

Tygodnik ekonomiczny

14 – 20 maja 2012

W zeszłym tygodniu notowania na rynkach finansowych pozostawały pod wpływem wydarzeń politycznych. We Francji wybory prezydenckie wygrał François Hollande, przeciwnik cięć budżetowych, w Grecji po wyborach parlamentarnych nie udało się stworzyć rządu, a partie przeciwne oszczędnościom uzyskały duże poparcie. Inwestorzy obawiali się, że wyniku zmian na europejskiej scenie politycznej osłabieniu ulegnie zapał do walki z kryzysem zadłużenia. Wzrost awersji do ryzyka spowodował, że EURUSD przebił psychologiczną barierę 1,30 i pod koniec tygodnia testował 1,29, a niemieckie obligacje 10-letnie prawie codziennie ustalały nowy rekord.

Najważniejszym wydarzeniem na krajowym rynku była podwyżka stóp procentowych przez RPP o 25 pb. W zasadzie ostatnie komunikaty po posiedzeniach Rady przygotowywały na taką decyzję, ale my zakładaliśmy jednak, że do podwyżki nie dojdzie, gdyż ostatnie dane wskazywały na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej Polsce. Rada zdecydowała się „chuchać na zimne”, wybierając łatwiejszą, acz nieoptymalną ścieżkę polityki pieniężnej, prawdopodobnie procykliczną. Decyzja Rady nie pomogła złotemu, który tracił na fali wzrostu awersji do ryzyka i tymczasowo był najslabszy od stycznia. Polskie obligacje również straciły pod wpływem wydarzeń globalnych, podwyżka stóp procentowych wywarła dodatkowy negatywny wpływ na krótki koniec krzywej rentowności, choć stosunkowo „gołębi” komunikat pozwolił odrobić część strat.

W tym tygodniu kalendarz jest bogaty w publikacje ważnych danych ekonomicznych. W kraju najważniejsza, która wraz z danymi z rynku pracy aukcją nowej 5-letniej obligacji benchmarkowej wpłynie na notowania rynku stopy procentowej. Za granicą wstępne szacunki PKB w Niemczech i strefie euro za pierwszy kwartał, minutes z posiedzenia Fed oraz szereg danych z USA. W centrum uwagi pozostaną czynniki polityczne w Europie.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (14 maja)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	III	% r/r	-1,1	-	-1,8
14:00	PL	Podaż pieniądza	IV	% r/r	10,8	11,0	9,2
WTOREK (15 maja)							
8:00	DE	Wstępny PKB	I kw.	% r/r	0,8	-	1,5
11:00	EZ	Wstępny PKB	I kw.	% r/r	-0,2	-	0,7
14:00	PL	CPI	IV	% r/r	3,9	4,1	3,9
14:30	US	Bazowy CPI	IV	% m/m	0,2	-	0,2
14:30	US	Indeks NY Fed	V	pkt	8,0	-	6,56
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	IV	% m/m	0,3	-	0,8
ŚRODA (16 maja)							
11:00	EZ	HICP	IV	% r/r	2,6	-	2,6
11:00	PL	Aukcja obligacji PS0417 wartych 2-4 mld zł					
14:00	PL	Eksport	III	mld €	12 523	12 600	11 721
14:00	PL	Import	III	mld €	13 512	13 600	12 559
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	III	mld €	-1004	-965	-1585
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	IV	tys.	673	-	654
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	IV	tys.	728	-	764
15:15	US	Produkcja przemysłowa	IV	% m/m	0,4	-	0,0
20:00	US	Minutes Fed					
CZWARTEK (17 maja)							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	367
16:00	US	Indeks Philly Fed	V	pkt	9,7	-	8,5
16:00	US	Wskaźniki wyprzedzające	V	% m/m	0,2	-	0,3
PIĄTEK (18 maja)							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	IV	% r/r	3,9	3,7	3,8
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	IV	% r/r	0,5	0,4	0,5

