

# Tygodnik ekonomiczny

13 – 19 maja 2013

Początek maja na rynkach finansowych minął pod znakiem rosnących wątpliwości odnośnie tempa ożywienia gospodarczego na świecie (do czego przyczyniły się m.in. kolejne słabe odczyty indeksów PMI) oraz fali dalszego łagodzenia polityki pieniężnej przez banki centralne. Poziom oficjalnych stóp procentowych został obniżony nie tylko przez EBC i polską RPP, ale także przez banki centralne Indii, Australii, Korei Pd., Wietnamu czy Sri Lanki.

Krajowa Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25 pb, ponieważ ostatnie dane wpłynęły na pogorszenie oceny przez Radę perspektyw gospodarczych i obniżenie prognoz inflacji. Prezes Marek Belka podkreślił, że to nie jest rozpoczęcie nowego cyklu obniżek, a jedynie korekta marcowego ruchu (RPP obniżyła wówczas stopy o 50pb ogłaszając „dopełnienie” cyklu). Naszym zdaniem, ten ruch to zapewne nadal nie koniec cyklu i do lipca stopy mogą zostać obniżone jeszcze o 25-50 pb. Będą temu sprzyjały dane napływające z gospodarki (coraz niższa inflacja, brak wyraźnego ożywienia). Niemniej, wciąż uważamy, że skala obniżek stóp wyceniana obecnie przez rynek (jeszcze ok. 100 bp) jest zdecydowanie przesadzona.

W tym tygodniu pojawią się pierwsze z danych, które będą sprzyjać kolejnej obniżce stóp, w tym w szczególności inflacja CPI i inflacja bazowa, które wg naszych prognoz zanotowały w kwietniu kolejne wyraźne spadki. Dane wskazujące na nadwyżkę handlową i obrotów bieżących w marcu mogą wesprzeć złotego, choć z drugiej strony efekt będzie osłabiony tym, że poprawa salda wynikała głównie ze słabości importu, a nie ożywienia eksportu. Pierwszy raz w historii GUS opublikuje przyspieszoną informację o PKB za I kw. Na nastroje rynkowe znaczny wpływ będą miały również liczne publikacje za granicą, które zweryfikują oczekiwania nt. globalnego ożywienia.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (13 maja)</b>							
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	IV	% m/m	-0,2	-	-0,4
<b>WTOREK (14 maja)</b>							
10:00	PL	Wstępny szacunek PKB	I kw.	% r/r	0,7	0,8	0,7
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	III	% m/m	0,4	-	0,4
11:00	DE	Indeks ZEW	V	pkt	40,0	-	36,3
14:00	PL	Podaż pieniądza	IV	% r/r	7,1	7,0	6,6
<b>ŚRODA (15 maja)</b>							
8:00	DE	Wstępny PKB	I kw.	% kw./kw.	0,3	-	-0,6
9:00	HU	Wstępny PKB	I kw.	% kw./kw.	0,1	-	-0,9
9:00	CZ	Wstępny PKB	I kw.	% kw./kw.	-0,1	-	-0,2
11:00	EZ	Wstępny PKB	I kw.	% kw./kw.	-0,1	-	-0,6
14:00	PL	CPI	IV	% r/r	0,7	0,6	1,0
14:00	PL	Eksport	III	mln €	12 780	12 756	12 090
14:00	PL	Import	III	mln €	12 550	12 690	11 488
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	III	mln €	-33	146	-854
15:15	US	Produkcja przemysłowa	IV	% m/m	-0,1	-	0,4
<b>CZWARTEK (16 maja)</b>							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
11:00	EZ	Wstępny HICP	IV	% r/r	1,2	-	1,2
14:00	PL	Inflacja bazowa	IV	% r/r	0,8	0,8	1,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	330	-	323
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	IV	tys.	973	-	1036
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	IV	tys.	942	-	907
16:00	US	Indeks Philly Fed	V	pkt	2,4	-	1,3
<b>PIĄTEK (17 maja)</b>							
15:55	US	Wstępny Michigan	V	pkt	78,0	-	76,4

