

TYGODNIK EKONOMICZNY

19 – 25 maja 2014

Miniony tydzień obfitował w publikację istotnych dla rynku danych z europejskiej i krajowej gospodarki. Wstępny odczyt PKB dla strefy euro okazał się niemiłym zaskoczeniem, głównie ze względu na rozczarowujące wyniki Francji i Włoch, wyraźnie kontrastujące z poprawą sytuacji Niemiec i Hiszpanii. Krajowe dane również dostarczyły wielu niespodzianek (szczególnie odczyt CPI, który ponownie zbliżył się do zera), potwierdzając bezinflacyjne ożywienie krajowej gospodarki. Wygląda na to, że okres dochodzenia inflacji do celu NBP będzie dłuższy niż wcześniej sądziliśmy. To skłoniło nas do przesunięcia oczekiwanego przez nas momentu rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej na II połowę 2015, co i tak jest wcześniejszym terminem niż wyceniany obecnie przez rynek. Korekta na rynkach peryferyjnych strefy euro (wywołana m.in. plotkami o nałożeniu przez grecki rząd działającego wstecz podatku od zysków kapitałowych na posiadaczy obligacji) i słabsze odczyty danych z USA spowodowały wzrost awersji do ryzyka, co dało impuls do realizacji zysków na rynkach rozwijających się pod koniec tygodnia.

W tym tygodniu zostaną opublikowane kolejne istotne dane z krajowej gospodarki. Oczekujemy dalszej poprawy w sektorze produkcyjnym i na rynku pracy, przy kontynuacji spadku cen producentów. Za granicą kluczowe będą wstępne odczyty PMI za maj dla gospodarek strefy euro, które mogą wpłynąć istotnie na nastroje inwestorów na globalnym rynku i ustalić kierunek rynku w krótkim terminie. Koniec tygodnia może charakteryzować się podwyższoną zmiennością na rynkach w wyniku niepewności odnośnie wyników wyborów prezydenckich na Ukrainie, które zbiegną się w czasie z wyborami do Parlamentu Europejskiego (25 maja).

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (19 maja)							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	IV	% r/r	4,0	4,3	4,8
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	IV	% r/r	0,8	0,8	0,5
WTOREK (20 maja)							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	IV	% r/r	5,1	6,2	5,4
14:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	IV	% r/r	19,7	24,0	17,4
14:00	PL	PPI	IV	% r/r	-0,7	-0,8	-1,3
ŚRODA (21 maja)							
20:00	US	Minutes FOMC					
CZWARTEK (22 maja)							
3:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	V	pkt	48,3	-	48,1
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	V	pkt	54,0	-	54,1
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	V	pkt	53,2	-	53,4
11:00	PL	Aukcja obligacji drogowych					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	297
16:00	US	Sprzedaż domów	IV	mln	4,68	-	4,59
PIĄTEK (23 maja)							
8:00	DE	PKB	I kw.	% r/r	2,3	-	1,4
10:00	DE	Indeks Ifo	V	pkt	111,0	-	111,2
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	IV	tys.	428	-	384

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

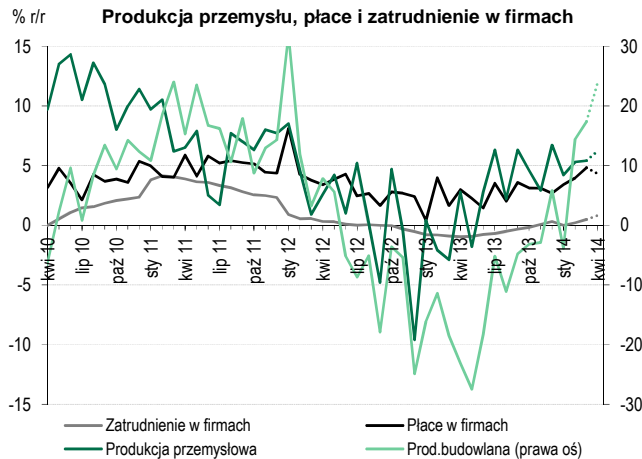
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

