

Tygodnik ekonomiczny

21 – 27 maja 2012

Informacja o niepowodzeniu utworzenia rządu w Grecji i konieczności przeprowadzenia kolejnych wyborów sprawiła, że w ocenie rynku ryzyko wyjścia tego kraju ze strefy euro gwałtownie wzrosło. Na przestrzeni całego tygodnia widać było, że obawy inwestorów o materializację tego scenariusza miały coraz większy negatywny wpływ na ryzykowne aktywa. Bardzo wysoka nerwowość potęgowana była również przez niepokój dot. kondycji hiszpańskiego systemu bankowego, do czego przyczyniła się m.in. mocna obniżka ratingów tamtejszych banków przez Moody's. Rentowności 10-letnich obligacji Hiszpanii osiągnęły chwilowo 6,5%, a Włoch tymczasowo wzrosły do 6,15% (najwyższego poziomu od stycznia). W konsekwencji utrzymującej się wysokiej awersji do ryzyka, złoty stracił 2% do euro i 3% do dolara. Kurs EURPLN przebił wskazywany przez nas poziom oporu 4,26 i chwilowo osiągnął 4,40. Skala deprecjacji mogłaby być większa, gdyby nie aktywność BGK i werbalne interwencje NBP. Zaskakująco odporne na globalne zawirowania okazały się natomiast krajowe obligacje. Kurs EURUSD zbliżył się do tegorocznych minimów, a rentowności 10-letnich obligacji Niemiec kilkakrotnie ustanawiały najniższy poziom w historii.

W kontekście kryzysu w strefie euro oczy inwestorów skierowane będą w tym tygodniu na środowy szczyt UE, na którym będzie dyskutowany pakt dla wzrostu, postulowany m.in. przez nowego prezydenta Francji. Uwaga skupi się na tym, na ile europejscy liderzy są gotowi zrezygnować z oszczędności na rzecz wspierania wzrostu gospodarczego. Kwestia Grecji również zapewne pozostanie w centrum uwagi. Dodatkowo, opublikowane zostaną ważne dane makro. Wstępne majowe indeksy PMI dla przemysłu mogą być szczególnie istotne dla globalnych nastrojów, szczególnie w kontekście pozytywnej niespodzianki, którą w minionym tygodniu sprawiły wstępne dane o PKB za I kw. dla Niemiec oraz strefy euro. Spodziewamy się nieco wyższego niż rynek wzrostu krajowej produkcji przemysłowej, który i tak będzie potwierdzeniem słabnącej aktywności gospodarczej. Z kolei dane o sprzedaży detalicznej pokażą stopniowe hamowanie popytu konsumentów. EURPLN nie zdołał pozostać dłużej powyżej oporu na 4,38 i widzimy potencjał do korekcyjnego umocnienia złotego. Materializacja naszych prognoz danych makro może wesprzeć krótki koniec krzywej, gdy długi koniec pozostanie pod wpływem czynników globalnych.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (21 maja)							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	IV	% r/r	2,8	3,3	0,7
14:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	IV	% r/r	5,8	5,7	3,5
14:00	PL	PPI	IV	% r/r	4,2	4,7	4,5
WTOREK (22 maja)							
14:00	PL	Inflacja bazowa	IV	% r/r	2,6*	2,7*	2,4
16:00	EZ	Indeks nastrojów konsumentów	V	pkt	-	-	-19,8
16:00	US	Sprzedaż domów	IV	mln	4,59	-	4,48
ŚRODA (23 maja)							
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	IV	tys.	335	-	328
CZWARTEK (24 maja)							
4:30	CN	Wstępny PMI – przemysł	V	pkt	-	-	49,3
9:28	DE	Wstępny PMI – przemysł	V	pkt	47,0	-	46,2
9:58	EZ	Wstępny PMI - przemysł	V	pkt	46,0	-	45,9
10:00	DE	Indeks Ifo	V	pkt	109,4	-	109,9
10:30	GB	PKB	I kw.	% kw/kw	-0,2	-	-0,2
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	370
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	IV	% m/m	1,0	-	-4,0
PIĄTEK (25 maja)							
8:00	DE	Indeks GfK	VI	pkt	5,6	-	5,6
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	IV	% r/r	9,4	9,9	10,7
10:00	PL	Stopa bezrobocia	IV	%	12,8	12,9	13,3
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	V	pkt	76,2	-	77,8

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet, Dow Jones *szacunek po danych o CPI

