

TYGODNIK EKONOMICZNY

9 – 15 czerwca 2014

Ostatni tydzień minął pod znakiem decyzji banków centralnych. Kluczowym wydarzeniem było, zgodnie z oczekiwaniami, posiedzenie EBC, na którym podjęto historyczną decyzję o obniżeniu stopy depozytowej w strefie euro poniżej zera. Oprócz tego, bank podjął szereg działań, które nie tylko zaspokoili rozbudzone oczekiwania inwestorów, ale nawet trochę wykroczyły poza nie. Efektem była fala optymizmu na rynkach, w tym znaczne umocnienie złotego i polskich obligacji. Spadkowi krajowych rentowności sprzyjał też wynik posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej – wbrew temu, co zapowiadał miesiąc wcześniej prezes Marek Belka konferencja prasowa RPP nie była wcale nieekscytująca, ponieważ bank centralny złagodził ton komunikatu i nie wykluczył obniżki stóp w przyszłości. To mocno rozbudziło oczekiwania rynkowe na złagodzenie polityki (niepełna obniżka stóp wyceniana jest obecnie w IV kwartale br.). Widać, że RPP zaczęła obawiać się spowolnienia wzrostu gospodarczego i utrwalenia ultra-niskiej inflacji i będzie pilnie śledzić kolejne dane w poszukiwaniu wskazówek w kierunku jakiego scenariusza idziemy. Spodziewamy się utrzymania w II kwartale przynajmniej równie wysokiej dynamiki wzrostu PKB i popytu krajowego, co w I kw., co powinno potwierdzić nasz scenariusz, zgodnie z którym obniżki są mało prawdopodobne.

Kalendarz publikacji danych makro na ten tydzień za granicą jest dość skromny. W kraju pod koniec tygodnia pojawią się dwie ważne informacje – majowa inflacja i bilans płatniczy za kwiecień. Spodziewamy się lekkiego wzrostu CPI, ale konsensus jest nieco wyżej, co może umocnić oczekiwania obniżek. Mogłoby to być impulsem do realizacji zysków na złotym, chociaż dane o bilansie płatniczym będą naszym zdaniem lepsze od prognoz rynkowych, co powinno wspierać walutę. Potencjał do dalszego umocnienia złotego wydaje się w krótkim okresie ograniczony m.in. ryzykiem interwencji walutowej NBP. We wtorek rząd zajmie się założeniami do projektu budżetu na 2015 r.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (9 czerwca)						
9:00	CZ	Inflacja CPI	V	% r/r	0,4	0,1
10:30	EZ	Indeks Sentix	VI	pkt	13,2	- 12,8
WTOREK (10 czerwca)						
16:00	US	Zapasy hurtowników	IV	%	0,5	- 1,1
ŚRODA (11 czerwca)						
9:00	HU	Inflacja CPI	V	% r/r	0,0	-0,1
CZWARTEK (12 czerwca)						
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	IV	% m/m	0,4	- -0,3
14:00	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	310	- 312
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	V	% m/m	0,4	- 0,0
PIĄTEK (13 czerwca)						
8:00	DE	Inflacja CPI	V	% r/r	0,9	0,9
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	VI	pkt	83,0	- 81,9
14:00	PL	Inflacja CPI	V	% r/r	0,5	0,4 0,3
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IV	Mln €	426	537 517
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	V	% r/r	5,5	5,5 5,4

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

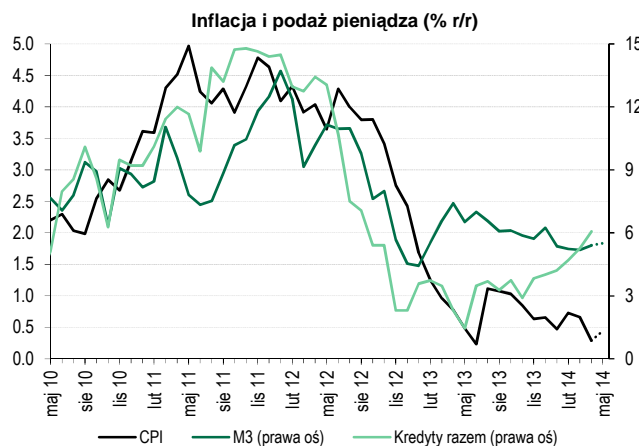
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – W piątek inflacja i bilans płatniczy