Źródło: 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

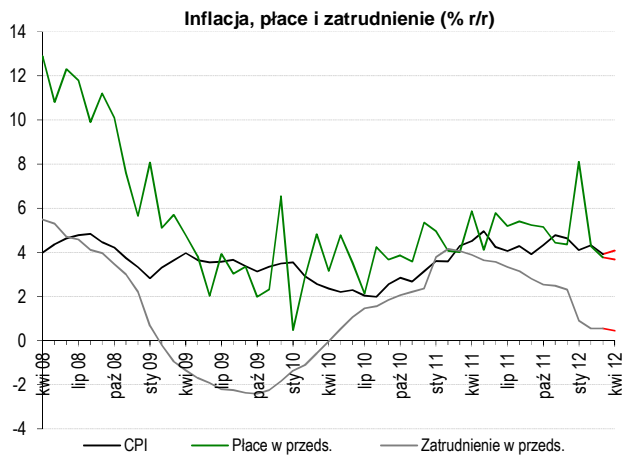
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

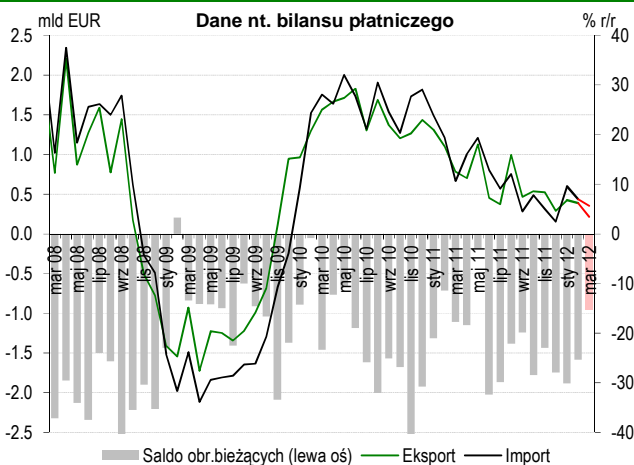
22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Wyższa inflacja, słabszy eksport i rynek pracy



■ Po chwilowym spadku poniżej 3,9%, inflacja wg naszych prognoz ponownie wzrosła w kwietniu do 4,1%, pod wpływem znacznych podwyżek cen paliw i energii (nowa taryfa gazowa) oraz rosnących cen żywności. Może to być pewnym zaskoczeniem dla rynku, ponieważ mediana prognoz wynosi ok. 3,9%. Jednocześnie jednak, dane powinny potwierdzić, że ceny innych towarów i usług nie rosną w szybkim tempie, a inflacja bazowa pozostała poniżej 2,5%.

■ Dane z rynku pracy raczej nie powinny zmienić zasadniczo obrazu, jaki został nakreślony przez wcześniejsze dane. Spodziewamy się nieznacznego spowolnienia wzrostu płac wskutek efektu wysokiej bazy z kwietnia 2011 r. (premie w górnictwie) a także dalszego spowolnienia wzrostu zatrudnienia, na którym zaciąży słaba sytuacja w budownictwie.



■ Spodziewamy się, że dane o bilansie płatniczym w marcu pokażą dalsze spowolnienie wzrostu eksportu i importu, przy nieznacznym wzroście deficytu handlowego. Z kolei deficyt obrotów bieżących ulegnie znacznemu zawężeniu w porównaniu do lutego (do ok. 1 mld €) co wynikać będzie z mocnego dopływu środków unijnych.

■ Tempo wzrostu podaży pieniądza M3 w kwietniu nieco przyspieszy po przejściowym spowolnieniu w marcu. Oczekujemy, że stopa wzrostu kredytów utrzyma się na wysokim poziomie. W tym tygodniu NBP opublikuje wyniki ankiety dotyczącej sytuacji na rynku kredytowym w pierwszym kwartale 2012 r. Pokaże ona istotne zaostrzenie warunków udzielania kredytów, co będzie stopniowo przekładało się na spowolnienie ich tempa wzrostu.

