

DWUTYGODNIK EKONOMICZNY

28 kwietnia – 11 maja 2014

Pomimo porozumienia szefów dyplomacji UE, USA, Ukrainy i Rosji zawartego na początku ub. tygodnia, konflikt na Ukrainie zaostrza się zamiast zmierzać w kierunku deeskalacji. Można przypuszczać, że niepewność dotycząca rozwoju sytuacji nie zmniejszy się znacząco przynajmniej do wyborów prezydenckich na Ukrainie zaplanowanych na koniec maja.

W dwóch najbliższych tygodniach, oprócz sytuacji geopolitycznej, w centrum uwagi rynków znajdzie się polityka banków centralnych, w szczególności EBC, sugerującego możliwość podjęcia niekonwencjonalnych działań. Na liście publikacji danych kluczowa będzie wstępna inflacja w strefie euro oraz zatrudnienie w USA. Krajowy PMI może nadal być pod wpływem obaw o Ukrainę, kontynuując lekką korektę, natomiast posiedzenie RPP pozostanie zapewne zupełnie bez wpływu na rynek.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
WTOREK (29 kwietnia)							
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	2,50	-	2,60
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	IV	pkt	82,3	-	82,3
ŚRODA (30 kwietnia)							
11:00	EZ	Wstępny HICP	IV	% r/r	0,8	-	0,5
14:15	US	Raport ADP	IV	tys.	210	-	191
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	I kw.	% kw./kw.	1,1	-	2,6
20:00	US	Decyzja Fed					
CZWARTEK (1 maja)							
	PL, DE, FR	Dzień wolny					
14:30	US	Dochody osobiste/wydatki konsumentów	III	% m/m	0,4/0,6	-	0,3/0,3
16:00	US	ISM – przemysł	IV	pkt	54,2	-	53,7
PIĄTEK (2 maja)							
9:00	PL	PMI – przemysł	IV	pkt	54,1	53,8	54,0
9:55/10:00	DE/EZ	PMI – przemysł	IV	pkt	54,2/53,3	-	53,7/53,0
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	IV	tys.	210	-	192
PONIEDZIAŁEK (5 maja)							
16:00	US	ISM – usługi	IV	pkt	54,1	-	53,1
WTOREK (6 maja)							
9:55/10:00	DE/EZ	PMI – usługi	IV	pkt	55,0/53,1	-	53,0/52,2
ŚRODA (7 maja)							
	PL	Decyzja RPP		%	2,50	2,50	2,50
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
CZWARTEK (8 maja)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	-	-	0,25

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

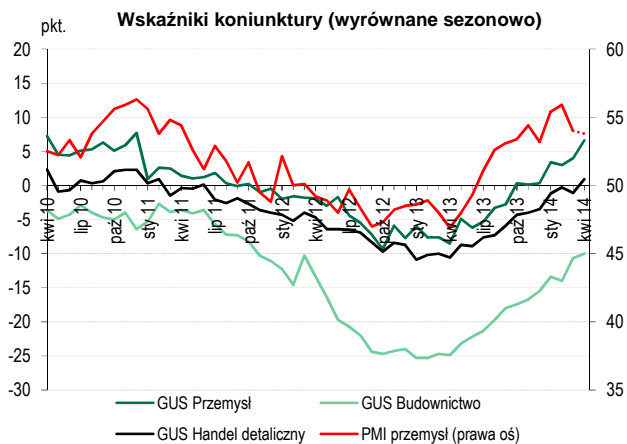
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