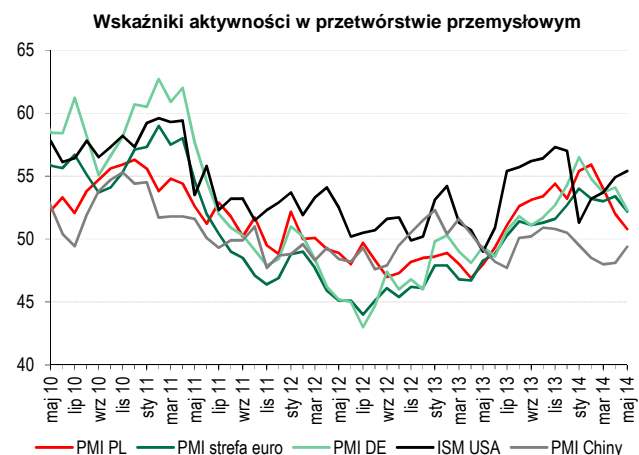


▪ Majowa stopa inflacji naszym zdaniem lekko odbije w górę, do 0,4% r/r, m.in. za sprawą efektu niskiej bazy w cenach paliw i telewizji kablowej. Konsensus rynkowy jest jednak trochę powyżej naszej prognozy i niespodzianka w przypadku tak ważnej publikacji może wpłynąć na dalsze umocnienie oczekiwań na obniżki stóp procentowych.

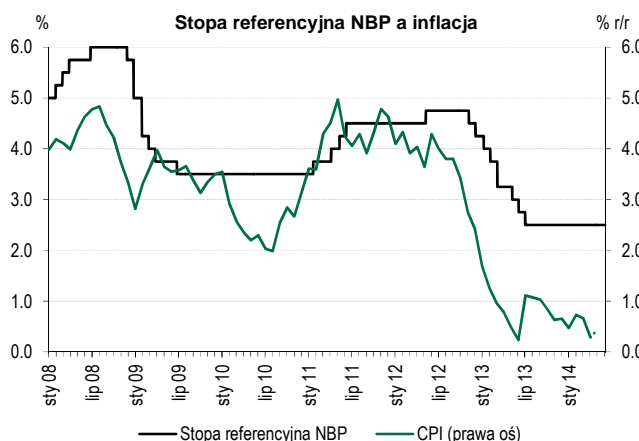
▪ Pewną przeciwwagą dla CPI mogą być dane o bilansie płatniczym, publikowane w tym samym momencie, w przypadku których spodziewamy się lepszego wyniku niż rynek (wyższy eksport i nadwyżka obrotów bieżących w kwietniu). Ich wpływ może się jednak zaznaczyć bardziej na rynku walutowym niż stopy procentowej.

▪ Dane o podaży pieniądza są zwykle ignorowane przez rynek, ale jeśli potwierdzą kontynuację ożywienia kredytowego, będzie to wspierało nasz scenariusz dalszego przyspieszenia popytu krajowego, niesprzyjającego decyzji o obniżce stóp.