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

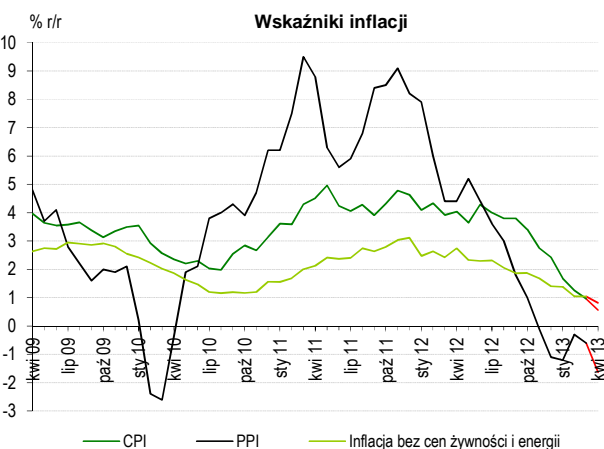
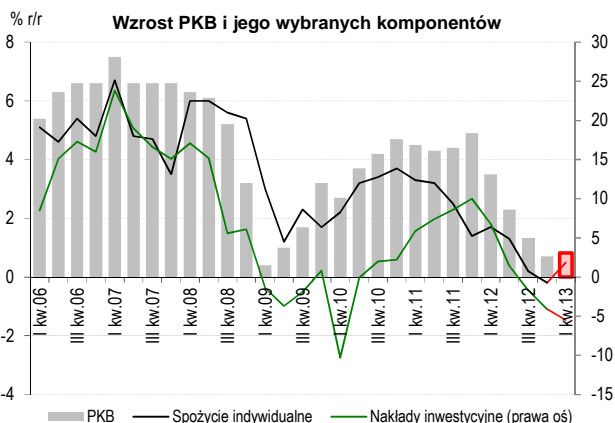
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luziński** Analityk

22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Wstępny PKB, inflacja i bilans płatniczy



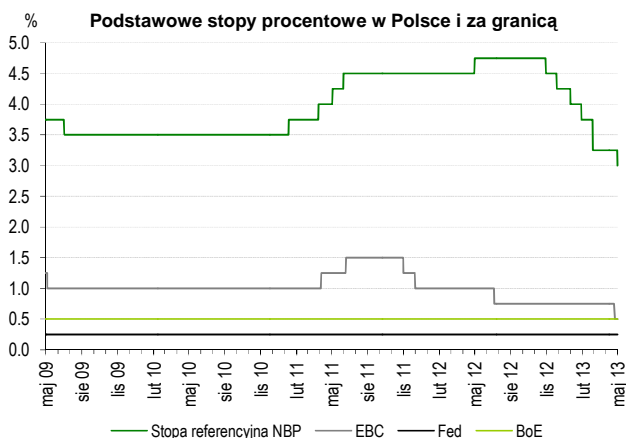
W tym tygodniu GUS po raz pierwszy w historii opublikuje „szybki (eksperymentalny) szacunek PKB” za I kw. 2013. Ta publikacja zapewne wynika z wymagań Eurostatu, który publikuje PKB dla Unii Europejskiej w I kw. wcześniej niż GUS. Spodziewamy się, że w ramach tej publikacji pokazane zostanie jedynie tempo wzrostu PKB, bez rozbicia na podkategorie. Szacujemy wzrost PKB na poziomie 0,8% r/r, co oznacza minimalne przyspieszenie w stosunku do IV kw. 2012 r. (0,7% r/r). Niemniej, oznacza to, że gospodarka wciąż pozostawała w stanie stagnacji, a dodatnie tempo wzrostu było zasługą przede wszystkim eksportu netto.

