

TYGODNIK EKONOMICZNY

14 – 20 kwietnia 2014

Po słabym otwarciu tygodnia (efekt wydarzeń na Ukrainie i retoryki Banku Japonii), kolejne dni przyniosły znaczącą poprawę nastrojów wśród inwestorów po publikacji minutes z marcowego posiedzenia FOMC. Bardziej gołębi niż sądzono opis dyskusji FOMC i oczekiwania na działania EBC to główne czynniki, które wsparły zakupy ryzykowanych aktywów, w tym krajowych obligacji.

W tym tygodniu kalendarz publikacji danych makro jest dość obfity. Dane inflacyjne ze strefy euro będą rozpatrywane poprzez pryzmat przyszłych decyzji EBC – na kwietniowym posiedzeniu nie wykluczono podjęcia niekonwencjonalnych działań w celu walki z ryzykiem deflacji. Może to być czynnik decydujący o zachowaniu bazowych rynków, ale również i krajowego rynku długu. Pojawi się też sporo ważnych publikacji z USA, a także publikacje krajowe, które powinny potwierdzić ożywienie gospodarcze. Ukraina pozostanie na mapie czynników ryzyka dla globalnych nastrojów.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (14 kwietnia)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	II	% m/m	0,2	-	-0,1
14:00	PL	Podaż pieniądza	III	% r/r	4,8	4,5	5,3
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	III	% r/r	0,8	-	0,3
WTOREK (15 kwietnia)							
11:00	DE	Indeks ZEW	IV	pkt	50,5	-	51,3
14:00	PL	CPI	III	% r/r	0,7	0,7	0,7
14:30	US	CPI	III	% m/m	0,1	-	0,1
ŚRODA (16 kwietnia)							
11:00	EZ	HICP	III	% r/r	0,5	-	0,5
14:00	PL	Inflacja bazowa	III	% r/r	0,9	1,0	0,4
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	III	% r/r	0,4	3,6	4,0
14:00	PL	Zatrudnienie z sektorze przedsiębiorstw	III	% r/r	0,4	0,4	0,2
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	III	tys.	968	-	907
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	III	tys.	1000	-	1014
15:15	US	Produkcja przemysłowa	III	% m/m	0,5	-	0,6
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
CZWARTEK (17 kwietnia)							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	III	% r/r	6,3	5,9	5,3
14:00	PL	Produkcja budowlana	III	% r/r	13,9	10,6	14,4
14:00	PL	PPI	III	% r/r	-1,2	-0,9	-1,4
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	315	-	300
16:00	US	Indeks Philly Fed			9,5	-	9,0
PIĄTEK (18 kwietnia)							
Brak publikacji ważnych danych							

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

ul. Marszałkowska 142. 00-061 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

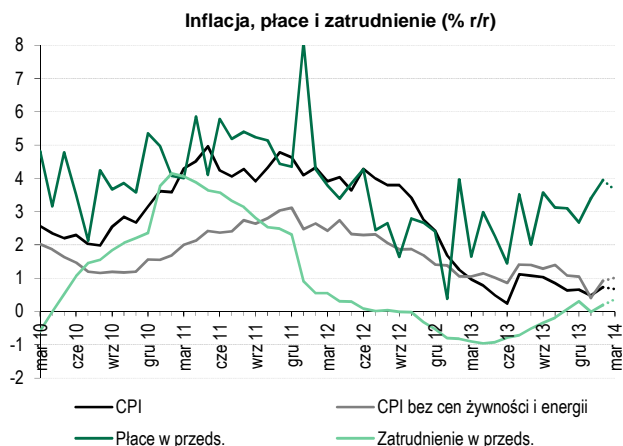
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

