

# Dwutygodnik ekonomiczny

27 maja – 9 czerwca 2013

Seria danych makroekonomicznych, które poznaliśmy w ostatnim tygodniu, nie napawała optymizmem odnośnie stanu polskiej gospodarki na progę II kwartału, potwierdzając jednocześnie całkowity brak presji inflacyjnej. Z ostatnich wypowiedzi członków RPP wynika, że ostatnie publikacje skłonią ich zapewne do obniżenia stóp procentowych po raz kolejny na posiedzeniu 5 czerwca. Komunikat RPP zapewne nie zamknie drogi do kolejnych obniżek.

Z drugiej strony, wstępne europejskie indeksy PMI i niemiecki Ifo zanotowały w maju wyraźne odbicie i podobnego ruchu spodziewamy się ze strony polskiego PMI. Badania koniunktury GUS również wykazały znaczną poprawę nastrojów w maju we wszystkich sektorach gospodarki, a także wzrost optymizmu konsumentów. Sugeruje to, że nadzieje na ożywienie gospodarcze w II półroczu mogą jednak okazać się uzasadnione.

Największy wpływ na zachowanie rynków finansowych w ostatnich dniach miały obawy o to, że Fed może jeszcze w tym roku zdecydować się na ograniczenie skali QE3. Kolejne publikacje danych z USA w najbliższych tygodniach będą interpretowane właśnie w tym kontekście. W strefie euro uwagę przyciągnie m.in. posiedzenie EBC, a także publikacja przez Komisję Europejską rekomendacji fiskalnych dla poszczególnych krajów UE.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>WTOREK (28 maja)</b>							
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	III	% m/m	0,9	-	1,2
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	V	pkt	70,0	-	68,1
<b>ŚRODA (29 maja)</b>							
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>PKB</b>	<b>I kw.</b>	<b>% r/r</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>
<b>CZWARTEK (30 maja)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Dzień wolny</b>					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	341	-	340
14:30	US	Drugi szacunek PKB	I kw.	% kw./kw.	2,5	-	0,4
<b>PIĄTEK (31 maja)</b>							
11:00	EZ	Wstępny HICP					
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Oczekiwania inflacyjne</b>	<b>V</b>	<b>% r/r</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1,1</b>
14:30	US	Dochody osobiste	IV	% m/m	0,2	-	0,2
14:30	US	Wydatki konsumentów	IV	% m/m	0,1	-	0,2
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	V	pkt	83,7	-	83,7
<b>PONIEDZIAŁEK (3 czerwca)</b>							
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI – przemysł</b>	<b>V</b>	<b>pkt</b>	<b>-</b>	<b>48,6</b>	<b>46,9</b>
9:53	DE	PMI – przemysł	V	pkt	49,0	-	48,1
9:58	EZ	PMI – przemysł	V	pkt	47,8	-	46,7
16:00	US	ISM – przemysł	V	pkt	-	-	50,7
<b>ŚRODA (5 czerwca)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>			<b>-</b>	<b>2,75</b>	<b>3,00</b>
9:53	DE	PMI – usługi	V	pkt	-	-	49,6
9:58	EZ	PMI – usługi	V	pkt	-	-	47,0
14:15	US	Raport ADP	V	tys.	-	-	119
<b>CZWARTEK (6 czerwca)</b>							
13:00	GB	Decyzja BoE		%	0,50	-	0,50
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	-	-	0,50
<b>PIĄTEK (7 czerwca)</b>							
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	V	tys.	-	-	165
14:30	US	Stopa bezrobocia	V	%	-	-	7,5

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**

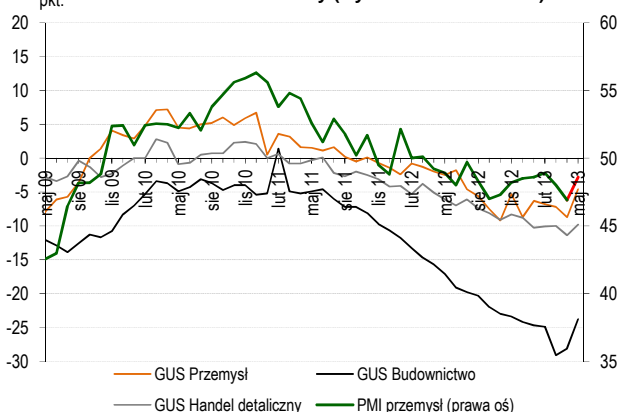
Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luziński** Analityk

22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – PMI wzrośnie, stopy NBP spadną