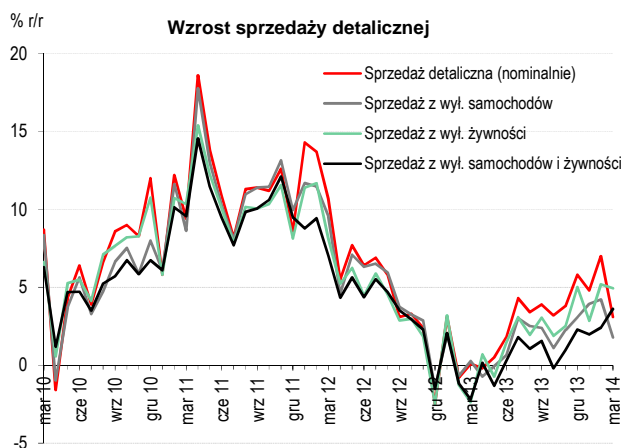
Wydarzenia nowego tygodnia – Banki centralne w centrum uwagi



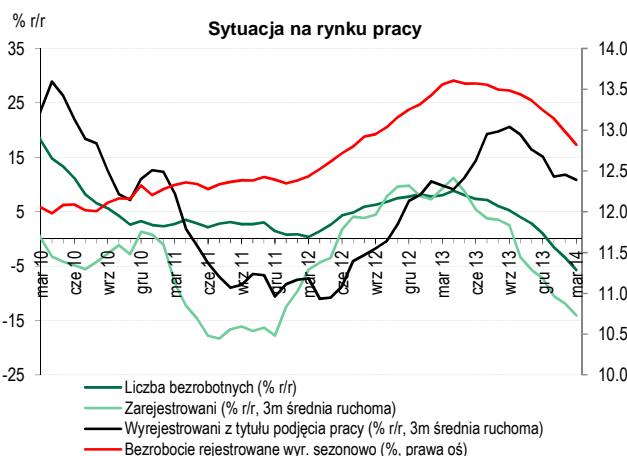
▪ W najbliższych dwóch tygodniach istotnym tematem dla rynków, obok sytuacji na Ukrainie, będą posiedzenia banków centralnych, a w szczególności EBC. O tym, czy bank zdecyduje się na niestandardowe kroki może zdecydować odczyt kwietniowej inflacji dla strefy euro. Ze strony RPP aż do lipca nie należy się spodziewać żadnych istotnych ruchów, węgierski MNB może ponownie obniżyć stopy (o 10pb), a Fed będzie kontynuował ograniczanie skupu aktywów.

▪ Kwietniowy odczyt PMI dla polskiego przemysłu może naszym zdaniem pozostać pod wpływem obaw o sytuację na Ukrainie, w związku z czym zakładamy lekki spadek indeksu. Wskaźnik koniunktury GUS dla przemysłu ponownie mocno wzrósł, sygnalizując coraz szybszy wzrost aktywności w tym sektorze (diagnoza poziomu produkcji najwyższej od 2008 r.). W pozostałych sektorach również odnotowano dalszą poprawę sytuacji, co wskazuje na kontynuację ożywienia gospodarczego.

Ostatni tydzień w gospodarce – Sprzedaż detaliczna poniżej oczekiwań, bezrobocie również



▪ Dane o sprzedaży detalicznej za marzec były wyraźnie słabsze od oczekiwań – jej wzrost spowolnił do 3,1% r/r, najwolniejszego tempa od czerwca 2013. W naszej ocenie do tego rozczarowania przyczyniły się głównie dwa czynniki: po pierwsze, zbyt optymistyczne prognozy sprzedaży pojazdów mechanicznych w ostatnim miesiącu obowiązywania ulg na samochody „z kratką”; po drugie, niedoszacowany wpływ efektu wysokiej bazy, wynikający z późniejszego terminu Wielkanocy – w tym roku zakupy przedświąteczne dokonywane były w kwietniu, a nie w marcu, jak przed rokiem. W pozostałych kategoriach wyniki były całkiem przyzwoite. Wg naszych szacunków wzrost sprzedaży detalicznej po wyłączeniu pojazdów mechanicznych i żywności przyspieszył w marcu do 3,6% r/r (najwyżej od sierpnia 2012). Dlatego naszym zdaniem dane o marcowej sprzedaży nie świadczą o pogorszeniu perspektyw popytu konsumpcyjnego. Ożywienie na rynku pracy jest mocniejsze niż można było przypuszczać (patrz niżej), co przekłada się na poprawę sytuacji finansowej gospodarstw domowych i powinno sprzyjać stopniowo coraz większym zakupom w kolejnych miesiącach.



