

TYGODNIK EKONOMICZNY

12 – 18 maja 2014

Zgodnie z oczekiwaniami, posiedzenia banków centralnych w Polsce, Czechach i Wielkiej Brytanii pozostały w cieniu spotkania EBC. Wprawdzie polityka pieniężna w strefie euro w maju pozostała bez zmian, jednak wyraźna deklaracja działań EBC w czerwcu wzmocniła rynki długu i dała impuls do realizacji zysków na euro. Dodatkowym wsparciem nastrojów była deklaracja Putina nt. chęci sprawnego zakończenia kryzysu na Ukrainie.

W tym tygodniu w centrum uwagi znajdują się dane inflacyjne i wstępne PKB, które będą rozpatrywane poprzez pryzmat przyszłych działań banków centralnych. Nasza prognoza inflacji jest nieco powyżej oczekiwań rynkowych. Spodziewamy się też znacznie lepszych danych o handlu zagranicznym, co może wesprzeć złotego. Sytuacja na Ukrainie wciąż pozostaje czynnikiem ryzyka, gdyż wyniki niedzielного referendum ws. przyłączenia obwodu donieckiego do Rosji mogą szybko zmienić perspektywę rynku na otwarciu tygodnia.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (12 maja)							
9:00	CZ	CPI	IV	% r/r	0,3	-	0,2
WTOREK (13 maja)							
9:00	HU	CPI	IV	% r/r	0,2	-	0,1
11:00	DE	Indeks ZEW	V	pkt	41,0	-	43,2
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	IV	% m/m	0,6	-	0,7
ŚRODA (14 maja)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	III	% m/m	-0,1	-	0,2
14:00	PL	CPI	IV	% r/r	0,6	0,7	0,7
14:00	PL	Podaż pieniądza	IV	% r/r	5,2	5,3	5,1
CZWARTEK (15 maja)							
8:00	DE	Pierwszy szacunek PKB	I kw.	% r/r	2,2	-	1,4
9:00	CZ	Pierwszy szacunek PKB	I kw.	% r/r	2,3	-	1,2
9:00	HU	Pierwszy szacunek PKB	I kw.	% r/r	2,7	-	2,7
10:00	PL	Pierwszy szacunek PKB	I kw.	% r/r	3,1	3,1	2,7
11:00	EZ	Pierwszy szacunek PKB	I kw.	% r/r	1,1	-	0,5
11:00	EZ	HICP	IV	% r/r	0,7	-	0,5
14:00	PL	Inflacja bazowa	IV	% r/r	0,9	1,0	1,1
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	III	mln €	-186	283	-572
14:00	PL	Eksport	III	mln €	13700	14100	12773
14:00	PL	Import	III	mln €	13734	13900	12594
14:30	US	CPI	IV	% m/m	0,3	-	0,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	319
15:15	US	Produkcja przemysłowa	IV	% m/m	0,0	-	0,7
16:00	US	Indeks Philly Fed	V	pkt	12,5	-	16,6
PIĄTEK (16 maja)							
14:30	US	Rozpoczęcie budowy domów	IV	tys.	983	-	946
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	IV	tys.	1015	-	997
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	V	pkt	84,5	-	84,1

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 Luzziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

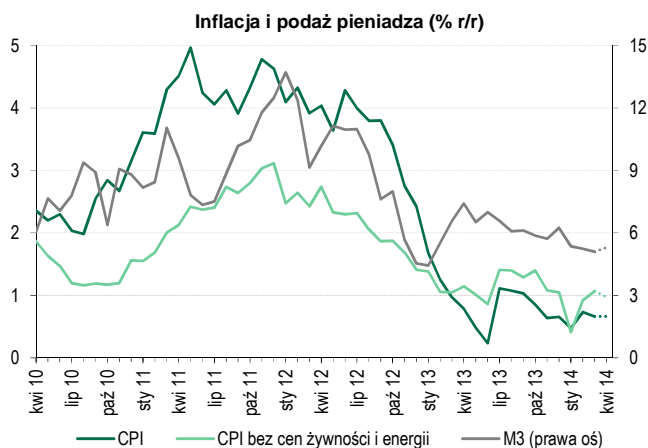
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