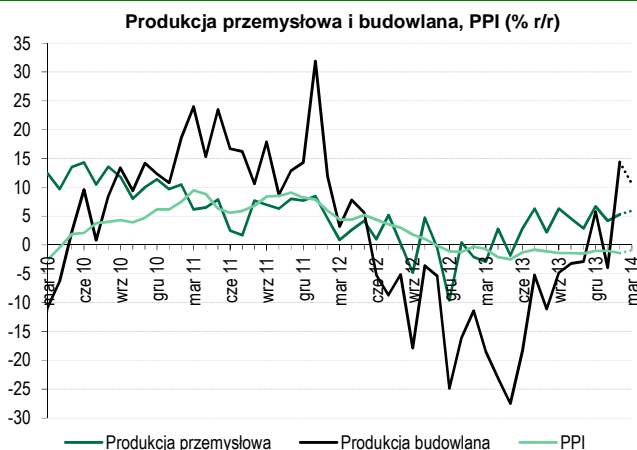
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Inflacja wciąż niska, produkcja i zatrudnienie w górę



▪ Wśród licznych danych makro publikowanych w tym tygodniu inflacja jak zwykle będzie jedną z kluczowych pozycji. Nasza prognoza wskazuje na stabilizację dynamiki CPI w marcu na poziomie 0,7% r/r (poziom zbliżony do konsensusu rynkowego), jako że presji popytowej na ceny nadal nie widać, a do tego dokładają się wciąż niskie ceny żywności i energii (ceny mięsa zaniżane przez zakaz eksportu do Rosji, a owoców i warzyw również przejściowo pod presją słabszego handlu ze Wschodem po mocnej przecenie tamtejszych walut). Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii zanotuje wg naszych szacunków lekki wzrost do 1,0% r/r. Takie odczyty nie powinny istotnie wpłynąć na oczekiwania rynku odnośnie perspektyw polityki pieniężnej.

▪ Znacznie ważniejsze od krajowej inflacji mogą być odczyty dla strefy euro. Po kwietniowym posiedzeniu wzrosły oczekiwania, że EBC podejmie działania w celu walki z ryzykiem deflacji.

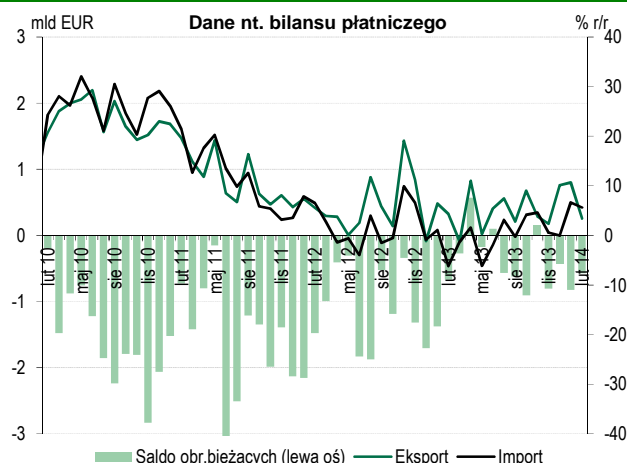


▪ Dane z rynku pracy powinny potwierdzić kontynuację ożywienia w tym obszarze. Spodziewamy się kolejnego wzrostu liczby zatrudnionych i utrzymania przyzwoitej (choć nieco niższej niż w lutym) dynamiki wynagrodzeń, pozwalającej na dalsze ożywienie popytu konsumpcyjnego.

▪ Nasza prognoza produkcji przemysłowej należy do najbardziej ostrożnych na rynku, a i tak zakłada przyspieszenie wzrostu w porównaniu z lutym. Marcowy PMI skłaniał do ostrożności, pokazując mniejsze zamówienia i produkcję, ale pesymizm ankietowanych mógł być nieco zawyżony przez ostatnie wydarzenia na Ukrainie. Dla odmiany, badanie koniunktury GUS sugerowało kolejny dobry miesiąc w przemyśle.

▪ W budownictwie trudno będzie powtórzyć aż tak dobry wynik jak w lutym, ale dynamice produkcji nadal będzie sprzyjać pogoda i efekt bazy (przypomnijmy, że rok temu w marcu mieliśmy opady śniegu).