▪ W marcu stopa bezrobocia rejestrowanego spadła do 13,5%, czyli mocniej niż oczekiwano. Odsezonowana stopa bezrobocia porusza się w trendzie spadkowym już od lipca 2013 r., jednak od kilku miesięcy jesteśmy regularnie zaskakiwani tempem jej spadku. Warto przy tym podkreślić, że siła interwencji Ministerstwa Pracy, mierzona jako suma bezrobotnych wysłanych do prac subsydiowanych i na szkolenia jest podobna jak przed rokiem, zatem ta tendencja jest wywołana znaczną poprawą faktycznego popytu firm na pracowników, a nie działaniami rządu. Spodziewamy się dalszego wyraźnego spadku stopy bezrobocia w ciągu roku, co będzie wspierało wzrost konsumpcji. Wg resortu pracy w kwietniu stopa bezrobocia może obniżyć się do 13%; naszym zdaniem na koniec roku może wynieść poniżej 12,5%.

Cytat tygodnia – Hey Jude, don't make it bad...

Donald Tusk, premier, 21.04, YouTube

Hey Jude, don't make it bad. Take a sad song and make it better...

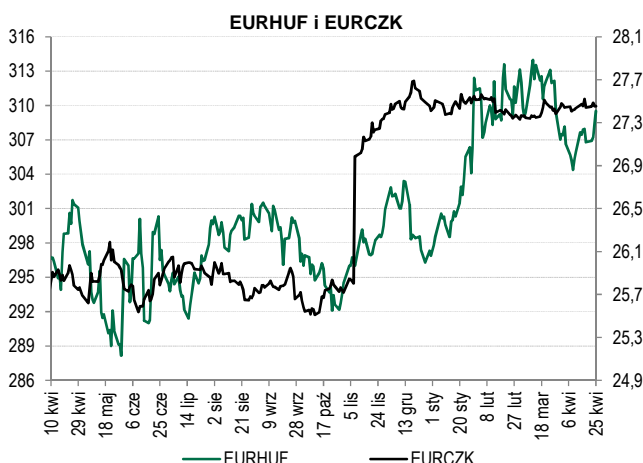
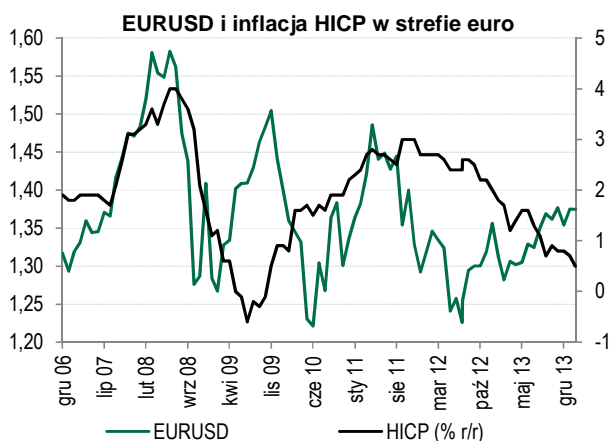
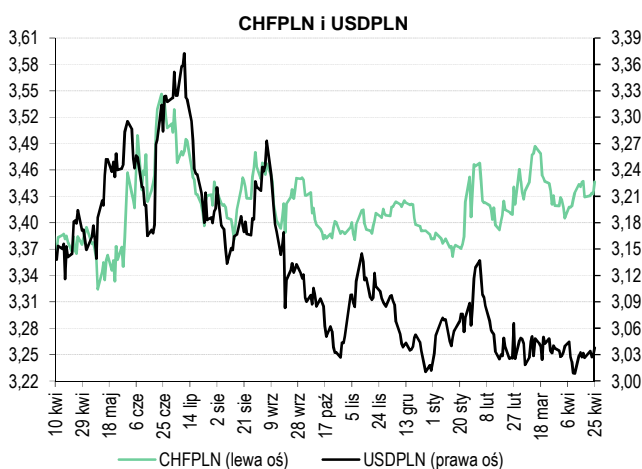
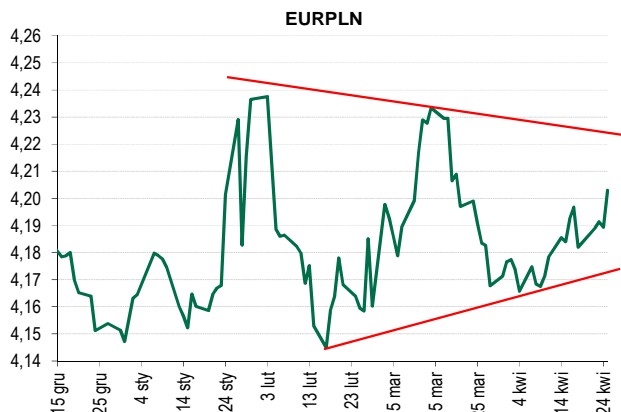
Mateusz Szczurek, minister finansów, 23.04, Gazeta Wyborcza

