

Tygodnik ekonomiczny

22 – 28 kwietnia 2013

W zeszłym tygodniu mieliśmy do czynienia ze znacznymi wahaniami na globalnym rynku. Pozytywnie na nastroje wpływały lepsze od prognoz dane z amerykańskiego rynku nieruchomości i gołębie sygnały z Fed, a z drugiej strony oddziaływały rozczarowujące dane o PKB Chin za I kw. i wyniki spółek w USA. Szczególnie wyraźną przecenę zanotowały surowce (złoto, srebro, miedź – chwilowo o ponad 10%) oraz giełdy. Przejściowo wzrósł również kurs EURUSD. W takich warunkach krajowe rynki walutowy i stopy procentowej wyglądały niemalże jak oaza stabilności. EURPLN pozostał w przedziale 4,093-4,12 (górną granicę została przekroczona tylko chwilowo), a rentowności polskich obligacji i IRS nadal się obniżały. Dane z kraju nie wniosły nic nowego do obrazu polskiej gospodarki (lekki spadek w przemyśle w I kw., coraz niższa inflacja, pogorszenie sytuacji na rynku pracy). Zapewne w RPP znajdują się chętni do zgłoszenia wniosku o kolejną obniżkę stóp już w maju, jednak nie sądzimy, aby znalazł on poparcie większości. Dane marcowe potwierdziły znany obraz gospodarki z pierwszego kwartału, a do oceny średnioterminowych perspektyw inflacji RPP potrzebowała będzie informacji z kolejnego(-ych) miesiąca(-ęcy). Potwierdzenie takiego sposobu myślenia możemy znaleźć w tym tygodniu w *minutes* z kwietniowego posiedzenia.

W tym tygodniu poznamy indeks Ifo oraz wstępne indeksy PMI dla przemysłu w strefie euro i Niemiec. W marcu te wskaźniki rozczarowały po kilku miesiącach wzrostów, ale nie jest wykluczone, że był to efekt jednorazowy, spowodowany np. przedłużającymi się niekorzystnymi warunkami pogodowymi. Odczyt kwietniowy pozwoli zatem ocenić czy perspektywy ożywienia gospodarczego faktycznie się oddalają. Ponadto dane z USA będą miały wpływ na oczekiwania rynku co do przyszłości ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej (QE3). W środę centralny bank Węgier podejmie decyzję o stopach, rynek będzie zapewne uważnie obserwował jego poczynania, w obawie o wprowadzenie zbyt luźnej polityki pieniężnej. W kraju zobaczymy ostatnie dane za marzec oraz informację o deficycie finansów publicznych w 2012. Te ostatnie będą kluczowe dla oczekiwań dotyczących zdjęcia procedury nadmiernego deficytu i mogą mieć wpływ na wycenę krajowych obligacji (i w konsekwencji na złotego).

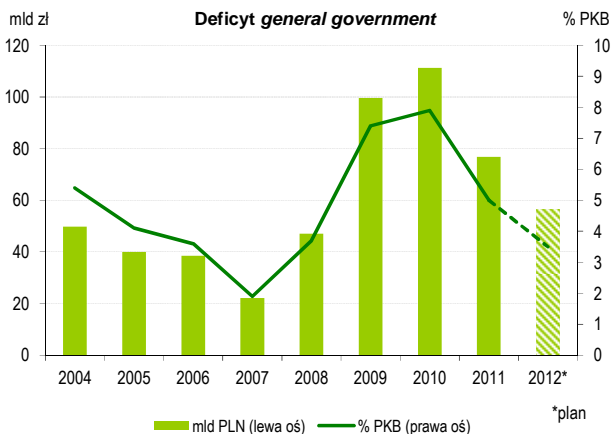
Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (22 kwietnia)							
11:00	PL	Deficyt sektora finansów publicznych	2012	% PKB	-	-	-5,0
16:00	US	Sprzedaż domów	III	mln	5,0	-	4,98
WTOREK (23 kwietnia)							
3:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	IV	pkt	51,4	-	51,6
9:28	DE	Wstępny PMI – przemysł	IV	pkt	49,3	-	49,0
9:58	EZ	Wstępny PMI – przemysł	IV	pkt	46,7	-	46,8
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	III	% r/r	0,4	0,1	-0,8
10:00	PL	Stopa bezrobocia	III	%	14,4	14,3	14,4
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:00	HU	Decyzja banku centralnego ws. stóp procentowych		%	4,75	-	5,0
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	III	tys.	419	-	411
ŚRODA (24 kwietnia)							
10:00	DE	Indeks Ifo	IV	pkt	106,5	-	106,7
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	III	% m/m	-2,9	-	5,6
CZWARTEK (25 kwietnia)							
10:30	GB	Wstępny PKB	I kw.	% kw./kw.	0,1	-	-0,3
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	350	-	352
PIĄTEK (26 kwietnia)							
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	I kw.	% kw./kw.	3,0	-	0,4
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	IV	pkt	73,5	-	72,3

