

Tygodnik ekonomiczny

20 – 26 maja 2013

Ostatni tydzień upłynął pod znakiem korekty zarówno na krajowym rynku walutowym, jak i stopy procentowej. Wpłynęły na to m.in. dane makroekonomiczne, wskazujące, że wzrost gospodarczy w I kwartale br. wyhamował mocniej niż się spodziewano, a inflacja obniżyła się w stopniu nieco mniejszym od prognoz. Niepokojące były również informacje o wykonaniu budżetu państwa po kwietniu, pokazujące załamanie wpływów podatkowych, będące zapewne odzwierciedleniem nadal niskiej aktywności ekonomicznej na początku II kwartału. Dane o wzroście PKB w strefie euro i jej poszczególnych krajach również okazały się rozczarowaniem, pogłębiając wątpliwości nt. zapowiadanego ożywienia w Europie.

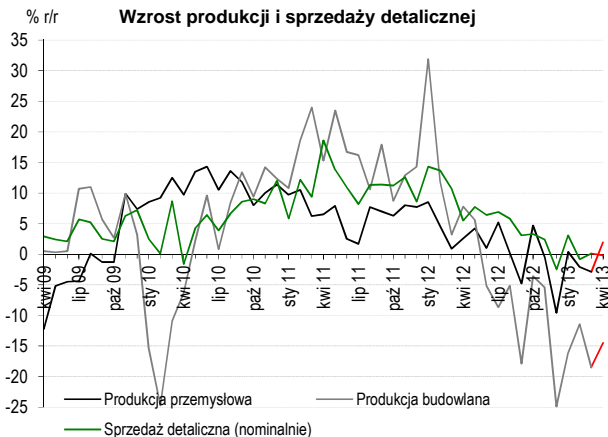
W tym tygodniu poznamy nowy zestaw danych, odzwierciedlających stan krajowej gospodarki na prognozie II kwartału. Spodziewamy się, że nadal nie będzie w nich widoczne ożywienie gospodarcze, a ewentualna poprawa wskaźników w porównaniu z poprzednim miesiącem (np. produkcji przemysłowej) będzie wynikiem efektów statystycznych (większa liczba dni roboczych). Nasze prognozy są poniżej oczekiwań rynkowych, więc ich realizacja może wywrzeć negatywną presję na kurs złotego, jednocześnie umacniając krótki koniec krzywej rentowności. Jeszcze ważniejsze od danych krajowych mogą się okazać indeksy koniunktury gospodarczej za granicą za maj. Jeżeli po dwóch miesiącach spadków nie nastąpi w końcu odreagowanie wskaźników aktywności, oczekiwania rynkowe dotyczące ożywienia w gospodarce światowej w II półroczu będą zapewne ponownie korygowane w dół, co może się przełożyć na wyraźne pogorszenie nastrojów.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (20 maja)							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	IV	% r/r	2,2	1,5	1,6
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	IV	% r/r	-0,9	-0,9	-0,9
WTOREK (21 maja)							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	IV	% r/r	2,9	2,0	-2,9
14:00	PL	Produkcja budowlana	IV	% r/r	-15,4	-14,5	-18,5
14:00	PL	PPI	IV	% r/r	-1,4	-1,6	-0,6
ŚRODA (22 maja)							
16:00	US	Sprzedaż domów	IV	mln	4,99	-	4,92
16:00	US	Wystąpienie Bena Bernanke					
20:00	US	Minutes Fed					
CZWARTEK (23 maja)							
3:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	V	pkt	50,3	-	50,4
9:28	DE	Wstępny PMI – przemysł	V	pkt	48,4	-	48,1
9:58	EZ	Wstępny PMI – przemysł	V	pkt	47,0	-	46,7
10:30	GB	Drugi szacunek PKB	I kw.	% kw./kw.	0,3	-	-0,3
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	346	-	360
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	IV	tys.	425	-	417
PIĄTEK (24 maja)							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	IV	% r/r	1,0	-0,2	0,1
10:00	PL	Stopa bezrobocia	IV	%	13,9	14,0	14,3
10:00	DE	Indeks Ifo	V	pkt	104,5	-	104,4
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	IV	% m/m	1,7	-	-5,8