Obniżymy deficyt [sektora finansów publicznych] poniżej 3 proc. PKB w przyszłym roku i w 2016 r. procedura [nadmiernego deficytu] zostanie zdjęta.

Dzisiaj przyjęcie euro wiąże się z innymi obowiązkami niż w 2004 roku, gdy się do tego zobowiązaliśmy. Chodzi o dodatkowe zobowiązania finansowe, jakie musimy wziąć na siebie. Jeśli nie będziemy silni gospodarczo, to nie będzie pożytku z euro, również politycznego.

Premier Donald Tusk rozpoczął kampanię promującą dziesięciolecie obecności Polski w UE śpiewając „Hey Jude”, który to utwór stanowił tło filmu pokazującego sukces Polski w ostatnich latach. Jednocześnie rząd przyjął Program Konwergencji, w którym przedstawił optymistyczne (aczkolwiek realistyczne) prognozy wzrostu gospodarczego w kolejnych latach. (3,3% w 2014, 3,8% w 2015 i 4,3% w latach 2016-2017). Ma to pomóc w obniżeniu deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% i wyjściu Polski z procedury nadmiernego deficytu. Jednocześnie, według słów ministra finansów nie przybliży nas to wcale do wejścia do strefy euro (raczej słusznie). Wygląda na to, że do strefy euro jest nam dziś równie daleko jak 10 lat temu (a może i dalej).

Rynek walutowy – Możliwy silniejszy ruch EURPLN



Obawy o Ukrainę i nadzieje związane z EBC kluczowe

Pod koniec marca sugerowaliśmy, że ówczesna sytuacja na krajowym rynku walutowym przypomina zmiany, jakie zaszły na przełomie stycznia i lutego. Wskazywaliśmy, że po dwóch kolejnych tygodniach aprecjacji złotego do euro może nastąpić odwrócenie tej tendencji i ostatnie trzy tygodnie faktycznie stały pod znakiem wzrostów kursu EURPLN (z 4,16 do prawie 4,21 – najwyższego poziomu od ok. połowy marca). Krajowa waluta była w tym czasie pod presją obaw o zaostrzenie konfliktu Ukrainy z Rosją. Ten negatywny czynnik był w pewnym stopniu neutralizowany przez niezłe dane z polskiej gospodarki oraz oczekiwania na dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez EBC.

