

Dwutygodnik ekonomiczny

29 kwietnia – 12 maja 2013

Kwietniowe indeksy koniunktury w strefie euro ponownie rozczarowały niskimi odczytami, pogłębiając obawy dotyczące tempa i skali ożywienia gospodarczego. Jednocześnie, spowodowało to wzrost oczekiwań, że na najbliższym posiedzeniu ECB zdecyduje się na kolejną obniżkę stóp procentowych, której mogą towarzyszyć działania niestandardowe. Krajowe dane o wyższym od prognoz deficycie finansów publicznych i niższym wzroście PKB w 2012 r. nie wywołały istotnej reakcji rynku, podobnie jak zgodne z oczekiwaniami dane o sprzedaży detalicznej i bezrobociu za marzec. Zwiększyła się jednak skala wycenianych przez inwestorów obniżek stóp procentowych, do czego przyczyniła się m.in. gołębia wypowiedź Jerzego Hausnera z początku tygodnia.

Najbliższy tydzień będzie okresem obniżonej aktywności na rynkach w związku z majowymi świętami. Jednak za granicą zaplanowane są dość liczne publikacje ważnych danych i posiedzenia banków centralnych (Fed, EBC), co może oznaczać dużą zmienność notowań, szczególnie, jeśli wyniki będą odbiegać od oczekiwań. W kolejnym tygodniu, w którym ważnych publikacji będzie już znacznie mniej, kluczowym wydarzeniem będzie posiedzenie RPP. Rada ponownie może rozważyć obniżkę stóp. Sądzymy, że w tym miesiącu nie zyska ona jeszcze poparcia większości, ale prawdopodobieństwo obniżki w kolejnych miesiącach wzrosło.

Nasz kolejny tygodniowy raport ekonomiczny będzie opublikowany 10 maja.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (29 kwietnia)							
14:30	US	Dochody osobiste	III	% m/m	0,4	-	1,1
14:30	US	Wydatki konsumentów	III	% m/m	0,1	-	0,7
14:30	US	Niezakończona sprzedaż domów	III	% m/m	1,0	-	-0,4
WTOREK (30 kwietnia)							
3:45	CN	PMI – przemysł	IV	pkt	-	-	51,6
11:00	EZ	Wstępny HICP	IV	% r/r	1,6	-	1,7
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	II	% m/m	0,8	-	1,0
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	IV	pkt	59,8	-	59,7
ŚRODA (1 maja)							
PL, GB, DE		Dzień wolny					
14:15	US	Raport ADP	IV	tys.	150	-	158
16:00	US	ISM – przemysł	IV	pkt	51,0	-	51,3
20:00	US	Decyzja Fed		%	0,0-0,25	-	0,0-0,25
CZWARTEK (2 maja)							
9:00	PL	PMI – przemysł	IV	pkt	-	48,0	48,0
9:53	DE	PMI – przemysł	IV	pkt	47,9	-	49,0
9:58	EZ	PMI – przemysł	IV	pkt	46,5	-	46,8
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,50	-	0,75
PIĄTEK (3 maja)							
PL		Święto Konstytucji 3 maja					
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	IV	tys.	145	-	88
14:30	US	Stopa bezrobocia	IV	%	7,6	-	7,6
PONIEDZIAŁEK (6 maja)							
9:53	DE	PMI – usługi	IV	pkt	-	-	50,9
9:58	EZ	PMI – usługi	IV	pkt	-	-	46,4
ŚRODA (8 maja)							
PL		Decyzja RPP					
				%	-	3,25	3,25
CZWARTEK (9 maja)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					

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

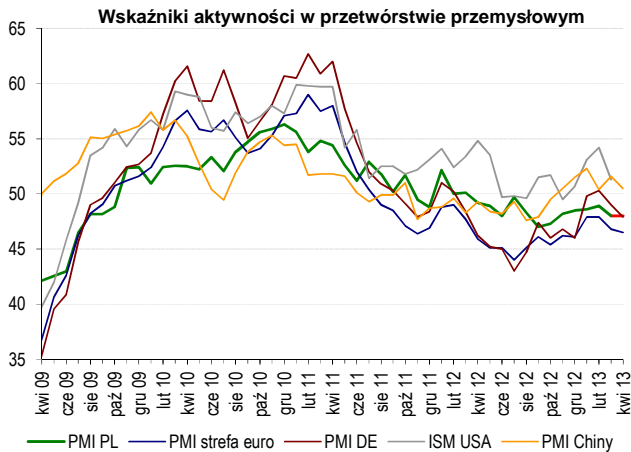
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

