

TYGODNIK EKONOMICZNY

16 – 22 czerwca 2014

W minionym tygodniu pojawiło się sporo nowych komentarzy członków RPP. W niektórych wypowiedziach (Belka, Bratkowski, Hausner) pojawiła się sugestia, że w lipcu Rada może odejść od deklaracji stabilnych stóp procentowych. Podczas gdy niektórzy członkowie Rady (Kaźmierczak, Bratkowski) raczej chłodzili oczekiwania na redukcję stóp, inni je podsycaли (Glapiński mówił o obniżce w 2015 r., Chojna-Duch nawet w lipcu br.). Majowy odczyt inflacji (0,2% r/r) okazał się znacząco niższy od prognoz, co również podsycało spekulacje nt. obniżek i dało impuls do ponownych spadków rentowności/stawek IRS. Złoty osłabił się w ciągu tygodnia, mimo piątkowych bardzo dobrych danych o bilansie płatniczym za kwiecień.

Przed nami bardzo ciekawy tydzień, obfitujący w publikacje danych makro z kraju i zagranicy, ale również ze względu na posiedzenie FOMC. Krajowe dane będą rozpatrywane poprzez pryzmat RPP, której niektórzy członkowie coraz bardziej obawiają się o perspektywy wzrostu gospodarczego. Nasza prognoza danych o produkcji jest poniżej oczekiwań rynkowych, ale prognoza płac powyżej. Publikacje krajowych danych mogą być jednak w cieniu posiedzenia Fed, w czasie którego FOMC zapozna się z najnowszymi prognozami dla amerykańskiej gospodarki. Od tych prognoz będzie zależała przyszła polityka monetarna w USA. Jednak reakcja krajowego rynku może być ograniczona ze względu na święto w czwartek i mniejszą aktywność krajowych inwestorów na koniec tygodnia.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (16 czerwca)							
11:00	EZ	HICP	V	% r/r	0,5	-	0,7
14:00	PL	Inflacja bazowa	V	% r/r	0,9	0,8	0,8
15:15	US	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	0,4	-	-0,6
WTOREK (17 czerwca)							
11:00	DE	Indeks ZEW	VI	pkt	62,6	-	62,1
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	V	% r/r	4,3	4,7	3,8
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	V	% r/r	0,7	0,7	0,7
14:30	US	CPI	V	% m/m	0,2	-	0,3
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	V	tys.	1034	-	1072
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	V	tys.	1075	-	1059
ŚRODA (18 czerwca)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	V	% r/r	5,9	5,1	5,4
14:00	PL	Produkcja budowlana	V	% r/r	14,2	12,1	12,2
14:00	PL	PPI	V	% r/r	-0,7	-0,6	-0,7
20:00	US	Decyzja FOMC					
CZWARTEK (19 czerwca)							
	PL	Dzień wolny					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	315	-	317
16:00	US	Indeks Philly Fed	VI	pkt	14,8	-	15,4
PIĄTEK (20 czerwca)							
14:00	PL	Minutes RPP	VI				

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

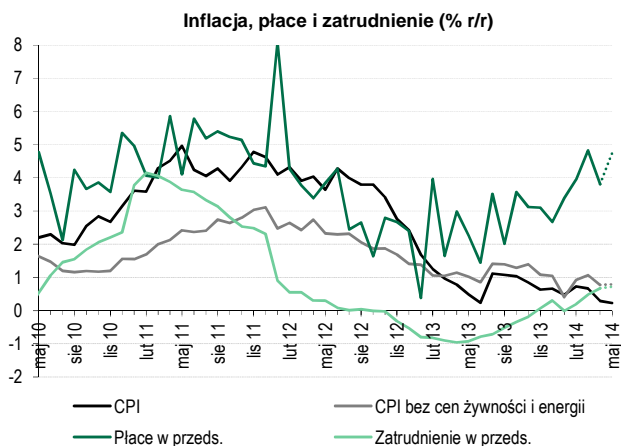
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