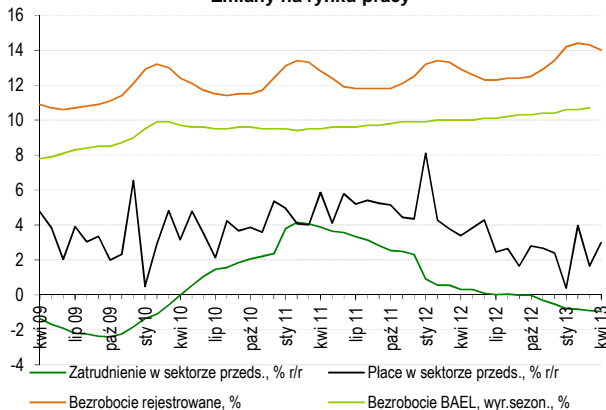
pkt. Wskaźniki koniunktury (wyrównane sezonowo)



- Dane o PKB za I kw. 2013 potwierdzą zapewne słabą kondycję popytu krajowego (wzrost konsumpcji bliski zera, spadek inwestycji) i dodatni eksport netto. Wpływ tych danych na rynek nie powinien być znaczny, o ile nie nastąpi istotna rewizja PKB w wobec „eksperymentalnego” szacunku GUS z połowy maja.
- Krajowy PMI pokaże zapewne odbicie w górę w maju i poprawę perspektyw przemysłu. Przemawia za tym nie tylko wzrost analogicznych indeksów dla Niemiec i strefy euro, ale też wyraźna poprawa wskaźników koniunktury GUS (wyrównany sezonowo indeks prognoz produkcji na plusie po raz pierwszy od czerwca 2012!).
- Pierwszy tydzień czerwca będzie jednak stał pod znakiem decyzji RPP. Oczekujemy obniżki stóp o 25pb, w reakcji na ostatnie dane sugerujące brak ożywienia w gospodarce i brak zagrożeń inflacyjnych.

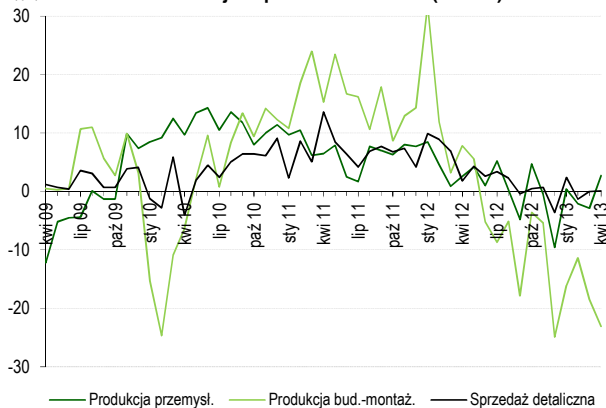
## Ostatni tydzień w gospodarce – Słabo na rynku pracy, bez przełomu w produkcji

Zmiany na rynku pracy



- W kwietniu dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyła do 3% r/r z 1,6% r/r miesiąc wcześniej. Odbicie tempa wzrostu płac wynikało zapewne głównie z większej liczby dni roboczych.
- Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło w kwietniu o 1% r/r. Liczba etatów obniżyła się o 53 tys. w porównaniu do kwietnia 2012 r. i był to siódmy miesiąc z rzędu spadku. Warto zauważyć, że w kwietniu 2012 liczba etatów rosła o 16,7 tys. r/r.
- W kwietniu stopa bezrobocia rejestrowanego spadła do 14,0%. Jest to zmiana sezonowa, ale ten efekt był słabszy niż w poprzednich latach, o czym świadczy pierwszy od ponad 10 lat spadek zatrudnienia w budownictwie w kwietniu. Sytuacja rynku pracy wciąż się pogarsza i spodziewamy się kontynuacji negatywnych tendencji w najbliższych miesiącach.

Produkcja i sprzedaż detaliczna (realnie)



- Produkcja przemysłowa wzrosła w kwietniu o 2,7% r/r, po dwóch miesiącach spadków. Jednak liczba dni roboczych była większa niż rok wcześniej, podczas gdy w dwóch poprzednich miesiącach było odwrotnie. Dlatego takie – na pozór lepsze – dane nie wskazują na faktyczną poprawę sytuacji w polskim przemyśle.
- W sektorze budowlano-montażowym produkcja spadła o 23,1% r/r, najmocniej od grudnia. Niewykluczone, że pewien udział miały w tym warunki atmosferyczne – pierwsze dni miesiąca były jeszcze „zimowe”. Niemniej, tak słaby wynik nie napawa optymizmem, jeśli chodzi o prognozy wzrostu inwestycji w II kwartale.
- Sprzedaż detaliczna obniżyła się w kwietniu o 0,2% r/r. Do osłabienia wyników sprzedaży przyczynił się m.in. efekt wcześniejszej niż przed rokiem Wielkanocy. W niektórych kategoriach sprzedaży zanotowano jednak poprawę.

