocowego.

Kurs EURCZK notowany był w wąskim przedziale 24,73 – 25,0, choć górne ograniczenie pasma wahań zostało przetestowane na fali wzrostu awersji do ryzyka. Czeska waluta znalazła się pod presją po informacji, że dwóch członków tamtejszej Rady rozważa możliwość obniżki stóp procentowych. Tygodniowe maksimum wyniosło 25,074.

Czynniki ryzyka dla kwotowań walut CEE pozostają niezmiennie. Początek tygodnia przyniesie dyskontowanie wyników wyborów parlamentarnych w Grecji i prezydenckich we Francji.

Rynek stopy procentowej – Rentowności coraz niżej, RPP i aukcja wyznaczą kierunek dla rynku



Schłodzenie oczekiwań na podwyżki po PMI

Miniony tydzień charakteryzował się niską płynnością rynku ze względu na majowe święta. Niemniej, jak na tak „stabilny okres” wiele się działo na rynku. Słabszy od prognoz odczyt kwietniowego PMI dla sektora przemysłowego (spadek poniżej 50 pkt.) nieco schłodził oczekiwania na majową podwyżkę stóp. W konsekwencji nieco spadły stawki FRA (o 3-5pb), przy czym warto zauważyć, że stawki 1x4, 3x6 pozostały powyżej 5%, gdy FRA 9x12 obniżyło się poniżej 4,90%.

Bardziej „spektakularne” zmiany obserwowaliśmy na rynku obligacji i IRS. O ile krótki koniec krzywej obligacji stabilizował się nieco powyżej 4,60%, to rentowności obligacji 5- i 10-letnich testowały minima z połowy marca. W przypadku 10-letnich obligacji rentowność spadła poniżej 5,34%, osiągając minimum w piątek nieco poniżej 5,30%. W konsekwencji w skali tygodnia krzywa rentowności przesunęła się w dół o 4-7pb. Bardziej na wartości zyskał długi koniec, co spowodowało zacieśnienie spreadu 2-10Y do około 70pb.

Większe odreagowanie ostatnich wzrostów był widoczne na rynku IRS. Schłodzenie oczekiwań na szybką podwyżkę stóp oraz kontynuacja spadków rentowności obligacji dała impuls do obniżenia stawek IRS wzdłuż krzywej o ponad 10pb, w tym IRS 10Y w czasie piątkowej sesji był kwotowany poniżej 4,90%. W efekcie asset swap spread w sektorze 10Y nieco się rozszerzył (powyżej 45pb), gdy w pozostałych sektorach nastąpiło nieznaczne zawężenie spreadu.

RPP i wyniki aukcji wyznaczą kierunek dla rynku

W tym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na dwóch wydarzeniach: (1) posiedzeniu RPP, które jak nigdy dotąd budzi wiele emocji oraz (2) aukcji na długim końcu krzywej. Zaskakująca retoryka prezesa NBP Marka Belki (zarówno po kwietniowym posiedzeniu, jak i po publikacji danych) skłoniła wielu analityków do rewizji scenariuszy stóp procentowych na ten rok. O ile wcześniej rynek zastanawiał się czy stopy pozostaną na niezmiennym poziomie czy też Rada zdecyduje się na obniżki, to obecnie wielu (ale wciąż mniejszość) spodziewa się zaostrzenia warunków monetarnych, nawet na majowym posiedzeniu. Jesteśmy w większości, oczekując stabilnych stóp nie tylko w tym miesiącu, ale i do końca roku. Realizacja takiego scenariusza powinna wesprzeć krótki koniec krzywej, jednak ewentualne spadki rentowności będą ograniczone, tym bardziej, że dane inflacyjne za kwiecień mogą zaskoczyć negatywnie.

Czwartkowa aukcja obligacji DS1021 / WS0429 może wyznaczyć kierunek dla rynku na najbliższe dni. Szczegóły oferty (ewentualne zmiany w planowanej podaży na 2,0-4,0 mld zł, czy też w samej ofercie – Ministerstwo nie wykluczyło rozszerzenia oferty o obligacje zmiennokuponowe WZ0117, jeśli zmieni się znacząco sytuacja rynkowa) poznamy we wtorek. W związku z utrzymującą się nadpłynnością na rynku (po 25 kwietnia do zagospodarowania było około 17 mld zł) spodziewamy się solidnego popytu na aukcji.

Otwarcie tygodnia będzie pod wpływem wyników wyborów we Francji i Grecji. Ewentualna wygrana Holandii w drugiej turze wyborów prezydenckich we Francji będzie oznaczała dużą niewiadomą dla rynku. W związku z tym nie można wykluczyć wzrostu awersji do ryzyka, co w konsekwencji będzie oznaczało realizację zysków na rynkach wschodzących.

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