Ostatni tydzień w gospodarce – Przewidywalna RPP, zaskakujący bilans płatniczy



▪ Zgodnie z oczekiwaniami RPP utrzymała stopy procentowe bez zmian i nie zmieniła tonu komunikatu. Możliwe, że w lipcu Rada wydłuży horyzont *forward guidance* do końca br., ale do tego czasu nie czeka nas raczej nic ciekawego ze strony RPP.

▪ Deficyt obrotów bieżących wyniósł w lutym 572 mln € i był wyższy od prognoz. Słabsze od oczekiwań były wartości eksportu i importu. Po części mogło to być efektem pogarszającej się sytuacji na Wschodzie, choć z wyciąganiem dalej idących wniosków powinniśmy jeszcze poczekać. W naszej ocenie w dalszej części roku dynamika eksportu i importu powinna odbić w górę, a umacniający się popyt z krajów Europy Zachodniej oraz popyt wewnętrzny powinny w znacznym stopniu skompensować negatywny efekt rosyjsko-ukraiński. Podtrzymujemy nasz bazowy scenariusz, że w tym roku deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB spadnie poniżej 1% na koniec br. (już w lutym było zaledwie 1,1%).

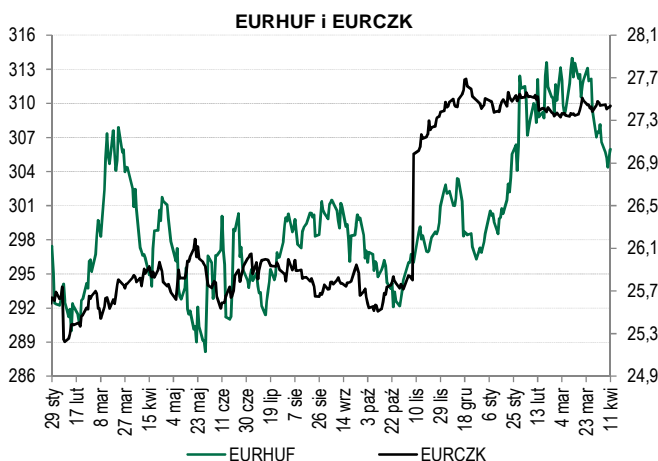
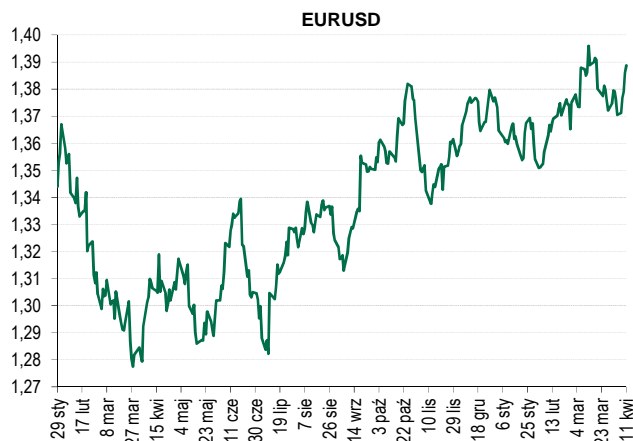
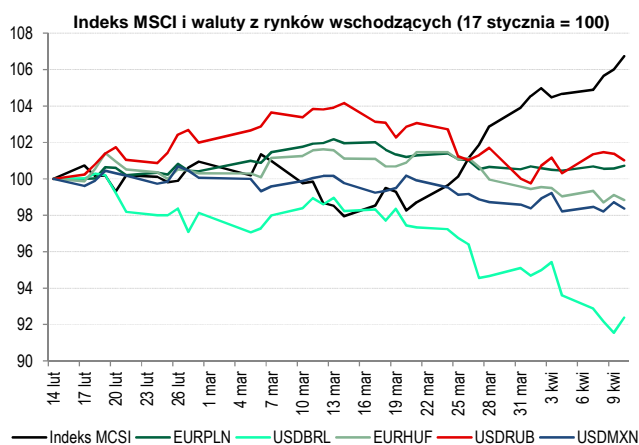
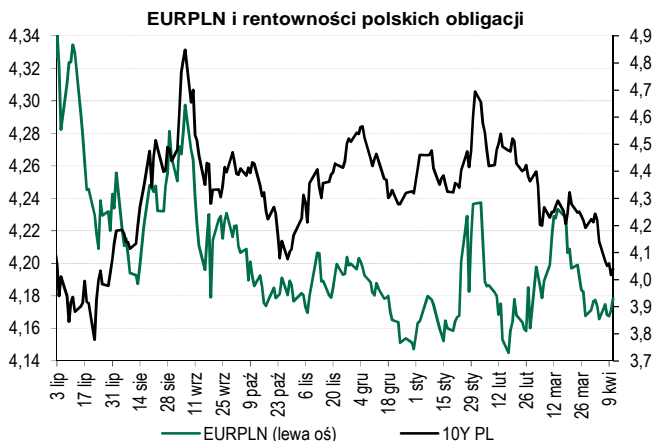
Cytat tygodnia – Do lipca bez zmian komunikatu RPP