Spodziewamy się, że w kwietniu inflacja kontynuowała spadki pod wpływem słabego wzrostu cen w obliczu spowolnienia popytu. CPI prognozujemy na 0,6% r/r (jesteśmy nieco poniżej konsensusu rynkowego) a inflację bazową po wyłączeniu cen żywności i energii na 0,8% r/r. Dane będą wspierały dalsze luzowanie polityki pieniężnej, pokazując, że presja na wzrost cen w krajowej gospodarce jest zerowa. Naszym zdaniem inflacja będzie utrzymywała się poniżej celu NBP co najmniej przez najbliższy rok.

Prognozujemy, że w marcu zanotowano nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, na co wpływ miała przede wszystkim wysoka nadwyżka na rachunku transferów bieżących (przepływy z UE). Niemniej, sądzimy, że handel zagraniczny również zanotował dodatnie saldo, głównie ze względu na słabość importu (spadek o 4,6% r/r), przy relatywnie słabym wzroście eksportu (wzrost o 0,0% r/r).

Oczekujemy nieznacznego przyspieszenia wzrostu podaży pieniądza M3 do 7,0% r/r. Dane powinny pokazać kontynuację stagnacji w sektorze kredytowym, chociaż możliwe są pewne oznaki lekkiego ożywienia.

## Ostatni tydzień w gospodarce – PMI nie sugerują ożywienia, korekta cyklu obniżek stóp



PMI dla polskiego przemysłu osiągnął w kwietniu 46,9 pkt (najniższy poziom od lipca 2009) wobec 48,0 pkt w marcu. Głównym powodem tak znacznego spadku indeksu było dalsze zmniejszanie się produkcji oraz nowych zamówień.

PMI dla Niemiec spadł do 48,1 pkt a dla strefy euro do 46,7 pkt. W kwietniowych krajowych i zagranicznych indeksach PMI nie widać póki co oczekiwanej poprawy sytuacji gospodarczej.

W maju RPP niespodziewanie obniżyła stopy procentowe o 25 pb. Decyzję uzasadniono tym, że ostatnie dane wpłynęły na pogorszenie oceny przez Radę perspektyw gospodarczych i obniżenie prognoz inflacji.

Prezes NBP Marek Belka podkreślił, że to nie jest rozpoczęcie nowego cyklu obniżek, a jedynie korekta marcowego ruchu (RPP obniżyła wówczas stopy o 50 pb ogłaszając „dopełnienie” cyklu).

## Cytat tygodnia – Rada dalej w łagodnym nastawieniu

## Marek Belka, prezes NBP, 8 maja, konferencja po posiedzeniu RPP

Inflacja może się utrzymywać na bardzo niskim poziomie, nawet nieco niższym niż w ostatniej projekcji, więc to stworzyło przestrzeń na obniżkę stóp. Postanowiliśmy to skonsumentować

Zarówno obniżka stóp, jak i zatrzymanie na obecnym poziomie są możliwe w równym zakresie.

Dalej jesteśmy w łagodnym nastawieniu.