## Cytat tygodnia – Jest jeszcze przestrzeń do luzowania polityki pieniężnej

**Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 24 maja, PAP**

Brak presji inflacyjnej i dane o sprzedaży detalicznej powinny wspierać decyzję o obniżce stóp w czerwcu. (...) z decyzją o ewentualnym głębszym cięciu należy poczekać do lipcowej projekcji.

**Andrzej Bratkowski, członek RPP, 23 maja, TVN CNBC**

Kolejna obniżka o 50 pb jest zupełnie uzasadniona (...). Powinniśmy szybko zejść do 2,0-2,5%, bo jesteśmy zdecydowanie spóźnieni.

**Anna Zielińska-Głęboccka, członkini RPP, 22 maja, PAP**

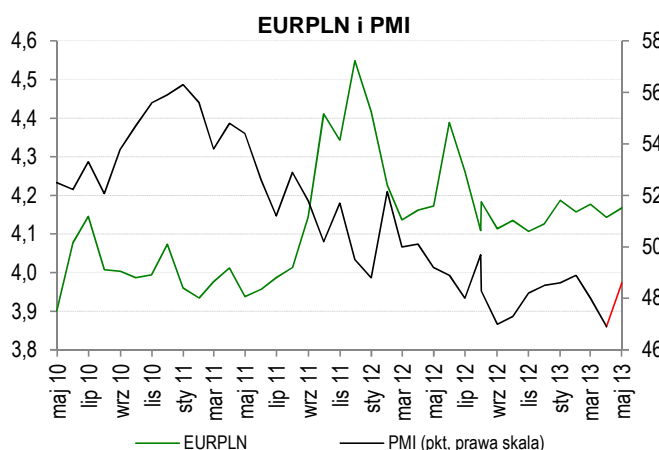
Uważam, że jest jeszcze przestrzeń do luzowania polityki pieniężnej, ale trzeba to zrobić dosyć szybko i potem czekać, ustabilizować stopy proc.

**Jerzy Hausner, członek RPP, 20 maja, Reuters**

Rada powinna wziąć pod uwagę, że obecne projekcje wskazują, że nawet jeśli inflacja wzrośnie (...) to nie będzie szybkiego dojścia do celu i to jest kolejny argument za obniżeniem stóp procentowych.

Minutes z majowego posiedzenia RPP pokazały, że 10-osobowa Rada jest mocno podzielona: większość członków opowiedziała się za obniżką o 25 pb, część za 50 pb, niektórzy uważali, że na obniżkę w maju jeszcze za wcześnie, a jeszcze inni, że cykl łagodzenia polityki powinien już zostać zakończony. Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli RPP wyraźnie wskazują, że spora część z nich widzi potrzebę dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Zakładamy, że w tej grupie jest również Prezes NBP Marek Belka, co praktycznie przesądza o redukcji stóp w czerwcu. Wniosek o obniżkę 50-punktową zapewne ponownie się pojawi (Bratkowski), ale nie wydaje nam się, aby zdobył poparcie większości. W lipcu możliwa jest kolejna redukcja stóp w podobnej skali, która prawdopodobnie zakończy cykl obniżek. Po wakacyjnej przerwie widoczne już będą sygnały ożywienia w gospodarce i odbicia inflacji od dna, które powstrzymają RPP przed kolejnymi ruchami.

## Rynek walutowy – Złoty pod wpływem impulsów z zagranicy



## EURPLN powyżej 4,20

Miniony tydzień przyniósł wyraźne osłabienie złotego w relacji do euro. To efekt pogorszenia nastrojów na globalnych rynkach w wyniku słabszego odczytu PMI dla Chin oraz wypowiedzi szefa Fed i publikacji minutes FOMC, które wzbudziły obawy o wcześniejsze zmniejszenie skali skupu aktywów i wycofania się Fed z ultra-łagodnej polityki. Wyprzedaż krajowego długu również przyczyniła się do deprecjacji złotego. W efekcie kurs EURPLN przełamał opór na 4,20 i chwilowo osiągnął 4,211 (najwyższy poziom od końca stycznia).