Ostatni tydzień w gospodarce – Podwyżka stóp na przekór danym

Wybrane fragmenty z majowego komunikatu RPP

W ocenie Rady, w najbliższych miesiącach inflacja prawdopodobnie utrzyma się powyżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego. Do utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie przyczynią się wcześniejsze osłabienie złotego oraz wysokie ceny surowców. W tym samym kierunku będzie oddziaływała również wysoka dynamika cen administrowanych. Powyższe czynniki mogą przyczynić się do utrzymania podwyższonych oczekiwań inflacyjnych.

W ocenie Rady, w średnim okresie oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego będzie sprzyjało obniżeniu inflacji. Jednak ze względu na utrzymywanie się istotnego negatywnego wpływu na inflację czynników pozostających poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, oczekiwana skala spowolnienia może okazać się niewystarczająca by umożliwić powrót inflacji do celu w średnim okresie. Ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji zwiększają także utrzymujące się na relatywnie wysokim poziomie oczekiwania inflacyjne.

Rada uznała, że ograniczenie ryzyka utrzymania się inflacji powyżej celu w średnim okresie wymaga podwyższenia stóp procentowych NBP. Napływające dane pozwolą ocenić czy uzasadnione może być ewentualne ponowne dostosowanie stóp procentowych.

■ RPP jednak podniosła stopy o 25 pb w maju w reakcji na ryzyka dla realizacji celu inflacyjnego w średnim terminie, mimo iż ostatnie dane potwierdzały naszym zdaniem wyraźne spowolnienie gospodarki, tworzące mniej sprzyjające warunki do rozwoju efektów drugiej rundy. Prezes NBP podkreślił, że ocena przez RPP perspektyw polskiej gospodarki jest znacznie lepsza niż większości analityków. Co ciekawe jednak, ton komunikatu był łagodniejszy niż przed miesiącem, sugerując, że zacieśnienie polityki może być jednorazowe.

■ Tak nieznaczna korekta polityki pieniężnej nie będzie w praktyce miała dużego wpływu na perspektywy inflacji, a reputacja RPP może naszym zdaniem ucierpieć, a nie wzrosnąć, jeśli kolejne dane potwierdzą, że pogorszenie koniunktury przybiera na sile, a inflacja bazowa spada.

Cytat tygodnia – RPP wbiła nóż w plecy

Marek Belka, prezes NBP, 9 maja, konferencja NBP, PAP

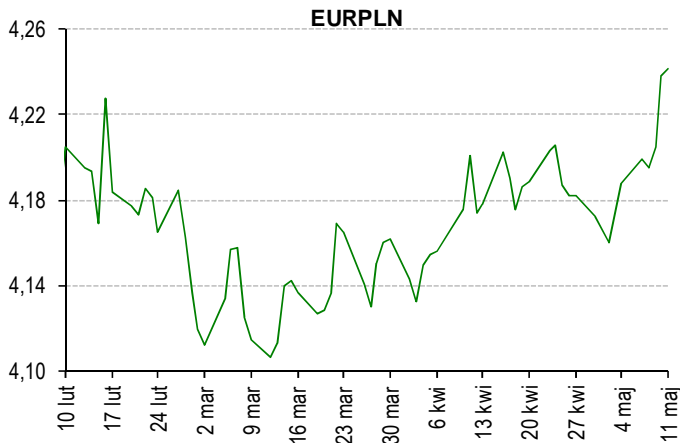
Poziom stóp w Polsce jest historycznie dosyć niski, szczególnie biorąc pod uwagę realny poziom stóp, ale nie jest ultra niski i mamy możliwość, jeśli będzie taka konieczność, użycia polityki pieniężnej do obrony gospodarki. (Decyzję RPP) wolę traktować jako krok bardziej w stronę normalizacji polityki monetarnej, a nie jej zacieśnienia. Krok ku normalizacji wydaje się być bezpieczny.