Marek Belka, Prezes NBP, 9.04, konferencja prasowa RPP

Prawdopodobnie lipiec, czyli miesiąc, w którym zaprezentowana będzie nowa projekcja PKB i inflacji, to moment, kiedy będziemy modyfikować dzisiejszy komunikat. Do tego czasu, jeżeli nic się zasadniczo nie zmieni, prawdopodobnie nie zmieni się też brzmienie naszego komunikatu. (...) Może to (decyzja EBC) oczywiście zmienić środowisko dla polityki pieniężnej w naszym kraju. Jeżeli EBC przystąpi do skupu aktywów, czyli do zwiększenia podaży pieniądza, będzie to prawdopodobnie wpływać na wzmocnienie złotego, a więc będzie mogło oddziaływać na inflację tonująco. Z kolei nadmiar pieniądza może się wylewać do Polski, co może działać w odwrotnym kierunku. (...) Ewentualna recesja w Ukrainie i bardzo słaby wzrost gospodarczy w Rosji, powiązane z jakimiś sankcjami, retorsjami w handlu, to może wpłynąć na inflację i na PKB, w obu przypadkach obniżając je.

Prezes NBP powiedział wprost na konferencji prasowej, że jeśli nie wydarzy się nic nadzwyczajnego, to do lipca Rada nie zamierza zmieniać swojego nastawienia i tonu komunikacji z rynkiem. Jednocześnie, Belka przypomniał o tym, że w ostatnim okresie coraz częściej wśród członków RPP pojawiają się opinie, że okres stabilności stóp procentowych może trwać dłużej niż do końca III kwartału. Jest to wyraźna sugestia, że jeśli do lipca nie nastąpi jakaś istotna zmiana perspektyw gospodarczych, bardzo prawdopodobne jest wówczas kolejne wydłużenie horyzontu *forward guidance* (zapewne do końca 2014 r.). Podtrzymujemy opinię, że stopy procentowe NBP pozostaną bez zmian do końca tego roku, natomiast na początku 2015 r. czeka nas pierwsza podwyżka stóp procentowych, w reakcji na umacniający się wzrost gospodarczy i podwyższające się stopniowo prognozy inflacji (która naszym zdaniem znacznie odbijać w górę szybciej niż wynika z ostatniej projekcji NBP).

Rynek walutowy – EURPLN nadal w przedziale 4,14-4,25



Niewielkie zmiany EURPLN

Przez zdecydowaną część ubiegłego tygodnia kurs EURPLN wahał się w bardzo wąskim przedziale 4,16-4,18. Na początku tygodnia kurs był blisko dolnego ograniczenia tego pasma, ale na koniec – w wyniku pogorszenia nastrojów na globalnym rynku i nieco słabszych od prognoz danych o polskim bilansie płatniczym – testował już 4.18. Stabilizację w środku tygodnia wspierała z jednej strony odporność złotego na niepokojące wydarzenia na Ukrainie z poprzedniego weekendu, a z drugiej strony brak pozytywnych reakcji na dość dobry nastrój panujący na rynku i zauważalną aprecjację euro do dolara.