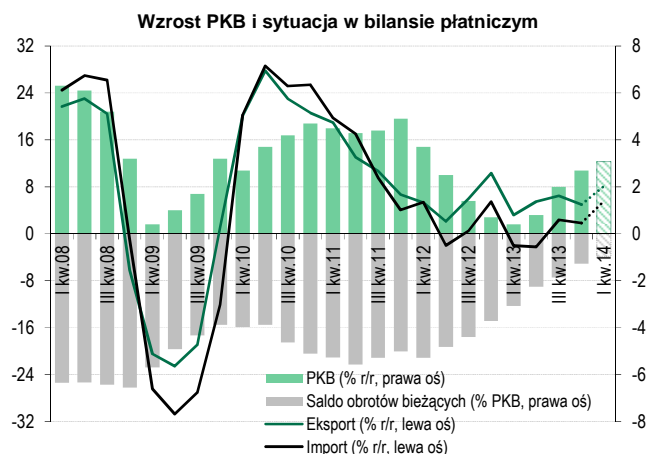
Wydarzenia nowego tygodnia – Inflacja, PKB, bilans płatniczy



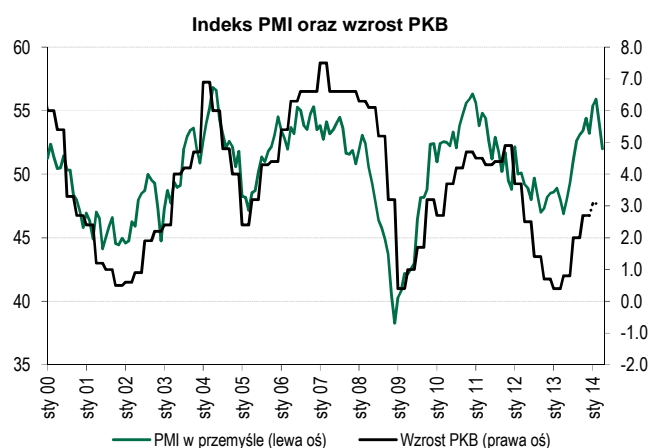
▪ Spodziewamy się stabilizacji dynamiki CPI w kwietniu trzeci miesiąc z rzędu na poziomie 0,7% r/r, podczas gdy konsensus rynkowy wg Reutersa i Parkietu jest na poziomie 0,6%, a niektóre prognozy zakładają nawet spadek do 0,5%. Odczyt zgodny z naszą prognozą może być więc lekką niespodzianką dla rynku, ale nie powinien raczej wywołać znacznej korekty, ponieważ wciąż będzie to niski poziom inflacji, znacznie poniżej celu NBP. Wg naszych szacunków, po dwóch miesiącach spadków, w kwietniu ponownie zaczęły rosnąć ceny żywności (m.in. wieprzowiny). Presja na wzrost cen w pozostałych obszarach nadal nie była widoczna (poza sezonowymi podwyżkami cen odzieży i obuwiu), w efekcie czego inflacja bazowa po wyłączeniu paliw i żywności lekko spadła wg nas do 1,0% (w tym wypadku również nieco powyżej konsensusu).

▪ Do pełnego zestawu danych miesięcznych z I kwartału br. brakuje nam jeszcze wyników handlu zagranicznego za marzec – poznamy je w tym samym dniu, w którym GUS poda przyspieszony szacunek PKB za I kwartał. Naszym zdaniem wyraźne spowolnienie wzrostu eksportu i importu w lutym było jednorazowym zaburzeniem, dlatego spodziewamy się w marcu odbicia w górę obrotów handlu zagranicznego, do poziomów spójnych w naszej ocenie z tempem ekspansji przemysłu i popytu krajowego. W efekcie, saldo obrotów bieżących powinno w marcu zanotować nadwyżkę. Lepsze od oczekiwań rynkowych dane powinny być wsparciem dla złotego.