Waldemar Pawlak, wicepremier, 10 maja, PAP

Niestety wczoraj RPP wbiła nóż w plecy naszym rozwojowym procesom, zupełnie bez potrzeby i zupełnie nadgorliwie podnosząc stopy procentowe, podwyższyła cenę pieniądza. (...) wydaje się, że Rada zastosowała tutaj trochę procykliczną politykę, to znaczy jak zaczyna się spowolnienie, to jeszcze zaciągnęła hamulec. To trochę za duża gorliwość.

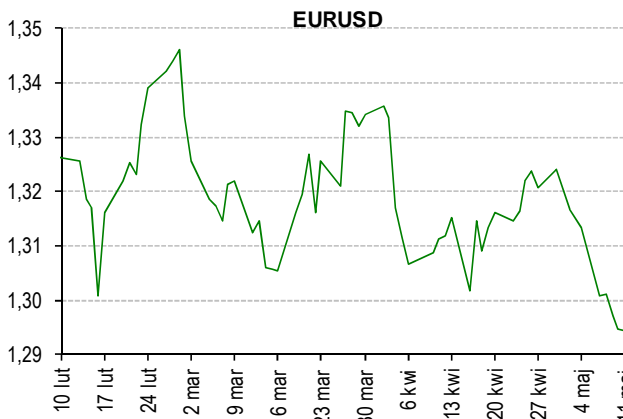
Trudno zrozumieć, dlaczego RPP zabrała się za „normalizację” stóp procentowych akurat teraz, kiedy sygnały płynące z gospodarki wskazują na chłodzenie koniunktury, oznaczające zmniejszenie, a nie nasilenie ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy. Co więcej, trudno też ignorować kierunek zmian w polityce pieniężnej głównych banków centralnych na świecie oraz ryzyka wiszące nadal nad gospodarką strefy euro, które potęgują dodatkowo ostatnie wydarzenia na scenie politycznej. W tym kontekście, trudno nie zgodzić się ze stwierdzeniem, że polityka RPP może mieć charakter procykliczny. Takie głosy pojawiały się zresztą wcześniej wśród członków RPP, ale najwyraźniej pozostały odosobnione.

Rynek walutowy – Złoty słabszy i pozostanie pod presją



EURPLN blisko kolejnego oporu

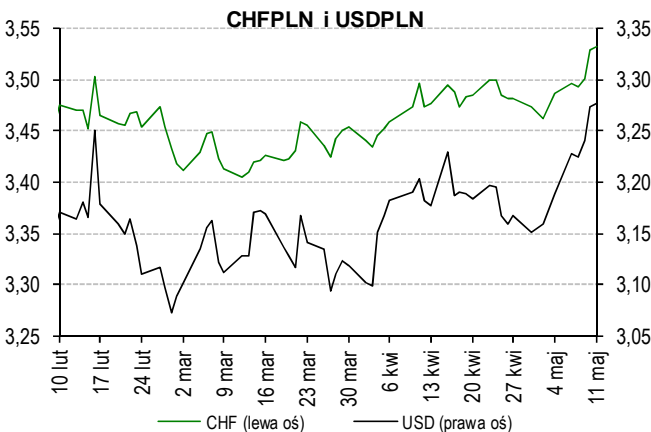
■ Tak jak sugerowaliśmy przed tygodniem, główny wpływ na złotego miała ocena przez rynek wyników wyborów we Francji i Grecji. Zwycięstwo socjalistycznego kandydata w wyborach prezydenckich we Francji oraz duże poparcie dla partii będących przeciwko oszczędnościom w greckich wyborach parlamentarnych (jak też późniejsze trudności z utworzeniem nowego rządu) miały największy wpływ na znaczny wzrost awersji do ryzyka na początku tygodnia. Rynek obawiał się, że w wyniku tych zmian na europejskiej scenie politycznej osłabnie zapal do walki z kryzysem zadłużeniowym. W rezultacie, kurs EURPLN przebił opór na 4,20-4,21 i w kolejnych dniach ustabilizował się w pobliżu 4,23-4,24, by na koniec tygodnia wzrosnąć do 4,25 (najwyższego poziomu od lutego i tylko nieco poniżej kolejnego oporu na 4,26).