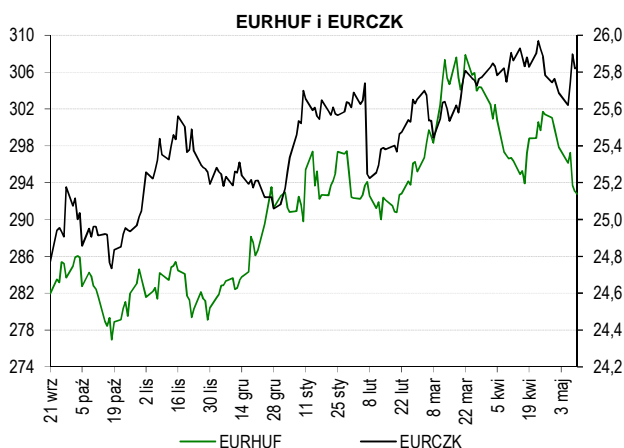
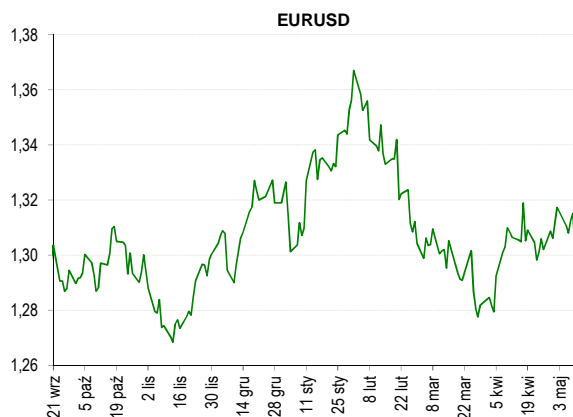
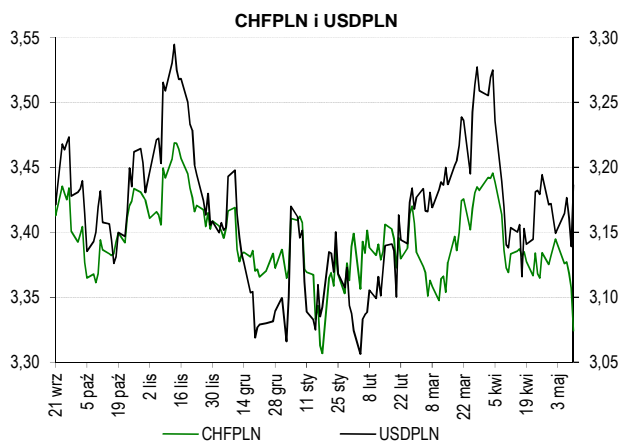
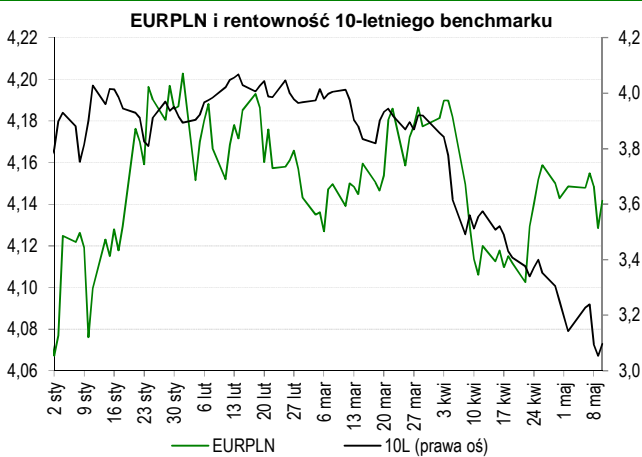
[Z komunikatu] wypadła część zdania [że decyzje Rady będą uzależnione od oceny danych ze sfery realnej gospodarki]. Ale Rada nie będzie ślepa na to, co się będzie działo w gospodarce realnej.

Ważna jest struktura PKB. Będziemy obserwować zachowanie prywatnej konsumpcji. Nie sądzimy, by polska gospodarka mogła przez długi czas lecieć na jednym silniku, jakim jest eksport netto.

Z wypowiedzi prezesa Marka Belki wynika, że Rada nie zaczyna nowego cyklu obniżek, a majowa decyzja była jedynie korektą poprzednich decyzji, spowodowaną znaczącym obniżeniem się inflacji. Mimo że Rada jest w łagodnym nastawieniu, to prawdopodobieństwo obniżek jest takie samo, jak pozostawienie stóp bez zmian. Rada wyraźnie zasugerowała, że najistotniejsze są dla niej teraz średnioterminowe perspektywy inflacji, a mniej ważne dla przyszłych decyzji o polityce pieniężnej będą dane z gospodarki realnej.