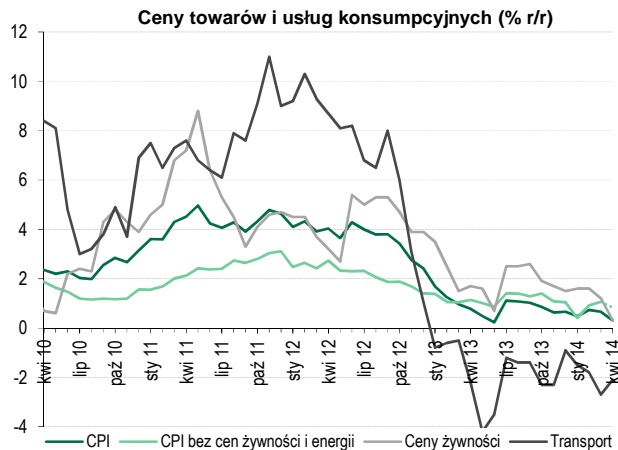
Wydarzenia nowego tygodnia – Produkcja i zatrudnienie w trendzie wzrostowym



▪ Dane, które poznamy w tym tygodniu, powinny potwierdzić, że pozytywne tendencje w zakresie aktywności gospodarczej w Polsce były kontynuowane na progu II kwartału. Wzrost zatrudnienia zapewne ponownie przyspieszył w kwietniu, co w połączeniu z nadal dość szybkim (choć nie aż tak, jak w marcu) wzrostem wynagrodzeń i bardzo niską inflacją oznacza, że konsumenci dysponują coraz większą siłą nabywczą. Ten czynnik będzie sprzyjał dalszemu wzmocnieniu dynamiki konsumpcji prywatnej w tym roku.

▪ Spodziewamy się bardzo dobrych wyników produkcji w przemyśle i budownictwie, potwierdzających z jednej strony, że popyt z zagranicy na polskie towary utrzymuje się na przyzwoitym poziomie, a z drugiej, że aktywność inwestycyjna dalej rośnie (produkcji w budownictwie pomoże dodatkowo lepsza niż przed rokiem pogoda). Wciąż niska dynamika PPI powinna potwierdzić brak presji kosztowej na producentów.

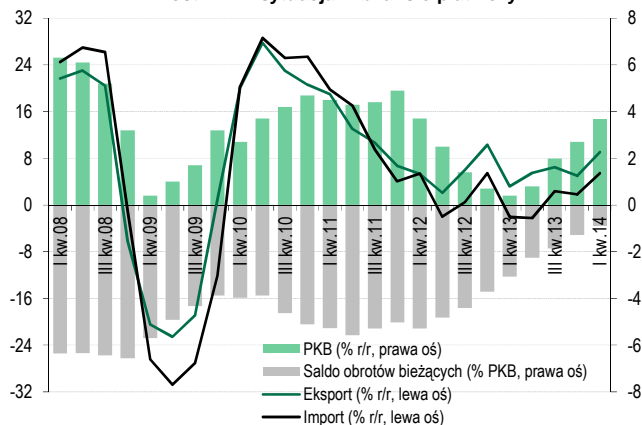
Ostatni tydzień w gospodarce – Szybszy, ale wciąż bezinflacyjny wzrost gospodarczy



▪ Inflacja CPI nieoczekiwanie spadła w kwietniu do 0,3% r/r, znacznie poniżej prognoz. Największą niespodzianką był spadek cen żywności, ale obniżyła się też inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii 0,8% r/r, dwie inne miary blisko zera i najniżej w historii), co wskazuje na kontynuację bezinflacyjnego ożywienia gospodarczego. Wygląda na to, że powrót inflacji do celu inflacyjnego może zająć dłużej niż zakładaliśmy, dlatego dłuższy może być też okres stabilizacji stóp procentowych NBP na obecnym poziomie.

▪ Wstępne dane o podaży pieniądza pokazały, że wzrost kredytów w sektorze bankowym wyraźnie przyspiesza – w kwietniu należności od gospodarstw domowych wzrosły o 5,7% r/r (najwięcej od czerwca 2012), a od przedsiębiorstw o 6,4% r/r (najwięcej od listopada 2012). Coraz bardziej wyraźne ożywienie popytu na kredyty prawdopodobnie odzwierciedla przyspieszający wzrost popytu krajowego.

Wzrost PKB i sytuacja w bilansie płatniczym



▪ Wzrost PKB w I kw. 2014 przyspieszył do 3,3% r/r, mocniej od prognoz. Po korekcie sezonowej wzrost wyniósł 1,1% kw/kw. Gospodarka opuściła już fazę spowolnienia i rozwija się w tempie zbliżonym do potencjalnego. Naszym zdaniem rosnącą rolę w ożywieniu gospodarczym odgrywa popyt krajowy (konsumpcja i inwestycje), choć nadal ważnym motorem wzrostu pozostaje eksport.