■ Notowania EURPLN w tym tygodniu wyznaczą kierunek zmian w najbliższych dniach lub nawet tygodniach. Jeżeli kurs wzrośnie na dłużej powyżej oporu na poziomie 4,26 za euro, to kolejne tygodnie mogą przynieść dalsze osłabienie złotego (nawet do 4,38). Jeśli jednak nastroje na globalnym rynku miałyby się w tym tygodniu poprawić, to EURPLN mógłby spaść w najbliższym czasie do ok. 4,18. Nasza prognoza średniego EURPLN na maj to 4,20 (ryzykiem w górę dla jej realizacji byłby dalszy wyraźny spadek kursu EURUSD). Wciąż oczekujemy dalszego osłabienia złotego w kolejnych miesiącach.

EURUSD poniżej 1,30

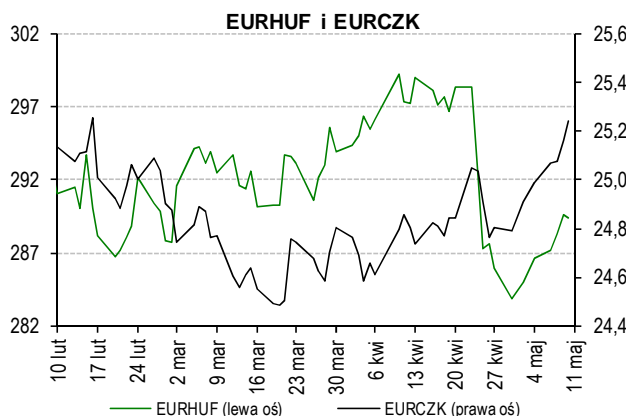
■ Duże poparcie dla partii anty-oszczędnościowych i obawy rynku, że brak nowego rządu w Grecji opóźni rozmowy z trojką ws. wypłaty kolejnych transz z pakietu pomocowego wywierają negatywną presję na euro. Kurs EURUSD przebił ważne wsparcie na 1,30 (od lutego próbował już 3 razy je pokonać) i spadł do niemal 1,29 (najniżej od stycznia). Na koniec tygodnia był blisko 1,295, do czego przyczyniły się nadzieje, że rząd w Grecji uda się wkrótce utworzyć i nie będzie potrzeby rozpisywania nowych wyborów.



■ Gwałtowny spadek EURUSD i osłabienie złotego do euro pchnęło kurs USDPLN do nieco powyżej 3,29, najwyższego poziomu od stycznia. Od najniższego poziomu w tym roku (ok. 3,05 pod koniec lutego) złoty stracił do dolara już 8%.

■ Widzimy niewielki potencjał do wzrostu EURUSD, co w rezultacie uniemożliwi złotemu odrobienie wyraźnej części strat do dolara. W tym tygodniu uwaga inwestorów skupi się zapewne na danych makro z USA i minutes Fed. Ważne będą również szacunki PKB za I kw. dla Niemiec i strefy euro. Ważne poziomy na ten tydzień to 1,29 i 1,30.

■ Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach kurs EURUSD będzie dalej spadał pod wpływem obaw rynku o peryferia strefy euro, co pchnie USDPLN w górę, nawet do 3,45.