▪ Dostępne dane miesięczne wskazują naszym zdaniem dość wyraźnie, że tempo wzrostu gospodarczego przyspieszyło w I kwartale 2014 do nieco powyżej 3% r/r. W tym tygodniu GUS nie poda jeszcze struktury wzrostu, ale w naszej ocenie rosnącą rolę w ożywieniu gospodarczym odgrywa popyt krajowy – rosnąca coraz szybciej konsumpcja i inwestycje.



Ostatni tydzień w gospodarce – PMI rozczarował, RPP bez niespodzianki



▪ Indeks PMI spadł w kwietniu do 52 pkt., znacznie poniżej prognoz (i najniżej od lipca 2013). Spadki odnotowano w 4 z 5 składowych indeksu, w tym w zamówieniach eksportowych, co mogło po części wynikać z wpływu negatywnych informacji z Ukrainy na oczekiwania. To kolejny sygnał ostrzegawczy ze strony indeksu PMI odnośnie perspektyw rozwoju polskiej gospodarki. Z drugiej strony, w naszej ocenie wartości indeksu w poprzednich miesiącach były nadmiernie optymistyczne i nawet po znaczącej korekcie w marcu i kwietniu, poziom PMI jest spójny ze wzrostem produkcji przemysłowej o ponad 6% r/r.

▪ Posiedzenie RPP nie wniosło nic nowego. Prezes NBP wyraźnie sygnalizował na dwóch ostatnich konferencjach prasowych, że Rada zastanowi się nad zmianą komunikacji z rynkiem dopiero w lipcu, kiedy dostępne będą nowe projekcje NBP. Wówczas zapewne nastąpi wydłużenie horyzontu *forward guidance* do końca br.

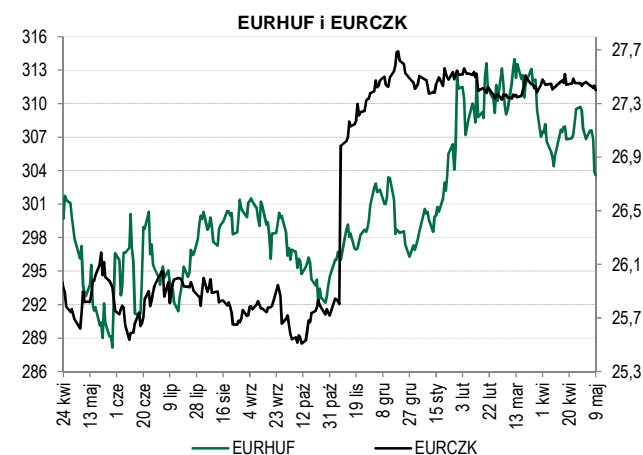
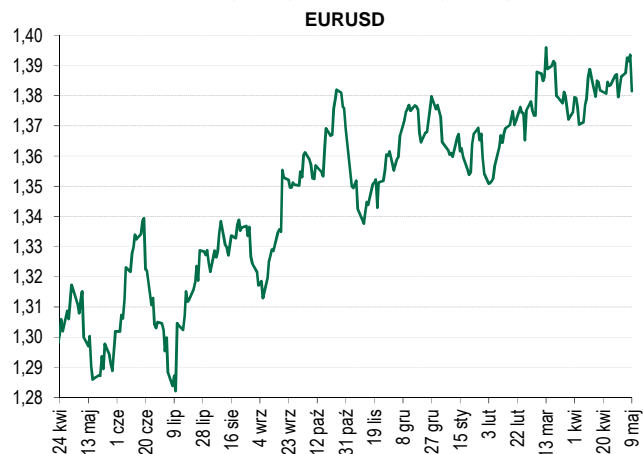
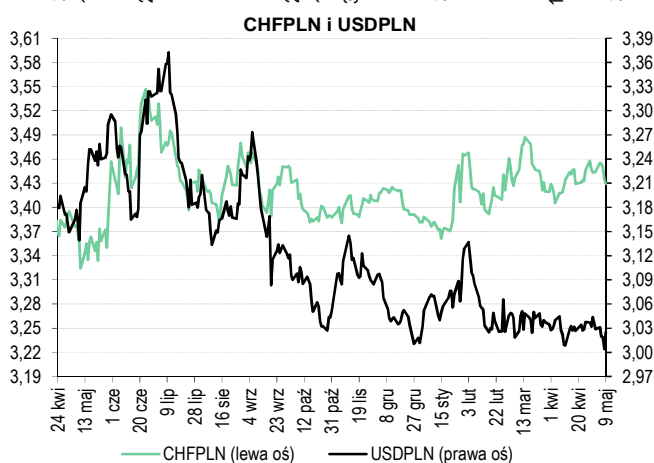
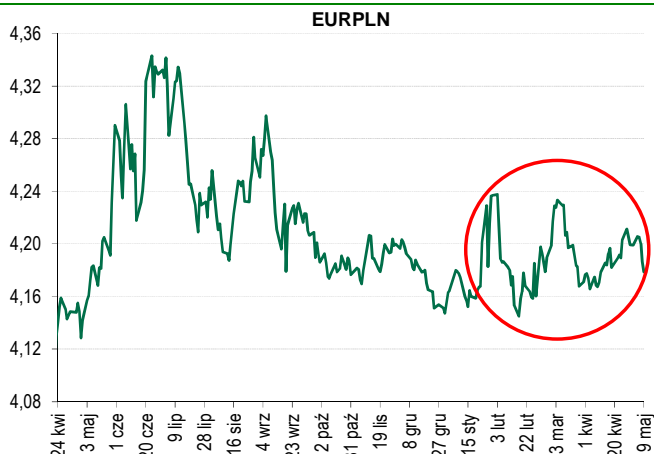
Cytat tygodnia – Lipiec dobrym momentem na zmianę komunikacji