Naszym zdaniem, majowy ruch to zapewne nadal nie jest koniec cyklu i do lipca stopy mogą zostać obniżone jeszcze o 25-50 pb. Będą temu sprzyjały dane napływające z gospodarki (coraz niższa inflacja, brak wyraźnego ożywienia gospodarczego). Niemniej, wciąż uważamy, że skala obniżek stóp wyceniana obecnie przez rynek (jeszcze ok. 100 pb) jest zdecydowanie przesadzona.

## Rynek walutowy – Dane z kraju i zagranicy ważne dla złotego



## Złoty pod wpływem EBC i RPP

▪ Złoty zyskał nieznacznie do euro na przestrzeni ostatnich dwóch tygodni. Po przejściowym wzroście EURPLN do 4,18 w trakcie długiego, majowego weekendu, krajowa waluta w kolejnych dniach zyskiwała, m.in. dzięki sugestii ze strony prezesa EBC o technicznej gotowości do obniżenia stopy depozytowej poniżej 0%. W rezultacie, EURPLN znalazł się na chwilę nieco poniżej 4,12.

▪ USDPLN wahał się w przedziale 3,13-3,20. Zakończył on okres ostatnich dwóch tygodni praktycznie bez zmian.

▪ Złoty zyskał nieznacznie do euro i dolara po decyzji RPP dzięki umocnieniu krajowego długu. Na najbliższy tydzień zaplanowano szereg publikacji (krajowych i zagranicznych), które mogą mieć wyraźny wpływ polskie obligacje, a przez to i na złotego.

▪ Podobnie jak w przypadku EURUSD – o czym piszemy w akapicie poniżej – również w przypadku EURPLN, pomimo pewnego wzrostu wahań, nie zaszły przełomowe zmiany. Z perspektywy kilku miesięcy kurs w dalszym ciągu waha się on do 4,12-4,17 i spodziewamy się, że w maju EURPLN nie przebije jego górnego ograniczenia. Jest to też istotny przedział na najbliższy tydzień.

## EURUSD blisko ważnego wsparcia

▪ Euro systematycznie traciło w stosunku do dolara. Presję na wspólną walutę wywarła sugestia ze strony EBC o tym, iż jest on gotowy obniżyć stopę depozytową poniżej 0%. Do spadku EURUSD do 1,30 z 1,324 przyczyniła się również w pewnym stopniu korekta na giełdach.

▪ Pomimo ostatnich spadków, od połowy kwietnia EURUSD pozostaje w trendzie bocznym w przedziale 1,295-1,325.

▪ W tym tygodniu poznamy szereg istotnych danych z USA i strefy euro. Warto zauważyć, że mimo ostatnich spadków PMI dla przemysłu (w marcu i kwietniu), dane z Niemiec o zamówieniach przemysłowych oraz produkcji przemysłowej były wyraźnie lepsze od oczekiwań. Wzbudziło to nadzieje, że kolejne twarde dane również będą lepsze niż zapowiadają wskaźniki koniunktury.

▪ Z punktu widzenia analizy technicznej, EURUSD testuje agresywnie 200-dniową średnią kroczącą. Już raz – pod koniec kwietnia powstrzymała ona deprecjację euro. Kolejne wsparcie jest na poziomie 1,294.