▪ Taki scenariusz potwierdzają dane nt. handlu zagranicznego. W marcu wzrost eksportu mocno odbił w górę (do niemal 11% r/r) po przejściowym spowolnieniu w lutym, a saldo obrotów bieżących zanotowało nadwyżkę 517 mln €. Na razie spadek eksportu do Rosji i na Ukrainę (w I kw. odpowiednio -7,1% r/r i -20,6% r/r) jest z powodzeniem kompensowany wzrostem sprzedaży do Europy Zachodniej. Jednak zastrzeżenie sankcji wobec Rosji może osłabić wzrost w strefie euro, a wówczas również wzrost PKB w Polsce może ucierpieć.

Cytat tygodnia – Przed nami długi okres niskich stóp inflacji

Marek Belka, prezes NBP, 15.05, Reuters

Dane (o PKB) utwierdzają nas w przekonaniu, że gospodarka zwawo się rozwija. Z jednej strony mamy ultraniską inflację, z drugiej gospodarkę, która do przodu idzie dość energicznie i to nie jest zły sygnał. Mamy przed sobą długi okres niskich stóp inflacji.

Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, 15.05, PAP

Konieczność dostosowania polityki pieniężnej może pojawić się w I półroczu 2015, ale czy to będzie I czy II kwartał - jeszcze zobaczymy. Najważniejsze jest to, jak będzie się zmieniać PKB i luka popytowa, tempo wzrostu zatrudnienia, płace.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 14.05, PAP

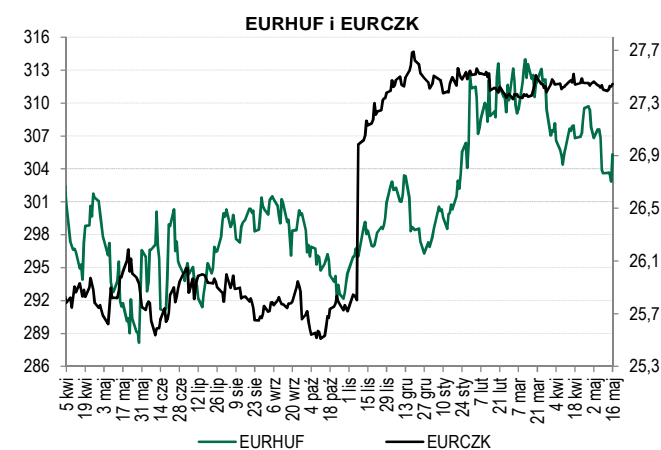
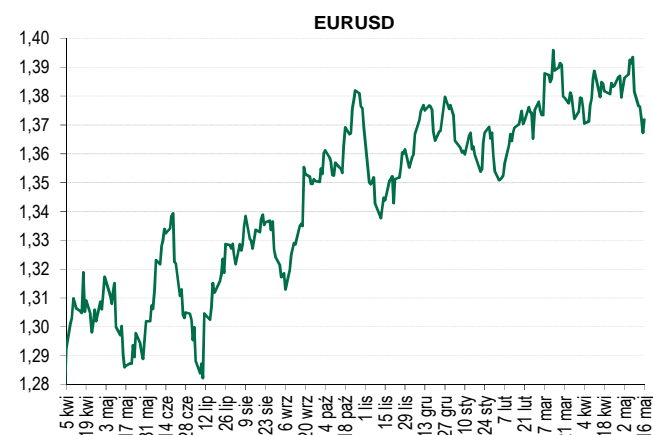
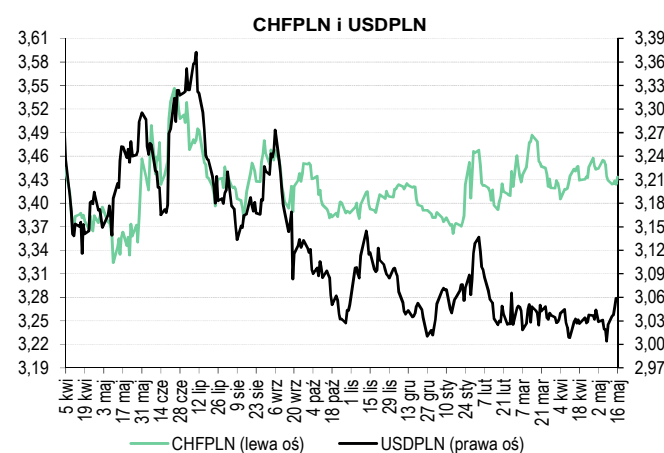
Nie wykluczam możliwości powrotu do dyskusji o obniżkach stóp, jeżeli EBC w czerwcu obniżyłby stopy lub skłonił się w kierunku niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, a inflacja w Polsce pozostawała niska, a wzrost PKB był poniżej projekcji.