Dwa tygodnie temu wskazywaliśmy, że ostatni okres na rynku złoto to niemal powtórka notowań EURPLN od połowy stycznia do połowy lutego br. Ostatnie zmiany na tym rynku są zgodne z naszymi przypuszczeniami – złoty zanotował właśnie tydzień deprecjacji do euro po trzech kolejnych tygodniach aprecjacji. Z drugiej strony, obecne zmiany na rynku EURPLN czy USDPLN są stosunkowo niewielkie, biorąc pod uwagę wydarzenia na świecie. Indeks giełdowy MSCI dla rynków wschodzących wzrósł o prawie 7% od kiedy sytuacja na Ukrainie wyraźnie się zaostrzyła (w połowie lutego). W przypadku walut Ameryki Południowej też odnotowano wyraźne pozytywne zmiany – aprecjacja o 5-8% do euro czy dolara. Tymczasem, obok rubla (który wcześniej najmocniej tracił i teraz wyraźnie odreałował), najwięcej spośród walut CEE do euro zyskał w tym czasie forint (2,6%), a do dolara złoty (0,5%).

Widać więc, że w ostatnim czasie sytuacja na polskim rynku ustabilizowała się – EURPLN pozostaje w trendzie bocznym w przedziale 4,14-4,25, a polskie obligacje znacznie się umocniły. Biorąc pod uwagę utrzymującą się niepewność odnośnie dalszego rozwoju sytuacji na wschodzie uważamy, że w obecnej sytuacji bardziej prawdopodobne jest osłabienie złotego do ok. 4,20 za euro, niż umocnienie do 4,14. Nie spodziewamy się jednak, by EURPLN przebił w najbliższym czasie poziom 4,25-4,26. Czynnikiem stabilizującym rynek aktywne, w tym złotego, mogą być obecnie nadzieje na dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez EBC. W tym tygodniu poznamy sporo danych z USA, które też mogą wpłynąć na rynek walutowy.

Euro odrabia straty do dolara

Podobnie jak w przypadku EURPLN, także EURUSD przerwał serię trzech tygodni spadków z rzędu. W ciągu ostatnich pięciu sesji wspólna waluta odrobiła prawie całe straty poniesione do dolara w reakcji na gołębie sygnały z EBC i jastrzębie głosy z Fed – EURUSD odbił w minionym tygodniu z 1,368 do 1,39.