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

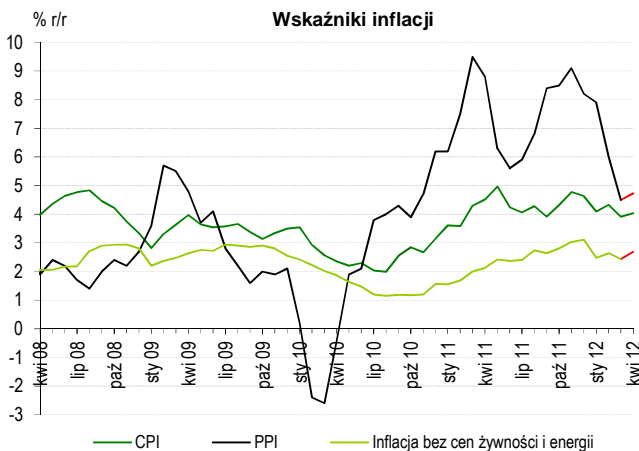
22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Kolejne dane potwierdzą słabnący wzrost gospodarczy

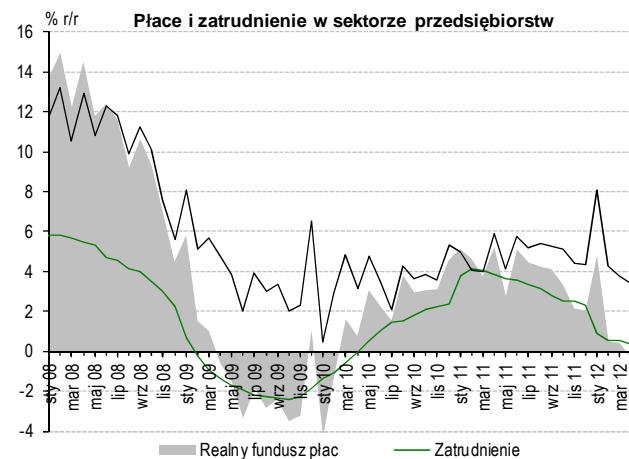


- W tym tygodniu poznamy kolejne kluczowe dane makro, będące wskazówką nt. stanu gospodarki w II kw.
- Wzrost produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej był zapewne nieco wyższy niż w marcu, głównie dlatego, że w minionym miesiącu nie wystąpił negatywny wpływ liczby dni roboczych; ogólnie dane potwierdzą słabnącą aktywność w przemyśle.
- Inflacja PPI nieco przyspieszy, głównie za sprawą podwyżki cen gazu. Przyspieszenie (zapewne tymczasowe) zanotuje również inflacja bazowa, która została podbita przez wzrost cen odzieży i obuwia.
- Bezrobocie rejestrowane nieco się obniży wskutek czynników sezonowych, ale pozostanie na najwyższych od 5 lat poziomach. Sprzedaż detaliczna pokaże dobre tempo wzrostu, które jednak po raz pierwszy w tym roku może być jednocyfrowe.

Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja znów na poziomie 4%, a płace stopniowo zwalniają



- Stopa inflacji w kwietniu wzrosła do 4,0% r/r. Zgodnie z przewidywaniami, mocny wzrost zanotowały w kwietniu ceny energii, co było związane z wejściem w życie nowej taryfy gazowej, a także ceny paliw. Ceny żywności wzrosły nieznacznie, chociaż dane pokazały kontynuację wzrostu cen jaj (10% m/m). Największą niespodzianką w kwietniowych danych była jednak mocna podwyżka cen odzieży i obuwia (3,1% m/m), co wg komentarza GUS wynikało z wprowadzania na rynek nowej kolekcji wiosenno-letniej.
- Wzrost podaży pieniądza M3 przyspieszył w kwietniu do 10,3% r/r, czyli nieco słabiej niż oczekiwano. Dane pokazały kontynuację spadku depozytów przedsiębiorstw, a także spowolnienie kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw (po eliminacji efektu kursowego).



- Kwietniowe dane z rynku pracy rozczarowały, pokazując niższy od oczekiwań wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw (3,4%/r), a przede wszystkim zatrudnienia (0,3%/r). Liczba etatów obniżyła się o 20 tys. od początku roku (wobec wzrostu o 13 tys. w analogicznym okresie 2011). To odzwierciedla słabnącą aktywność gospodarczą. Dane z rynku pracy potwierdzają niewielkie ryzyko efektów drugiej rundy, wskazując, że zasadność ostatniej podwyżki stóp przez RPP jest – jak już wcześniej pisaliśmy – wątpliwa, a kolejne podwyżki tym bardziej nie są potrzebne.
- Dane o bilansie płatniczym za marzec okazały się być pozytywną niespodzianką. Deficyt na rachunku bieżącym spadł znacznie mocniej od oczekiwań, do 228 mln € i był najniższy od maja 2011. Zaskoczeniem było mocne zawężenie deficytu handlowego, na co złożył się mocniejszy od oczekiwań eksport i słabszy import.