Marek Belka, prezes NBP, 7.05, konferencja prasowa RPP

Nie mogę powiedzieć, jakie będzie zdanie większości Rady czy w ogóle całej Rady za dwa miesiące, ale podtrzymuję opinię, iż lipcowa projekcja to jest dobry moment, żeby zastanowić się nad zmianą komunikacji. Wtedy należy się spodziewać określenia naszych zamierzeń dotyczących polityki stóp procentowych. W jakimś momencie rozważymy odejście od tego rodzaju komunikacji, co wcale nie musi oznaczać zmiany stóp procentowych. (...) Nasze *forward guidance* sprawdza się, ale głównie dlatego, że sytuacja jest stabilna, a my tę sytuację jeszcze stabilizujemy. Ale gdyby okazało się, że nie jesteśmy przekonani co do tego, że sytuacja jest w pełni przewidywalna (...) w takiej sytuacji obiecwanie czegoś na bardzo długi okres po pierwsze jest ryzykowne, a poza tym może być mało wiarygodne.

Prezes NBP podtrzymał deklarację z kwietnia, że zmiana komunikatu RPP (tj. wydłużenie horyzontu *forward guidance*) możliwa jest dopiero w lipcu, kiedy pojawią się nowe projekcje NBP. Czerwcowe posiedzenie RPP będzie więc ponownie mało ekscytujące dla rynku. Belka zaznaczył jednocześnie, że chociaż obecna polityka komunikacyjna dobrze się sprawdza, to trzeba mieć świadomość, że Rada w pewnym momencie będzie chciała od niej odejść – zapewne w momencie, gdy sytuacja w ocenie RPP przestanie być stabilna i przewidywalna. Naszym zdaniem decyzja taka mogłaby nastąpić np. po publikacji kolejnej, październikowej projekcji NBP, kiedy ścieżka inflacji będzie coraz bardziej odchyłać się w górę, wskazując na ryzyko przekroczenia celu inflacyjnego.