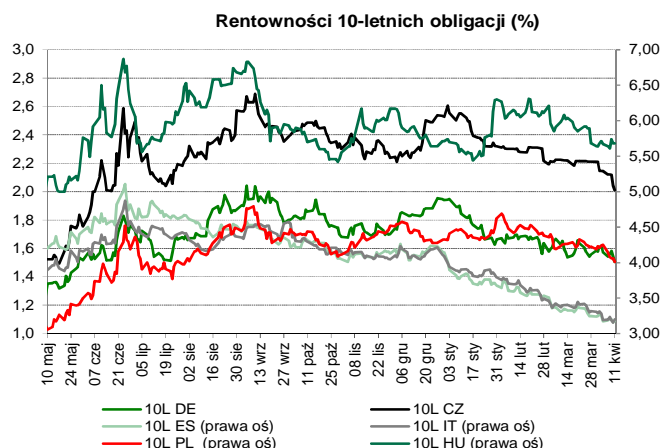
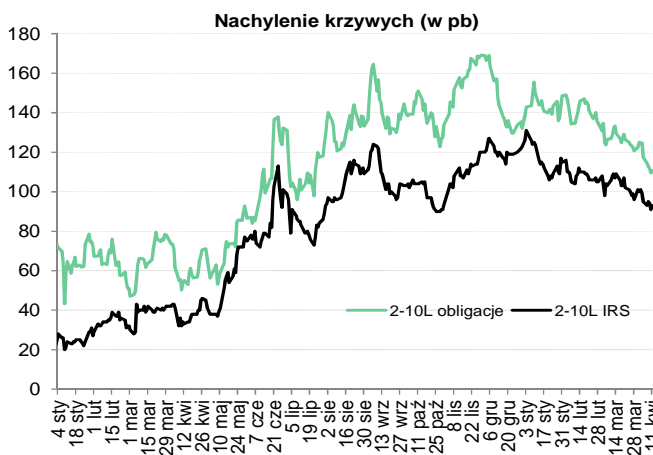
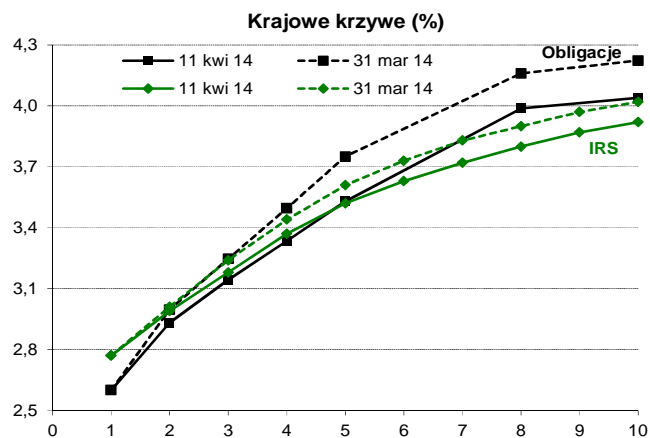
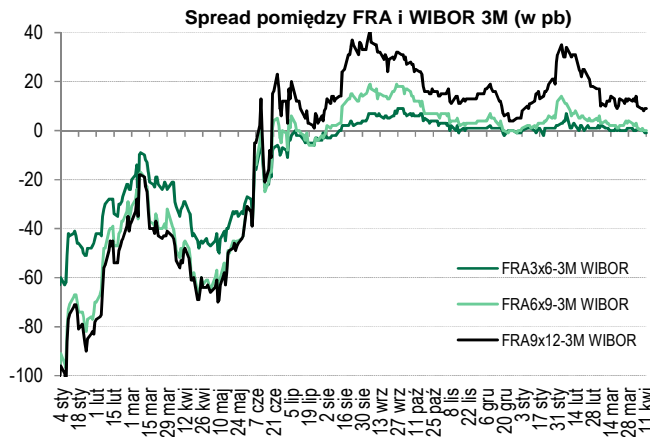
Najbliższe dni będą bogate w ważne dane z USA, które mogą wpłynąć na oczekiwania rynku odnośnie przyszłej polityki Fed. Oprócz Beżowej Księgi Fed, wypowiedać się też będzie spore grono członków FOMC, m.in. Janet Yellen. Ważne poziomy dla EURUSD na najbliższe dni to 1,368 i 1,397.

Inflacja na Węgrzech i w Czechach nadal bardzo niska

Wynik wyborów parlamentarnych na Węgrzech nie wywołał istotnej reakcji rynku. Forint długo był stabilny do euro i dopiero na koniec tygodnia stracił w wyniku słabszego nastroju na rynku i niższych od prognoz danych o inflacji, które wzmocniły obawy, że możliwe są dalsze cięcia stóp na Węgrzech.

Marcowa inflacja w Czechach wyniosła 0,2% r/r i utrzymała się najniższej od października 2009. Deprecjacja korony od czasu kiedy CNB zdecydował się na interwencję walutową nie miała trwałego przełożenia na wzrost inflacji – po grudniowym odbiciu do 1,4% r/r z 0,9% r/r w październiku, w kolejnych miesiącach nastąpił wyraźny spadek. Oddala to więc moment, kiedy tamtejszy bank centralny uzna, iż utrzymywanie EURCZK na podwyższonym poziomie nie jest już konieczne. Prezes czeskiego banku centralnego powiedział po tych danych, że jest możliwe, że bank będzie utrzymywał kurs na poziomie co najmniej 27 dłużej niż do początku 2015, jak dotychczas planowano.