Ostatni tydzień w gospodarce – Słabsza aktywność w przemyśle, łagodniejsza RPP



▪ PMI dla polskiego przemysłu spadł w maju, do 50,8 pkt, znacznie poniżej prognoz. Spadek zanotowały wszystkie główne podindeksy: zatrudnienia, produkcji, nowych zamówień. Naszym zdaniem w poprzednich miesiącach PMI był zbyt wysoko w porównaniu do tempa ożywienia gospodarczego, jednak zbliżenie się indeksu do granicy 50 pkt, oddzielającej ożywienie od recesji, jest już niepokojące. Wprawdzie obecny poziom wskaźnika wciąż jest spójny ze wzrostem produkcji przemysłowej o ok. 5% r/r, ale dalszy trend spadkowy może już sugerować spowolnienie ożywienia. Naszym zdaniem kluczowa jest obserwacja kilku kolejnych odczytów, które pokażą, czy mamy do czynienia ze spadkowym trendem aktywności czy tylko z krótkotrwałym pogorszeniem nastrojów, związanym z konfliktem na Ukrainie (co sugerowali respondenci). Ten drugi efekt uważamy za krótkotrwały, gdyż dane wyraźnie pokazują, że spadek zamówień z Rosji i Ukrainy jest z nawiązką kompensowany rosnącym popytem ze strefy euro.



▪ Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian, ale zmieniła ton komunikatu w stronę „gołębią”. Utrzymano deklarację stabilnych stóp do końca III kwartału, ale prezes NBP nie wykluczył obniżki stóp procentowych w dalszym horyzoncie. Wydaje się, że RPP zaczęła obawiać się rozwoju sytuacji, który wymagałby obniżki, ale jednocześnie wciąż nie jest przekonana do takiego scenariusza. Naszym zdaniem, aby doszło do złagodzenia polityki pieniężnej, musielibyśmy zobaczyć w kolejnych miesiącach serię rozczarowujących danych o aktywności ekonomicznej, niższą od prognoz inflację i znaczną aprecjacje złotego. Na razie zgadzamy się z opinią RPP, że nie jest to scenariusz bazowy ani prawdopodobny. Naszym zdaniem II kw. będzie co najmniej równie dobry jak I kw. pod względem wzrostu PKB, a inflacja zacznie odbijać w górę po wakacjach. Umocnienie złotego jak na razie też jest raczej umiarkowane.

Cytat tygodnia – Nie planujemy obniżek

Marek Belka, prezes NBP, 3.05, konferencja RPP

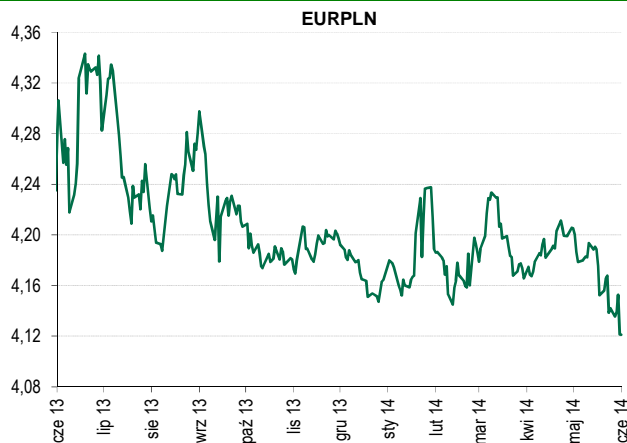
Nie planujemy (obniżek), to nie jest prawdopodobny scenariusz, natomiast uczciwie nie można wykluczać obniżki stóp procentowych. Chciałbym zwrócić uwagę, że sformułowanie w komunikacie wyraźnie wskazuje, że nie jest to scenariusz prawdopodobny, ani który uważamy za bazowy. Proszę nie traktować tego, jako zapowiedzi tego rodzaju ruchu stóp procentowych.