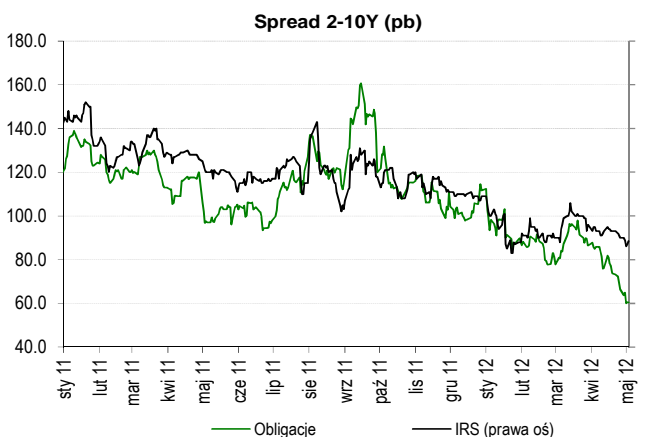
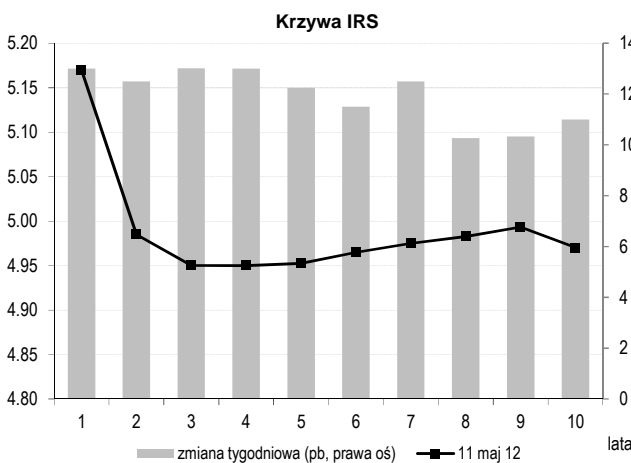
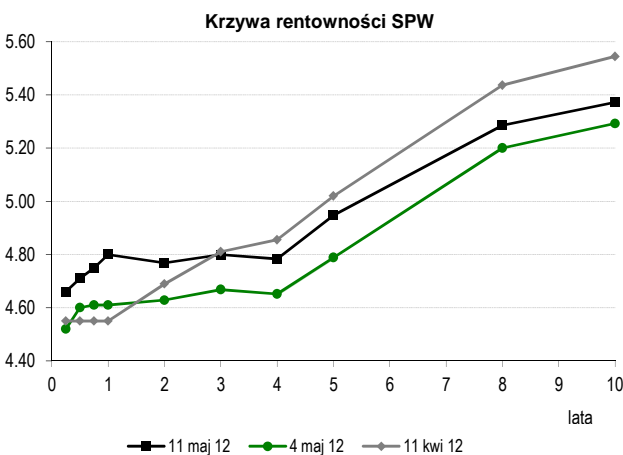
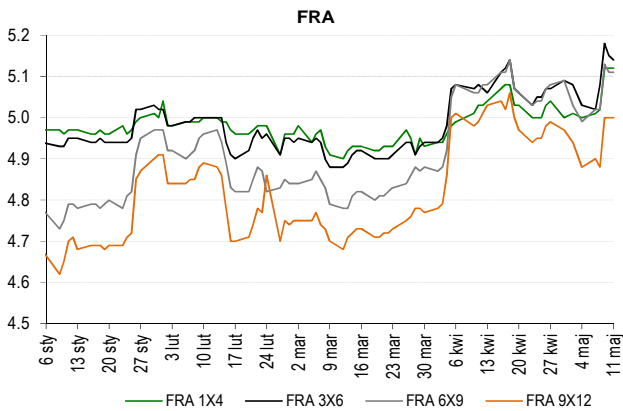


Korona i forint tracą wraz ze złotym

■ Czeska korona oraz węgierski forint traciły solidarnie ze złotym w minionym tygodniu z powodu utrzymującej się na globalnym rynku niepewności. Kurs EURCZK zanotował wzrost do 23,6 (najwyższego poziomu od lutego), a kurs EURHUF osiągnął nieco ponad 291, na początku tygodnia był blisko 285.

■ Czeska korona jest w podobnej sytuacji co złoty, z kolei na forinta wpływ ma też kwestia rozmów z MFW.

Rynek stopy procentowej – Krzywa rentowności spłaszczona po RPP



Stawki rynku pieniężnego mocno w górę po RPP...