Raport z misji MFW, 15.05, Reuters

Polityka pieniężna jak dotąd właściwie wspierała wzrost gospodarczy, ale obniżki stóp mogą okazać się konieczne, jeśli odbicie osłabnie lub inflacja nie zacznie przyspieszać

Zaskakująco niska marcową inflacją, wypowiedź Elżbiety Chojny-Duch i komunikat MFW sprawiły, że na rynku pojawiły się rozważania nt. możliwych obniżek stóp w Polsce. W naszej ocenie do scenariusza obniżek wciąż nam daleko, nawet jeśli EBC podejmie w czerwcu dodatkowe działania stymulacyjne, ponieważ krajowa gospodarka rośnie w niezłym tempie (przy postępującym ożywieniu popytu krajowego) i deflacja nam nie grozi. Jednocześnie, perspektywa podwyżek stóp faktycznie się odsunęła. Nawet, jeżeli w kolejnych miesiącach dynamika cen zacznie stopniowo rosnąć, to zajmie więcej czasu niż sądziliśmy, nim CPI zbliży się ponownie do celu NBP. W efekcie, RPP prawdopodobnie będzie mogła utrzymać stopy procentowe bez zmian do połowy 2015 r.

Rynek walutowy – Wybory na Ukrainie mogą zwiększyć zmienność na rynku

**Złoty nieco stracił pod wpływem CPI i awersji do ryzyka**

W minionym tygodniu złoty znalazł się pod wpływem krajowych danych. Niższy od oczekiwań odczyt kwietniowej inflacji przyczynił się do wzrostu EURPLN w kierunku 4,20, podczas gdy lepszy odczyt PKB dla krajowej gospodarki dał krótkotrwały impuls do spadku w kierunku 4,17. Jednak wzrost awersji do ryzyka pod koniec czwartkowej sesji (efekt słabych danych z USA i korekty na peryferyjnych rynkach strefy euro) spowodował, że złoty oddał większość wcześniejszych zysków. Na zamknięcie tygodnia EURPLN oscylował wokół 4,19.

W skali tygodnia krajowa waluta najbardziej straciła na wartości w relacji do dolara. Kurs USDPLN wzrósł o 1,1% w wyniku spadku EURUSD, osiągając tygodniowe maksimum na poziomie 3,065 (najwyżej od połowy marca). W przypadku pozostałych walut (CHF, GBP) złoty stracił średnio 0,3%.

Zachowanie się złotego wciąż wskazuje, że wpływ krajowych danych na jego wycenę pozostaje krótkotrwały. Niemniej publikowane w tym tygodniu dane o produkcji i z rynku pracy (nasze prognozy nieco powyżej rynkowych oczekiwań) mogą w krótkim okresie wzmocnić krajową walutę. Większe przełożenie na kurs mogą mieć dane z europejskiej gospodarki (wstępne odczyty PMI). Umocnienie oczekiwań na obniżkę stóp przez EBC w następnym tygodniu będzie czynnikiem wspierającym złotego. Czynnikiem ryzyka pozostaje niezmienny – to niepewność dalszego rozwoju sytuacji na Ukrainie, tym bardziej, że na 25 maja (w tym samym dniu, co wybory do Parlamentu Europejskiego) wyznaczono termin wyborów prezydenckich. W związku z tym nie wykluczamy wzrostu zmienności na rynku pod koniec tygodnia, a w konsekwencji wzrostu w kierunku górnego ograniczenia kanału zmienności EURPLN między 4,16-4,22.