Jerzy Osiatyński, członek RPP, 3.05, konferencja RPP

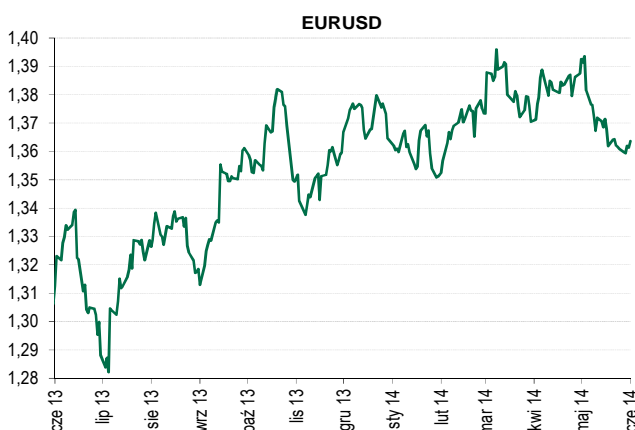
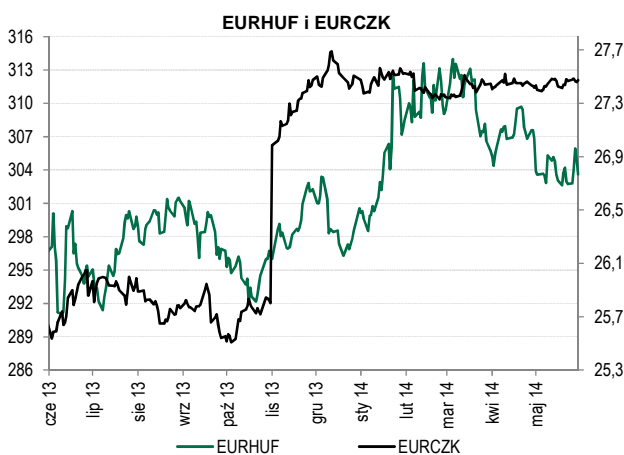
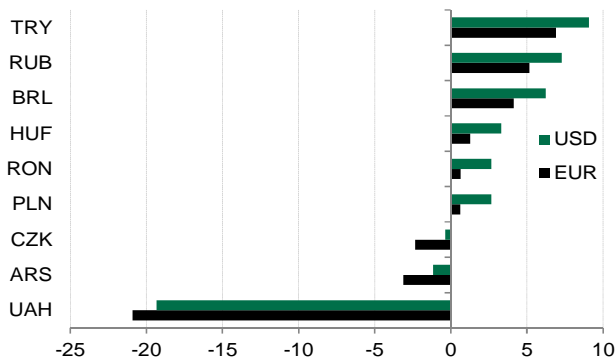
Struktura wzrostu (przynajmniej dla części z nas) jest zaskoczeniem. Nie umiemy dobrze powiedzieć, jakie są tego podstawy, czy to są dostatecznie trwałe podstawy, na których można budować dalsze prognozy. Gdyby tak było, to w gruncie rzeczy jesteśmy w innym świecie niż sobie wyobrażamy, i to jest też kontekst, w którym należy czytać sformułowania komunikatu.

RPP wyraźnie złagodziła swoje stanowisko w czerwcu, jednak – jak podkreślił Marek Belka na konferencji prasowej – zmiana komunikatu nie jest zapowiedzią obniżek. Warto zwrócić uwagę, że nawet jeden z najbardziej gołębiych członków RPP Jerzy Osiatyński przyznał, że struktura wzrostu PKB w I kw. była znacznie lepsza niż oczekiwano i gdyby okazało się, że nie jest to nietrwałe zaburzenie, to mielibyśmy do czynienia z zupełnie innym scenariuszem niż do niedawna zakładano. Rozumiemy, że jeśli kolejne miesiące potwierdzą szybkie tempo wzrostu popytu krajowego, oznaczałoby to warunki znacznie mniej sprzyjające łagodzeniu polityki pieniężnej. Dane makro z kolejnych miesięcy będą naszym zdaniem kluczowe dla tego, jakie stanowisko przeważy w RPP. Spodziewamy się utrzymania przynajmniej równie wysokiej dynamiki popytu krajowego, co powinno potwierdzić nasz scenariusz, że obniżki nie są potrzebne.

Rynek walutowy – Po umocnieniu po EBC złoty i waluty regionu czekają na publikacje CPI



% zmiana wybranych walut krajów rozwijających się wobec EUR i USD w okresie 14.03.2014 - 06.06.2014



Ogłoszone przez EBC działania wsparły złotego ...