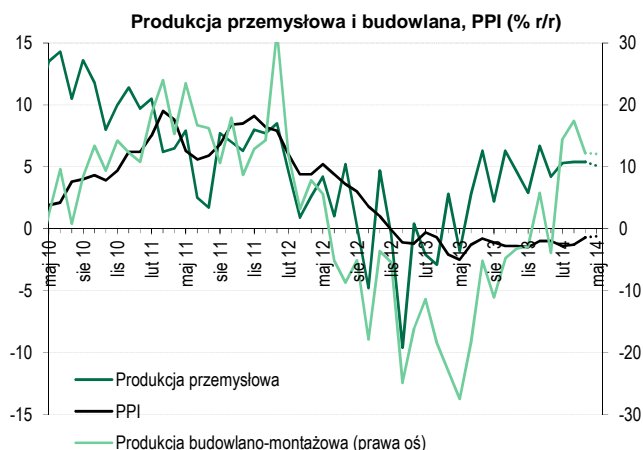
Wydarzenia nowego tygodnia – Krótszy tydzień, ale dużo publikacji



- Oczekujemy kontynuacji poprawy na rynku pracy w maju – przyspieszenia tempa wzrostu płac do 4,7% r/r oraz utrzymania stopy wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw na 0,7% r/r. Będzie to miało pozytywne przełożenie na wzrost siły nabywczej gospodarstw domowych oraz konsumpcję prywatną w II kwartale br. Spodziewamy się też kontynuacji pozytywnych tendencji na rynku pracy w kolejnych miesiącach.

- Dane o inflacji bazowej i o PPI za maj wciąż będą naszym zdaniem pokazywały brak presji inflacyjnej.

- W piątek opublikowane zostaną minutes RPP. Rynek może zwrócić na nie większą uwagę niż zwykle, biorąc pod uwagę ostatnią zmianę tonu komunikacji Rady. Być może przebieg dyskusji pomoże wyjaśnić, co sprawiło, że Rada nie wyklucza obniżek, a także rzuci więcej światła na tok rozumowania bankierów centralnych.

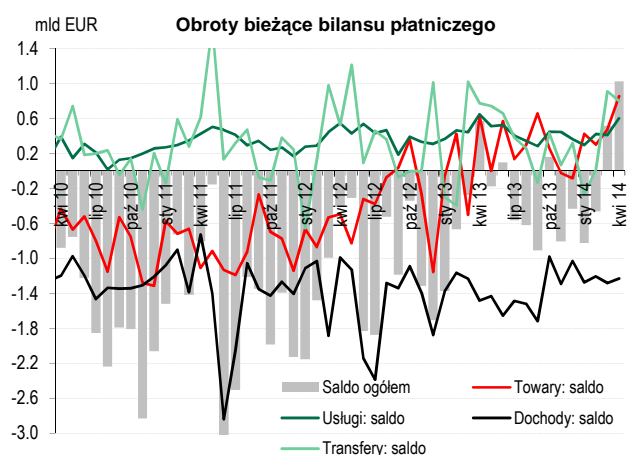


- Spodziewamy się wzrostu produkcji przemysłowej o ok. 5% r/r w maju, podobnie jak w poprzednich miesiącach. Te dane będą zapewne uważnie obserwowane przez rynek ze względu na rozczarowujący odczyt indeksu PMI w przetwórstwie za maj. Słabe wyniki przemysłu mogłyby poważnie wzmocnić oczekiwania na spowolnienie ożywienia i na obniżki stóp NBP.

- Naszym zdaniem kluczowa będzie produkcja w przetwórstwie przemysłowym. W poprzednich miesiącach wynik dla całego przemysłu był zaniżany przez słabą produkcję w sektorach energetycznym i górniczym, m.in. w związku z dobrą pogodą. Tymczasem produkcja w przetwórstwie rosła o ponad 7% i oczekujemy kontynuacji tej tendencji.