W relacji do innych walut (CHF, GBP, USD) obserwowaliśmy większą zmienność kursów. Wprowadzenie znaczącego pogorszenia nastrojów na rynkach międzynarodowych dało impuls do wzrostów, jednak na zamknięcie tygodnia kursy kształtowały się na niższych poziomach niż tydzień wcześniej. W skali tygodnia złoty najbardziej zyskał w relacji do funta brytyjskiego (1,1%).

W nadchodzących dwóch tygodniach złoty pozostanie pod wpływem czynników zewnętrznych (publikacja danych z USA, posiedzenie EBC). Publikacja danych o nastrojach konsumentów, a następnie dane z rynku pracy w USA będą interpretowane w odniesieniu do ostatnich wypowiedzi szefa Fed. Wzrost przekonania inwestorów, że Fed zdecyduje się na dość szybkie ograniczenie QE3 może negatywnie przekładać się na wycenę ryzykownych aktywów, w tym złotego. Przełamanie przez kurs EURPLN poziomu oporu na 4,211 (ostatnie maximum) otworzyłoby drogę w kierunku 4,26. Niemniej trend wzrostowy kursu mogą ograniczyć dane z krajowej gospodarki (oczekujemy wzrostu indeksu PMI) i ewentualne sygnały z RPP ograniczające nadzieje na dalsze obniżki stóp.

## Dane z Niemiec wsparły euro

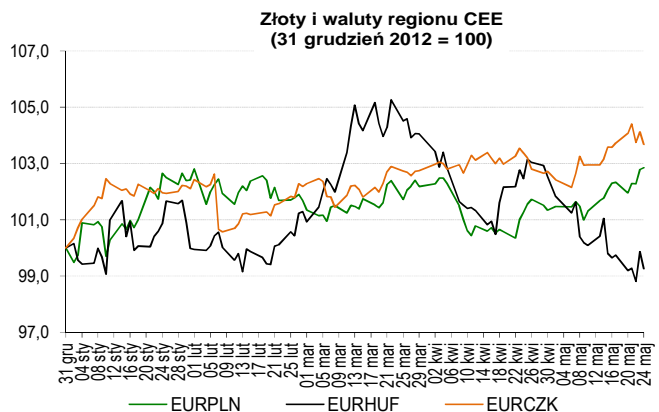
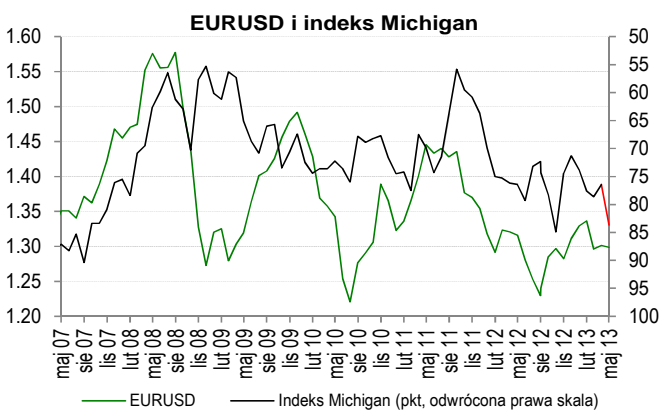
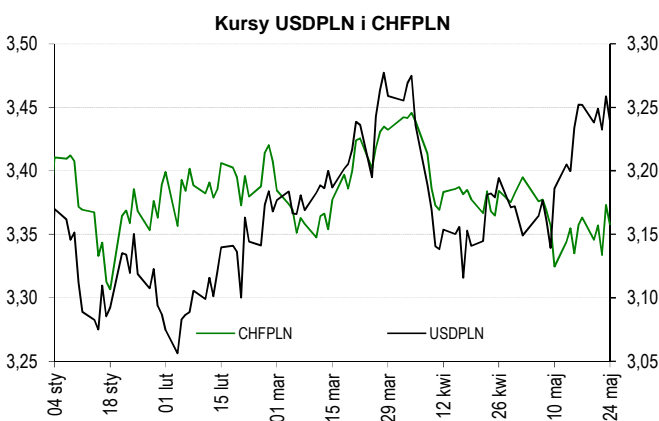
Obawy o możliwość ograniczenia QE3 jeszcze w tym roku oraz słabe dane z Chin spowodowały dość znaczące umocnienie amerykańskiej waluty. Kurs EURUSD spadł do 1,284. Przy tym poziomie następowały korekcyjne wzrosty, wspierane napływającymi nieco lepszymi danymi z europejskiej gospodarki (m.in. lepsze od oczekiwań odczyty PMI). Na zamknięcie tygodnia kurs EURUSD zbliżył się do 1,30.