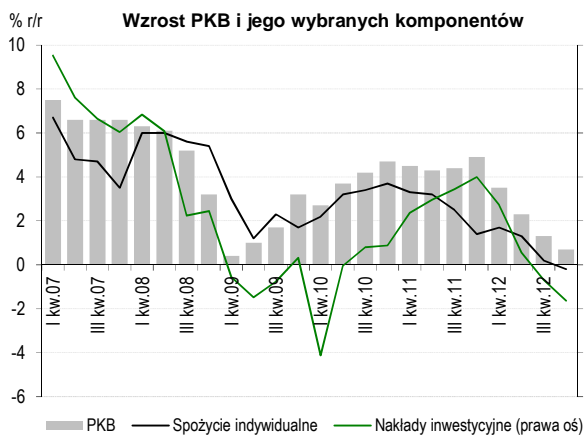
22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – RPP pod presją danych



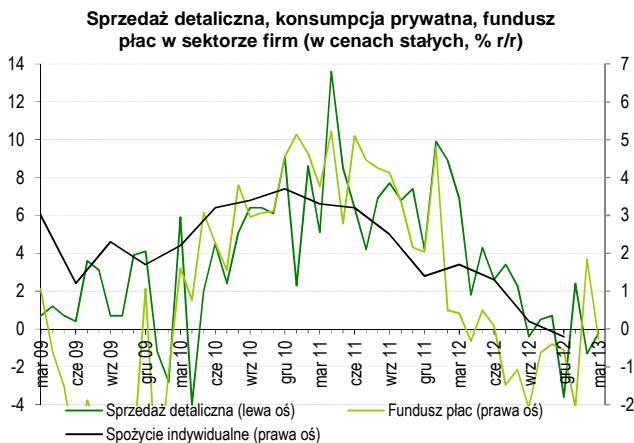
- Spodziewamy się stabilizacji kwietniowego indeksu PMI w polskim przemyśle mimo spadku analogicznych wskaźników dla Niemiec i strefy euro.
- Wciąż słabe dane nt. aktywności ekonomicznej i szybko spadająca inflacja wywierają presję na RPP, w efekcie już w maju ponownie może się pojawić wniosek o obniżkę stóp. Nie wydaje nam się jednak, aby większość członków Rady poparła taki wniosek już w tym miesiącu. Niemniej, kolejne miesiące przyniosą dalszy spadek inflacji, a niepewność odnośnie skali i tempa odbicia w gospodarce się utrzyma. Dlatego obniżka w skali 25-50 pb do lipca wydaje się coraz bardziej prawdopodobna. Wciąż byłoby to znacznie mniej niż wycenia obecnie rynek (100 pb). Warto pamiętać, że Marek Belka powiedział na kwietniowej konferencji, że ultra-niskie stopy stwarzają ryzyka, których RPP chciałaby uniknąć.

Ostatni tydzień w gospodarce – Niższy wzrost PKB, wyższy deficyt fiskalny



- GUS zrewidował dane o PKB za okres 2008-2012. Wzrost gospodarczy w 2012 r. obniżono z 2,0% do 1,9%. Największa korekta dotknęła wyników ostatniego kwartału, w którym wzrost PKB spowolnił do 0,7% r/r (wcześniej podawano 1,1%). Głębsza okazała się też zapasć popytu krajowego – w IV kw. zanotował on spadek o 1,6% r/r, a nie o 0,7% jak wcześniej podawano. Było to przede wszystkim efektem obniżonej dynamiki nakładów inwestycyjnych – spadek o 4,1% r/r zamiast o 0,3% r/r. Jednocześnie, spadek spożycia indywidualnego w końcu roku okazał się nieco łagodniejszy i wyniósł 0,2% (a nie 1,0% r/r).

- Rewizja nie zmienia naszych prognoz PKB na kolejne kwartały. Oczekujemy stopniowego przyspieszenia wzrostu gospodarczego – z ok. 0,8% r/r w I kwartale do ok. 2% w IV kwartale (i średnio 1,2% w całym roku 2013).



- Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2012 r. wyniósł 3,9% PKB, natomiast dług publiczny 55,6% PKB. Taki poziom deficytu jest zbyt wysoki, aby Polska mogła w tym roku zostać zwolniona z procedury nadmiernego deficytu przez Komisję Europejską.

- Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył w marcu do +0,1% r/r z -0,8% r/r w lutym, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Wynikało to jednak z zakupów przed świętami Wielkanocy i nie świadczy o trwałej poprawie popytu konsumpcyjnego, który naszym zdaniem pozostanie w stanie stagnacji przez najbliższe kwartały.

- Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w marcu do 14,3% z 14,4% w lutym, głównie ze względu na interwencję Ministerstwa Pracy przy wciąż słabym popycie na pracę. W całym I kwartale stopa bezrobocia wyniosła średnio 14,3% i był to najgorszy początek roku od 2007.

Cytat tygodnia – Inflacja poniżej celu zmusza do działania?

Jerzy Hausner, członek RPP, 22 kwietnia, Dow Jones

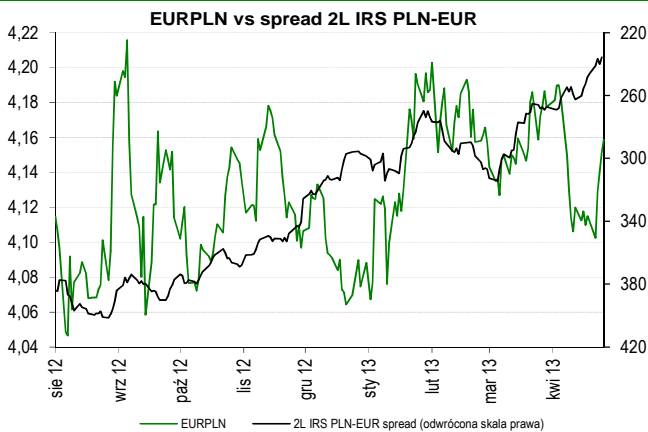
Kiedy inflacja jest znacznie poniżej celu jesteśmy w jakiś sposób zmuszeni do działania, bo takie są zasady naszej polityki pieniężnej, na które wszyscy się zgodziliśmy. Nie można wykluczyć, że dalej będziemy obniżać stopy procentowe. W maju na pewno będziemy myśleć o pozostawieniu ich bez zmian lub cięciu. Nawet jeśli tak się nie stanie, będziemy znowu rozważać to w czerwcu.

Andrzej Rzońca, członek RPP, 19 kwietnia, TVN CNBC

Rada swoimi dotychczasowymi decyzjami stworzyła warunki dla powrotu inflacji do celu.

O marcowej obniżce stóp o 50 pb przesądził głos Marka Belki. Razem z nim za głębszym cięciem stóp opowiedzieli się A. Bratkowski, E. Chojna-Duch, A. Zielińska-Głębocka i J. Hausner. W kwietniu, jak wynika z minutes RPP, nie złożono nawet wniosku o obniżkę, ale zapewne wynikało to z chęci utrzymania spójności komunikacji po marcowej decyzji (konieczność poczekania na kolejne dane, które będą determinowały perspektywę dla inflacji). Ostatnia wypowiedź J. Hausnera sugeruje, że w maju ponownie obniżki będą rozważane. Zarówno on, jak i wcześniej Zielińska-Głębocka, sugerują, że ważne dla Rady będą bieżące dane o CPI. Stoi to w sprzeczności z komentarzami Prezesa NBP po kwietniowym posiedzeniu, gdy stwierdził, że nie bieżące dane, a średnioterminowe perspektywy inflacji są kluczowe. W sumie, wygląda na to, że głos przewodniczącego RPP ponownie może okazać się bardzo ważny dla kreowania bilansu sił w Radzie.