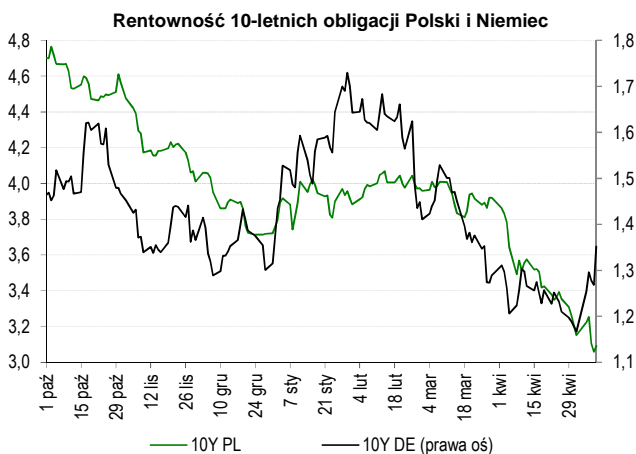
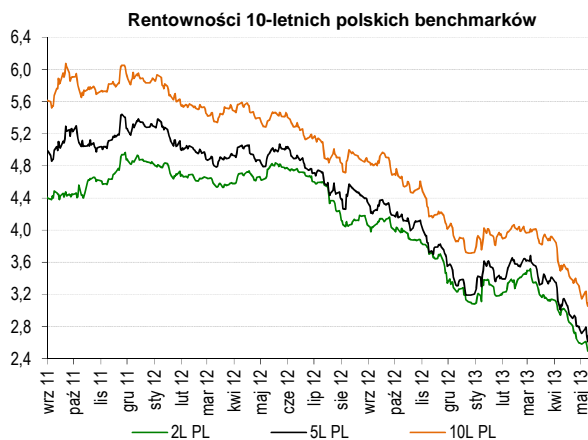
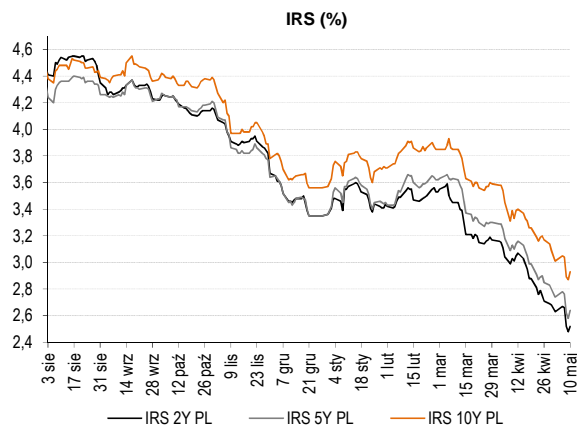
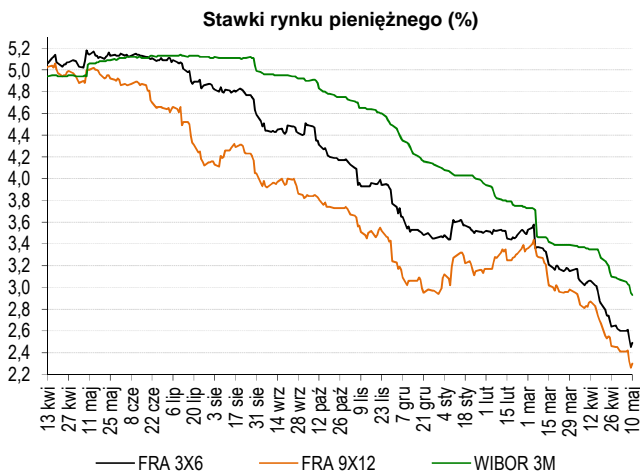
## Forint zyskuje, korona pod presją ryzyka interwencji

▪ Forint zyskał 3,3% w stosunku do euro w trakcie dwóch ostatnich tygodni. Największy pozytywny wpływ na notowania waluty miały obniżka stóp przez węgierski bank centralny tylko o 25 pb (inwestorzy obawiali się zaproponowania kolejnych niestandardowych działań w celu wsparcia gospodarki) oraz całkiem dobre dane z Niemiec.

▪ Czeska korona umacniała się tylko w pierwszym tygodniu maja. EURCZK spadł z 25,9 do 25,5. Kolejne dni przyniosły jednak deprecjację czeskiej korony. Wskutek nasilenia się oczekiwań rynku na interwencje tamtejszego banku centralnego (po słabych danych makro i komentarzu szefa CNB) kurs EURCZK zanotował wzrost do 25,9.

▪ W tym tygodniu opublikowane zostaną wstępne PKB za I kw. dla Węgier oraz Czech. Odczyty słabsze od oczekiwań mogą wzmocnić oczekiwania inwestorów na podjęcie działań przez tamtejsze banki centralne i osłabić forinta i koronę.