- W minionym tygodniu najważniejszym wydarzeniem na rynku była śródowa decyzja RPP. Rada podwyższyła stopy procentowe o 25pb, w tym stopę referencyjną do 4,75%. Po decyzji stawki WIBOR o terminie 1M i więcej wzrosły 11-18pb, przy czym największy wzrost odnotowano w przypadku stawki miesięcznej.

- Podobną reakcję obserwowaliśmy na rynku FRA, gdzie stawki dla wszystkich tenorów wzrosły o 10-12pb. Jednak wydźwięk komunikatu i wypowiedzi prezesa NBP w czasie konferencji prasowej umocniły inwestorów w przekonaniu, że majowa decyzja ma raczej charakter jednorazowy. W efekcie stawki FRA 3x6 i 6x9 obniżyły się odpowiednio o 3 i 2 pb, przy czym warto zauważyć, że kwotowania stawek 6x9 i 9x12 kształtowały się na niższych poziomach niż w połowie kwietnia.

- Po decyzji RPP zrewidowaliśmy w górę nasze prognozy dla stawek WIBOR w nadchodzących miesiącach. Oczekujemy stopniowego wzrostu tych stawek, w tym WIBOR 3M do około 5,10% na koniec roku, przy założeniu stabilnych stóp NBP.

... a krzywe obligacji i IRS bardziej płaskie

- Wzrosty obserwowaliśmy również na rynku obligacji i IRS, choć nie były one tak znaczące jak na rynku pieniężnym. Krzywa obligacji po decyzji Rady przesunęła się w górę o 3-9 pb, przy czym najbardziej wzrósł krótki koniec krzywej. Sektor 2-letni pozostał pod presją w kolejnych dniach, podczas gdy na środku i długim końcu krzywej obserwowaliśmy lekkie odreagowanie (rentowności obniżyły się o 1-2pb). W efekcie krzywa się wyplaszczyła, a spread 2-10Y zawężił się do około 60pb z ok. 73pb na koniec kwietnia.

- Skala wzrostów stawek IRS po decyzji RPP była zbliżona do obserwowanych na rynku długu. Krótki koniec krzywej (1-3Y) wzrósł o 7-10pb, a pozostałe stawki średnio o około 4pb. Krzywa IRS pozostaje relatywnie płaska, ze spreadem 2-10Y oscylującym wokół zera.

- Za nami intensywny tydzień pod względem emisyjnym. MF sprzedał obligacje DS1021/WS0429 o łącznej wartości ok. 4,1 mld zł z rentownościami na poziomie z rynku wórnego. Natomiast na rynku japońskim uplasował 5-letnie obligacje detaliczne denominowane w JPY o wartości 25 mld JPY i z rentownością 1,49%.

- Po śródowej decyzji RPP podwyższyliśmy nieco nasze prognozy rentowności obligacji. Niemniej kluczowe poziomy dla poszczególnych sektorów pozostają bez zmian i wynoszą odpowiednio 4,80% dla 2 lat, 4,95% dla 5 lat oraz 5,40% dla 10 lat.

Rynek stopy pod wpływem inflacji i aukcji

- W tym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na danych makroekonomicznych (głównie inflacja CPI i dane z rynku pracy). Materializacja naszego scenariusza może spowodować wzrost stawek FRA oraz krótkiego końca krzywych IRS i obligacji (możliwy test 4,80% dla 2 lat). Natomiast dane z rynku pracy mogą dać impuls do korekty. Obligacje na długim końcu pozostaną pod wpływem sytuacji na świecie (głównie sytuacji w Grecji).

- Ważnym wydarzeniem na rynku długu będzie śródowa aukcja nowego benchmarku 5-letniego PS0417. Planowana oferta wynosi 2,0-4,0 mld zł i w naszej ocenie nie ulegnie większym zmianom (ostateczną podaż MF ogłosi w poniedziałek). Na aukcji oczekujemy dość solidnego popytu, choć tutaj istotne mogą okazać się nastroje globalne.

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