Rynek walutowy – Złoty pod wpływem decyzji banków centralnych

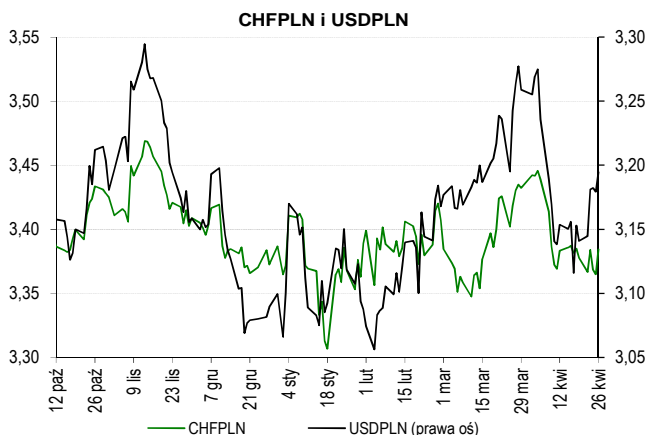


Dane z Niemiec osłabiają złotego

W minionym tygodniu zmaterializował się nasz scenariusz wybiecia złotego z dość wąskiego pasma wahań między 4,093-4,12. Wzrost powyżej górnego ograniczenia był wynikiem publikacji wskaźników wyprzedzających koniunkturę dla Niemiec (wstępne PMI, ZEW, Ifo), które okazały się słabsze od oczekiwań. Dodatkowymi czynnikami, które mogły również wpłynąć na osłabienie złotego były krajowe dane (słabszy odczyt deficytu sektora finansów publicznych za 2012) oraz regionalne (osłabienie forinta). W konsekwencji kurs EURPLN przełamał opór na 4,12 i stopniowo piął się w górę, by w czasie piątkowej sesji zbliżyć się do 4,16.

Złoty osłabiał się również w relacji do innych głównych walut. Warto jednak zauważyć, że wzrost USDPLN efektywnie powstrzymała strefa oporu na 3,19-3,20. W skali tygodnia złoty najbardziej stracił w relacji do GBP (2,2%), a najmniej (tylko 0,2%) w relacji do CHF (kurs CHFPLN wzrósł ponownie powyżej 3,38).

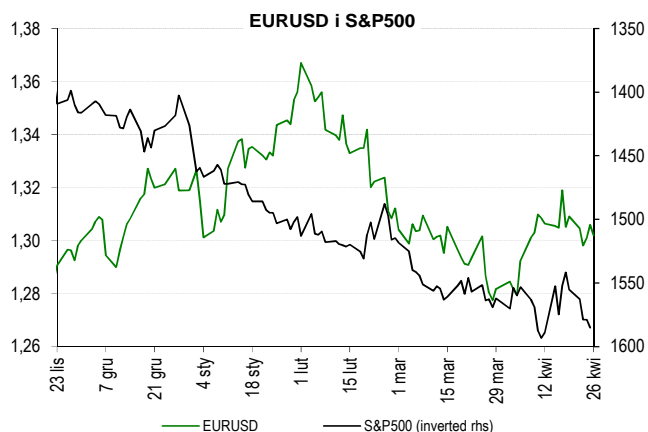
W perspektywie najbliższych dwóch tygodni uwaga inwestorów skoncentruje na posiedzeniach banków centralnych (Fed, EBC, RPP). Po ostatnich słabych danych z Niemiec wzrosły oczekiwania na redukcję stóp przez EBC. Jeśli tak by się stało, to wzrosłaby presja na redukcję stóp przez RPP, co w efekcie mogłoby skutkować osłabieniem złotego w kierunku 4,17 za euro, co otwierałoby możliwość wzrostu kursu w okolice 4,20. W tym tygodniu, przy ograniczonej aktywności inwestorów, zmienność na rynku walutowym może być wyraźna, co wspierałoby taki scenariusz.



EURUSD wciąż oscyluje wokół 1,30

Negatywne informacje płynące ze strefy euro, w szczególności z Niemiec (wskaźniki wyprzedzające koniunkturę słabsze od oczekiwań, sugerują, że tempo odbicia wyraźnie osłabło) wpływały na osłabienie euro w krótkim terminie. EURUSD, po krótkotrwałych spadkach, powracał nieco powyżej 1,30. Najniższy poziom kursu jaki odnotowano to 1,295, najwyższy zaś to prawie 1,31. EURUSD nie zareagował na słabsze dane o PKB w USA.

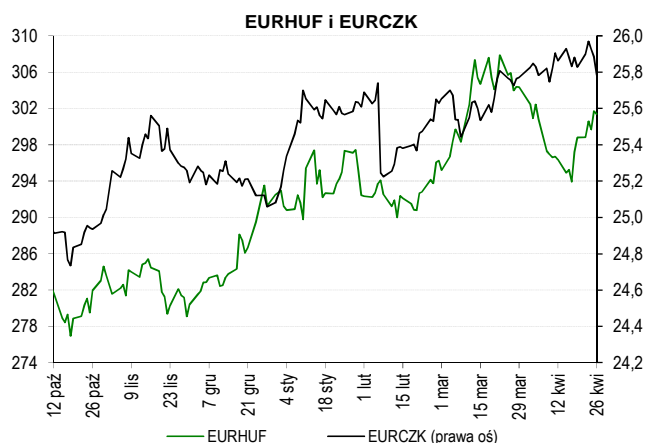
Sytuacja na wykresie EURUSD pozostaje bez większych zmian. Obowiązujący przedział dla kursu to 1,295-1,32. Nie wykluczamy testów tych poziomów w reakcji na napływające dane czy też decyzje banków centralnych.