EURUSD oscyluje wokół 1,37

W minionym tygodniu EURUSD przełamał 150-dniową średnią kroczącą – przebiegającą na poziomie ok. 1,37 – i osiągnął 1,365, najniższy poziom od końca lutego. Spadek kursu był przede wszystkim wynikiem oczekiwań na czerwcowe działania EBC, na co wpłynęła też informacja, że Bundesbank jest gotowy poprzeć działania EBC w celu zwalczania uporczywie niskiej inflacji, a także reakcją na słabsze od oczekiwań dane z Niemiec. Jednak po nieco słabszych danych o produkcji w USA euro odrobiło część strat i na koniec tygodnia EURUSD powrócił nieznacznie powyżej 1,37.

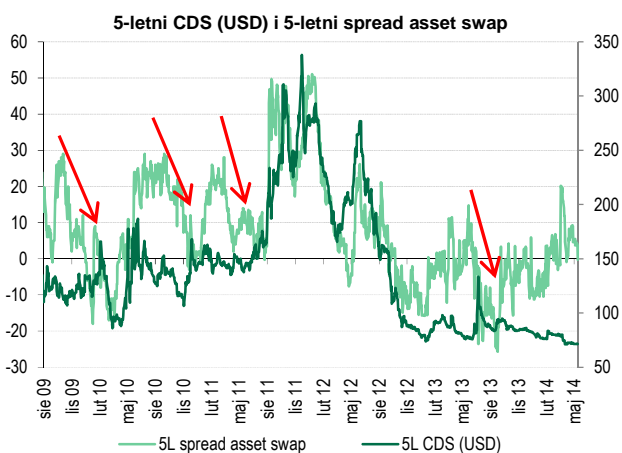
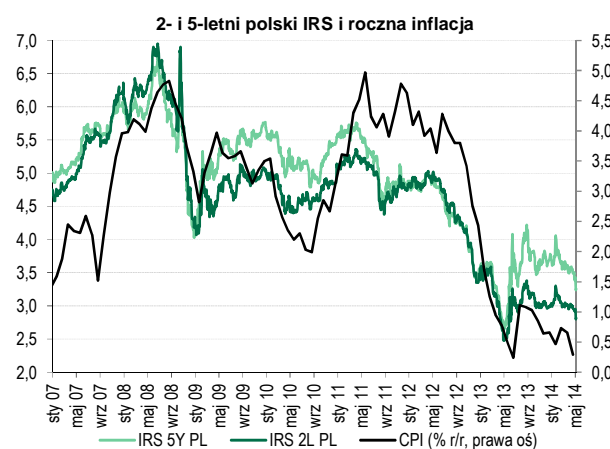
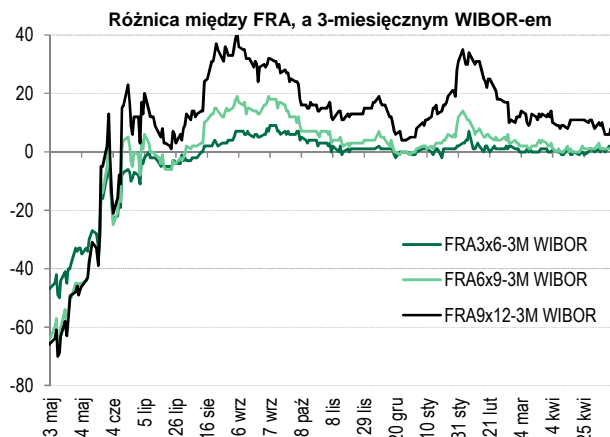
W tym tygodniu pojawią się kolejne istotne dane i informacje z globalnej gospodarki. Uwaga inwestorów skoncentruje się na wstępnych indeksach PMI dla strefy euro, których odczyty wielokrotnie zmieniały kierunek EURUSD. Uważamy, że perspektywa poluzowania polityki monetarnej przez EBC na czerwcowym posiedzeniu będzie ograniczała zyski na wspólnej walucie. Obowiązujący przedział wahań dla EURUSD pozostaje niezmienny między 1,365 a 1,40.

Wzrost awersji do ryzyka osłabił waluty regionu

Forint, podobnie jak i złoty, stracił w skali tygodnia w relacji do głównych walut. Wzrost awersji do ryzyka pod koniec tygodnia spowodował wzrost EURHUF do powyżej 306 z około 302,8 osiągniętego po lepszych danych o PKB za I kw. W tym samym czasie czeska korona pozostawała względnie stabilna – EURCZK wahał się w wąskim przedziale 27,39-27,44, nie reagując na nieco słabszy od oczekiwań odczyt PKB za I kw. (2,0% vs oczekiwany 2,3%) i niski odczyt inflacji za kwiecień.