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

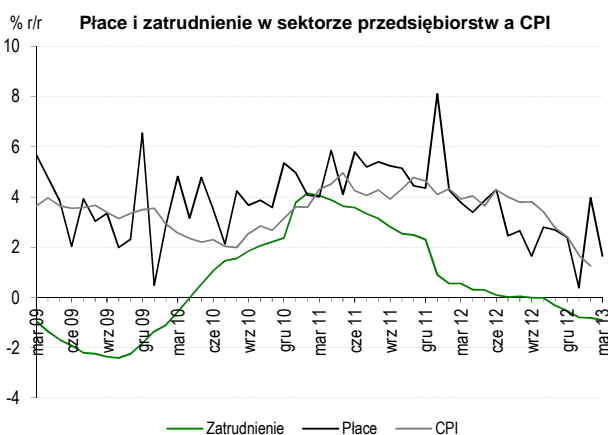
Maciej Reluga	Główny Ekonomista 22 586 8363	e-mail: ekonomia@bzwbk.pl	
Piotr Bielski	Starszy Ekonomista 22 586 8333	Marcin Sulewski	Analityk 22 586 8342
Agnieszka Decewicz	Starszy Ekonomista 22 586 8341	Marcin Luziński	Analityk 22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Ważne dane o deficycie fiskalnym za 2012 r.

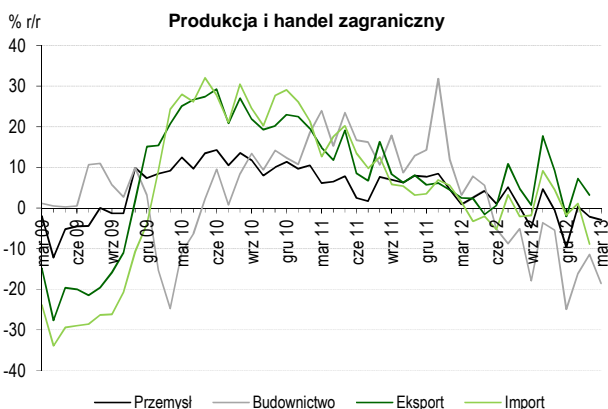


- W tym tygodniu opublikowane zostaną dane dotyczące deficytu sektora finansów publicznych w 2012 r. Według nieoficjalnych doniesień deficyt był wyższy niż 3,5% PKB prognozowane przez MinFin, ale nie przekroczył 4%. Jeśli te przypuszczenia się sprawdzą, to oddali to perspektywę zdjęcia z Polski procedury nadmiernego deficytu w tym roku (dotychczasowe komentarze z rządu sugerowały, że oczekuje się, że procedura zostanie zdjęta).
- Spodziewamy się, że w marcu sprzedaż detaliczna przyspieszyła z -0,8% r/r do 0,1% r/r. Nie będzie to jednak skutek poprawy popytu konsumpcyjnego, a efekt wynikający z zakupów świątecznych (w tym roku Wielkanoc wypadła 1 kwietnia).
- Naszym zdaniem stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w marcu do 14,3% i w kolejnych miesiącach będzie się dalej obniżać, zgodnie ze wzorcem sezonowym.

