

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 26 maja – 1 czerwca 2014

W ostatnim tygodniu przed ważnymi wyborami prezydenckimi na Ukrainie, których przebieg i skutki tak trudno jest przewidzieć, na globalnym rynku panował zaskakująco dobry nastrój. Indeksy giełdowe w Europie i USA zanotowały wzrosty, na wartości zyskiwały również aktywa krajów rozwijających się, w tym złoty, forint i rubel. Wydaje się, że panujący optymizm był w największym stopniu zasługą silnych oczekiwań na dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez EBC. Zostały one dodatkowo wzmocnione przez słabe wstępne szacunki majowych indeksów PMI dla przemysłu Niemiec, Francji i całej strefy euro. Z drugiej strony niezłe odczyty napłynęły z USA i Chin. Na wartości zyskał też krajowy dług, umocnienie było wywołane słowami szefa NBP. Marek Belka powiedział, że nie można wykluczyć ryzyka deflacji, co wraz z oczekiwaniami na gołębie działania EBC wzmocniło oczekiwania, że także krajowa Rada może (dostosowawczo) obniżyć stopy (co w naszej ocenie jest bardzo mało prawdopodobne). W efekcie wcześniejsze wzrosty rentowności obligacji i stawek IRS zostały (czasem nawet z nawiązką) zniwelowane.

Początek nowego tygodnia będzie zapewne pod wpływem wyborów na Ukrainie oraz atmosfery w jakiej się odbyły. Ewentualne dalsze walki między separatystami a armią mogą wzmocnić obawy o destabilizację polityczną na Ukrainie, a tym samym pogorszyć nastroje w regionie. Rynek obawia się także, że na peryferiach strefy euro w wyborach do PE wygrać mogą ugrupowania radykalne, co też może niekorzystnie wpłynąć na ryzykowne aktywa. Warto jednak pamiętać, iż będzie to ostatni tydzień przed czerwcowym posiedzeniem EBC, więc oczekiwania na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej mogą ograniczać ewentualny negatywny wpływ czynnika politycznego. Krajowe dane potwierdzą naszym zdaniem wyraźny pozytywny wpływ konsumpcji indywidualnej na dynamikę PKB, wskazując, że tendencja ta może się utrzymać w kolejnych kwartałach.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (26 maja)</b>							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	IV	% r/r	8,4	9,1	3,1
10:00	PL	Stopa bezrobocia	IV	% r/r	13,0	13,0	13,5
<b>WTOREK (27 maja)</b>							
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	2,40	-	2,50
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	IV	% m/m	-0,2	-	2,5
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	V	pkt	83,0	-	82,3
<b>ŚRODA (28 maja)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							
<b>CZWARTEK (29 maja)</b>							
14:30	US	Drugi szacunek PKB	I kw.	% kw./kw.	-0,6	-	2,6
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	320	-	326
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	IV	% m/m	0,0	-	3,4
<b>PIĄTEK (30 maja)</b>							
10:00	PL	PKB	I kw.	% r/r	3,3	3,3	2,7
10:00	PL	Spożycie indywidualne	I kw.	% r/r	2,5	2,4	2,1
10:00	PL	Nakłady brutto na środki trwałe	I kw.	% r/r	3,5	1,5	1,3
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	V	% r/r	-	-	0,5
14:30	US	Dochody konsumentów	IV	% m/m	0,3	-	0,5
14:30	US	Wydatki konsumentów	IV	% m/m	0,2	-	0,9
15:55	US	Indeks Michigan	V	pkt	82,5	-	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 Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

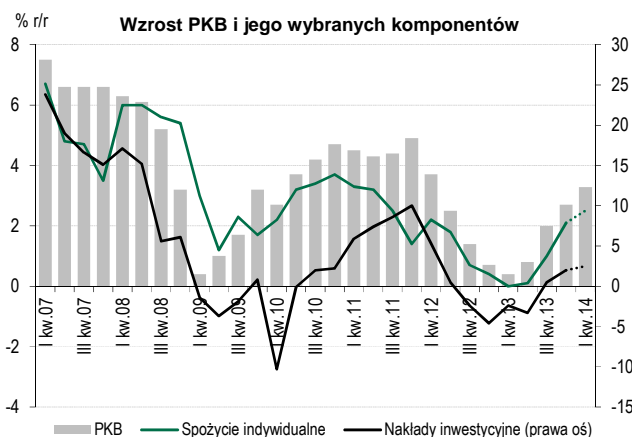
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

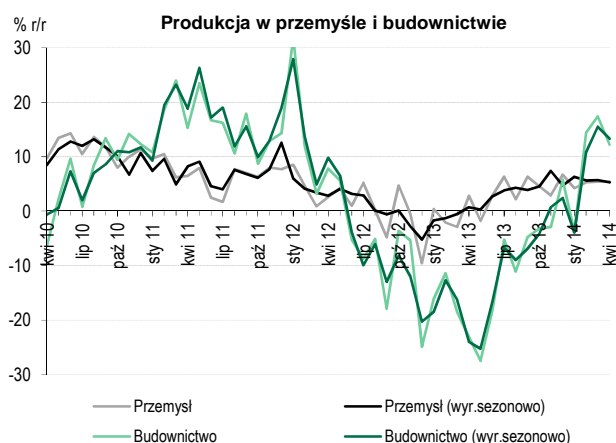
Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Struktura wzrostu PKB, sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia

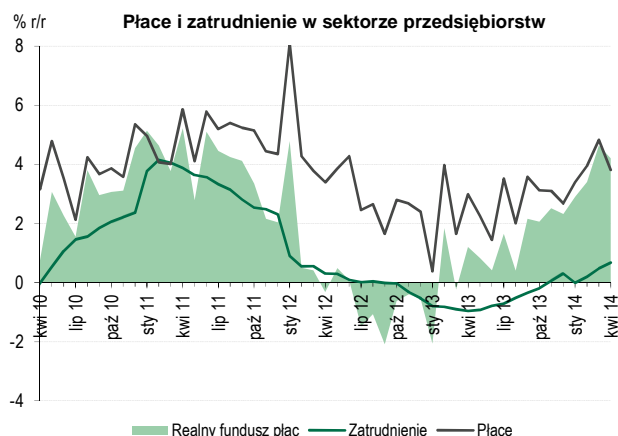


- W tym tygodniu poznamy wstępny odczyt krajowego PKB za pierwszy kwartał. Nie spodziewamy się, by znacząco różnił się on od szacunku przyspieszonego (3,3% r/r), jednak tym razem GUS opublikuje również strukturę wzrostu. Naszym zdaniem pokaże ona dalszy wzrost znaczenia popytu krajowego – zarówno konsumpcji jak i inwestycji.
- Kwietniowy wzrost sprzedaży detalicznej będzie zapewne silny, głównie ze względu na efekt bazy związany z terminem Wielkanocy. Niemniej, naszym zdaniem dane oczyszczone z tego efektu również pokażą przyspieszenie.
- Oczekujemy dalszego silnego spadku stopy bezrobocia rejestrowanego w kwietniu, do 13,0%. Nasza prognoza jest zgodna z szacunkiem Ministerstwa Pracy.
- Poprawa na rynku pracy oraz przyspieszenie sprzedaży detalicznej będą wspierać ożywienie konsumpcji w II kw.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Dalsza poprawa na rynku pracy, w przemyśle nadal dobrze



- W kwietniu produkcja przemysłowa wzrosła o 5,4% r/r. Przetwórstwo urosło o ponad 7%, co jest dobrym prognozą na przyszłość. Natomiast wbrew naszym oczekiwaniom kwiecień charakteryzował się wciąż silnymi spadkami produkcji w kategorii wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę (spadek o 5,6% r/r po spadku o 7,3% r/r miesiąc wcześniej).
- Dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła 12,2% r/r, kształtując się znacząco poniżej oczekiwań. Niemniej, odnotowano wzrosty produkcji w jednostkach zajmujących się specjalistycznymi robotami budowlanymi – 16,8% r/r oraz w jednostkach specjalizujących się we wznoszeniu obiektów inżynierii lądowej i wodnej – 14,5% r/r, co może sugerować, że stopniowo ruszają inwestycje sektora rządowego.
- Inflacja PPI wyniosła w kwietniu -0,7% r/r. Presja na wzrost cen w przemyśle jest słaba.



- W kwietniu dynamika przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyła do 0,7% r/r z 0,5% r/r w marcu. W skali roku przybyło 37 tys. etatów, co jest najlepszym wynikiem od początku 2012 r., podczas gdy w ujęciu miesięcznym liczba etatów obniżyła się o ok. 1 tys. i jest to najlepszy odczyt kwietniowy od 2011 r.
- Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyniosła w kwietniu 3,8% r/r. Początek drugiego kwartału pozostaje relatywnie silny – kwietniowa dynamika nieznacznie tylko odbiega od średniego wzrostu wynagrodzeń w I kw. (4,1% r/r).
- Uwzględniając kwietniowe dane o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw szacujemy, że dynamika funduszu płac wyniosła 4,5% w ujęciu nominalnym r/r oraz 4,2% r/r w ujęciu realnym. Powinno to sprzyjać dalszej odbudowie popytu konsumpcyjnego w drugim kwartale.

## Cytat tygodnia – Nie można wykluczyć deflacji

**Marek Belka, prezes NBP, 21.05, Reuters**

Nie mogę wykluczyć (możliwości) deflacji.

**Adam Głapiński, członek RPP, 22.05, Reuters**

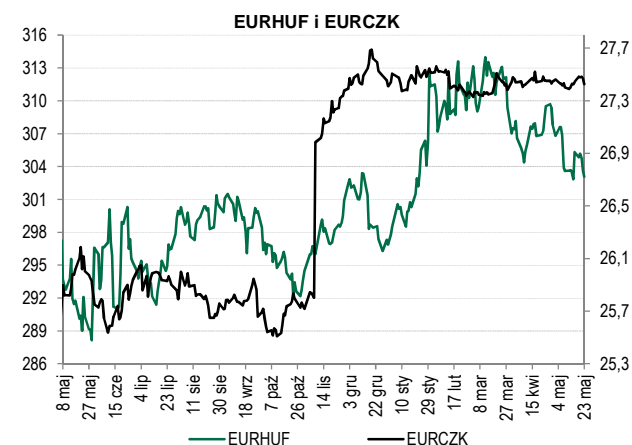
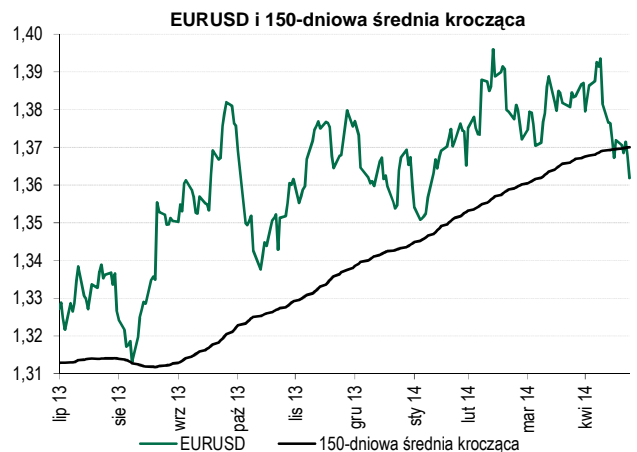
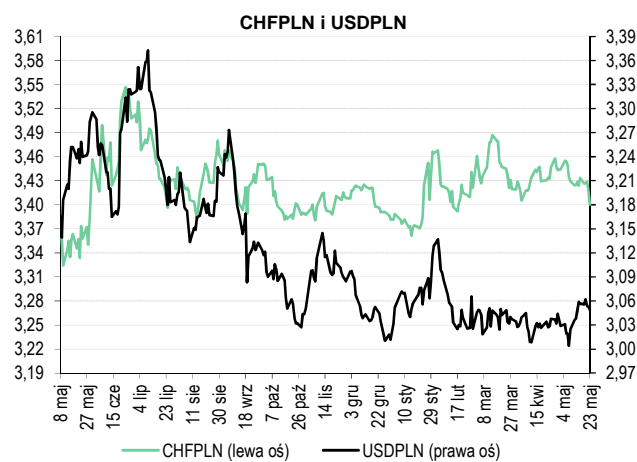
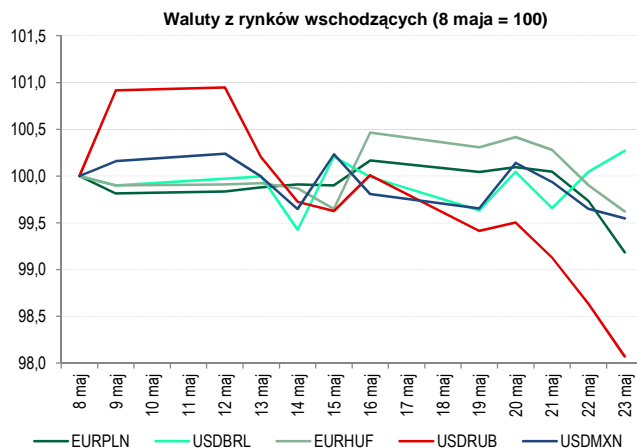
[Stopy] mogą pozostać bez zmian do końca 2015 r., a z dużym prawdopodobieństwem powinno tak być w pierwszym półroczu 2015. (...) Można powiedzieć, że w lipcu [prawie na pewno] przedłużymy 'forward guidance'. Deflacja jest na horyzoncie. Nie sądzę jednak, żeby nastąpiła, ale jesteśmy blisko.

**Andrzej Bratkowski, członek RPP, 23.05, Reuters**

Uważam, że jeśli utrzyma się przyspieszenie gospodarcze (...) to nawet jeżeli byśmy mieli lekką deflację, to nie jest jakiś wielki problem. (...) Przy scenariuszu, który uznaję za najbardziej prawdopodobny, czyli podwyżki stóp w I kw., byłbym za tym, żeby odejść od forward guidance w lipcu. Wydaje mi się, że informacje, które dostaniemy w lipcu nie będą wskazywały na potrzebę podwyżki w IV kw., czyli moglibyśmy przedłużyć forward guidance do końca roku. Jeśli jednak forward guidance ma mieć wartość dodaną, dobrze byłoby tę deklarację wydłużyć o więcej niż tylko kwartał.

W ocenie inwestorów wypowiedź Marka Belki o możliwości deflacji zwiększyła ryzyko, że RPP mogłaby jeszcze dłużej utrzymać stopy bez zmian lub wręcz je obniżyć. Ryzyka deflacji nie wykluczają inni członkowie Rady (Głapiński, Bratkowski), a i naszym zdaniem jest to prawdopodobne (choć nie jest to nasz bazowy scenariusz). Zakładając słaby wzrost cen w maju i czerwcu, deflację faktycznie możemy zobaczyć w lipcu - będzie to efekt bazy spowodowany wzrostem cen za wywóz śmieci oraz zmiany sposobu notowania cen ziemniaków, wprowadzonymi rok temu (tak zwana inflacja obierkowa). Sądymy, że to właśnie o ten jeden miesiąc (a może dwa) mogło chodzić prezesowi NBP, a nie o utrzymanie się w Polsce deflacji przez wiele miesięcy. Nie spodziewamy się także obniżek stóp, w czym zgadzamy się z A. Bratkowskim. Prezes Belka nie wycofał się jeszcze ze słów, że przy takim ożywieniu koniunktury grzechem byłoby procykliczne obniżanie stóp.

## Rynek walutowy – Wyniki wyborów i oczekiwanie na EBC kluczowe



### EURPLN poniżej dolnego ograniczenia pasma wahań

W trakcie ostatniego tygodnia przed wyborami prezydenckimi na Ukrainie złoty zanotował największe tygodniowe umocnienie do euro od początku lutego. Szczególnie imponujące były trzy ostatnie dni przed weekendem, kiedy EURPLN spadł szybko o 4 grosze. W aprecjacji krajowej waluty nie przeszkodził ruch w dół EURUSD, kluczowy okazał się dobry nastrój panujący na globalnym rynku i oczekiwanie na dalsze działania EBC.

Chociaż skala tygodniowej aprecjacji złotego (prawie 1%) do euro może dziwić w kontekście tak ważnego wydarzenia, jakim są wybory na Ukrainie, to warto zauważyć, iż pozostaje on dość wyraźnie w tyle za innymi walutami z rynków rozwijających się. Od majowej deklaracji szefa EBC, że w czerwcu polityka pieniężna w strefie euro zostanie poluzowana jeszcze bardziej, złoty zyskał do euro mniej niż 1%, a gdy waluty z Ameryki Łacińskiej czy Bliskiego Wschodu umocniły się o 1,5-4,5%. Nawet rosyjski rubel zyskał prawie 4%. Złoty i inne waluty CEE3 najstabilniej wypadają też w rankingu zmian w relacji do dolara (straciły więcej niż te z rynków wschodzących).

Silna aprecjacja złotego w ostatnim tygodniu (czwarte miejsce wśród głównych walut wschodzących do euro i dolara) mogła więc wynikać z nadrobienia zaległości z poprzednich dni. Ruch w dół EURPLN doprowadził do przebiccia dolnego ograniczenia zawężającego się pasma wahań i spadku do ok. 4,15, najniższej od końca lutego.

Początek tygodnia będzie zapewne pod wpływem wyborów na Ukrainie oraz atmosfery w jakiej się odbyły. Ewentualne dalsze walki między separatystami a armią mogą wzmocnić obawy o destabilizację polityczną na Ukrainie i pogorszyć nastroje w regionie. Rynek obawia się także, że na peryferiach strefy euro w wyborach do PE wygrać mogą ugrupowania radykalne, co też może niekorzystnie wpłynąć na ryzykowne aktywa. Warto jednak pamiętać, iż będzie to ostatni tydzień przed czerwcowym posiedzeniem EBC, więc oczekiwania na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej mogą ograniczać ewentualny negatywny wpływ czynnika politycznego. Analiza techniczna sugeruje, że jeżeli EURPLN pozostanie na dłużej poniżej 4,16-4,15, wtedy może spadać dalej do ok. 4,12. W przeciwnym wypadku, powróci zapewne do wahań w przedziale 4,16-4,22.

### Euro traci do dolara trzeci tydzień z rzędu

EURUSD utrzymał się poniżej 150-dniowej średniej kroczącej przebitej w ubiegły czwartek i zanotował trzeci z rzędu tydzień spadków. Słabe dane m.in. dla Niemiec (wstępny PMI dla przemysłu i indeks Ifo) i jednocześnie niezłe z USA sprawiły, że kurs spadł poniżej minimum z zeszłego tygodnia i osiągnął prawie 1,36, najniższy poziom od połowy lutego.

Jest potencjał do dalszego spadku EURUSD, zwłaszcza jeśli nastrój na rynku będzie słaby z „powodów politycznych” oraz oczekiwania na dalsze działania EBC będą wciąż silne. Kolejne wsparcie po 1,36 to 1,35.

### Szef banku centralnego Węgier sugeruje cięcie stóp

Forint, podobnie jak złoty, nadrobił zaległości i zyskał do euro (EURHUF spadł z 306 do 303). Na tydzień przed posiedzeniem węgierskiego banku centralnego, jego prezes powiedział, że jest jeszcze miejsce na lekkie cięcie stóp. W ostatnich komunikatach bank sugerował, iż stopa procentowa jest bliska poziomowi zapewniającemu równowagę pomiędzy wsparciem gospodarki a utrzymaniem stabilnych cen. Rynek spodziewa się cięcia o 10 pb i taka decyzja nie powinna zaskoczyć w kontekście słów prezesa banku.

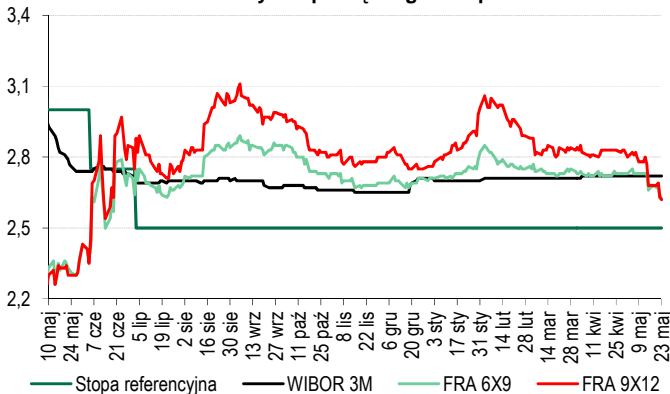
Rubel zanotował czwarty z rzędu tydzień znacznej aprecjacji do dolara i jest najmocniejszy od końca stycznia w relacji do amerykańskiej waluty.

Dla forinta oraz rubla istotne będą nastroje po ukraińskich wyborach oraz ocena szans na uspokojenie sytuacji.

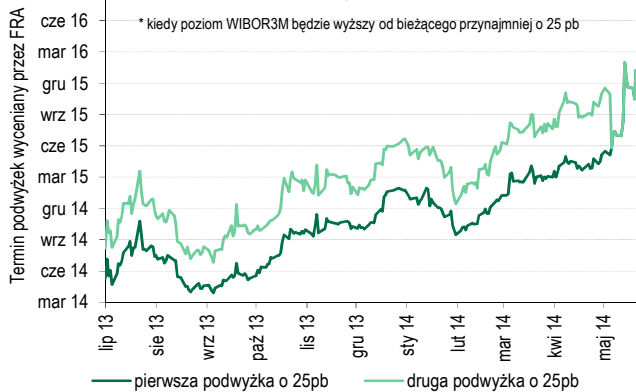


## Rynek stopy procentowej – Konsolidacja po silnym umocnieniu

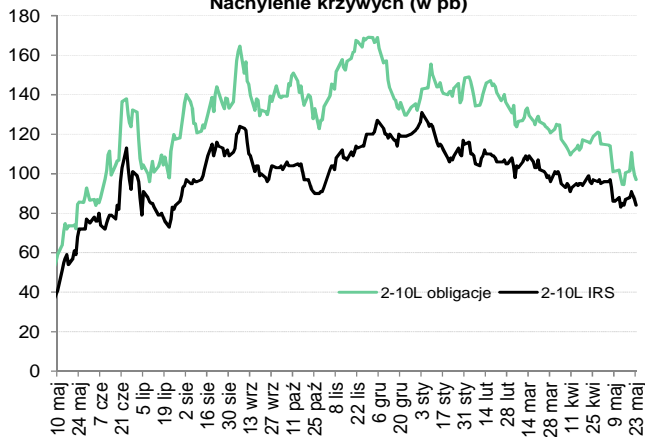
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



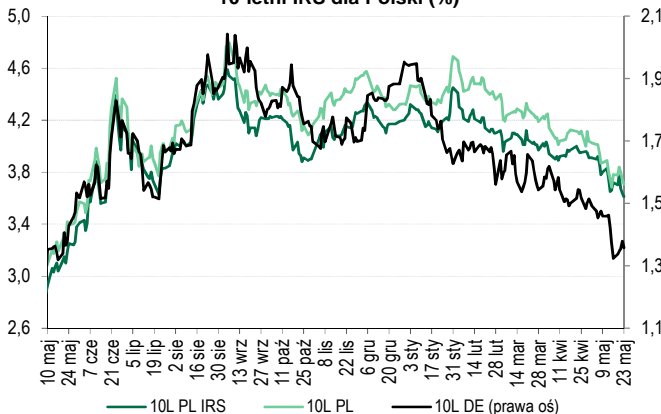
Termin pierwszej i drugiej podwyżki stóp o 25pb wyceniany przez rynek FRA\*



Nachylenie krzywych (w pb)



Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)



## Rynek FRA pod silnym wpływem wypowiedzi szefa NBP

Miniony tydzień nie przyniósł zmian w notowaniach WIBOR na okres od 1M do 12M. Stawki pozostały stabilne mimo znacznych spadków FRA i IRS po wypowiedzi prezesa NBP. Belka w swoim komentarzu zasugerował możliwość wystąpienia ryzyka deflacji, co wzmocniło oczekiwania rynku na ewentualną, dostosowawczą obniżkę stóp, które pojawiły się po publikacji znacząco niższej od oczekiwań inflacji CPI za kwiecień.

Inwestorzy na rynku FRA szybko dostosowali się do nowych warunków. Warto zauważyć, że FRA12x15 było notowane poniżej WIBOR3M po raz pierwszy od czerwca ub. r., kiedy to mieliśmy do czynienia z cyklem obniżek stóp procentowych. Rynek utrzymał swoje oczekiwania, że pierwsza podwyżka stóp procentowych (pomimo wypowiedzi Bratkowskiego) może mieć miejsce w perspektywie 21 miesięcy.

W tym tygodniu zostaną opublikowane ostatnie dane z krajowej gospodarki (sprzedaż detaliczna, stopa bezrobocia), które nie powinny zmienić perspektyw rynku. Spodziewamy się stabilizacji stawek WIBOR i FRA w oczekiwaniu na czerwcowe posiedzenia banków centralnych (w przyszłym tygodniu RPP i EBC)

## Oczekiwania na gołębie działania RPP wzmocniły dług

Miniony tydzień przyniósł dość zaskakujące zmiany na rynku stopy procentowej. Na początku tygodnia, w ślad za osłabieniem rynków peryferyjnych, ale i również bazowych, rentowności obligacji i stawki IRS wzrosły dość znacząco. Jednak w drugiej połowie tygodnia nastąpiło odwrócenie tej tendencji, głównie w wyniku wypowiedzi prezesa NBP (umocnienie oczekiwań na gołębie działania RPP, w tym możliwość obniżki stóp procentowych) i umocnienia Bundów. W efekcie rentowności obligacji i stawki IRS spadły do poziomów najniższych w tym roku, w pełni niwelując wcześniejszy ruch w górę.

W skali tygodnia długi koniec krzywej zyskał nieco bardziej niż krótki koniec, co w konsekwencji doprowadziło do spłaszczenia krzywych. Spread 2-10L zawęził się do nieco poniżej 100 pb dla obligacji oraz do ok. 87 pb dla IRS. Co więcej, nastąpiło zawężenie spreadu vs niemieckie obligacje we wszystkich sektorach, w tym dla 10L do 235 pb, najniższego poziomu od końca października 2013.

Aukcja obligacji drogowych spotkała się z relatywnie dużym zainteresowaniem. BGK sprzedał obligacje IDS1024 o wartości za 1,27 mld zł przy popycie sięgającym niemal 2,7 mld zł i rentowności 4,094% (25 pb powyżej implikowanej rentowności obligacji rządowych). Była to jedyna aukcja w tym roku, choć BGK nie wykluczył emisji na rynkach zagranicznych pod koniec 2014 r. lub na początku 2015 r.

## Konsolidacja w oczekiwaniu na EBC

Przed nami ostatni tydzień przed czerwcowymi posiedzeniami RPP (3.06) i EBC (5.06). W naszej ocenie, publikacje ostatnich danych makro za kwiecień (sprzedaż detaliczna, stopa bezrobocia), czy też struktury PKB za I kw., nie zmienią znacząco ogólnego obrazu gospodarki, a tym samym perspektyw polityki monetarnej.

Ostatnie sesje pokazały, że Ukraina zeszyła na drugi plan. Niemniej, jest to główny czynnik ryzyka, dlatego też wynik wyborów prezydenckich w tym kraju może w krótkim terminie wpłynąć na nastroje rynkowe. Podobnie może być w przypadku wyników wyborów parlamentarnych w Unii Europejskiej. Wygrana ugrupowań radykalnych może nieco pogorszyć nastroje wśród inwestorów.

Podsumowując, oczekiwania na gołębie działania EBC już w przyszłym tygodniu mogą złagodzić negatywny wpływ wyników wyborów. Oczekujemy, że najbliższy tydzień przyniesie konsolidację rentowności obligacji / stawek IRS blisko bieżących poziomów. Niska oferta SPW na czerwiec powinna być dodatkowym czynnikiem wspierającym obligacje.

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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)