## Rynek stopy procentowej – CPI może wyrzucić presję na spadek IRS



### Już tylko 1M WIBOR powyżej 3%

Utrzymujące się oczekiwania na dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez RPP i majowa redukcja stóp NBP o 25 pb działały w kierunku dalszego spadku WIBOR-ów. W trakcie ostatnich dwóch tygodni stawki dla 1-12 miesięcy spadły o 15-17 pb. Obecnie jedynie najkrótsza z nich jest na poziomie ponad 3% (3,07%).

Od końca sierpnia 2012 r. koszt pieniądza na rynku międzybankowym spadł od ok. 180 pb (dla 1 miesiąca) po ok. 220 dla dłuższych stawek. W tym samym czasie stopa NBP została obniżona o 175 pb. WIBOR-y wyceniają więc w tym momencie obniżkę stóp NBP o kolejne 50 pb. Rynek FRA dodaje do oczekiwań WIBOR-ów kolejne ponad 50 pb w ciągu następujących 6-9 miesięcy, co naszym zdaniem nas jest przesadzone.

### Kolejne rekordy na rynku IRS i obligacji

Krzywa IRS obniżyła się w trakcie dwóch tygodni o 19-30 pb, najwięcej na długim końcu. Wszystkie stawki znalazły się oczywiście na najniższych poziomach w historii (2,48% dla 2 lat, 2,58% dla 5 lat i 2,87% dla 10 lat).

Podobne zmiany – zarówno pod kątem skali zmian jak i kształtu krzywej – zanotowano na rynku obligacji.

Ministerstwo Finansów uplasowało w minionym tygodniu nową 5-letnią obligację PS0718 za 6,5 mld zł, powyżej górnej granicy oferty 5,5 mld zł, przy popycie nieco ponad 9 mld zł. Rentowność wyniosła 2,55%, a więc niemal tyle ile rentowność notowanego już na rynku PS0418. Wg naszych szacunków, po ostatniej aukcji MF ma już pokryte 77% tegorocznych potrzeb pożyczkowych.

### CPI i dane z zagranicy ważne dla IRS i obligacji

Pomimo tego, iż wg nas prezes NBP w trakcie konferencji prasowej RPP starał się raczej schładzać oczekiwania na dalsze luzowanie polityki pieniężnej, na rynku nie nastąpiła korekta wcześniejszego spadku rentowności. Koniec tego tygodnia stał pod znakiem wzrostu IRS i rentowności długu pod wpływem osłabienia na bazowych rynkach długu. Dane o inflacji – publikacja zaplanowana na najbliższą środę – w naszej ocenie mogą wesprzeć krajowy rynek długu. Widać – po reakcji na konferencję prasową RPP – że rynek w dalszym ciągu oczekuje kontynuacji cięć stóp procentowych. Obniżenie się rocznej stopy inflacji poniżej 1% po raz pierwszy od czerwca 2006 (i całkiem wyraźnie w stosunku do odczytu z marca) może wyrzucić presję na spadek IRS i rentowności obligacji.

Poznamy także szereg danych zza granicy. Długi koniec oraz środek krajowej krzywej porusza się w takt notowań na bazowych rynkach długu. Ostatnie publikacje z Europy (w szczególności z Niemiec) rozbudziły nadzieje inwestorów na kolejne dane wskazujące na poprawę kondycji światowej gospodarki.

Tydzień po udanej aukcji nowej 5-latkii, Ministerstwo Finansów zaoferuje obligacje z długiego końca krzywej (WZ0119/DS1023/WZ0124/WS0428 – wybór będzie uzależniony od sytuacji rynkowej). Inwestorzy zagraniczni posiadali na koniec marca 61% dotychczasowej emisji DS2013 i należy oczekiwać ich aktywności na najbliższej aukcji.

---

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