Pomimo porozumienie zawartego w Genewie, ubiegły tydzień stał pod znakiem dalszej okupacji ukraińskich budynków przez prorosyjskich separatystów i działań Kijowa zmierzających do odbicia tych terenów. Także kolejne groźby sankcji ze strony USA nie wydają się mieć oczekiwanego wpływu na postawę Rosji, więc należy założyć, że napięcia na wschodzie utrzymają się w najbliższym czasie i nadal będą ciężać walutom naszego regionu, w tym złotemu.

Istotne dla notowań krajowej waluty może też być posiedzenie EBC. Wstępny odczyt kwietniowej inflacji (publikacja ostatniego dnia tego miesiąca) może wpłynąć zarówno na oczekiwania inwestorów odnośnie dalszych działań EBC, jak też na samą decyzję banku centralnego. W minionym tygodniu Mario Draghi powiedział, że w zależności od rodzaju niepożądanych zmian EBC może obniżyć stopę depozytową poniżej zera lub zacząć program skupu aktywów. Jeżeli wstępny szacunek HICP nie pokaże wyraźniejszego odbicia, wzmocnią się oczekiwania, że już na majowym posiedzeniu EBC ogłosi podjęcie dodatkowych działań. Perspektywa dalszego luzowania polityki pieniężnej mogłaby pozytywnie wpłynąć na notowania złotego.

Warto zwrócić uwagę, że od lutego zakres wahań EURPLN stopniowo się zawęża, co sugeruje, że najbliższe tygodnie mogą przynieść silniejszy ruch. Przebicie 4,20 otwiera drogę do tegorocznego maksimum na 4,26, a spadek poniżej 4,15 może doprowadzić do aprecjacji złotego do 4,12 za euro.

Wstępny HICP może wyznaczyć kierunek dla EURUSD

Ubiegły tydzień był już drugim z rzędu, kiedy EURUSD wahał się bardzo wąskim przedziale 1,378-1,386.

W najbliższych dniach poznamy dane, które Mario Draghi na ostatniej konferencji prasowej po posiedzeniu EBC wskazał jako bardzo ważne (albo wręcz kluczowe) jeśli chodzi o dalsze działania banku centralnego – wstępny szacunek kwietniowej inflacji. Publikacja ta może przesądzić o tym czy w najbliższym czasie EURUSD skieruje się w stronę tegorocznego maksimum z marca na prawie 1,40, czy też będzie spadał do 1,37-1,35.

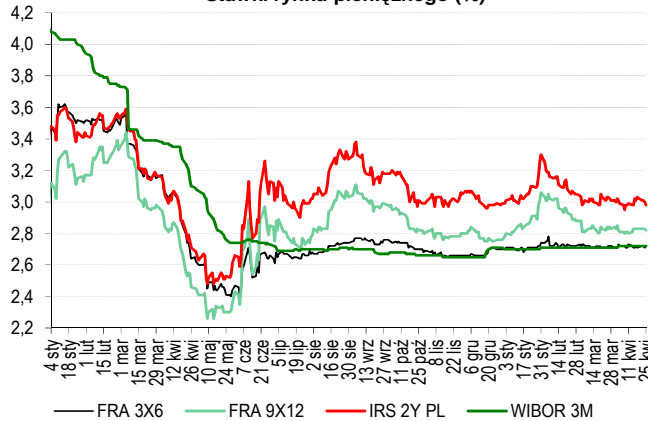
Ukraina i banki centralne w centrum uwagi

Ubiegły tydzień przyniósł deprecjacje innych walut z regionu CEE. Obok złotego, pod presją były też forint i rubel. Ta druga waluta traciła dodatkowo pod wpływem decyzji agencji S&P o obniżeniu ratingu Rosji do najniższego poziomu inwestycyjnego (BBB) ze względu na konflikt z Ukrainą, który może negatywnie odbić się na gospodarce.