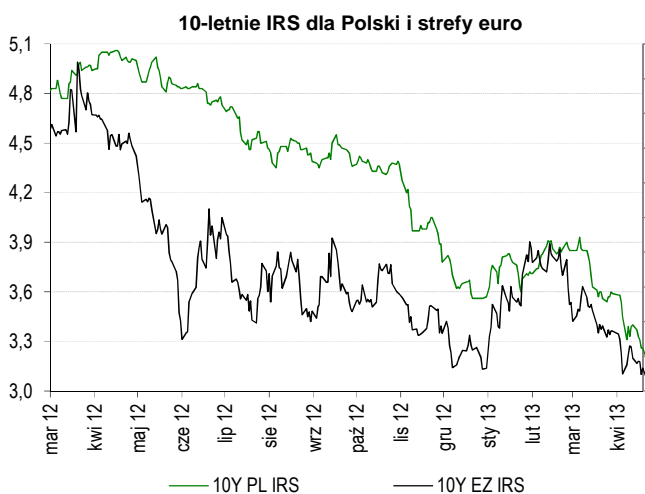
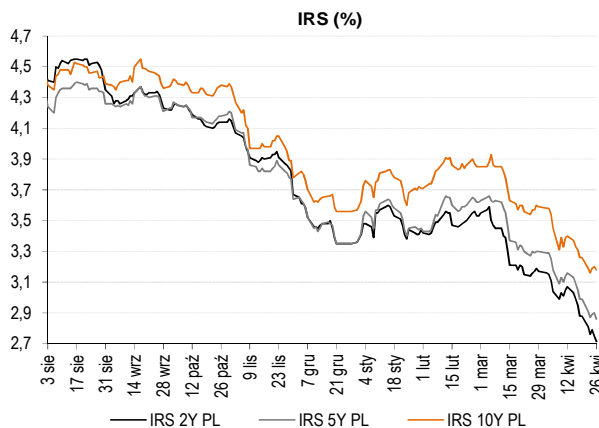
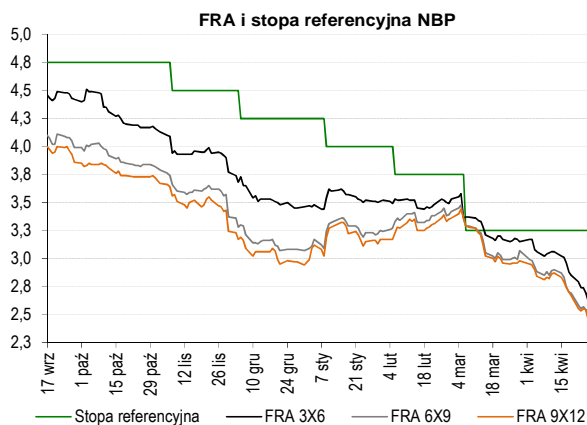
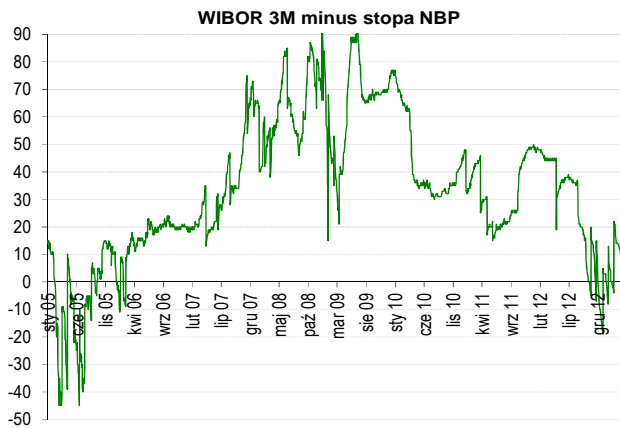
Nastroje w regionie wciąż mieszane

Słabe dane z Niemiec wywołały również osłabienie walut regionu: czeskiej korony i forinta. Kurs EURCZK wzrósł w kierunku 26 (najwyższy poziom od 2010), gdy EURHUF do ok. 302,5. Dodatkowym czynnikiem osłabiającym węgierską walutę były obawy, że bank centralny po raz kolejny może podjąć niestandardowe działania. Decyzja banku Węgier obniżająca stopy o 25pb (do 4,75% stopę bazową) była zgodna z oczekiwaniami, co przy braku innych decyzji było impulsem do korekty i spadku kursu poniżej 300. Słabsze od oczekiwań dane z rynku pracy (wyższy wzrost stopy bezrobocia) przyczyniły się do ponownego wzrostu forinta w okolice 301 za euro.