Cytat tygodnia – Nastął czas "wait and see"

Adam Glapiński, członek RPP, 14 maja, Reuters

[Podwyżka] to silny sygnał, że Rada nie będzie tolerować nadmiernej inflacji. (...) Powinno się wrócić do pozycji 'wait and see'. Nie wykluczając podwyżek.

Marek Belka, prezes NBP, 14 maja, Reuters

Czy będzie potrzebna następna podwyżka? Nie przesądzamy tego. Rada zasignalizowała swoją determinację do walki z inflacją i myślę, że to potężny sygnał.

Elżbieta Chojna-Duch, członek RPP, 15 maja, Reuters

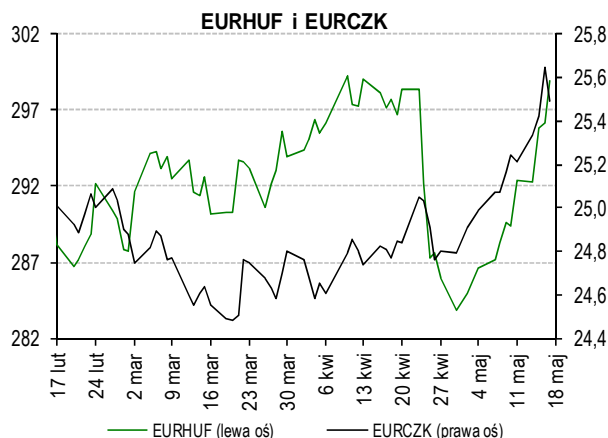
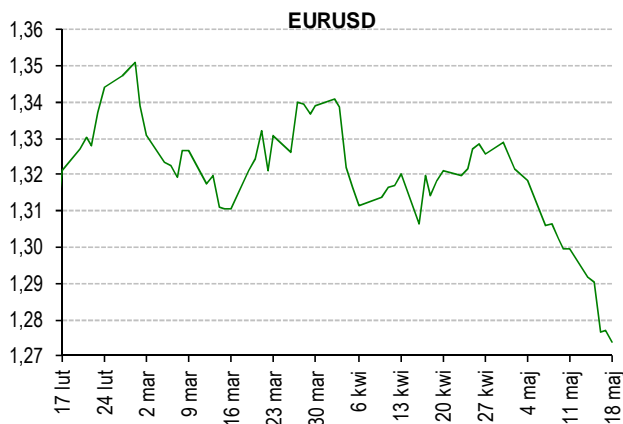
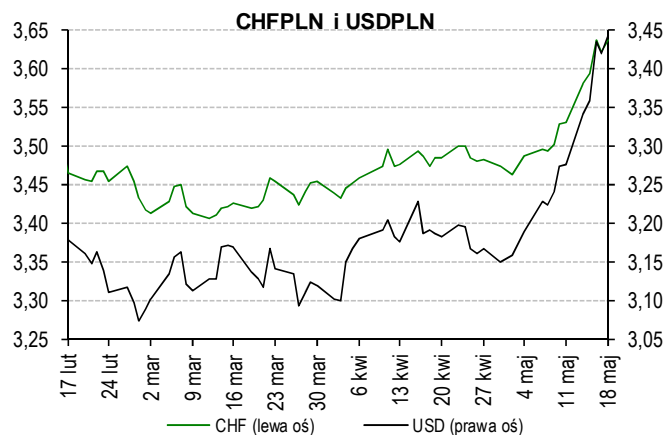
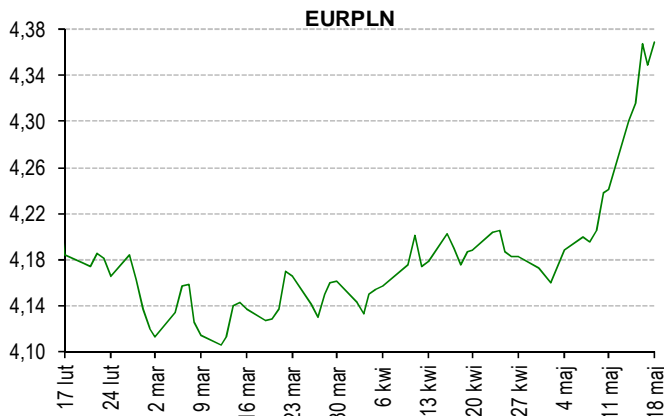
W pełni zgadzam się z opiniami kolegów, że nastął czas 'wait and see' w polityce pieniężnej. Dla RPP kluczowe będą dane z gospodarki.

Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 16 maja, Reuters

Byłbym bardzo ostrożny z zapowiedzią cyklu podwyżek. Nie można jednak wykluczyć możliwości kolejnego ruchu. Kluczowa będzie lipcowa projekcja inflacyjna i z kolejną decyzją powinniśmy poczekać właśnie na nią.

W wypowiedziach członków RPP z zeszłego tygodnia powtarzają się dwa wątki: uzasadnienie kwietniowej podwyżki oraz sugestie, że nie należy się spodziewać w najbliższym czasie dalszego zaostrzenia polityki pieniężnej. Według członków RPP podwyżka miała na celu zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, aby przeciwdziałać efektom drugiej rundy w obliczu podwyższonej inflacji. Naszym zdaniem można mieć wątpliwości, czy ruch o 25 pb jest w stanie zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne. Dodatkowo, ryzyko efektów drugiej rundy jest naszym zdaniem niewielkie. Jeśli chodzi o przyszłe ruchy, członkowie uważają, że Rada powinna teraz przyjąć postawę 'wait and see', aby poczekać na kolejne dane z gospodarki oraz nową projekcję inflacyjną.

Rynek walutowy – Możliwa lekka korekta EURPLN



EURPLN tymczasowo powyżej 4,40

▪ EURPLN na samym początku tygodnia, po dynamicznym wzroście w wyniku panującej awersji do ryzyka, z łatwością pokonał opór na 4,26. Dodatkowo, wystarczyły trzy dni (a nie sugerowane przez nas kilka tygodni), aby kurs testował kolejny opór na 4,38. Dynamika rynku pchnęła kurs EURPLN do nieco powyżej 4,40. Skala deprecjacji złotego mogłaby być jeszcze większa, gdyby nie aktywność BGK oraz werbalne interwencje Ministerstwa Finansów i NBP.

▪ Po ostatnich wydarzeniach na rynku podnieśliśmy naszą prognozę średniego EURPLN w maju na 4,26 z 4,20.

▪ Kurs EURPLN nie zdołał pozostać dłużej powyżej oporu na 4,38 i w kolejnych dniach widzimy potencjał do lekkiego korekcyjnego umocnienia złotego. Rynek może zacząć się bardziej obawiać, że na rynku ponownie pojawi się większa BGK (lub nawet NBP), co będzie ograniczało chęć do sprzedaży złotego. Globalne nastroje pozostaną zapewne zmienne i należy się liczyć z tym, że wahania kursu pozostaną duże. Kluczowe poziomy na ten tydzień dla EURPLN to 4,28 i 4,38.

EURUSD blisko najniższego poziomu w tym roku

▪ Kurs EURUSD rozpoczął miniony tydzień od gwałtownego spadku w wyniku narastających obaw rynku o ewentualne wyjście Grecji ze strefy euro i o hiszpański system bankowy. W kolejnych dniach sytuacja nieznacznie się uspokoiła, ale trend deprecjacyjny euro został utrzymany. W efekcie, na koniec tygodnia kurs EURUSD osiągnął 1,264, a więc tylko nieco powyżej tegorocznego minimum ze stycznia na ok. 1,262.

▪ Dynamiczny spadek EURUSD oraz znaczna deprecjacja złotego do euro sprawiły, że przez chwilę krajowa waluta traciła do dolara już prawie 19 groszy (ok. 5,7%). W efekcie, kurs znalazł się na chwilę powyżej wskazywanego przez nas tydzień temu poziomu 3,45.

▪ W tym tygodniu kwestia Grecji i sposobów rozwiązania kryzysu zadłużeniowego pozostaną głównymi czynnikami determinującymi zmiany EURUSD. Istotne będą także dane makro, szczególnie wstępne PMI. Po ostatnich znacznych spadkach korekta wzrostowa byłaby czymś naturalnym, ale jeśli wystąpi, to nie spodziewamy się, aby kurs znalazł się powyżej 1,28.