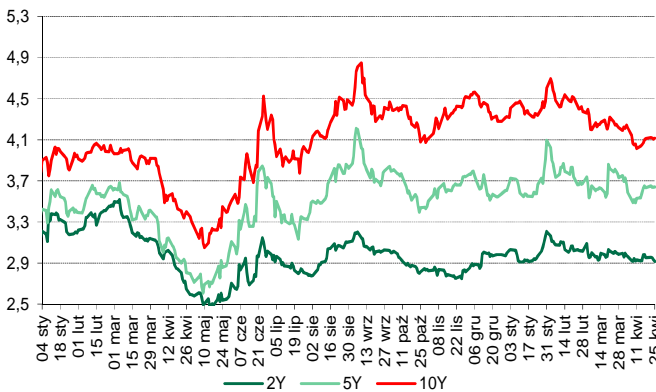
W najbliższych dwóch tygodniach spotkają się banki centralne Czech i Węgier. Prezes tego pierwszego sugerował niedawno, że granica 27,0 dla EURCZK może być utrzymana dłużej niż do początku 2015 wobec niskiej inflacji i rynek będzie czekał na dalszy komentarz w tej kwestii. Inwestorzy oczekują obniżki stóp na Węgrzech, ale istotniejsza od samej decyzji będzie treść komunikatu, z którego rynek będzie próbował wywnioskować czy cykl luzowania polityki pieniężnej dobiegł już końca.

Rynek stopy procentowej – Decyzja EBC istotna dla perspektyw rynku

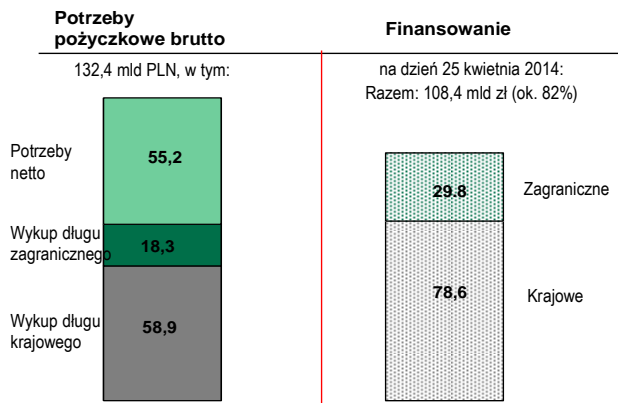
Stawki rynku pieniężnego (%)



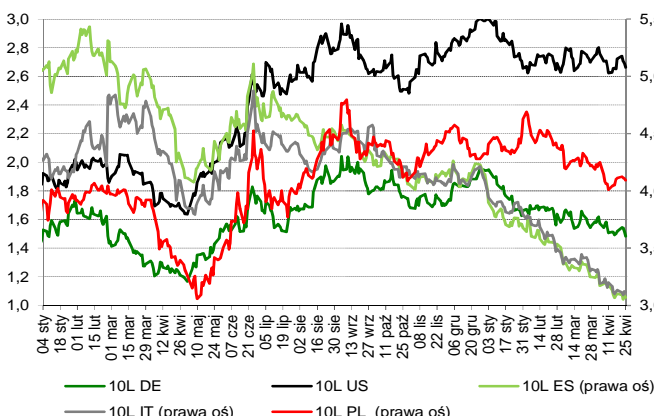
Rentowności krajowych benchmarków (%)



Potrzeby pożyczkowe brutto i ich finansowanie



Rentowności 10-letnich obligacji (%)



Rynek pieniężny stabilny, Ukraina cięży rynkowi obligacji

▪ Rynek pieniężny pozostaje stabilny. Słabszy od prognoz odczyt sprzedaży detalicznej, czy też wypowiedzi członków RPP nie miały wpływu na rynek. Niewiele się też działo na rynku FRA. Stawki do 9 miesięcy pozostały względnie stabilne, podczas gdy stawki na dłuższe terminy nieco wzrosły. Oczekiwania inwestorów co do przyszłych działań RPP nie uległy zmianie – rynek wycenia podwyżkę stóp procentowych (o 25 pb) w perspektywie roku.