Koniec tygodnia przyniósł umocnienie czeskiej korony. To głównie efekt wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego, wskazujących na poprawę perspektyw czeskiej gospodarki. Rynek przyjął to jako zapowiedź wycofania się z planów interwencji przez bank centralny.



Rynek stopy procentowej – Decyzje EBC i RPP kluczowe



Agresywna wycena cięć stóp przez WIBOR-y i FRA

- Zdecydowany komentarz Jerzego Hausnera zainicjował wyraźny spadek stawek FRA i WIBOR. Te drugie obniżyły się tylko w czwartek o 6-10 pb, najczęściej dla rocznej stawki (która jest obecnie na poziomie 3,05%).
- Od końca sierpnia (kiedy to po danych o PKB za II kw. 2012 rozpoczął się trend spadkowy), WIBOR-y od 3 do 12 miesięcy obniżyły się już o ponad 200 pb (201 pb dla 3 miesięcy, 207 pb dla 9 i 12 miesięcy), podczas gdy stopa NBP została w tym czasie obniżona o 150 pb. Wykres obok pokazuje, że różnica pomiędzy 3-miesięcznym WIBOR-em, a stopą NBP waha się w okolicy najniższego poziomu od 2005.
- Widać, iż ewentualne dostosowanie przez RPP stóp NBP (którego skala naszym zdaniem nie powinna przekroczyć 50 pb w ciągu najbliższych 3 miesięcy) jest już wycenione przez WIBOR-y. FRA wyceniają natomiast dalszy, głęboki spadek kosztu pieniądza na rynku międzybankowym (obniżenie się 3M WIBOR o 45 pb w ciągu 3 miesięcy oraz o 60 pb w ciągu 9 miesięcy). Oznacza to, że rynek wycenia redukcję stóp NBP o kolejne ok. 100 pb, co naszym zdaniem jest zbyt agresywne. Tak poziom stóp procentowych mógłby być już według nas uznany za „ultraniski”, czego RPP chce uniknąć (jak mówił Prezes Belka).

Wystromienie krzywych IRS i obligacyjnej

- Gołębia wypowiedź Hausnera miała też znaczny wpływ na IRS. Już na początku tygodnia stawki na całej długości krzywej ustanowiły nowe rekordy (2,71% dla 2 lat, 2,85% dla 5 lat i 3,17% dla 10 lat), skala spadku była największa na krótkim końcu. Analogiczne zmiany zaszły na rynku obligacji.
- Ministerstwo Finansów może uznać ostatnią aukcję długu za udaną. Resort pozyskał 11,8 mld zł (w tym 10,5 mld zł na aukcji podstawowej) przy całkowitym popycie 28,4 mld zł – górna granica planowanej oferty wynosiła 10 mld zł. W odróżnieniu od pierwszej kwietniowej aukcji, popyt na każdy z papierów (OK0715, PS0418, WZ0117) był solidny. Rentowności dla 2- i 5-letnich benchmarków były na aukcji najniższe w historii. Po tej aukcji resort ma pokryte już ok. 70% tegorocznych potrzeb pożyczkowych.

Decyzje EBC i RPP kluczowe

- W minionym tygodniu spread 2-10 dla obligacji wzrósł o prawie 15 pb, do 70 pb. Od października 2012 porusza się on w przedziale ok. 45-80 pb i w kolejnych dniach może się kierować w stronę górnego ograniczenia tego przedziału. Spread 2-10 dla IRS też wzrósł w ostatnich dniach (z 38 pb do 46 pb), trend ten trwa już od lipca 2012. Spodziewamy się, że stromienie krzywych może być kontynuowane w wyniku dalszego umocnienia na krótkim końcu wspieranego przez nadzieje rynku na cięcie stóp przez RPP już w maju (brak redukcji zainicjuje zapewne lekką korektę). Wycenianie takiego ruchu może zostać jeszcze 2,1 wzmacnione, jeśli na dalsze luzowanie polityki pieniężnej już w tym tygodniu zdecyduje się EBC.
- Wysoka niepewność związana z decyzjami EBC (bank ten może też w maju przedstawić zapowiadane nieśmiało w poprzednim miesiącu niestandardowe działania) oraz RPP – połączona z obniżoną płynnością na rynku wskutek długiego weekendu – może wygenerować wzrost wahań na krajowym rynku stopy procentowej.

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