- Prognozujemy także kontynuację ożywienia w budownictwie i dwucyfrowy wzrost w tym sektorze. Naszym zdaniem szczegółowe dane pokażą solidny wzrost we wszystkich podsektorach.

Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja znowu rekordowo niska, eksport rośnie



- Inflacja w maju spadła do 0,2% r/r. Po raz kolejny za spadek odpowiadały głównie ceny żywności. Szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii ustabilizowała się na poziomie 0,8% r/r. W miesiącach letnich dynamika CPI może znaleźć się poniżej zera, jednak nie sądzimy, aby polskiej gospodarce groziła trwalsza deflacja, ponieważ ożywienie popytu krajowego będzie stwarzało warunki dla stopniowego przyspieszenia wzrostu cen w kolejnych miesiącach.

- W kwietniu zanotowano rekordową nadwyżkę obrotów bieżących (1 mld €) i niezły wynik eksportu (wzrost o 6,8% r/r), który potwierdza naszą tezę, że słabsze obroty handlu zagranicznego z Rosją i Ukrainą są z nawiązką kompensowane przez ożywienie w strefie euro.

- Wzrost kredytów w maju przyspieszył ponownie po eliminacji efektu kursowego, co wskazuje, że gospodarka nadal znajduje się na ścieżce umiarkowanego szybkiego wzrostu.

Cytat tygodnia – Nie ma konieczności nagłej obniżki

Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 13.06, Reuters

Nie ma konieczności nagłej obniżki stóp procentowych. W mojej ocenie mamy raczej do czynienia z szeregiem czynników, które w średnim okresie będą wpływały na ożywienie wzrostu cen.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 12.06, Reuters

Kiedy ECB obniżył stopy procentowe (...) RPP powinna rozważyć możliwość oraz konsekwencje obniżki stóp procentowych w Polsce na lipcowym posiedzeniu.