Rynek walutowy – EURPLN nadal w zawężającym się pasmie wahań



Słowa Dragiego wspierają złotego

Obawy o rozwój sytuacji na Ukrainie i wydzwięk posiedzenia EBC miały w ostatnich dwóch tygodniach największy wpływ na złotego. Walki pomiędzy ukraińską armią a separatystami oraz planowane na najbliższą niedzielę referendum nt. przyłączenia okręgu Donieckiego do Rosji stały za wyraźnym wzrostem EURPLN pod koniec ubiegłego miesiąca do ok. 4,22 (najwyżej od połowy marca). Złoty zniwelował jednak ponad połowę strat poniesionych od połowy kwietnia (spadek do ok. 4,17) dzięki retoryce EBC. Jego szef, Mario Draghi, powiedział, że w czerwcu może zostać podjęta decyzja o poluzowaniu polityki pieniężnej, jeśli nowe prognozy inflacyjne nie pokażą poprawy. W ubiegłym tygodniu Komisja Europejska i OECD zrewidowały w dół prognozy inflacji dla strefy euro. Można się spodziewać, że takie podobne zmiany zajdą w przypadku publikowanych w przyszłym miesiącu prognoz EBC. Oczekiwania na to, że zapowiedź Mario Dragiego zmaterializuje się w czerwcu utrzymają się więc zapewne na wysokim poziomie i będą korzystnie wpływać na złotego w relacji do euro w najbliższych tygodniach.

Tymczasem, ważnym wydarzeniem tego weekendu będzie próba przeprowadzenia referendum w Doniecku. Prezydent Rosji nawoływał w minionym tygodniu do jego przełożenia, ale wydaje się, że jego apel nie został uwzględniony. Sytuacja na wschodzie Ukrainy, gdzie wciąż trwają walki, może być kluczowym czynnikiem wpływającym na złotego na początku nadchodzącego tygodnia. W kolejnych dniach krajowa waluta może być wsparta przez wstępne dane o polskim PKB w I kw., a także o saldzie obrotów bieżących za marzec (w tym drugim przypadku nasza prognoza wyraźnie powyżej konsensusu).

Dwa tygodnie temu sygnalizowaliśmy możliwość silniejszego ruchu EURPLN, ale dzięki wzmocnieniu oczekiwań, że już na początku czerwca EBC poluzuje politykę pieniężną kurs został jednak w zawężającym się pasmie wahań. Tym samym, ryzyko wyraźniejszej deprecjacji złotego do euro spadło. Nadal jest wg nas szansa na wyraźniejszy ruch EURPLN w najbliższych dwóch miesiącach. Wydaje się, że impuls przyjdzie ze strony EBC lub z Ukrainy.

Euro pod presją retoryki EBC

Po dwóch tygodniach niewielkich zmian, początek maja stał pod znakiem solidnych wahań EURUSD. Brak poluzowania polityki pieniężnej w maju pchnął kurs do prawie 1,40 i sprawił, że ustanowione zostało nowe tegoroczne maksimum. Szybko jednak nastąpiło odwrócenie sytuacji – sugestia o możliwości podjęcia działań w czerwcu mocno osłabiła wspólną walutę do dolara – EURUSD spadł poniżej 1,38.

Sądzymy, że są niewielkie szanse na trwałe odbicie kursu w najbliższych tygodniach. Euro pozostanie zapewne pod presją (EURUSD może spaść w okolice 1,37), co spowoduje, iż złoty będzie stabilny do dolara (lub nawet nieco straci).