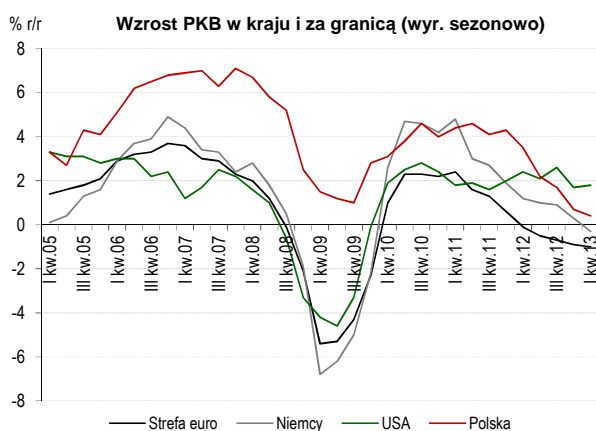
Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

Wydarzenia nowego tygodnia – Kolejne słabe dane z gospodarki

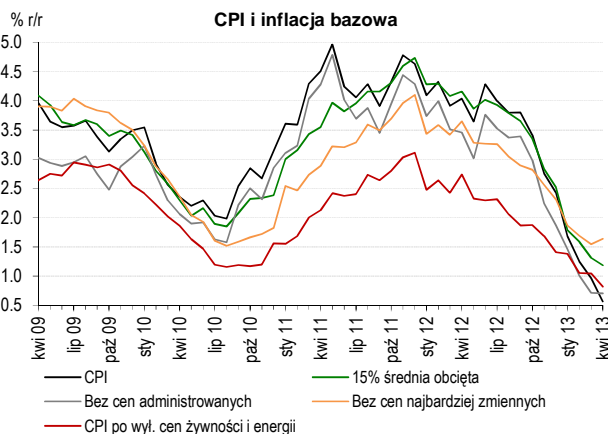


- Spodziewamy się dalszego pogorszenia sytuacji na rynku pracy w kwietniu. Szacujemy, że spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw utrzymał się na poziomie 0,9% r/r, a płace pokazały umiarkowany wzrost o 1,5% r/r. Bezrobocie rejestrowane wprawdzie spadło w ujęciu m/m, pod wpływem czynników sezonowych, ale r/r wzrosło.
- Uważamy, że sektor wytwórczy nadal notował słabe wyniki w kwietniu. Produkcja przemysłowa odbiła do ok. 2% r/r (jesteśmy nieco bardziej pesymistyczni niż konsensus rynkowy) pod wpływem większej liczby dni roboczych, ale budowlanka pozostaje w głębokiej recesji (ok. -15% r/r).
- Wzrost sprzedaży detalicznej szacujemy na -0,2% r/r (rynek spodziewa się wzrostu o 1,0% r/r). Wynika to ze słabości popytu konsumpcyjnego a także efektu wysokiej bazy z zeszłego roku (Wielkanoc).

Ostatni tydzień w gospodarce – Spowolnienie wzrostu PKB, spadek inflacji



- Według wstępного szacunku wzrost PKB spowolnił w I kw. br. do 0,4% r/r, najniższego poziomu od I kw. 2009 r. Wynik był wyraźnie poniżej prognoz, wskazując, że aktywność gospodarcza na początku roku była naprawdę niska. Nie znamy jeszcze struktury wzrostu PKB, ale można przypuszczać, że za tak słaby wynik odpowiadała w dużym stopniu fatalna kondycja popytu krajowego (dane o handlu zagranicznym sugerowały znaczną poprawę eksportu netto w I kw., szczegóły poniżej). Dane mają charakter eksperymentalny i będą podlegać rewizji. Publikacja regularnych danych o PKB za I kw. nastąpi 29 maja.
- Deficyt na rachunku obrotów bieżących w marcu był większy od oczekiwań za sprawą wyraźnego wzrostu importu. W całym I kw. eksport urósł o 4,2% r/r, import spadł o 2,6% r/r, a saldo towarów i usług miało nadwyżkę ok. 1,5 mld € (rok wcześniej -1 mld €).



- W kwietniu wskaźnik inflacji CPI zanotował kolejny spadek do 0,8% r/r (z 1,0% r/r). Znaczny wzrost cen zanotowano w kategoriach odzież i obuwi (efekt nowych kolekcji) oraz rekreacja i kultura (koniec promocji na rynku wydawniczym). Spowodowało to podbicie wskaźnika inflacji bazowej po wyłączeniu cen energii i żywności do 1,1% r/r (z 1,0% r/r w marcu).
- Aż połowa wzrostu CPI przypada na ostatni miesiąc (wzrost cen w kwietniu 0,4% m/m). Pokazuje to, jak niski jest efekt bazy statystycznej z drugiej połowy 2012 roku. Wciąż uważamy, że druga połowa tego roku przyniesie odbicie inflacji, która na koniec roku zbliży się do 1,5%. To samo dotyczyć będzie wskaźnika inflacji bazowej, która co prawda może osiągnąć dołek poniżej 1% w najbliższych dwóch miesiącach, jednak w drugiej połowie roku wzrośnie nawet powyżej 1,5%.