Ostatni tydzień w gospodarce – Bez zmian perspektywy gospodarcze



- Wskaźnik inflacji spadł w marcu do poziomu 1%. Ceny w ujęciu miesięcznym wzrosły o 0,2%. Wyraźny marcowy spadek rocznego wskaźnika inflacji wynikał z efektu bazy – wzrost cen w marcu ubiegłego roku aż o 0,5%, głównie z powodu znacznego wzrostu cen żywności. Dane za następny miesiąc zapewne również przyniosą wyraźny spadek inflacji, ze względu na efekt wysokiej bazy statystycznej z roku ubiegłego (wzrost cen gazu w kwietniu 2012!). Z kolei w drugiej połowie roku inflacja wzrośnie na skutek niskiej bazy (średniomiesięczny wzrost cen w II połowie 2012 był ujemny!).
- Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się w marcu o 0,9% r/r, a zatem tempo redukcji liczby etatów nie słabnie. Wynagrodzenia pokazały wzrost o 1,6% r/r w marcu. Odczyt okazał się być niższy niż średnio w styczniu i lutym (2,2% r/r), co może sugerować, że trend jest słabszy niż sądziliśmy.



- Luty przyniósł poprawę sytuacji w bilansie płatniczym. Deficyt na rachunku obrotów bieżących spadł do 854 mln € z 1546mln € miesiąc wcześniej. Był to przede wszystkim efekt znaczącej poprawy w obrotach towarowych – nadwyżka wyniosła aż 602 mln €, przy wzroście eksportu o 3,2% r/r i spadku importu o 8,8% r/r.
- W marcu produkcja przemysłowa spadła o 2,9% r/r, a budowlana o 18,5% r/r. W I kw. produkcja przemysłowa spadła o 1,6% r/r, czyli niemalże tyle samo co w IV kw. 2012 (1,7%). Zdecydowanie gorzej wygląda sytuacja w sektorze budowlanym: w I kw. produkcja była niższa o 15,7% r/r, co oznacza pogłębienie spadków w porównaniu do IV kw. 2012 (z -12,7% r/r). Dane te wpisują się w nasz bazowy scenariusz wskazujący na dołek koniunktury w I kwartale br. Kolejne kwartały powinny przynieść stopniową, choć wciąż powolną poprawę sytuacji gospodarczej.

Cytat tygodnia – Warto poczekać z (ewentualnymi) obniżkami

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 15 kwietnia, Reuters

Na podstawie napływających danych trudno nakreślić jednoznaczny obraz gospodarki. Dlatego warto poczekać z dalszymi ewentualnymi obniżkami.