W tym tygodniu kluczowe dla walut regionu pozostaną nastroje na rynkach globalnych. Publikowane w tym tygodniu dane ze strefy euro i USA będą rozpatrywane poprzez pryzmat przyszłych działań banków centralnych, co przy umocnieniu oczekiwań na działania EBC może dać impuls do odreagowania ostatnich wzrostów kursów. Z drugiej strony sytuacja na Ukrainie może ciążyć rynkom, w szczególności pod koniec tygodnia, powodując większą zmienność.

Rynek stopy procentowej – Niska inflacja i oczekiwania na EBC wspierają spadek stóp rynkowych



Silne spadki IRS oraz rentowności obligacji

▪ Gołębia retoryka EBC i znacznie niższa od oczekiwań krajowa inflacja za kwiecień były głównymi czynnikami wpływającymi na rynek stopy procentowej w ub. tygodniu.

▪ Rynek FRA zrewidował oczekiwania odnośnie terminu i skali podwyżek stóp procentowych przez RPP. Jeszcze na początku maja FRA wyceniły podwyżkę o 25 pb za 12 miesięcy i o kolejne 25 pb w kolejnych 6-9 miesiącach. Obecnie, rynek oczekuje pierwszej podwyżki dopiero w horyzoncie 18-21 miesięcy od dziś, a krótsze stawki FRA (do 9 mies.) obniżyły się nawet poniżej WIBORu.

▪ Stawki IRS i rentowności obligacji mocno spadły w pierwszej części tygodnia, pod wpływem oczekiwań na działania EBC, znacznego umocnienia niemieckich Bundów i zaskakująco niskiej krajowej inflacji. Dwa ostatnie dni minęły jednak pod znakiem dość wyraźnej korekty, która ograniczyła skalę spadków w skali tygodnia do 8-9 pb dla IRS i ok. 10 pb dla rentowności obligacji.

▪ Od szczytu z września ub.r. 5- i 10-letnie IRS spadły już o prawie 100 pb, a 2-letni o ok. 50 pb. Spreads między tymi stawkami, a 6M WIBOR-em osiągnęły najniższe poziomy od połowy 2013. IRS i rentowności obligacji w segmencie 5-10L zniwelowały już ok. 50-60% fali wzrostowej zainicjowanej w maju 2013, która była reakcją na sugestie ówczesnego szefa Fed o zbliżającym się momencie ograniczenia QE3. 10-letni dług Niemiec odrobił w tym czasie ok. 80% strat.

Korekta może być krótkotrwała

▪ Dane z polskiego rynku pracy oraz o produkcji, które poznamy w tym tygodniu, będą wg naszych prognoz lepsze od konsensusu rynkowego. Może to spowodować pogłębienie korekty na rynku długu z końca minionego tygodnia. Sądzymy jednak, że ruch ten może okazać się przejściowy i w dalszej perspektywie górę mogą wziąć ponownie silne oczekiwania na dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez EBC i na kontynuację bezinflacyjnego wzrostu w Polsce, który w ocenie rynku nie grozi podwyżkami stóp jeszcze przez długi czas. Ewentualna eskalacja napięcia na Ukrainie przed zbliżającymi się wyborami prezydenckimi może z jednej strony krótkoterminowo zwiększać awersję do ryzyka w regionie, ale bardziej długofalowo będzie raczej zwiększać obawy inwestorów o pogorszenie perspektywy wzrostu gospodarczego i obniżenie ścieżki inflacji, co może sprzyjać niższym rynkowym stopom procentowym.

▪ Po publikacji znacznie gorszego od oczekiwań majowego indeksu ZEW w ub. tygodniu spore znaczenie dla rynkowych oczekiwań nt. perspektyw ożywienia mogą mieć wstępne indeksy PMI dla strefy euro. Ewentualne spadki indeksów zwiększą oczekiwania rynku na działania stymulacyjne EBC.

▪ Za dalszym umocnieniem krajowych obligacji, np. 5-letnich, wydaje się też przemawiać oderwanie się 5-letniego spreadu asset swap od notowań 5-letnich CDS. W przeszłości, korekta takich dywergencji nie obywała się bez spadku spreadu.

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