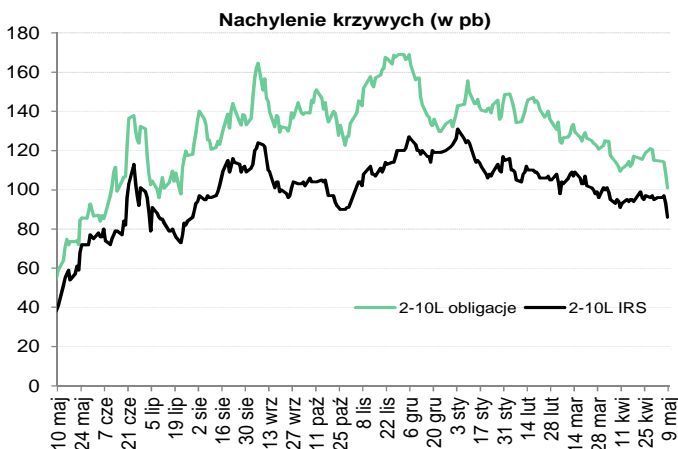
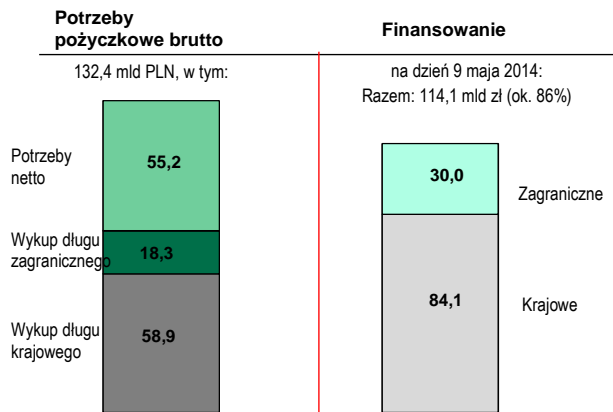
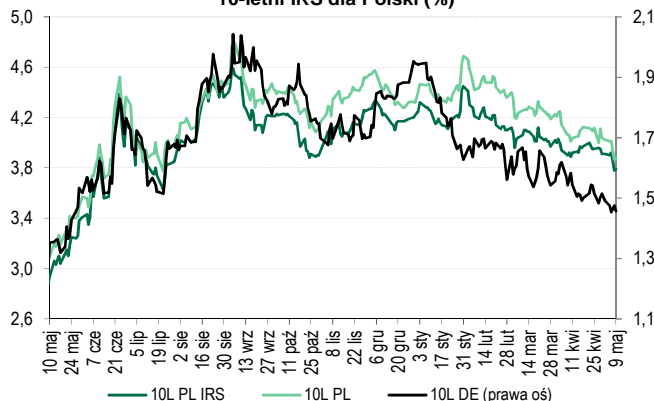
Kluczowe dane inflacyjne i Ukraina

Czeski bank centralny nie zmienił stóp, główna wynosi 0,05%. Wskazano, że rośnie ryzyko, iż EURCZK będzie utrzymywany na poziomie co najmniej 27,0 dłużej niż do początku 2015. Retoryka ta nie miała jednak wyraźnego wpływu na koronę.

Bank Węgier obniżył stopy do 2,50% z 2,60%, zgodnie z oczekiwaniami, i nie wskazał, że cykl luzowania polityki pieniężnej dobiega końca. Mimo to, forint zyskał w ciągu minionych dwóch tygodni dzięki m.in. nadziejom na dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez EBC.

Na początku tygodnia poznamy dane inflacyjne z Czech oraz Węgier. Odczyty wyższe od oczekiwań mogą mieć korzystny wpływ na koronę, a zwłaszcza na forinta. Z drugiej strony, istotne mogą być nastroje związane z sytuacją na Ukrainie.

Rynek stopy procentowej – Krajowy dług najsilniejszy od lipca 2013

**Potrzeby pożyczkowe brutto i ich finansowanie****Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)****Rynek rewiduje oczekiwania co do przyszłych podwyżek**

▪ Koniec kwietnia nie przyniósł większych zmian w notowaniach WIBOR, podczas gdy w pierwszym tygodniu maja stawki WIBOR 6M, 9M i 12M wzrosły o 1 pb. Majowa decyzja RPP utrzymująca politykę pieniężną bez zmian oraz podtrzymanie przez prezesa NBP opinii, że w lipcu może nastąpić wydłużenie okresu stabilnych stóp do końca roku nie miały większego wpływu na rynek międzybankowy.