Adam Glapiński, członek RPP, 15 kwietnia, Reuters

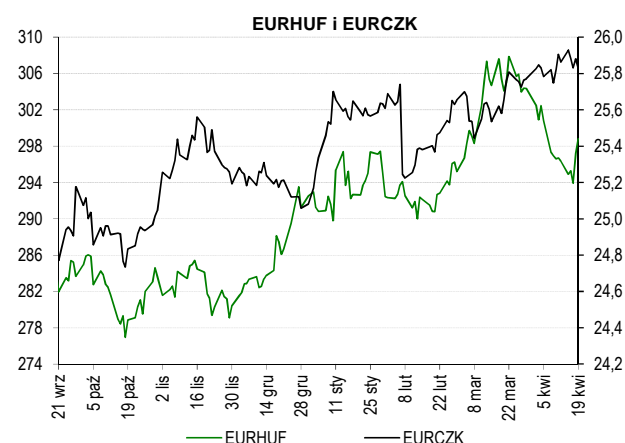
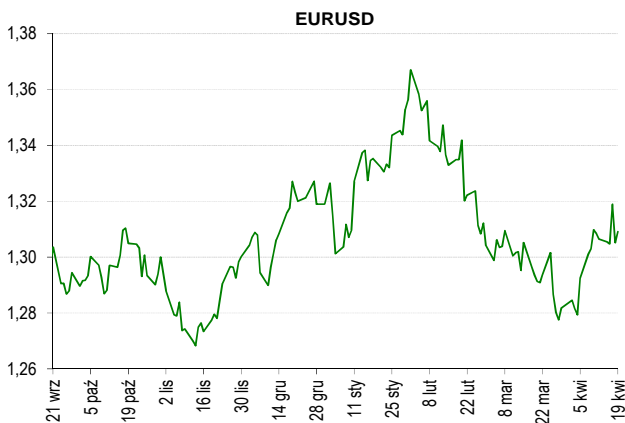
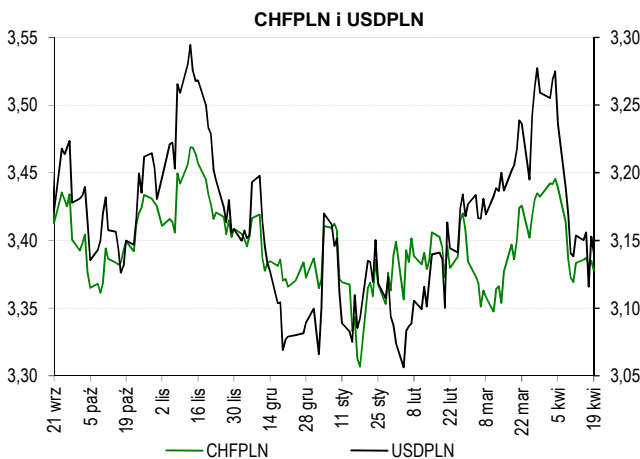
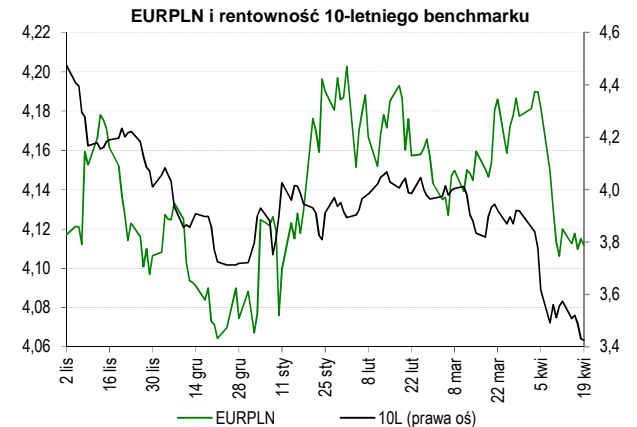
Ja wstrzymałbym się obecnie przynajmniej kwartał z oceną sytuacji po ostatniej obniżce stóp. Kluczowy będzie lipiec z uwagi na projekcję. Jeżeli tempo wzrostu PKB będzie na tak niskim poziomie jak obecnie, a inflacja będzie się obniżać, to można zastanowić się nad kolejną obniżką stóp.

Anna Zielińska-Głęboccka, członkini RPP, 15 kwietnia, Reuters

Jeśli okaże się, że w średnim okresie inflacja kształtuje się wyraźnie poniżej celu, a nawet poniżej 1,0% to oczywiście pojawia się wtedy przestrzeń dla dalszych obniżek. Myślę, że od czerwca ta przestrzeń może się już pojawić. Od czerwca poprzez lipiec.

Przed publikacją danych z polskiego rynku pracy i o produkcji Andrzej Bratkowski powiedział, że jeśli będą one słabe, to będzie to podstawa do obniżki stóp o 50pb w maju. Dane nie były zbyt dobre i to prawdopodobnie skłoni go do złożenia takiego wniosku na najbliższym posiedzeniu. Naszym zdaniem taki wniosek nie zdobędzie jednak poparcia, o czym świadczą wypowiedzi Chojny-Duch i Zielińskiej-Głębocckiej – najbardziej gotówkich członków RPP (poza Bratkowskim) – że z obniżkami należy poczekać. Uważamy że większość członków Rady chce poczekać co najmniej do czerwca-lipca (warto zauważyć, że nawet Adam Glapiński podkreśla konieczność zastanowienia się nad ewentualnymi obniżkami), a wtedy widoczne już będą pewne oznaki ożywienia. Utrzymujemy naszą prognozę, że stopy pozostaną bez zmian do końca roku, ale widzimy pewne ryzyko obniżki.