Cytat tygodnia – Obniżka stóp w czerwcu nie jest wykluczona

Adam Glapiński, członek RPP, 13 maja, Reuters

Osobiście jestem w tej sytuacji bardzo ostrożny i konserwatywny, ale uważam, że obniżka stóp w czerwcu nie jest wykluczona.

Anna Zielińska-Głębocka, członek RPP, 15 maja, TVN CNBC

Jeśli obniżki, to bardzo szybko, a potem trzeba przejść do polityki stabilizacji. Uważam, że jest jeszcze przestrzeń dla obniżek stóp. Ale nie jest za duża, bo nie chcemy zejść do poziomu zerowego.

Jerzy Hausner, członek RPP, 15 maja, Polsat Biznes

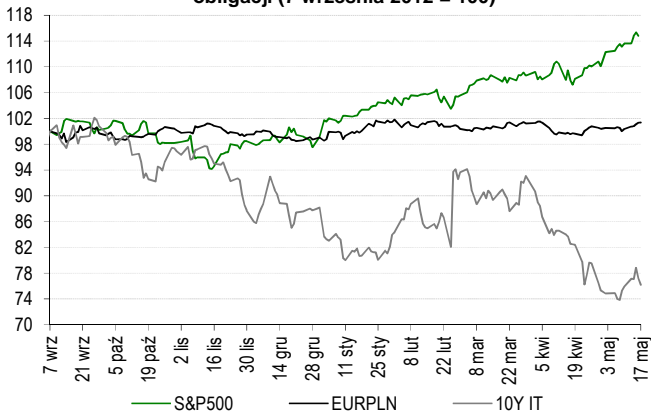
Dane, które do nas napływały dotyczące prognozy odbudowy koniunktury gospodarczej okazały się ułomne. Ekspertyzy były wyraźnie lepsze wtedy, kiedy należało myśleć o szybszym obniżaniu stóp procentowych.

Wypowiedzi członków RPP sugerują, że w czerwcu Rada będzie poważnie rozważać obniżkę stóp pod wpływem słabego wzrostu gospodarczego oraz inflacji poniżej celu (2,5%). Niemniej, przestrzeń do obniżek nie jest duża. W tym tonie wypowiadali się Anna Zielińska-Głębocka, Elżbieta Chojna-Duch i Jerzy Hausner. Te wypowiedzi wspierają naszą prognozę, że stopy zostaną obniżone jeszcze o 50 pb w czerwcu i lipcu. Obniżki nie wykluczył też bardziej jastrzębi Adam Glapiński, podczas gdy Jan Winięcki stwierdził, że kolejne cięcia są nieuzasadnione i byłyby wyrazem „polityki kropłkowej”, która oznacza „rozdawnictwo darmowego pieniądza”.

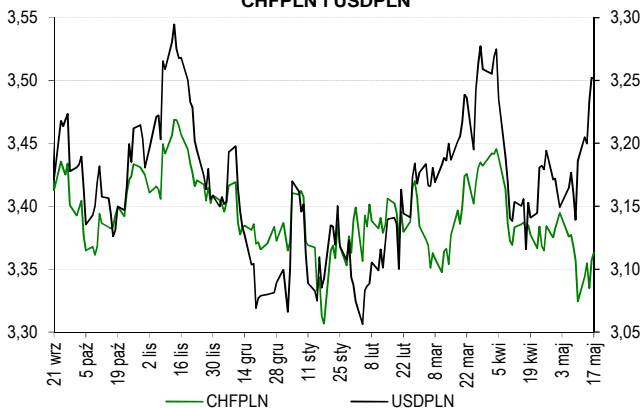
Z cytowanej obok wypowiedzi Hausnera wynika, że Rada dostrzega swój błąd, polegający na zbyt późnym rozpoczęciu cyklu obniżek. Hausner uzasadnia to ułomnością danych. Warto przypomnieć, że analitycy rynkowi mówili o potrzebie obniżenia stóp nawet rok przed faktycznym rozpoczęciem cyklu, a dysponowali tymi samymi danymi.

Rynek walutowy – EURPLN blisko ważnego oporu

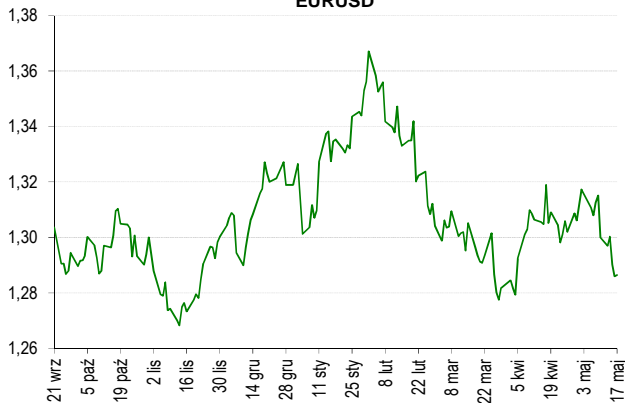
EURPLN, S&P500 i rentowność 10-letniej włoskiej obligacji (7 września 2012 = 100)



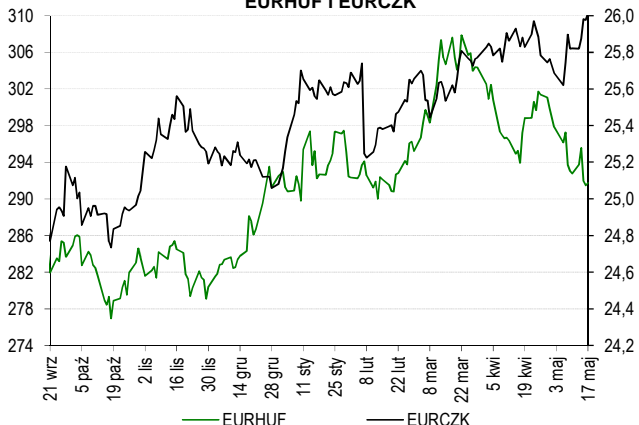
CHFPLN i USDPLN



EURUSD



EURHUF i EURCZK



EURPLN blisko 4,20

Miniony tydzień przyniósł wyraźne osłabienie złotego do euro i dolara. EURPLN wzrósł z 4,13 do 4,19, a USDPLN z 3,18 do 3,26. Negatywny wpływ na złotego wywierały dane z kraju (głębsze spowolnienie tempa wzrostu PKB w I kw. i wolniejszy spadek CPI) oraz z zagranicy (rozczarowujący wstępny PKB dla Niemiec za I kw. i majowy indeks ZEW). W rezultacie, EURPLN zbliżył się do 4,20, a więc górnego ograniczenia konsolidacji obserwowanej na rynku od początku września 2012.

Tendencja boczna na rynku EURPLN utrzymuje się już trzeci kwartał, natomiast za granicą występowały w tym czasie silne trendy kierunkowe. Indeksy giełdowe w USA osiągają kolejne rekordy, a rentowności na peryferiach strefy euro dalej spadają. W tym samym okresie, w Polsce nie odczuliśmy zbyt wyraźnie wzrostu nadziei na szybsze odbicie gospodarcze (PMI dla przemysłu zostawał wyraźne w tyle za silnymi wzrostami indeksu choćby dla Niemiec). Mógł to być czynnik powodujący, że złoty pozostał tylko stabilny i nie skorzystał – tak mocno jak polskie obligacje – na oczekiwaniach na ekspansywną politykę światowych banków centralnych.

W tym tygodniu poznamy ważne dane z kraju i zagranicy odnośnie aktywności gospodarczej. Globalni inwestorzy są zapewne już nieco rozczarowani brakiem jasnych sygnałów zapowiadających odbicie (indeksy PMI dla przemysłu w ostatnich 2-3 miesiącach spadają). Oczekujemy słabszych od konsensusu rynkowego danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej za kwiecień. Publikacje te mogą wyrzucić negatywną presję na krajową walutę, ale sądzymy, że umocnienie na rynku obligacji (w reakcji na te odczyty) powstrzyma EURPLN przed przebieciem 4,20.

Euro traci drugi tydzień z rzędu

EURUSD przebił 200-dniową średnią kroczącą i całkiem szybko osiągnął 1,28. Euro traciło pod wpływem danych z Niemiec, które nasiliły oczekiwania, że EBC może obniżyć stopę depozytową poniżej 0% oraz komentarzy z Fed, które wskazywały, iż amerykański bank centralny mógłby zacząć zmniejszać skalę pieniężnej stymulacji gospodarki USA.

Nadchodzący tydzień zapowiada się ciekawie biorąc pod uwagę zarówno istotne publikacje w Eurolandzie (wstępne PMI za maj), jak i szereg wystąpień członków Fed z samym jego prezesem na czele.

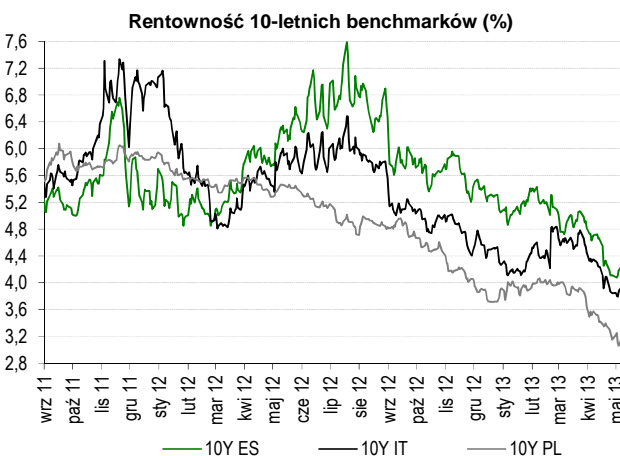
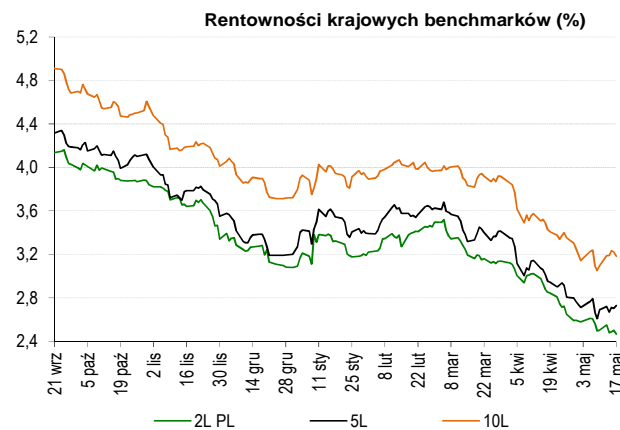
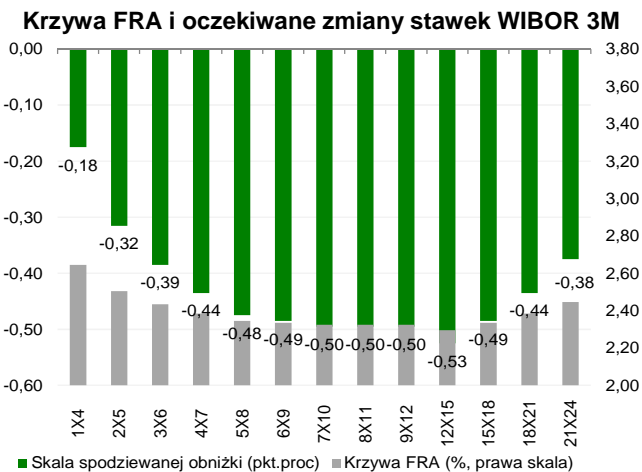
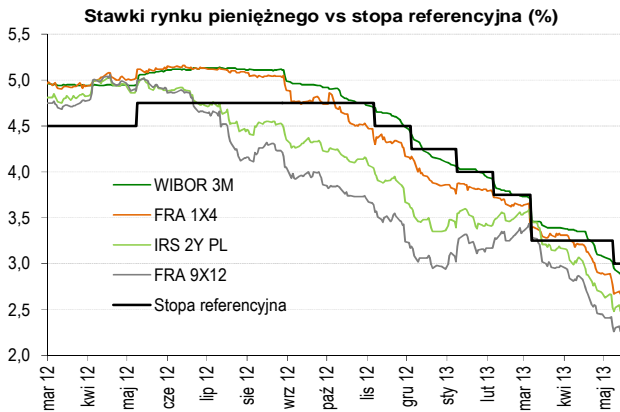
EURUSD jest blisko wsparcia na 1,28, niewiele poniżej tego poziomu przebiega linia trendu wzrostowego trwającego od grudnia 2012, a na poziomie 1,275 znajduje się lokalny dołek (będący kolejnym wsparciem).

Forint i korona pod wpływem danych o PKB

Wstępne dane z Węgier oraz Czech o PKB za I kw. miały silne przełożenie na notowania forinta i korony. Węgierski wzrost wyraźnie przekroczył oczekiwania (0,7% kw./kw. wobec 0,1%) i zepchnął EURHUF w dół z niemal 295 chwilowo nawet do 290. Dane dla Czech rozczarowały (-0,8% kw./kw. wobec prognozowanych -0,1% kw./kw.), co zainicjowało szybki wzrost EURCZK z 25,86 do 26,05.

Umocnieniu forinta do euro towarzyszyła deprecjacja złotego w relacji do wspólnej waluty. W rezultacie, HUFPLN osiągnął w minionym tygodniu najwyższy poziom od drugiej dekady lutego (nieco powyżej 1,44 zł za 100 forintów).

Rynek stopy procentowej – Dane makro powinny wspierać krótki koniec krzywych



WIBOR-y coraz niżej, korekta na rynku FRA

Miniony tydzień przyniósł dalszy spadek stawek WIBOR. W skali tygodnia spadek wyniósł od 2 pb (WIBOR 1M) do 13 pb (WIBOR 6M), w tym WIBOR 3M obniżył się do ok. 2,82%.

Rynek FRA znalazł się pod wpływem krajowych danych makroekonomicznych. Niższy od prognoz odczyt wstępnego PKB za I kw. zatrzymał wzrosty stawek FRA. Odreagowanie nie było jednak długotrwałe, kolejnym impulsem do wzrostów była publikacja inflacji CPI za kwiecień – spadek okazał się mniejszy od oczekiwanego. W efekcie stawki FRA 6x9 i 9x12 były kwotowane na zbliżonych poziomach na zamknięcie tygodnia (ok. 2,30%). To wskazuje, że oczekiwania rynku co do kształtowania się WIBOR 3M w perspektywie dłuższej niż 6 miesięcy zaczynają się konsolidować blisko 2,30%.

W tym tygodniu kolejna partia danych z kraju. Mogą one zwiększyć rynkowe oczekiwania na dalsze redukcje stóp, w związku z czym nie wykluczamy, że stawki FRA mogą nieznacznie się obniżyć, choć potencjał do ich spadku wydaje się być już ograniczony. Rynek w perspektywie 9 miesięcy spodziewa się, że stawka WIBOR 3M spadnie jeszcze o 50 pb.

Krzywe bardziej strome, oczekiwania

Miniony tydzień przyniósł wzrost rentowności obligacji i stawek IRS. Na wartości najbardziej tracił środek i długi koniec krzywych, gdy krótki koniec pozostał relatywnie stabilny (efekt wciąż silnych oczekiwań na redukcję stóp NBP). To spowodowało rozszerzenie spreadu 2-10 lat, odpowiednio do 72 pb dla obligacji i prawie 60 pb dla IRS (najwyższy poziom od początku 2011).

Długi koniec krzywych pozostał wrażliwy na sytuację na rynkach bazowych. Odreagowanie na rynku niemieckich obligacji (umocnienie Bundów) ograniczyło trend wzrostowy krajowej 10-latk i spowodowało spadek jej rentowności w okolice 3,16%. Z poprawy nastrojów nie skorzystał 10-letni IRS, który wzrósł, na zamknięcie tygodnia, powyżej 3,10%.

Wyniki aukcji obligacji długoterminowych (DS1023, WZ0124 i WS0428) można uznać za relatywnie dobre, biorąc pod uwagę zmienne warunki rynkowe. Ministerstwo Finansów uplasowało obligacje o łącznej wartości 5,505 mld zł (nieco tylko powyżej górnej granicy planowanej oferty) z rentownościami zbliżonymi do poziomów z rynku wtórnego. Co więcej, po tej aukcji tegoroczne potrzeby są już sfinansowane w ok. 80%, co daje duży komfort Ministerstwu przy konstruowaniu podaży w kolejnych miesiącach.

Napływające dane makro wsparciem dla długu

W tym tygodniu napływ kolejnych danych makro, w tym najważniejsze dla rynku stopy będą dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Nasze prognozy są poniżej konsensusu rynkowego, więc ich realizacja powinna wspierać krótki koniec, a nawet środek krzywych.

Instrumenty długoterminowe pozostaną pod wpływem nastrojów na rynkach bazowych. W związku z tym publikacje dla amerykańskiej i europejskiej gospodarki mogą być bardziej kluczowe niż odczyty krajowe. Co więcej, wyniki aukcji niemieckiej 10-latk (oferta 4 mld €) mogą w krótkim terminie przełożyć się na wycenę krajowej DS1023.

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