▪ Większe zmiany dotyczyły stawek FRA, głównie na dłuższe terminy. Zawężenie spreadu FRA12x9-WIBOR3M do 16 pb na koniec tygodnia sugeruje, że inwestorzy wycofali się z oczekiwań na pierwszą podwyżkę stóp na przełomie I i II kwartału 2015, przesuując ten termin na początek drugiego półrocza. Warto również zwrócić uwagę, że w perspektywie 21 miesięcy rynek oczekuje wzrostu stawki WIBOR 3M o ok. 50 pb, podczas gdy na początku kwietnia było to 75 pb, co sugeruje, że rynek spodziewa się mniejszej skali przyszłych podwyżek stóp.

▪ W tym tygodniu poznamy istotne dane z krajowej gospodarki – wskaźnik inflacji i wstępny szacunek PKB za I kw. Nasza prognoza CPI jest na górnej granicy oczekiwań rynkowych, aczkolwiek jej realizacja nie powinna zaburzyć stabilizacji na rynku pieniężnym, wskazując na kontynuację bezinflacyjnego wzrostu gospodarczego.

Silne umocnienie krajowego długu

▪ Koniec kwietnia i początek maja przyniósł znaczące umocnienie na rynku stopy procentowej. Wynikało to z kilku czynników, w tym: (1) oczekiwań na złagodzenie polityki monetarnej przez EBC, (2) niskiej podaży SPW na maj oraz (3) dobrych wyników aukcji. W konsekwencji rentowności obligacji i stawki IRS osiągnęły nowe tegoroczne minima i najniższe poziomy od końca lipca 2013, przy czym największe spadki dotyczyły środka i długiego końca krzywych. W efekcie tych zmian krzywe dość znacząco się wypląszczyły; spread 2-10L zawężił się do ok. 100 pb dla obligacji oraz 84 pb dla IRS (patrz wykres obok).

▪ Zgodnie z oczekiwaniami oferta SPW na maj jest bardzo ograniczona. Na pierwszej aukcji w tym miesiącu MF zaoferowało nowy benchmark 5-letni PS0719 (z kuponem 3,25%) oraz obligacje o zmiennym oprocentowaniu WZ0119. Aukcja spotkała się z dużym zainteresowaniem krajowych i zagranicznych inwestorów. Łączny popyt na aukcji wyniósł prawie 11 mld zł. To umożliwiło uplasowanie na rynku nieco więcej niż maksymalny poziom oferty (5,7 mld zł wobec 5 mld zł), z cenami znacząco wyższymi niż na rynku wtórnym. Po tej aukcji resort finansów ma już sfinansowane ok. 86% potrzeb pożyczkowych. W naszej ocenie realne jest sfinansowanie tych potrzeb w pełni do końca czerwca, co zasugerował minister finansów komentując wyniki aukcji.

Pozytywna korelacja z rynkami bazowymi utrzymuje się

▪ Ostatnie tygodnie wskazują na pozytywną korelację pomiędzy rynkiem bazowym (niemieckimi obligacjami) a polskim rynkiem długu. Oznacza to, że spadkom rentowności niemieckich obligacji towarzyszą coraz niższe rentowności krajowych instrumentów dłużnych. Publikowane w tym tygodniu dane makro z gospodarki nie powinny zakłócić tej tendencji – oczekujemy potwierdzenia stopniowego ożywienia gospodarczego w warunkach niskiej inflacji, co nie wpłynie na perspektywy polityki monetarnej do końca roku. Rentowności obligacji powinny się stabilizować blisko bieżących poziomów.

▪ Czynnikiem ryzyka jest wciąż sytuacja na Ukrainie, pomimo, że krajowy dług wykazuje dużą odporność na negatywne informacje płynące z tamtego kraju. Sytuacja jest nieprzewidywalna, a jej znaczące pogorszenie mogłoby wywołać widoczną, choć prawdopodobnie tylko krótkotrwałą, reakcję rynku.

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