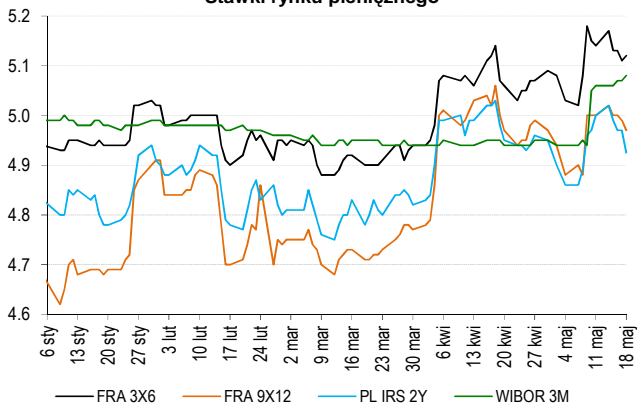
▪ Z punktu widzenia analizy technicznej minimum 1,2623 z tego roku powinno tylko chwilowo powstrzymać deprecjację wspólnej waluty. Wybicie się z wielotygodniowej formacji trójkąta przez EURUSD sugeruje, że kolejne tygodnie mogą przynieść dalszy spadek w kierunku 1,252. Oznacza to, że potencjał do znacznego umocnienia złotego do dolara jest mocno ograniczony.

Korona i forint pod presją

▪ Forint i korona też traciły od początku tygodnia w wyniku wzrostu awersji do ryzyka. Dodatkowo, presję na te waluty wywierały rozczarowujące dane o PKB za I kw. Węgierska gospodarka skurczyła się o 0,7% r/r (oczekiwano -0,4%), a czeska o 1,0% (prognozowano wzrost o 0,1%). W reakcji na te dane, wiceprezes Banku Centralnego Czech powiedział, że kolejna zmiana stóp procentowych może oznaczać tylko ich obniżkę. W rezultacie, kurs EURCZK wzrósł z 25,24 do niemal 25,5, a EURHUF z 289,5 do 299,7. Forint oddał tym samym zyski osiągnięte dzięki nadziejom inwestorów na porozumienie z MFW, które wspierały go pod koniec kwietnia.

Rynek stopy procentowej – Obligacje wykazują dużą odporność na zawirowania globalne

Stawki rynku pieniężnego



WIBOR nieco w górę; FRA wskazują na normalizację

W minionym tygodniu był kontynuowany proces dostosowania stawek na rynku pieniężnym do nowej sytuacji po podwyżce stóp przez RPP. Stawki WIBOR nieznacznie wzrosły (o 1-2pb w skali tygodnia), w tym WIBOR 3M do 5,08%.

Po znaczących wzrostach stawek FRA w reakcji na decyzję RPP, miniony tydzień przyniósł pewne odreagowanie i spadek stawek FRA wzdłuż krzywej. Uwagę zwraca spadek stawki FRA9x12 poniżej 5%, co można interpretować jako oczekiwania rynku na ruch w kierunku normalizacji sytuacji (zawężenie spreadu pomiędzy WIBOR 3M i stopą referencyjną w średnim terminie), raczej niż oczekiwania na redukcję stóp (zniwelowanie majowej podwyżki).

Rozszerzenie asset swap spreadu

Miniony tydzień przyniósł wzrost awersji do ryzyka będący efektem obaw o sytuację w Grecji oraz sektor bankowy w Hiszpanii. W efekcie rentowności obligacji wzrosły wzdłuż krzywej, w szczególności na długim końcu. Kwietniowy odczyt inflacji na poziomie 4,0% r/r miał umiarkowany wpływ na krótki koniec krzywej. Nieco wytnienia dla rynku przyniosły wyniki aukcji PS0417.

W tym samym czasie nieco mocniej zachowywał się rynek IRS. Po wzroście stawek wzdłuż krzywej w okolice 5% na początku tygodnia, kolejne sesje przyniosły ich spadek. W konsekwencji asset swap spread rozszerzył się, w szczególności na środku i długim końcu krzywej odpowiednio do 8pb (wobec -1pb tydzień temu) dla 5 lat oraz 58pb (wobec 40pb) dla 10 lat, osiągając najwyższe poziomy od końca marca. Tendencja ta może być kontynuowana również w nadchodzących dniach.