W minionym tygodniu złoty był pod wpływem działań banków centralnych. Słabszy odczyt PMI i bardziej gołębia niż oczekiwano retoryka RPP dały impuls do wzrostu EURPLN do prawie 4,16. Był to jednak krótkotrwały wzrost, gdyż silne oczekiwania na szerokie spektrum działań przez EBC wzmacniało waluty krajów rozwijających się, w tym złotego. Jeszcze przed decyzją EURPLN spadł poniżej 4,12, by po ogłoszeniu pakietu działań przez EBC kurs osiągnął prawie 4,10 (najniższy poziom od kwietnia 2013). Po konferencji EBC nastąpiła korekta, która pchnęła kurs EURPLN w okolice 4,13, ale nieco słabsze od prognoz dane z rynku pracy w USA w piątek dały ponownie impuls do testów 4,105.

Złoty jest najsilniejszy od ponad roku. Jednak warto zauważyć, że od momentu re-eskalacji kryzysu na Ukrainie (połowa marca, EURPLN na poziomie ponad 4,23), krajowa waluta zarówno w relacji do euro, jak i do dolara amerykańskiego zyskała znacząco mniej w porównaniu z innymi walutami krajów rozwijających się (patrz rysunek obok).

Sytuacja techniczna na EURPLN po ostatnich decyzjach banków centralnych (RPP, EBC) uległa nieznacznym zmianom. W naszej ocenie kurs stopniowo konsoliduje się w przedziale 4,10-4,16, w którym powinien pozostać w najbliższych tygodniach. Niższy od konsensusu odczyt CPI za maj może umocnić oczekiwania na obniżkę stóp przez RPP, dając impuls do korekty ostatnich zysków, co jednak powinno zostać zneutralizowane przez dobre dane o bilansie płatniczym.

... i waluty regionu

Oczekiwania na decyzję EBC dały impuls do umocnienia również innych walut regionu. Warto jednak wspomnieć, że podjęta przez Sąd Najwyższy Węgier decyzja odnośnie kredytów hipotecznych dała impuls do wzrostu EURHUF do prawie 306 na początku tygodnia. Wzrost nie był jednak długotrwały. Decyzja EBC (zastosowanie szerokiego spektrum narzędzi w celu ograniczenia ryzyka deflacji i wsparcia wzrostu gospodarczego) dała impuls do spadku EURHUF do 302,1. Na zamknięcie tygodnia forint był notowany na poziomie 302,8 za euro. Na wartości zyskała również czeska korona. Obok działań EBC, wcześniej kurs umocnił się po nieco lepszych danych o PKB za I kw. (dane zrewidowano w górę do 2,5% z 2% wcześniej szacowanych).

W tym tygodniu istotne dla forinta i czeskiej korony będą dane inflacyjne. Dalszy spadek inflacji na Węgrzech może umocnić oczekiwania na kolejną obniżkę stóp procentowych w tym kraju (obecnie stopa bazowa znajduje się na 2,40%, poniżej stopy referencyjnej w Polsce).

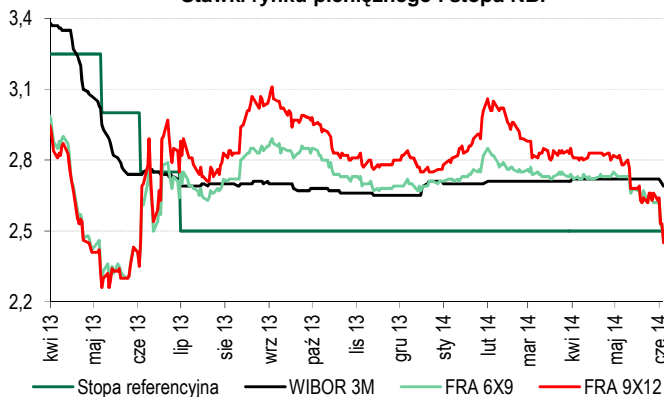
Oslabienie euro krótkotrwałe po decyzji EBC

Najważniejszym wydarzeniem na rynku EURUSD była czwartkowa decyzja EBC. Wcześniej wspólna waluta pozostała pod presją słabszych danych ze strefy euro (finalne indeksy PMI okazały się niższe od wstępnych odczytów). Szeroka skala złagodzenia polityki monetarnej przez EBC z zastosowaniem konwencjonalnych i niekonwencjonalnych narzędzi przyczyniła się do dynamicznego spadku EURUSD do 1,35. Jednak kurs szybko powrócił powyżej 1,36, co mogło wynikać z technicznej korekty ostatnich spadków EURUSD. Kurs stabilizował się nieco powyżej 1,365 po danych z USA.