Marek Belka, prezes NBP, 11.06, Reuters

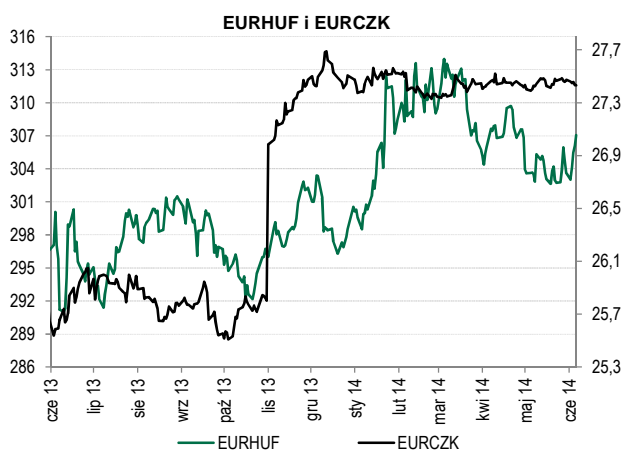
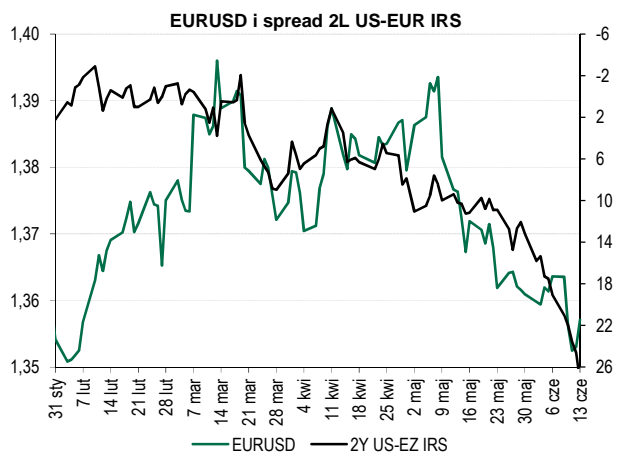
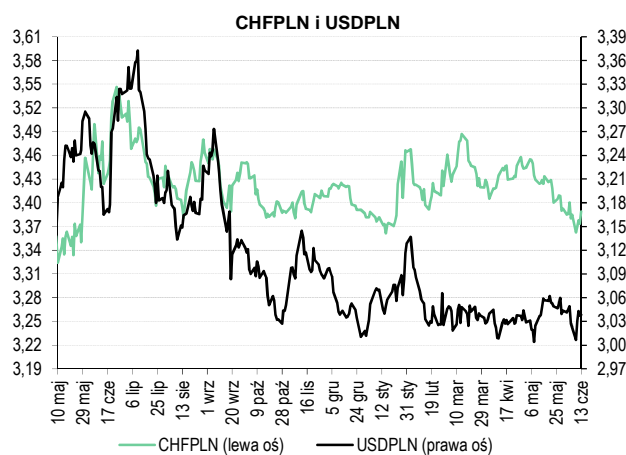
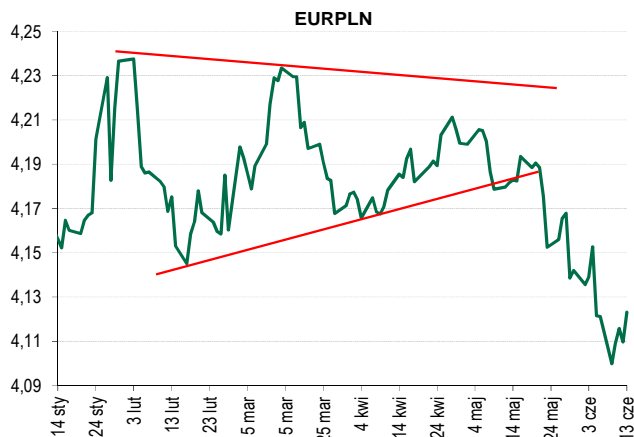
Przedtem możliwa była właściwie tylko podwyżka. Na ostatniej Radzie oceniliśmy, że sytuacja jest znacznie bardziej zrównoważona, innymi słowy nie można wykluczyć także obniżki stóp procentowych, ale jak podkreślałam cały czas, nie jest to prawdopodobny ani podstawowy scenariusz.

Adam Głapiński, członek RPP, 9.06, Reuters

Uważam, że stopy procentowe powinny pozostać bez zmian do końca tego roku. Na początku przyszłego roku można rozważyć ewentualną obniżkę.

Chociaż Marek Belka zapewniał niedawno, że w RPP jest daleko posunięty konsensus nt. perspektyw polityki pieniężnej, ostatnie wypowiedzi wskazują, że opinie członków Rady nt. możliwych decyzji zaczynają się „rozjeżdżać”. To może być jednym z argumentów dla Rady za wycofaniem się ze strategii *forward guidance*. Belka, Bratkowski i Hausner zasugerowali ostatnio, że Rada może porzucić tę formułę już w lipcu. Zapewne rynek odebrałby to jako silny sygnał, zwiększający szanse na obniżkę stóp we wrześniu. Jednak naszym zdaniem zwolennicy obniżek wciąż stanowią w RPP wyraźną mniejszość, a dane, które pojawiają się do września potwierdzają scenariusz ożywienia gospodarki i braku ryzyka deflacji, co nie będzie przemawiało za koniecznością łagodzenia polityki pieniężnej.

Rynek walutowy – Złoty pod presją oczekiwań na obniżki stóp



Realizacja zysków i ryzyko cięcia stóp ciężą złotemu

▪ Seria trzech kolejnych tygodni aprecjacji złotego w relacji do euro, funta i dolara została przerwana w ostatnich dniach. Po silnym umocnieniu wywołanym oczekiwaniami na poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC i w końcu ich spełnieniem, odnotowano realizację zysków. Kluczowy czynnik wspierający aprecjację krajowej waluty zniknął, a tymczasem, nasiliły się spekulacje o cięciu stóp procentowych w Polsce. Zostały one w ostatnich dniach dodatkowo wsparte przez dane o inflacji i kolejne komentarze członków RPP. Wydzwięk zaskakującego spadku CPI został zniwelowany niemal dwukrotnie wyższą od oczekiwań nadwyżką na rachunku obrotów bieżących, ale nie zmienia to faktu, że EURPLN porusza się przez cały ubiegły tydzień w trendzie wzrostowym i ostatecznie osiągnął ok. 4,13 wobec 4,09 tuż po decyzji EBC. Z kolei USDPLN ponownie nie zdołał utrzymać się na dłużej poniżej 3,0. Wsparcie to już od końca 2013 ogranicza potencjał do aprecjacji złotego do dolara – w zeszłym tygodniu nastąpiło odbicie do prawie 3,05.

▪ Ostatnie sygnały wolniejszego wzrostu gospodarczego (PMI dla przemysłu spadł w maju do 50,8 pkt – największy trzymiesięczny spadek od grudnia 2008) i rynkowe oczekiwania na cięcie stóp przez RPP mogą wywierać presję na krajową walutę w najbliższym czasie. W tym tygodniu poznamy dane o majowej produkcji przemysłowej i nasza prognoza wskazuje na wzrost słabszy, niż się spodziewa rynek. Także analiza techniczna wskazuje, że kurs może się lekko odbić w krótkim terminie po ostatnim silnym spadku. Istotna strefa oporu to 4,15-4,17.

EURUSD czeka na nowy impuls

▪ W notowaniach EURUSD nie zaszły duże zmiany. Pierwsze dni zeszłego tygodnia stały pod znakiem aprecjacji dolara. Na korzyść amerykańskiej waluty działał rozszerzający się spread między rentownościami obligacji USA, a Niemiec, który skłaniał inwestorów do lokowania środków za oceanem. Dopiero słabe dane z USA oraz nieco lepsze ze strefy euro wywołały odbicie z ok. 1,35 do 1,356.

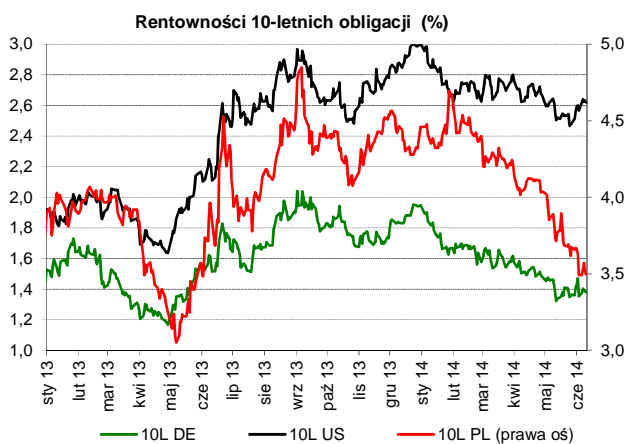
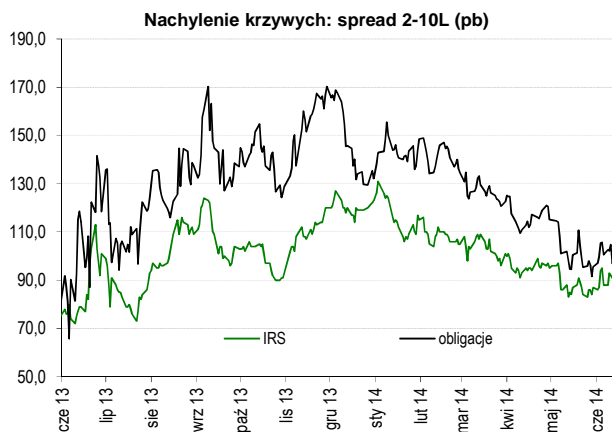
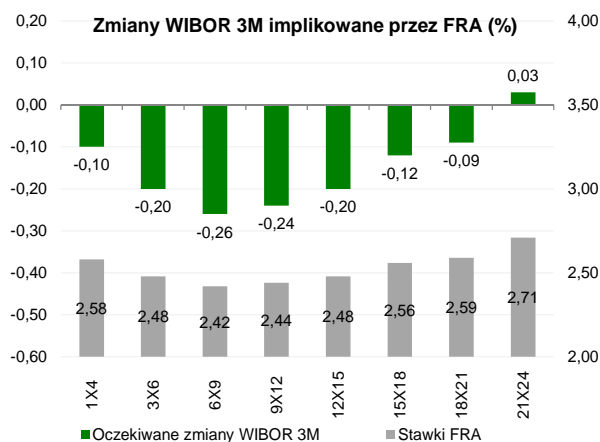
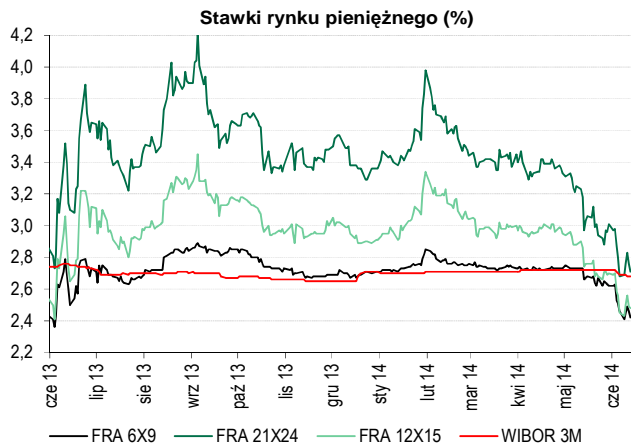
▪ Mimo wyraźnych wahań – szczególnie na koniec tygodnia – kurs pozostaje blisko 1,35, poziomu osiągniętego w reakcji na decyzję EBC. W tym tygodniu pojawi się sporo publikacji z USA i ostateczna inflacja za maj w strefie euro, poznamy też wynik posiedzenia FOMC. Ostatnie minutes FOMC pokazały, że amerykańscy bankierzy centralni analizują sposób i czas wycofywania się z luźnej polityki pieniężnej. Jeżeli więc dane o inflacji w strefie euro nie zaskoczą, wtedy inwestorzy mogą się skupić na ważnych publikacjach z USA, przez pryzmat których będą oceniać jak długo jeszcze stopy Fed pozostaną na rekordowo niskim poziomie. Wydarzenia nadchodzącego tygodnia mogą wyznaczyć kierunek dla EURUSD na najbliższą przyszłość i zdecydować czy 1,35 zostanie przebite (kolejne wsparcie to ok. 1,335) czy euro odrobi część ostatnich strat.

Forint słabszy z tych samych powodów co złoty

▪ Oprócz złotego, spośród walut CEE3 osłabił się też forint. Na niekorzyść węgierskiej waluty działała realizacja zysków, jaką odnotowano na globalnym rynku i krajowe dane, które pokazały drugi z rzędu miesiąc deflacji. Drugi z czynników przyczynił się do wzmocnienia oczekiwań, że cykl obniżek stóp Węgrzech nie dobiegł jeszcze końca.

▪ Czeska inflacja była zgodna z oczekiwaniami (0,4% r/r) i nie wpłynęła na EURCZK, który waha się w trendzie bocznym. Po tych danych, wiceprezes czeskiego banku centralnego, Mojmir Hampl, powiedział, że limit dla kursu nałożony przez CNB na poziomie 27,0 może zostać zniesiony później, niż na początku 2015. Jego komentarz był zgodny z wcześniejszymi sygnałami z czeskiego banku centralnego.

Rynek stopy procentowej – Dane makro i posiedzenie Fed istotne dla perspektyw rynku



Rynek wciąż mocno wierzy w obniżki stóp

▪ W minionym tygodniu stawki WIBOR 1M-12M spadły jeszcze o 1 pb (łącznie od posiedzenia RPP stawki spadły o 2-5 pb, w tym najbardziej stawka roczna). Większe zmiany można było zaobserwować na rynku FRA. Po silnym umocnieniu (efekt wzrostu oczekiwań na obniżki stóp) przyszła krótkotrwała korekta. Rynek ponownie się wzmocnił po niższym od oczekiwań odczycie majowego wskaźnika CPI.

▪ Obecnie rynek wycenia obniżkę stóp procentowych o 25 pb w perspektywie 6 miesięcy, a następnie stabilizację stóp w perspektywie roku i stopniowy wzrost do początku 2016. Publikowane w tym tygodniu krajowe dane makro będą rozpatrywane poprzez pryzmat przyszłych działań RPP. Słabsze od oczekiwań odczyty mogą podsycać oczekiwania obniżek, dając ograniczony już impuls do dalszego spadku FRA.

Majowa inflacja wsparła obligacje i IRS

▪ Na początku minionego tygodnia rynek obligacji i IRS pozostawał jeszcze pod wpływem pozytywnych nastrojów po posiedzeniach RPP i EBC. Jednak kolejne sesje przyniosły korektę ostatniego silnego umocnienia, która okazała się jednak krótkotrwała. Przed publikacją piątkowych danych rynek ponownie się umocnił. Wsparciem dla rynku była m.in. wypowiedź Chojny-Duch z RPP, która zasugerowała, że Rada może rozważyć redukcję stóp w lipcu. Późniejsza wypowiedź Kaźmierczaka, który chłodził oczekiwania na obniżki stóp, spowodowała kolejną lekką korektę. Jednak niższy od oczekiwań odczyt CPI za maj (0,2% r/r) ponownie wzmocnił obligacje i IRS (rentowność 10-latków tymczasowo spadła w okolice 3,49%).

▪ Krzywa obligacyjna się nieco spłaszczyła w ciągu ostatniego tygodnia (spread 2-10L zawężił się do 99 pb), a krzywa IRS nieco się wystromiła. Warto zauważyć, że spread wobec niemieckich obligacji rozszerzył się dla benchmarku 2L, podczas gdy dla 5L i 10L zawężił się w porównaniu z końcem poprzedniego tygodnia.

Przed nami kolejne dane makro i aukcja

▪ Kolejny tydzień może być bardzo ciekawy, z wypełnionym kalendarzem publikacji krajowych i zagranicznych danych makro, ale również posiedzeniem FOMC i aukcją długu. Nasze prognozy danych o produkcji są niższe od mediany prognoz rynkowych, dlatego ich materializacja może wspierać rynek długu/IRS.

▪ Wynik posiedzenia FOMC (17-18 czerwca) może być również istotny dla rynków długu, tym bardziej, że w ostatnim okresie wielu członków Fed sugerowało możliwość rozpoczęcia dyskusji odnośnie zacieśnienia polityki monetarnej. Rynek jest zgodny, że FOMC utrzyma stopy na niezmiennym poziomie i zdecyduje się na dalsze ograniczenie programu QE3 o kolejne 10 mld \$. Natomiast najnowsze prognozy makro, z którymi zapozna się FOMC mogą przynieść sugestie co do przyszłej polityki monetarnej w USA. Im bardziej jastrzębi wydzwięk komunikatu FOMC, tym większy impuls do wzrostów amerykańskiego długu. Wpływ na krajowy rynek może okazać się jednak ograniczony ze względu na święto w czwartek i niską aktywność inwestorów na koniec tygodnia.

▪ Na początku tygodnia Ministerstwo Finansów poda szczegóły dotyczące środkowej aukcji. W zamian za odkupywane OK0714 i WZ0115 Ministerstwo może zaoferować nowy benchmark 5-letni PS0719 oraz inne papiery, które charakteryzują się niską płynnością po przekazaniu przez OFE obligacji do ZUS. Aukcja ta powinna się spotkać z dużym zainteresowaniem, tym bardziej, że podaż SPW w najbliższych miesiącach będzie bardzo ograniczona (w lipcu planowana jest tylko aukcja standardowa).

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