Rynek walutowy – EURPLN czeka na impuls



Notowania obligacji stabilizują złotego

■ Po znacznym wzroście wahań w pierwszej połowie kwietnia, w minionym tygodniu notowania EURPLN wyraźnie ustabilizowały się. Choć na rynku EURUSD i akcyjnym występowały spore wahania, złoty pozostał zaskakująco stabilny do euro w przedziale 4,093-4,12 (górną granicę została przekroczona tylko na chwilę). Krajowa waluta pozostała także odporna na nieco gołębie dane z kraju (i komentarze z RPP sugerujące, że jest przestrzeń do dalszych redukcji stóp NBP), jak i na wyraźne osłabienie forinta zaobserwowane na koniec tygodnia.

■ Od dłuższego czasu potencjał do umocnienia złotego był w dużym stopniu ograniczany przez perspektywę obniżek stóp NBP. Brak negatywnego wpływu danych makro i gołębi komentarze z RPP na krajową walutę sugeruje, że złoty nadal korzysta z decyzji Banku Japonii i dalszego umacniania się polskich obligacji.

■ Zakres wahań kursu EURPLN stopniowo się zawęża, co sugeruje, że wkrótce może nastąpić wyraźniejszy ruch. Na początku tygodnia opublikowane zostaną dane o deficycie finansów publicznych za cały 2012, które mogą wpłynąć na krajowe obligacje i w ten sposób także na złotego. Od kilku miesięcy pojawiają się komentarze z rządu wskazujące, że oczekiwane jest zdjęcie w 2013 przez Komisję Europejską z Polski procedury nadmiernego deficytu. Jeśli dane pokażą deficyt za 2012 wyższy niż planowane 3,5% PKB (w tym tygodniu pojawiły się prasowe doniesienia, że tak faktycznie będzie), to może nastąpić osłabienie złotego.

■ Istotne poziomy dla EUPLN to 4,13 (kolejny opór to 4,16) i 4,10 (kolejne wsparcie 4,086).

Dynamiczne wahania EURUSD

■ Choć w trakcie ubiegłego tygodnia nastąpił przejściowy wzrost wahań EURUSD, to w szerszym kontekście wciąż panuje dość szeroki trend boczny (1,30-1,32). Euro zyskało chwilowo w minionym tygodniu po gołębich sygnałach z Fed (kurs osiągnął 1,32), aby w wyniku spadków na giełdach w szybkim tempie osiągnąć 1,30.

■ W minionym tygodniu publikowano stosunkowo niewiele istotnych danych, nadchodzące dni będą pod tym względem dużo ciekawsze. Poznamy wstępne PMI dla przemysłu za kwiecień, indeks Ifo i pierwszy szacunek PKB dla USA za I kw. Kumulacja istotnych danych będzie zapewne sprzyjać zmienności EURUSD. W odróżnieniu od sytuacji na rynku EURPLN, EURUSD po silnych wzrostach zainicjowanych przez decyzję Banku Japonii porusza się w trendzie bocznym, ale zakres wahań stopniowo się rozszerza.