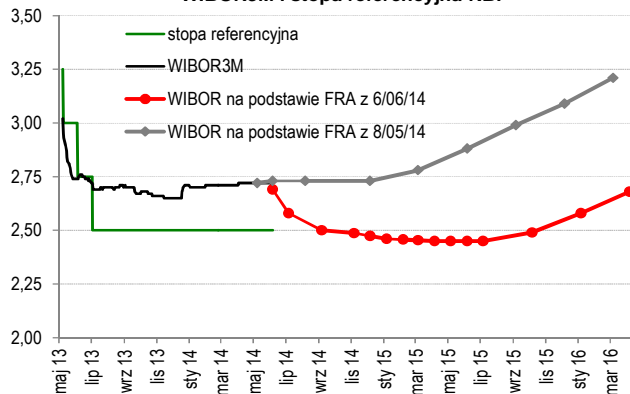
Czerwcową decyzją EBC nie zmienia naszych oczekiwań odnośnie notowań EURUSD w najbliższych tygodniach/miesiącach. Oczekujemy, że gołębia polityka EBC kontrastująca z bardziej jastrzębiem Fed (posiedzenie FOMC 17-18 czerwca), będzie utrzymywała notowania eurodolara pod presją w okolicach 1,36 w najbliższych tygodniach.

Rynek stopy procentowej – Inwestorzy coraz bardziej wierzą w obniżki stóp

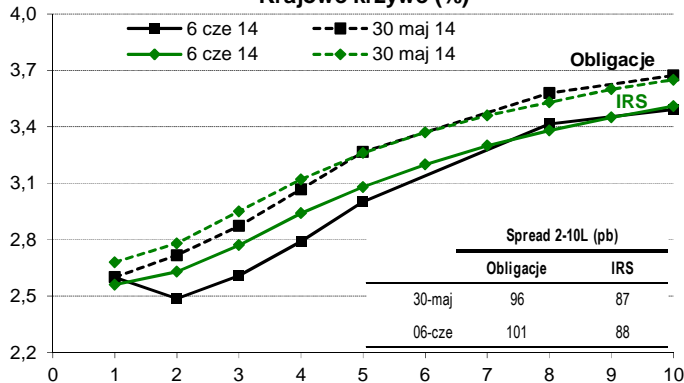
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



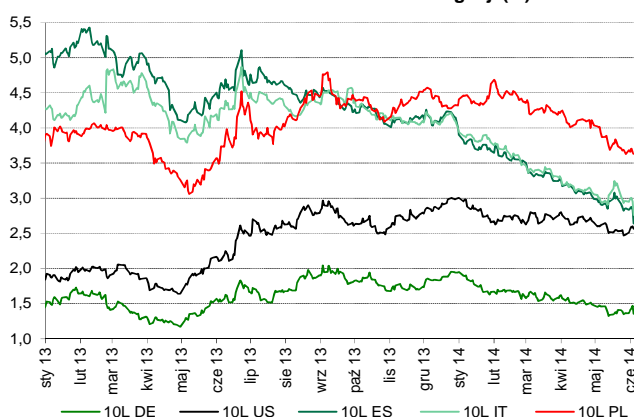
WIBOR3M i stopa referencyjna NBP



Krajowe krzywe (%)



Rentowności 10-letnich obligacji (%)



Rynek nie wyklucza obniżek stóp do końca roku

▪ Czerwcowe posiedzenie RPP okazało się punktem zwrotnym dla rynku stopy procentowej. Rada nie tylko zmieniła treść komunikatu na bardziej gołębią, ale również nie wykluczyła obniżki stóp procentowych. Oczekiwania na dalsze złagodzenie polityki monetarnej przez RPP umocniły się po decyzji EBC (obniżka stóp i podjęcie niestandardowych działań w celu ograniczenia ryzyka deflacji). W efekcie stawki WIBOR 1M-12M obniżyły się o 1-4 pb, przy czym najbardziej spadła stawka 12M.

▪ Znacznie większe dostosowania do nowych warunków rynkowych i oczekiwań odnośnie stóp obserwowane były na rynku FRA. Stawki te obniżyły się o 5-21 pb, w tym najbardziej spadły stawki najdłuższe (FRA21x24). Inwestorzy zaczęli wyceniać niepełną obniżkę stóp procentowych w perspektywie do końca roku, a przynajmniej stabilne stopy procentowe przez najbliższe 5 kwartałów (FRA15x18 poniżej WIBOR 3M, po raz pierwszy od czerwca 2013, kiedy to RPP kontynuowała cykl poluzowania polityki monetarnej).

▪ W tym tygodniu kluczowe mogą okazać się dane inflacyjne. Niższy od konsensusu odczyt inflacji może umacniać oczekiwania rynku na obniżki i wygenerować dodatkowy impuls do spadku stawek WIBOR i FRA, choć naszym zdaniem ten potencjał jest dość ograniczony.

Rentowności obligacji i stawki IRS najniższe od roku

▪ Zaskakująca zmiana retoryki przez RPP i fakt, że Rada nie wykluczyła obniżek stóp procentowych, wraz z decyzją EBC o znaczącym złagodzeniu polityki monetarnej to główne czynniki, które przyczyniły się do znacznego spadku rentowności obligacji i stawek IRS. Na zamknięciu tygodnia rentowność 10-letni była kwotowana poniżej 3,50%, podobnie jak i stawka IRS o tym samym terminie wykupu.

▪ W skali tygodnia obie krzywe przesunęły się w dół odpowiednio o 17-27 pb dla obligacji oraz o 17-20 pb dla IRS (w obu przypadkach największe spadki dotyczyły 5L). Warto zauważyć, że w porównaniu z końcem maja krzywe nieco się wystromiły, co było odzwierciedleniem globalnych tendencji (dłuża niemieckiego długu spread 2-10L rozszerzył się do 140 pb, dla amerykańskiego do 221 pb).

▪ Aukcja obligacji DS0725, WS0428 i WZ0124 spotkała się z umiarkowanym popytem ze strony inwestorów. Wartość zgłoszonych ofert kupna wyniosła 6,84 mld zł (w tym ok. 3,9 mld zł na obligacje WZ0124) wobec 5 mld zł maksymalnej podaży. Ministerstwo Finansów uplasowało na rynku obligacje o łącznej wartości 4,99 mld zł, w tym nowy benchmark 10-letni za ok. 1,7 mld zł z rentownością 3,818%. Po aukcji wiceminister finansów Wojciech Kowalczyk poinformował, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w ponad 90% (wobec 86% na koniec maja), co coraz bardziej przybliża nas do pełnego pokrycia tych potrzeb na koniec czerwca.

Dane o inflacji w centrum uwagi

▪ W tym tygodniu kluczowym wydarzeniem będzie publikacja majowego wskaźnika inflacji. Oczekiwana obniżka stóp jest już wyceniana przez rynek, dlatego też będzie konieczny silny impuls, czy to ze strony krajowych danych (niższe odczyty) czy też z rynków bazowych (dalszy spadek rentowności Bundów) do kontynuacji trendu spadkowego na krajowych krzywych.

▪ Dynamiczne umocnienie krajowego długu w ostatnich dniach może skłaniać do realizacji zysków. Przed czerwcowym posiedzeniem FOMC (17-18.06) rynki mogą się stabilizować blisko bieżących poziomów.

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