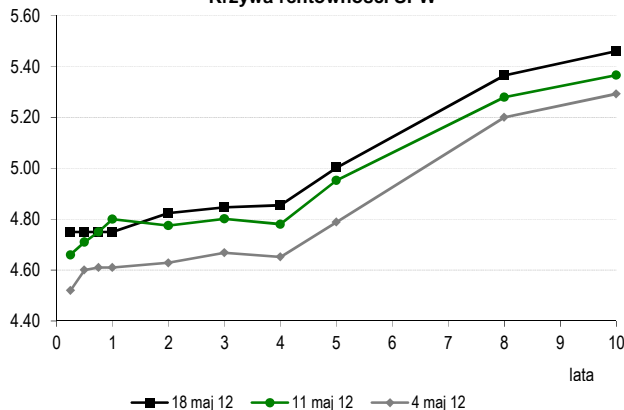
Pozytywnie inwestorzy natomiast odebrali wyniki aukcji nowego 5-letniego benchmarku. Zgłoszony popyt (7,2 mld zł) ponad 2-krotnie przewyższał maksymalny poziom oferty, co skłoniło MF do przeprowadzenia aukcji dodatkowej. Ministerstwo sprzedało obligacje o łącznej wartości 4,25 mld zł (nieco więcej niż pierwotna oferta wynosząca 4 mld zł). Rentowność obligacji ukształtowała się na poziomie 5,047%. Komentując wyniki aukcji P. Marczak, dyrektor departamentu długu publicznego w MF, powiedział, że była to jedna z najtrudniejszych aukcji, wskazując, że jej wyniki potwierdzają dość dużą odporność krajowego długu na zawirowania na rynkach globalnych. Dodał, że na koniec maja tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto (po uwzględnieniu wpływu z zysku NBP) będą sfinansowane na poziomie około 70%.

Dane makro w centrum uwagi

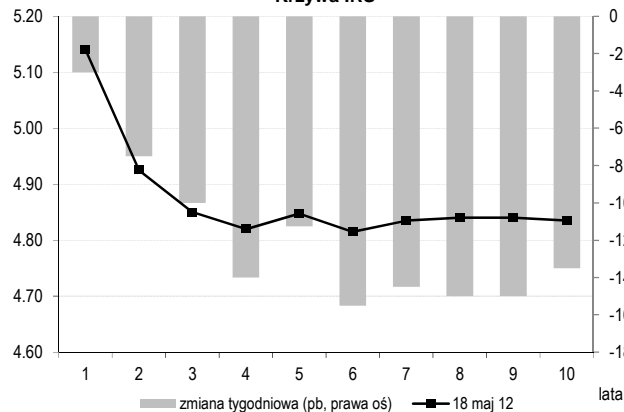
W tym tygodniu głównymi wydarzeniami na rynku będą publikacje kolejnych danych z gospodarki realnej, w tym produkcji przemysłowej (21.05) oraz sprzedaży detalicznej (25.05). W naszej ocenie dane te powinny potwierdzić z jednej strony słabnącą aktywność gospodarczą, a z drugiej stopniowe wyhamowywanie popytu konsumpcyjnego. Nasze prognozy są zbliżone do oczekiwań rynkowych, co może nieco ograniczyć ich wpływ na zachowanie rynków. Niemniej, oczekujemy, że napływające dane makro powinny być wspierające w szczególności dla krótkiego końca krzywej.

Długi koniec krzywej będzie przede wszystkim pod wpływem czynników globalnych. Sytuacja w Grecji pozostanie w centrum uwagi, a rynek będzie poszukiwał uspokojenia w informacjach z weekendowego szczytu G8, czy nieco później ze szczytu UE (23.05).

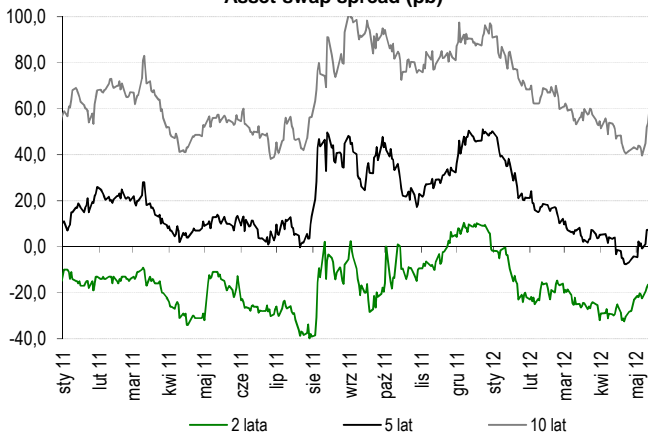
Krzywa rentowności SPW



Krzywa IRS



Asset swap spread (pb)



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