▪ Poświęteczna sesja na rynku obligacji miała dość spokojny przebieg w oczekiwaniu na śródowną aukcję. Natomiast na rynku IRS pojawiła się podaż i na chwilę stawka IRS 10L wzrosła do 4%, najwyższego poziomu od początku kwietnia. W kolejnych dniach oba rynki zyskiwały na wartości, wspierane dobrymi wynikami aukcji oraz wypowiedzią szefa EBC, wskazującą na możliwość działań w najbliższych miesiącach w celu ograniczenia ryzyka deflacji. Rentowność 10-letniej obligacji na chwilę obniżyła się do 4,06%, nieco tylko powyżej istotnego wsparcia. Jednak negatywne informacje napływające z Ukrainy spowodowały realizację zysków i wzrost rentowności 10-latki powyżej 4,10%, podczas gdy 10-letni IRS pozostał nieco poniżej poziomu 4%.

▪ Wzrost awersji do ryzyka wynikający z obaw o dalszy rozwój sytuacji na Ukrainie spowodował nieznaczne wystromienie krzywych, głównie na odcinku 2-5L. Dalszy wzrost awersji do ryzyka w związku ze wzrostem napięć na Ukrainie może powodować dalsze rozszerzenie spreadu 2-10L.

▪ Ministerstwo Finansów z sukcesem uplasowało na rynku obligacje OK0716, PS1016 i PS0718 o łącznej wartości 11,72 mld zł. O tak wysokiej sprzedaży (powyżej górnej wartości oferty na poziomie 10 mld zł) zadecydował popyt (16,6 mld zł), ale również wysokie ceny. Warto zauważyć, że obligacje zostały sprzedane po cenach wyższych niż na rynku wtórnym. Po tej aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w ok. 82%.

Polityka EBC kluczowa dla nastrojów na rynku

▪ W nadchodzących dwóch tygodniach uwaga inwestorów skoncentruje się na posiedzeniach banków centralnych (FOMC, RPP, EBC). Posiedzenia FOMC i RPP nie przyniosą istotnych zmian w retoryce i działaniach (oczekujemy dalszego stopniowego ograniczania programu QE w USA, żadnych zmian w krajowej polityce pieniężnej), podczas gdy decyzja EBC i oczekiwania z nią związane mogą istotnie wpłynąć na zachowanie rynku. W tym kontekście kluczowe będą wstępne dane o inflacji w strefie euro – niższy od oczekiwań odczyt zwiększyłby nadzieje na niekonwencjonalne działania EBC w czerwcu, czy nawet jeszcze w maju (jeśli będzie wyraźnie niższy), umacniając Budy i polskie obligacje. Brak niespodzianki ze strony inflacji może być z kolei impulsem do krótkotrwałego odreagowania na rynkach stopy procentowej.

▪ Ostatnie dni potwierdziły, że nastroje inwestorów pozostają pod wpływem 3 czynników: Ukrainy, retoryki banków centralnych oraz podaży. Oczekiwania na działania EBC i niska podaż SPW w nadchodzących miesiącach mogą opóźnić proces normalizacji na krajowym rynku stopy procentowej. W związku z tym oczekujemy trendu bocznego rentowności obligacji, tym bardziej, że przed długim majowym weekendem aktywność inwestorów znacząco spadnie. Spodziewamy się, że rentowność 10-latki pozostanie w przedziale 4,05-4,20%, oscylując bliżej środka tego pasma wahań. Sytuacja na Ukrainie pozostaje wciąż głównym czynnikiem ryzyka.

▪ Ministerstwo Finansów na koniec kwietnia przedstawi plany podaży na maj. Oferta SPW, w porównaniu do tego miesiąca, będzie ograniczona - na dwóch aukcjach oczekujemy podaży nie większej niż 10 mld zł (łącznie).

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