Napływające w nadchodzących dwóch tygodniach dane będą interpretowane w kontekście przyszłych działań Fed. Na kursie euro do dolara może zaważyć też wynik posiedzenia EBC i ewentualne sygnały nt. możliwości wprowadzenia ujemnej stopy depozytowej i/lub innych niekonwencjonalnych działań. Wyraźnie lepsze od prognoz dane z USA lub sugestie dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro mogą być impulsem do ponownych testów wsparcia przez EURUSD. Ważne poziomy to 1,28 i 1,30.

## Waluty regionu również pod presją

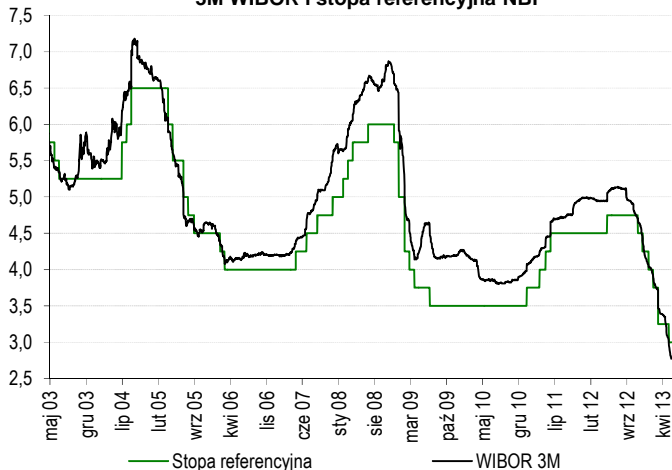
Waluty regionu, podobnie jak i złoty, traciły na wartości w wyniku wzrostu awersji do ryzyka. Tygodniowe maksima wyniosły ok. 26,2 dla EURCZK oraz ok. 209 dla EURHUF. Koniec tygodnia przyniósł odreagowanie i spadek kursu EURCZK poniżej 26, a EURHUF poniżej 290.

W ostatnich tygodniach kurs forinta w relacji do euro zachowywał się zdecydowanie lepiej niż pozostałych walut regionu. Jeśli sprawdzą się nieoficjalne informacje, że Komisja Europejska zniesie procedurę nadmiernego deficytu dla Węgier, to również najbliższe dni/tygodnie mogą przynieść dalsze umocnienie forinta.



## Rynek stopy procentowej – Dane z USA i decyzja RPP wyznaczają kierunek

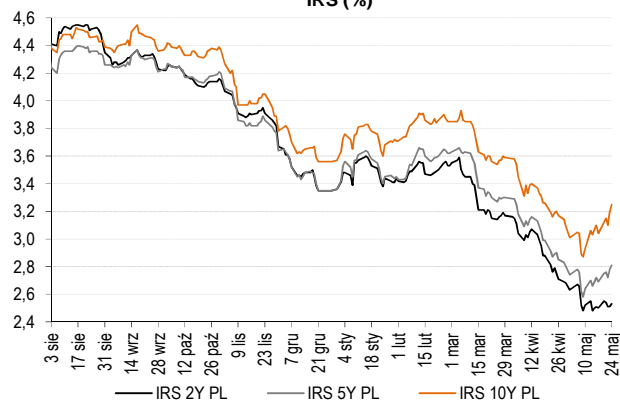
3M WIBOR i stopa referencyjna NBP



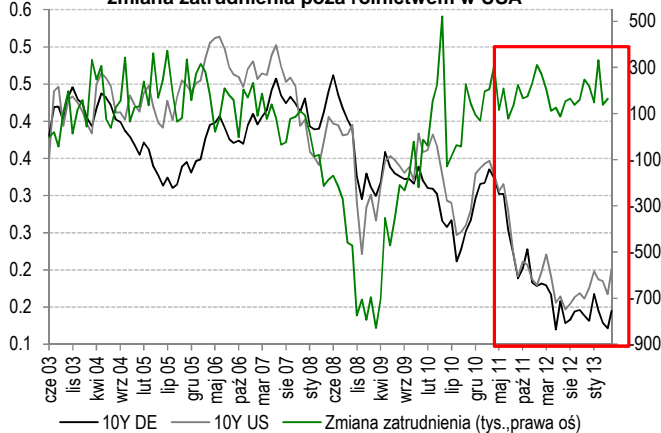
3M WIBOR minus stopa NBP



IRS (%)