Rynek stopy procentowej – W oczekiwaniu na dane inflacyjne



Retoryka RPP wspiera rynek pieniężny

W minionym tygodniu WIBOR 1M wzrósł o 1 pb, podczas gdy pozostałe stawki pozostały stabilne. Niewiele działo się również na rynku FRA – stawki pozostały względnie stabilne, gdyż nie było większych niespodzianek ze strony RPP. Rada nie tylko nie zmieniła parametrów polityki monetarnej, ale również utrzymała dotychczasową retorykę, wskazując możliwość dalszego wydłużenia okresu stabilnych stóp do końca roku. Taki scenariusz, w naszej ocenie, jest już zdyskontowany przez rynek. Bieżąca wycena FRA wskazuje, że pierwsza podwyżka stóp procentowych może mieć miejsce w perspektywie roku (choć przejściowo rynek nie wykluczał dłuższego horyzontu).

W tym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na napływających danych z krajowej gospodarki. W naszej ocenie powinny one pokazać kontynuację ożywienia przy braku presji inflacyjnej (CPI poniżej 1% r/r, a PPI poniżej 0% r/r). Dane te, w połączeniu z retoryką RPP, powinny sprzyjać stabilizacji WIBOR i FRA blisko bieżących poziomów. Nie można wykluczyć, że dalsze umocnienie na rynku IRS, obligacji wygeneruje krótkotrwały spadek stawek FRA.

Krajowy dług rośnie w siłę

Miniony tydzień przyniósł znaczące umocnienie na krajowym rynku stopy procentowej w ślad za rynkami bazowymi. To przede wszystkim efekt oczekiwań, że EBC zdecyduje się na podjęcie niestandardowych działań (np. ilościowe łagodzenie polityki monetarnej, wprowadzenie negatywnej stopy depozytowej) w najbliższych miesiącach w celu zapobieżenia ryzyku deflacji w strefie euro. Podobnie jak i w poprzednich tygodniach najbardziej spadły rentowności/stawki IRS na środku i długim końcu krzywych, podczas gdy zmiany na krótkim końcu były znacząco mniejsze. W efekcie, krzywe rentowności spłaszczyły się – spread 2-10L zawężił się do 111 pb dla obligacji i do 93 pb dla IRS.

Spadki rentowności w skali tygodnia okazały się zdecydowanie większe na rynku obligacji niż stawek IRS, co można tłumaczyć również zwiększoną aktywnością krajowych inwestorów na rynku długu. W efekcie tych zmian asset swap spread dla sektorów 5L i 10L zawężił się dość znacząco (do odpowiednio 0 pb i 13 pb wobec 14 pb i 20 pb na koniec marca).

Obligacje krajowe wykazują się ostatnio dość dużą odpornością na zawirowania nastrojów, głównie wynikające z wciąż niestabilnej sytuacji na Ukrainie. Ostatnie spadki rentowności krajowego długu spowodowały dość znaczące zacieśnienie spreadu wobec niemieckich odpowiedników. W przypadku sektora 10 lat spread ten zawężił się do poniżej 250 pb (najniższego poziomu od początku stycznia).

Uwaga na dane inflacyjne

W tym tygodniu kluczowe dla inwestorów będą dane inflacyjne, w szczególności dla strefy euro, które rynek będzie rozpatrywał poprzez pryzmat przyszłych decyzji EBC. Sądymy, że nawet potwierdzenie wstępnych danych inflacyjnych dla strefy euro może utwierdzić rynek w przekonaniu, że EBC w najbliższych miesiącach podejmie decyzje o dalszych krokach w polityce monetarnej. To może wygenerować impuls do dalszych spadków rentowności i stawek IRS. W efekcie po raz kolejny moglibyśmy zobaczyć testy 4% przez rentowność krajowej 10-latk.

Publikacje krajowych danych mogą być w cieniu publikacji danych z głównych gospodarek za granicą. Sądymy jednak, że dane o krajowej inflacji (która powinna pozostać na poziomie 0,7% r/r) powinny stabilizować krótki koniec krzywych blisko bieżących poziomów.

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 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl