

TYGODNIK EKONOMICZNY

2 – 8 czerwca 2014

W minionym tygodniu nastroje na rynku pozostały pozytywne. Rozbudzone oczekiwania na łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC dały impuls do umocnienia ryzykownych aktywów, w tym złotego i krajowych obligacji (rentowności osiągnęły najniższe poziomy od roku). Dużą niespodzianką okazały się dane o PKB za I kw. Wzrost wyniósł 3,4% r/r, nieco więcej niż początkowo szacował GUS, przy szybko rosnącej roli popytu krajowego (w szczególności inwestycji) jako siły napędowej gospodarki. Nasilenie starć na Ukrainie miało głównie negatywny wpływ na rubla, a nie zaszkodziło innym walutom CEE.

Przed nami tydzień obfitujący w ważne dane makro, choć kluczowym wydarzeniem będzie posiedzenie EBC. Oczekiwania odnośnie działań EBC są bardzo duże, dlatego też stopień poluzowania polityki monetarnej przez bank będzie miał decydujące znaczenie dla rynków. O ile redukcja stóp procentowych wydaje się przesądzona, o tyle kluczowe dla rynku będą dodatkowe działania, które podejmie EBC w celu przeciwdziałania deflacji. Wynik posiedzenia EBC może wytyczyć kierunek dla rynków na najbliższe tygodnie. Posiedzenie RPP, podobnie jak w maju, będzie mało ekscytujące – Rada czeka do lipca na nowe projekcje.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (2 czerwca)							
9:00	PL	PMI-przemysł	V	pkt	52,2	51,6	52,0
9:55	DE	PMI-przemysł	V	pkt	52,9	-	54,1
10:00	EZ	PMI-przemysł	V	pkt	52,5	-	53,4
16:00	US	ISM-przemysł	V	pkt	55,5	-	54,9
WTOREK (3 czerwca)							
	PL	Decyzja RPP		%	2,50	2,50	2,50
3:45	CN	PMI-przemysł	V	pkt	49,6	-	48,1
11:00	EZ	Wstępny HICP	V	% r/r	0,7	-	0,7
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	IV	% m/m	0,5	-	0,9
ŚRODA (4 czerwca)							
9:00	CZ	PKB	I kw.	% r/r	2,0	-	1,2
9:00	HU	PKB	I kw.	% r/r	3,5	-	2,7
9:55	DE	PMI-usługi	V	pkt	56,4	-	54,7
10:00	EZ	PMI-usługi	V	pkt	53,5	-	53,1
14:15	US	Raport ADP	V	tys.	218	-	220
16:00	US	ISM-usługi	V	pkt	55,5	-	55,2
20:00	US	Beżowa księga Fed					
CZWARTEK (5 czerwca)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,1	-	0,25
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	315	-	300
PIĄTEK (6 czerwca)							
8:00	DE	Eksport	IV	% m/m	0,5	-	-0,5
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	IV	% m/m	-	-	-1,8
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	IV	% r/r	-	-	8,7
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	V	tys.	218	-	288
14:30	US	Stopa bezrobocia	V	tys.	6,4	-	6,3

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

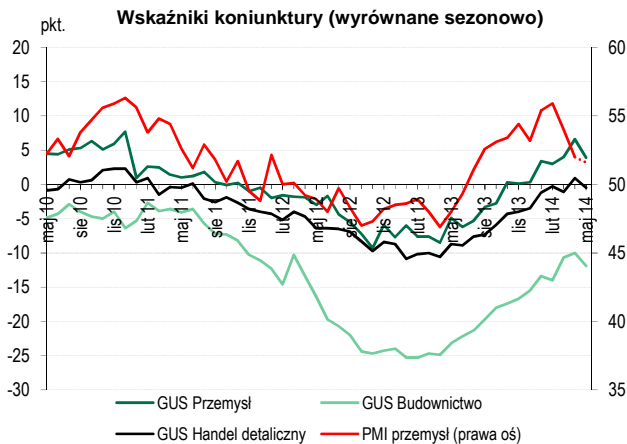
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

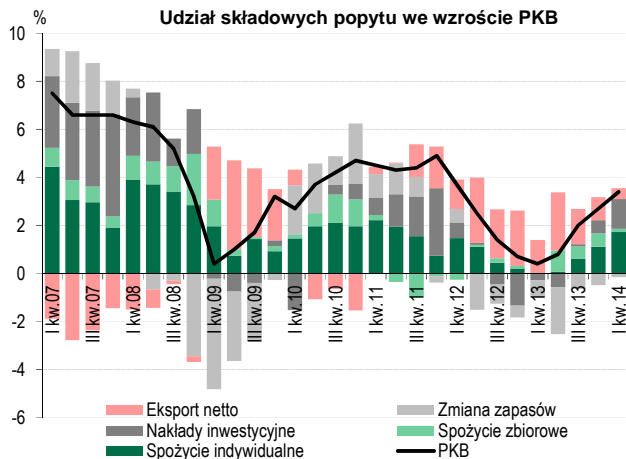
Wydarzenia nowego tygodnia – Indeks PMI i posiedzenie RPP



▪ Spodziewamy się nieznacznego spadku polskiego indeksu PMI w maju, w ślad za analogicznymi indeksami dla Niemiec i strefy euro oraz innymi wskaźnikami koniunktury ekonomicznej (badanie GUS pokazało spadek indeksów we wszystkich głównych sektorach). Wartość indeksu nadal powinna pozostać wyraźnie powyżej 50 pkt, potwierdzając, że aktywność w krajowym przemyśle wciąż rośnie.

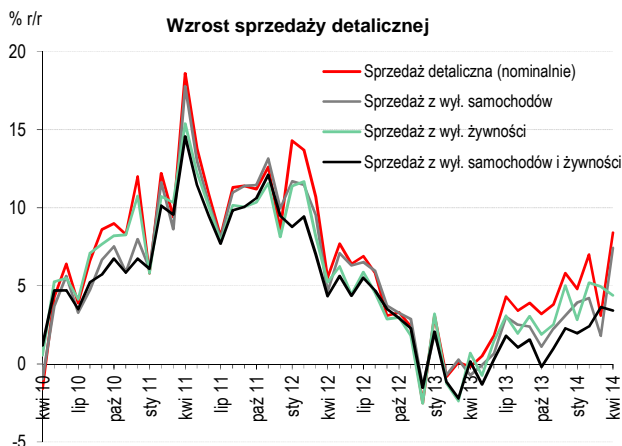
▪ Podobnie jak większość (jeśli nie wszyscy) analityków i inwestorów, uważamy, że Rada Polityki Pieniężnej nie podejmie żadnej istotnej decyzji na najbliższym posiedzeniu. Nie spodziewamy się także ważnych zmian treści komunikatu. Podtrzymujemy naszą prognozę, że Rada poczeka do lipcowego posiedzenia, kiedy będzie mogła zapoznać się z nową projekcją wzrostu gospodarczego i inflacji i wówczas przedłuży okres stabilnych stóp procentowych (*forward guidance*) do końca bieżącego roku.

Ostatni tydzień w gospodarce – Inwestycje mocno w górę, sprzedaż pod wpływem Wielkanocy



▪ Wzrost PKB w I kwartale przyspieszył do 3,4% r/r, powyżej oczekiwań. Największym zaskoczeniem było gwałtowne ożywienie wzrostu inwestycji do 10,7% r/r (najwięcej od połowy 2008 r.), które jednak w pewnym stopniu mogło być efektem znacznie lepszej pogody niż przed rokiem. Przyspieszył również wzrost konsumpcji (2,6% r/r), w związku z czym popyt krajowy urósł o 3,0% r/r, najwięcej od trzech lat. Mocno wzrósł także eksport (7,6% r/r), ale wkład popytu zagranicznego we wzrost obniżył się do 0,5 pp w związku z przyspieszeniem importu.

▪ Rośnie rola popytu krajowego, jako siły napędowej gospodarki. Naszym zdaniem nie są to warunki, w których należałoby się obawiać deflacji w Polsce, czy też rozważać obniżki stóp procentowych. Utrzymujemy prognozę wzrostu PKB na cały rok na poziomie 3,5% r/r, ale widzimy rosnące szanse na lepszy wynik, o ile w kolejnych okresach nie nastąpi zahamowanie ożywienia w strefie euro.



▪ Sprzedaż detaliczna wzrosła w kwietniu o 8,4% r/r. Wyraźne przyspieszenie wzrostu (z 3,1% r/r w marcu) wynikało w dużym stopniu z innego niż przed rokiem terminu Wielkanocy, co wpłynęło przede wszystkim na dynamikę sprzedaży żywności i w sklepach niewyspecjalizowanych (w obu kategoriach w kwietniu zanotowano dwucyfrowy wzrost sprzedaży). Sprzedaż po wyłączeniu samochodów i żywności wzrosła w kwietniu o 3,4% r/r, co jest drugim najlepszym w ostatnich 20 miesiącach.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w kwietniu do 13,0% i była dokładnie o 1 punkt procentowy niższa niż przed rokiem (był to największy spadek w skali rocznej od 5 lat). W skali miesiąca liczba bezrobotnych obniżyła się o 103,2 tys., czyli najmocniej od 2007 r. Dane te świadczą o dalszej szybkiej poprawie sytuacji na rynku pracy w II kw., która pozytywnie oddziałuje na popyt konsumentów. Spodziewamy się dalszych spadków bezrobocia w kolejnych miesiącach.

Cytat tygodnia – Stabilizowanie stóp najlepszą polityką

Jerzy Hausner, członek RPP, 26.05, PAP

Najlepszą polityką może być polityka stabilizowania tego [stóp procentowych], co dobrze służy polskiej gospodarce

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 27.05, Reuters

Moim zdaniem obniżki stóp byłyby potrzebne w Polsce, jeśli siła ożywienia osłabnie, a inflacja będzie nadal niska. Nie powinno dojść do deflacji w kolejnych miesiącach, mimo oczekiwanego ujemnego efektu bazy w związku z zeszłorocznym wzrostem opłat za wywóz nieczystości. Były to [obniżka stóp w strefie euro] argument za złagodzeniem polityki pieniężnej w perspektywie kolejnych miesięcy.

Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, 27.05, Reuters

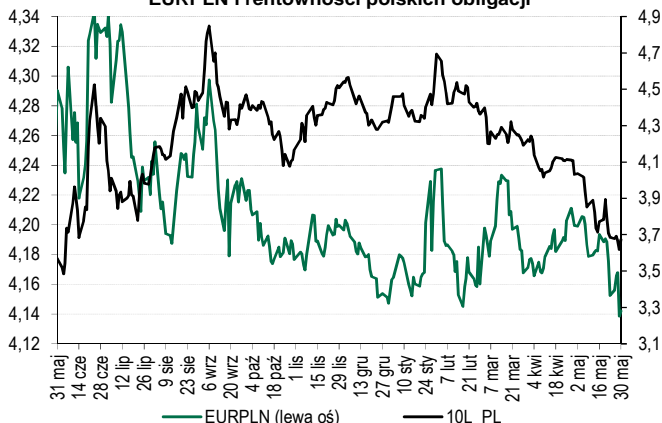
Gospodarka jest bardzo silna, wszystko wskazuje na szybki wzrost. Ostatnie odczyty inflacji są więc jedynie drobną usterką i nie mają nic wspólnego z fundamentami gospodarki.

Przyszłotygodniowe posiedzenie EBC może mieć wyraźny wpływ na oczekiwania rynku odnośnie kolejnych ruchów RPP, nie tylko ze względu na możliwy wzrost dysparytetu stóp procentowych, ale również z powodu możliwej reakcji rynku walutowego. Dalsza wyraźna aprecjacja złotego zwiększyłaby presję na RPP. Niewykluczone jednak, że na rynku walutowym może nastąpić krótkoterminowa korekta, jeśli działania EBC nie sprostają rozbudowanym oczekiwaniom inwestorów.

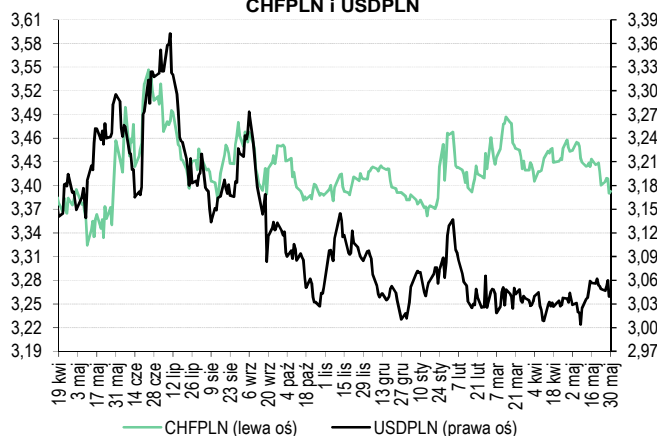
Kluczowe będzie posiedzenie RPP w lipcu. Naszym zdaniem, jeśli RPP zdecyduje się wtedy wydłużyć *forward guidance* do końca roku (a zakładamy, że tak będzie), będzie to oznaczało deklarację, że nie jest skłonna do łagodzenia polityki w kolejnych miesiącach (nawet jeśli lipcowy odczyt CPI będzie bliski zera lub nawet ujemny), co powinno ostudzić rynkowe spekulacje nt. możliwych obniżek w Polsce.

Rynek walutowy – W oczekiwaniu na EBC i dane z amerykańskiego rynku pracy

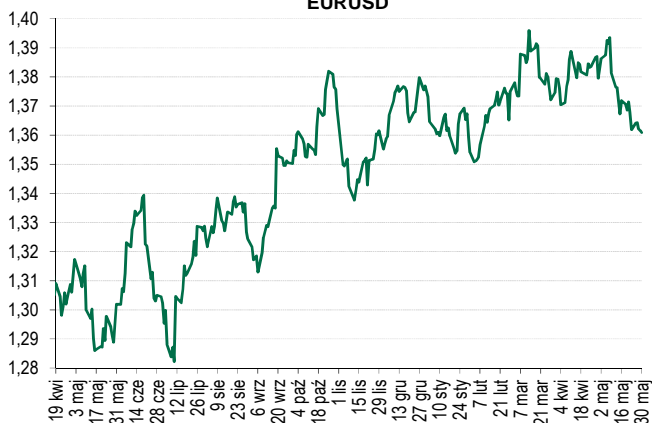
EURPLN i rentowności polskich obligacji



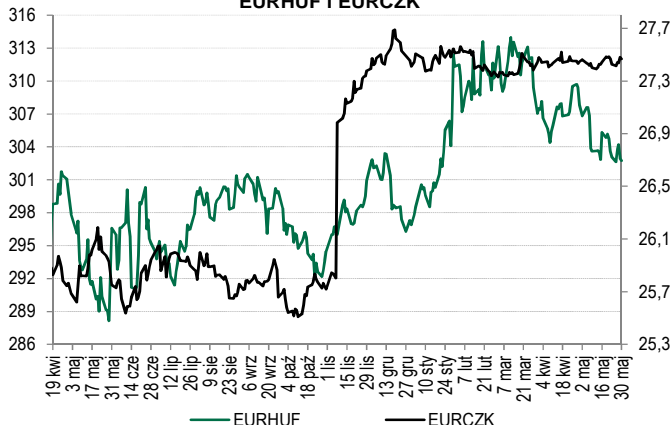
CHFPLN i USDPLN



EURUSD



EURHUF i EURCZK



Złoty wspierany oczekiwaniami na działania EBC

Miniony tydzień przyniósł dość znaczące umocnienie złotego w relacji do głównych walut. Złoty zyskał dzięki oczekiwaniom na działania EBC, ale również w wyniku napływu zagranicznych inwestorów na krajowy rynek długu, który spowodował spadek rentowności 10-latków do najniższego poziomu od roku (patrz wykres obok). W efekcie EURPLN przebił dość wyraźnie dolne ograniczenie zawężającego się pasma wahań i krótkoterminowo obniżył się do 4,134, najniższego poziomu od końca grudnia 2013. W oczekiwaniu na posiedzenia banków centralnych (RPP, EBC, Bank Anglii) EURPLN stabilizował się w okolicach 4,14 na koniec tygodnia. Złoty nie reagował na informacje z Ukrainy, wskazujące na eskalację walk na wschodzie kraju.

W skali tygodnia złoty najbardziej zyskał wobec funta brytyjskiego (0,9%), podczas gdy wobec euro, dolara amerykańskiego oraz franka szwajcarskiego umocnił się o 0,2-0,3%. Skala umocnienia w skali miesiąca była już bardziej znacząca i wyniosła 1,5% wobec CHF oraz 1,4% wobec EUR oraz 0,5% wobec GBP, podczas gdy kurs USDPLN pozostał względnie stabilny, w okolicach 3,04.

W tym tygodniu poznamy szereg danych makro i wyniki posiedzeń banków centralnych. Wydaje się, że publikacje wskaźników makroekonomicznych mogą być w cieniu posiedzenia EBC. Oczekiwania odnośnie działań EBC są bardzo duże, dlatego też stopień poluzowania polityki monetarnej przez bank będzie kluczowy dla rynków. Im będzie on mniejszy tym większe będzie prawdopodobieństwo korekty na rynkach finansowych, w tym na złotym, po ostatnim dość silnym umocnieniu. Z technicznego punktu widzenia korekta na EURPLN mogłaby sięgnąć nawet 4,20. Byłoby to jednak krótkotrwałe osłabienie, gdyż czynniki fundamentalne, ale również techniczne, wskazują na trend aprecjacyjny w średnim terminie.

Względna stabilizacja EURUSD blisko 1,36

W minionym tygodniu wspólna waluta dalej traciła na wartości, choć tempo osłabienia nie było już tak znaczące jak tydzień wcześniej. EURUSD na chwilę tylko spadł poniżej 1,36, osiągając tygodniowe minimum nieco poniżej 1,359. Mimo rewizji w dół odczytu PKB za I kw. dla amerykańskiej gospodarki kurs pozostał blisko 1,36.

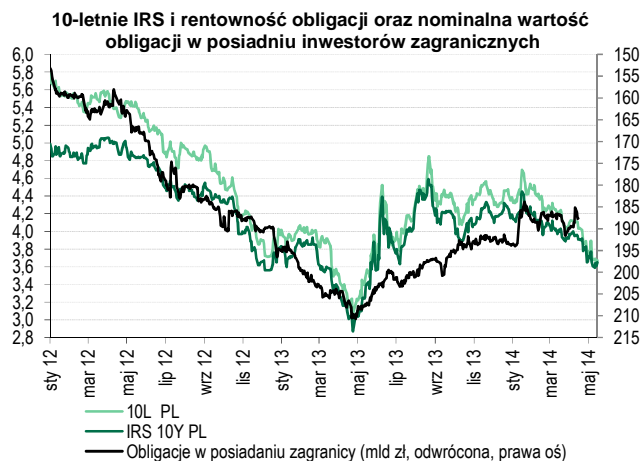
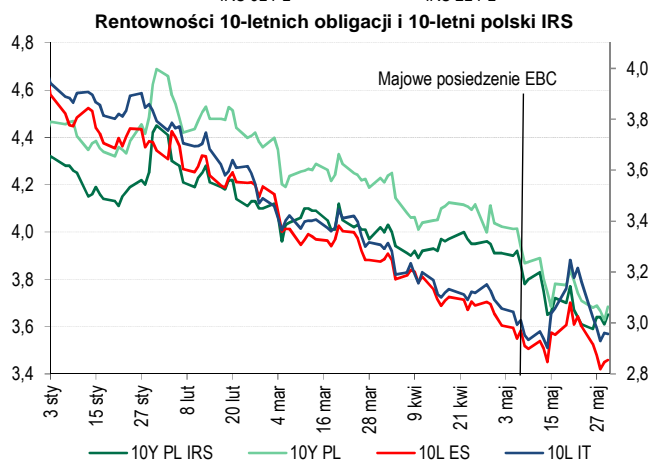
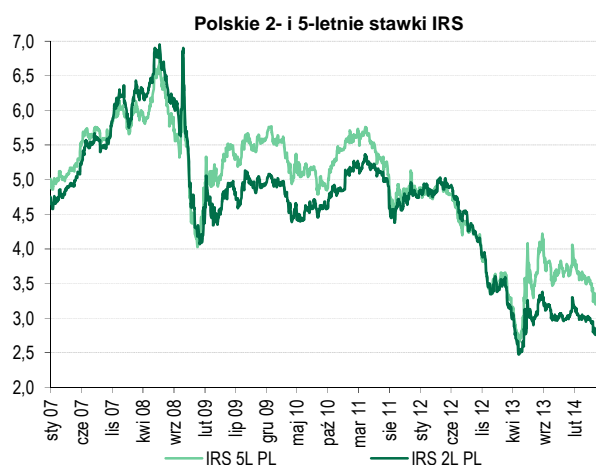
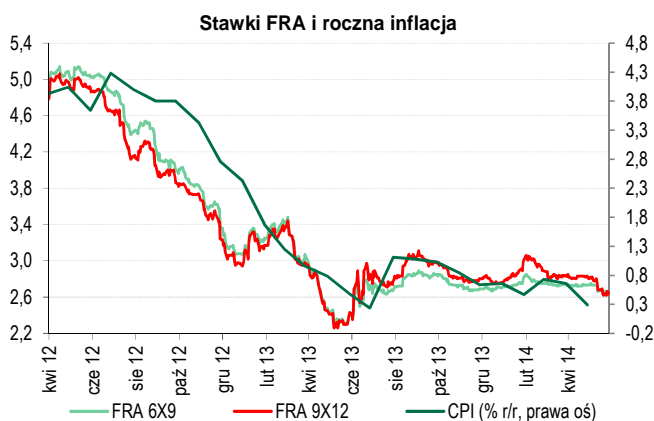
Przed nami tydzień obfitujący w dane makro (m.in. dane z rynku pracy w USA) i ważne wydarzenia (posiedzenia banków centralnych). Reakcja rynku będzie zależała od skali poluzowania polityki monetarnej przez EBC. O ile redukcja stóp procentowych wydaje się przesądzona, o tyle kluczowe dla rynku będą dodatkowe działania (pewnie już niekonwencjonalne), które podejmie EBC w celu przeciwdziałania deflacji. Z drugiej strony napłyną dane z amerykańskiego rynku pracy, które naszym zdaniem powinny pokazać dalszą poprawę. Istotna strefa wsparcia dla EURUSD jest 1,348-1,35.

Forint mocniejszy, czeska korona stabilna, a rubel traci

Węgierski forint, podobnie jak i złoty, zyskiwał na wartości wspierany oczekiwaniami na działania EBC i wysokim popytem ze strony nierezydentów na tamtejszy dług. W ciągu tygodnia EURHUF na chwilę wzrósł nieco powyżej 304, ale szybko powrócił do spadków. Na zamknięciu tygodnia kurs oscylował blisko 302,7.

Stabilnie zachowywała się czeska korona. EURCZK wahał się w wąskim przedziale 27,41-27,48. Natomiast rubel znalazł się pod wpływem sytuacji na Ukrainie. Eskalacja walk zbrojnych pomiędzy ukraińskim wojskiem a pro-rosyjskimi separatystami na wschodzie tego kraju dała impuls do osłabienia rubla. Kurs USDRUB wzrósł nieco powyżej 34,8.

Rynek stopy procentowej – Decyzja EBC ważniejsza niż RPP



Notowania złotego też ważne dla FRA

■ WIBOR-y od 1 do 12 miesięcy pozostały w minionym tygodniu stabilne, natomiast notowania dłuższych stawek FRA obfitowały w stosunkowo dynamiczne wahania. Początek tygodnia stał pod znakiem dalszych spadków i wyceniania coraz głębszego ruchu w dół WIBOR-u 3M. Na koniec tygodnia odnotowano korektę w wyniku lekkiego odbicia IRS i rentowności obligacji.

■ Kluczowe wydarzenie tego tygodnia, to decyzja EBC. Oprócz samej reakcji globalnego i krajowego rynku stopy procentowej, istotne dla FRA może być zachowanie złotego. Ostatnie dane z kraju pokazują, że kontynuowane jest bezinflacyjne ożywienie i jeżeli polska waluta zyskałaby znacznie po decyzji EBC, to perspektywy odbicia inflacji mogłyby się oddalić i wzmocnić oczekiwania rynku, że RPP jednak poluzuje politykę pieniężną.

Wzrost wahań w oczekiwaniu na EBC

■ Pierwsza połowa tygodnia na polskim rynku stopy procentowej, podobnie jak na rynkach bazowych i peryferyjnych, przyniosła dalsze umocnienie długu i spadki IRS do nowych tegorocznych minimów. Rynek zignorował wyniki wyborów do Parlamentu Europejskiego wskazujące na duże poparcie dla eurosceptyków i w dalszym ciągu wyceniał, że na najbliższym posiedzeniu EBC jeszcze bardziej poluzuje politykę pieniężną. W trakcie tygodnia rentowności na środku oraz długim końcu krzywej spadały już o niemal 10 pb, ale na koniec dnia przyszła korekta zainicjowana przez osłabienie 10-letnich Bundów. W rezultacie obligacje zakończyły tydzień tylko nieznacznie mocniej, niż go zaczynały, a IRS były blisko poziomów z poprzedniego piątku.

Dalszy kierunek uzależniony od reakcji na EBC

■ W trakcie majowej konferencji prasowej szef EBC zasugerował dość jasno, iż w czerwcu możliwe jest podjęcie dalszych działań w kierunku poluzowania polityki pieniężnej. Po tej zaskakująco konkretnej zapowiedzi rynek zaczął wyceniać m.in. obniżenie stopy depozytowej poniżej 0%, zwłaszcza, że kolejne tygodnie były bogate w wypowiedzi innych członków EBC sugerujących, że bank centralny gotowy jest podjąć dalsze standardowe oraz niestandardowe działania. Od majowego posiedzenia EBC, IRS spadły o 15-20 pb, a rentowności obligacji o 15-25 pb od 2 do 10 lat. Dla porównania, 10-letni włoski oraz hiszpański dług jest obecnie blisko poziomów z pierwszej dekady maja (w połowie miesiąca nastąpiła tam nagła korekta po danych o PKB i PMI). Spośród państw europejskich, silniejsze niż w kraju umocnienie odnotowano np. na Węgrzech (10-letnie rentowności spadły o prawie 40 pb). Gdyby więc decyzja EBC zainicjowała realizację zysków w strefie euro, to polski dług – i tym samym IRS – byłby szczególnie narażony na osłabienie. Z drugiej strony, jeżeli w strefie euro stopa depozytowa spadnie poniżej 0%, wtedy może to ograniczać potencjał do wzrostu IRS i rentowności obligacji w kraju w średnim terminie. Posiedzenie RPP będzie zapewne neutralne dla rynku.

■ W dniu decyzji EBC, Ministerstwo Finansów zaoferuje dług z długiego końca krzywej – nowy 10-letni benchmark DS0725 i WS0428/WZ0124 za łączną kwotę 3-5 mld zł. Oferta ta może przyciągnąć duży popyt, zwłaszcza, że aukcja odbędzie się kilka godzin przed ogłoszeniem decyzji EBC, a rynek spodziewa się dalszego poluzowania polityki pieniężnej.

■ Dane Ministerstwa Finansów pokazały, że zagranica kupiła w kwietniu polskie obligacje o wartości nominalnej 740 mln zł. W I kw. nastąpił odpływ ok. 6,3 mld zł, a II kw. rozpoczął się od niewielkiego napływu. Inwestorzy zagraniczni kupowali głównie obligacje z krótkiego i długiego końca krzywej. Zwiększyli stan posiadania OK0718 o nieco ponad 700 mln zł, na uwagę zwraca jednocześnie dość wyraźny wzrost udziału w serii WZ0119: z mniej niż 1% (58 mln zł) do prawie 12% (1,3 mld zł). Polscy inwestorzy skupili się na środku krzywej, stan posiadania wzrósł o ok. 840 mln zł. Rozczarowały banki, które kupiły dług za 1,2 mld zł wobec 19,6 mld zł kupionych w I kw.

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