Rentowności 10-letnich obligacji Niemiec, USA i zmiana zatrudnienia poza rolnictwem w USA



## WIBOR-y mogą dalej spadać

▪ Pomimo sporych wahań na rynku IRS oraz obligacji, FRA były relatywnie stabilne blisko poziomów z końca ubiegłego tygodnia. Na krzywej do roku największe zmiany nastąpiły w notowaniach WIBOR-ów. Dla stawek od 6 do 12 nastąpiły spadki o kolejne 6-7 pb, za to 1-miesięczna, po trwającej 7 sesji stabilizacji spadła ostatecznie z 3,05% do 3,04% na koniec tygodnia.

▪ Od końca sierpnia WIBOR-y od 3 do 12 miesięcy spadły o 230-245 pb, podczas gdy stopy procentowe NBP o 175 pb. Obecnie różnica między WIBOR 3M, a główną stopą procentową NBP wynosi -24 pb. Rynek FRA oczekuje dalszego spadku 3-miesięcznego WIBOR-u o 50 pb w ciągu 6-9 miesięcy. Kolejne spodziewane przez nas obniżki stóp przez RPP (następna w skali 25 pb już 5 czerwca) mogą dalej spychać WIBOR-y w dół, ale skala ich reakcji może być już coraz słabsza.

## Znaczne wystromienie krzywych

▪ Czynniki krajowe oraz zagraniczne miały znaczny wpływ na notowania IRS i obligacji. Wyższe od oczekiwań dane o kwietniowych płacach i silne osłabienie 10-letnich Bundów (w reakcji na wzrost obaw o ograniczenie QE3 przez Fed w najbliższym czasie) pchnęły 10-letniego IRS mocno w górę, o prawie 20 pb (do 3,22%, najwyższego poziomu od połowy kwietnia). Stawka ta oddaliła się od rekordowego minimum już o 35 pb. Na środku krzywej i krótkim końcu wzrosty były mniejsze, o odpowiednio 12 pb oraz 2 pb (dla 5 lat wzrost od rekordowego minimum wyniósł ok. 25 pb, dla 2 lat tylko 4 pb). Spread 2-10 osiągnął ok. 70 pb, najwięcej od stycznia 2011).

▪ Jeszcze bardziej dynamiczne zmiany zaszły w minionym tygodniu na rynku obligacji. Skala wzrostu wyniosła od 4 pb dla 2 lat (podobnie jak dla IRS tutaj też potencjał do ruchu w górę ograniczały komentarze z RPP), przez 14 pb dla 5 lat, po prawie 20 pb dla 10 lat. Skala osłabienia byłaby jeszcze wyraźniejsza, gdyby nie zgodne z naszymi oczekiwaniami (a słabsze od konsensusu) dane o sprzedaży detalicznej opublikowane na koniec tygodnia.

## Dane z USA i decyzja RPP w centrum uwagi

▪ Czynniki, które mogą w tym tygodniu mieć główny wpływ na rynek stopy procentowej to szereg danych z USA oraz decyzja RPP.

▪ W minionym tygodniu prezes Fed powiedział, iż program stymulacji gospodarki może zostać ograniczony, jeżeli na rynku pracy sytuacja się wyraźnie poprawi. Najbliższe dni będą bogate w publikacje danych z USA, które przyciągną uwagę inwestorów i mogą mieć duży wpływ na notowania amerykańskich obligacji. Ostatni wykres pokazuje, że kiedy rynek pracy USA odradzał się po gwałtownym załamaniu, obligacje USA i Niemiec pozostały silne dzięki działaniom Fed-u.

▪ Jeżeli kolejne dane będą potwierdzać stopniową poprawę amerykańskiej gospodarki, wtedy skutek dyskontowania ograniczenia/zakończenia QE3 rentowności obligacji USA oraz Niemiec mogą rosnąć. Korelacja polskich 10-letnich obligacji i 10-letniej stawki IRS z długoterminowym długiem Niemiec od początku roku wynosi odpowiednio 72% i 75%.

▪ Dla krótkiego końca krzywej IRS i obligacji istotny będzie wynik posiedzenia RPP. Oczekujemy, podobnie jak rynek, cięcia o 25 pb i pozostawienia drzwi otwartych dla dalszych redukcji. W ciągu najbliższych dwóch tygodni możliwe jest więc dalsze stromienie krzywych.

---

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