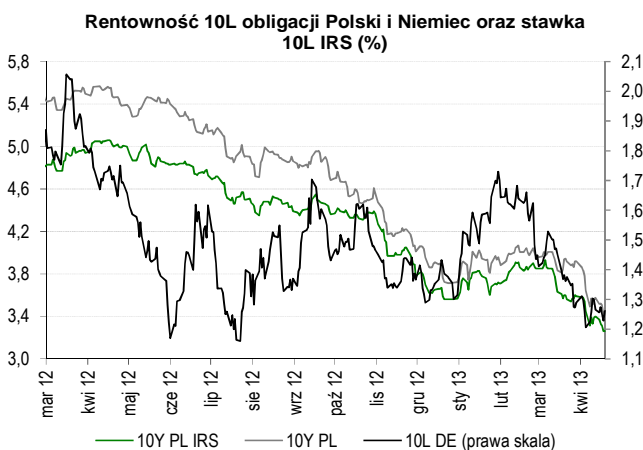
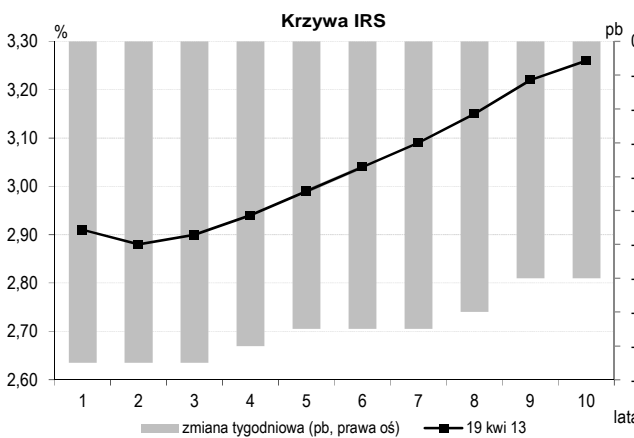
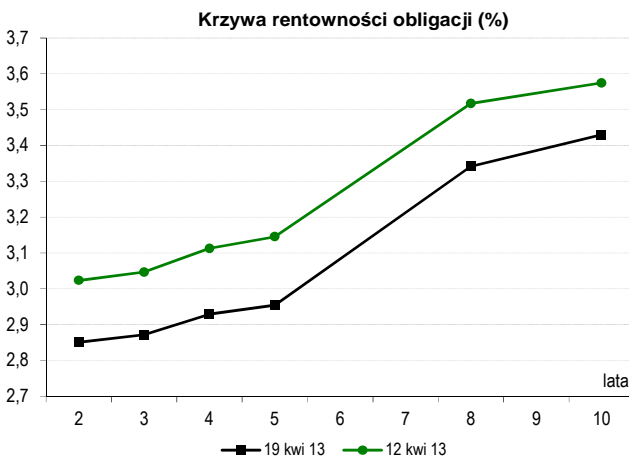
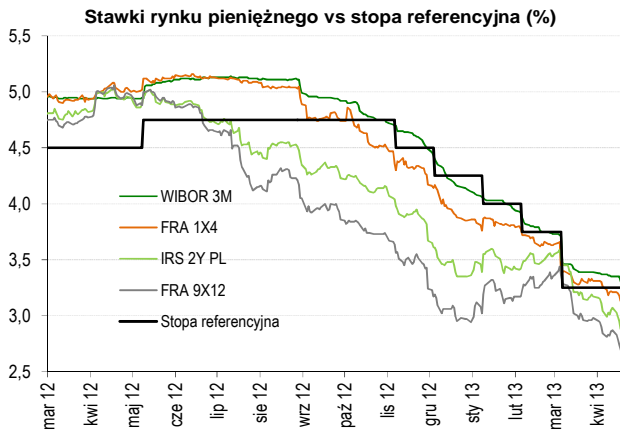
■ Istotne poziomy na ten tydzień to 1,32 i 1,30.

Forint znowu pod presją banku centralnego

■ Na rynkach walutowych naszego regionu najwięcej w minionym tygodniu działo się w notowaniach forinta, który zanotował dynamiczne osłabienie do euro. Impulsem, których pchnął EURHUF do poziomu 299 była kolejna, kontrowersyjna w ocenie inwestorów, decyzja węgierskiego banku centralnego. Władze monetarne planują ograniczenie dostępu banków zagranicznych do zakupu 2-tygodniowych bonów w ramach regularnych operacji płynnościowych. Oprócz obaw, że bank centralny będzie podejmował kolejne niestandardowe działania, presję na forinta wywierały oczekiwania, że mniejszy popyt na bony ze strony zagranicy, to mniejszy popyt na walutę.

■ Czeska korona, podobnie jak złoty, pozostała stabilna.

Rynek stopy procentowej – Nowe historyczne minima



Rynek coraz agresywniej wycenia redukcję stóp ...

Miniony tydzień przyniósł dość znaczące spadki stawek WIBOR oraz FRA. To efekt wypowiedzi przedstawicieli RPP (głównie A. Bratkowskiego, który nie wykluczył zgłoszenia wniosku o redukcję stóp o 50 pb w maju) oraz publikowanych danych makro, które wspierają oczekiwania rynku na kolejne redukcje stóp procentowych. Stawki WIBOR w skali tygodnia obniżyły się o 5-11 pb, przy czym największe spadki dotyczyły terminów od 6 miesięcy do roku (stawki te ponownie są niższe od terminów na 1M i 3M).

Stawki FRA, podobnie jak i w poprzednich tygodniach, charakteryzowały się większą zmiennością. Wypowiedź Bratkowskiego spowodowała spadek FRA3x6 poniżej 3%, podczas gdy FRA6x9 i 9x12 zakończyły tydzień w okolicach 2,70%. Wskazują one, że w perspektywie 6M rynek wycenia obniżki stóp już o ok. 75 pb.

W tym tygodniu poznamy ostatnie dane z gospodarki realnej za marzec. Oczekujemy, że nastąpiła poprawa dynamiki sprzedaży detalicznej w porównaniu z lutym, głównie dzięki świątecznym zakupom. Niższy odczyt (podobnie jak w przypadku danych z rynku pracy, produkcji) może skutkować dalszym spadkiem, choć jego skala jest już raczej ograniczona.

... krzywe do 5 lat poniżej 3%. Aukcja i dane kluczowe

Miniony tydzień przyniósł dalsze umocnienie na rynku stopy procentowej. Rentowności obligacji, ale również stawki IRS osiągnęły nowe historyczne minima. Trend spadkowy wspierały: (1) napływające dane z krajowej gospodarki, które umocniły oczekiwania na dalsze redukcje stóp w nadchodzących miesiącach (rynek nie wyklucza cięcia stóp już w maju), (2) silny popyt ze strony zagranicy, do którego dołączyli również (3) krajowi inwestorzy.

Warto zauważyć, że stawki IRS (ale i rentowności obligacji) do 5 lat kształtują się poniżej 3%. To oznacza, że inwestorzy uważają, że stopa referencyjna pozostanie poniżej 3% w tym okresie. Jest to możliwe zakładając stagnacyjny scenariusz dla wzrostu gospodarczego w nadchodzących latach, co nie jest naszym bazowym scenariuszem. Dlatego też uważamy, że sygnały ożywienia gospodarczego będą impulsem dla wzrostu tych stawek w drugiej połowie roku.

W tym tygodniu ostatnie już dane z gospodarki realnej za marzec. Jeśli nasze oczekiwania się sprawdzą i zobaczymy odbicie w sprzedaży detalicznej to nie wykluczamy realizacji zysków po ostatnim silnym umocnieniu. Wzrosty rentowności mogą być wykorzystywane do akumulacji instrumentów dłużnych.

Długi koniec krzywej pozostanie pod presją czynników zewnętrznych (rentowności Bundów stabilizują się blisko minimów, wspierane niepewnością odnośnie wzrostu gospodarczego). W krótkim terminie wpływ na sektor 10 lat może mieć publikacja deficytu sektora finansów publicznych (wg ESA95) za 2012 r. Jeśli dane okażą wyższe od oczekiwań (3,5% PKB), co stawiałaby pod znakiem zapytania zniesienie procedury nadmiernego deficytu w tym roku to wówczas możemy zobaczyć korekcyjne wzrosty na długim końcu krzywej.

W tym tygodniu również aukcja obligacji. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami resort finansów zaoferuje OK0715, WZ0117 oraz PS0418, wartości oferty uległa zawężeniu do 7-10 mld zł. Sytuacja rynkowa i płynnościowa (na rynek wpłynęło ok. 24 mld zł) będą wspierały wyniki aukcji. Niemniej, relacja popytu do podaży może być istotna dla 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