

TYGODNIK EKONOMICZNY

11 – 17 maja 2015

Dynamiczne zmiany na rynku obligacji były zdecydowanie najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia. Gwałtowny wzrost rentowności niemieckich papierów spowodował masową wyprzedaż papierów na całym rynku obligacji, wzrost rentowności polskich 10-latek powyżej 3%, najwyżej od ok. 6 miesięcy oraz skłonił polskie Ministerstwo Finansów do odwołania zaplanowanej aukcji. O ile koniec tygodnia przyniósł pewne odreagowanie, to może minąć trochę czasu, zanim rynek się ustabilizuje, gdyż inwestorzy wciąż są ostrożni po ostatnim skoku zmienności. Posiedzenie krajowej RPP zgodnie z oczekiwaniami nie przyniosło żadnych zmian, a nawet komunikat był w zasadzie kopią poprzedniego.

Uważamy, że krajowe dane publikowane w tym tygodniu będą pozytywne dla złotego, ale prawdopodobnie nie wesprą polskich obligacji, jako że pokażą zapewne przyśpieszenie wzrostu PKB, odbicie od dna inflacji i mocną poprawę salda obrotów bieżących. Rynek pieniężny już zaczął wyceniać rosnące prawdopodobieństwo podwyżek stóp w perspektywie roku i kolejne mocne dane mogą wesprzeć ten trend. Sytuacja za granicą może pozostać kluczowa dla krajowego rynku. Spotkanie Eurogrupy w poniedziałek prawdopodobnie nie przyniesie ugody między Grecją a jej wierzycielami. W Europie inwestorzy skupią się na wstępnych odczytach PKB za I kw. 2015, a w USA zobaczymy sprzedaż detaliczną i produkcję przemysłową, które pozwolą ocenić siłę wzrostu w II kw. 2015 po zaskakująco słabym początku roku.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (11 maja)							
	EZ	Spotkanie Eurogrupy					
WTOREK (12 maja)							
9:00	CZ	CPI	IV	% r/r	0,4	-	0,2
ŚRODA (13 maja)							
8:00	DE	Pierwszy szacunek PKB	I kw.	% r/r	1,3	-	1,4
9:00	HU	Pierwszy szacunek PKB	I kw.	% r/r	3,4	-	3,4
11:00	EZ	Pierwszy szacunek PKB	I kw.	% r/r	1,0	-	0,9
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	IV	% m/m	1,5	-	1,6
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	IV	% m/m	0,2	-	0,9
CZWARTEK (14 maja)							
14:00	PL	CPI	IV	% r/r	-1,3	-1,1	-1,5
14:00	PL	Podaż pieniądza	IV	% r/r	8,4	8,6	8,8
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	265
PIĄTEK (15 maja)							
9:00	CZ	Pierwszy szacunek PKB	I kw.	% r/r	2,0	-	1,4
10:00	PL	Pierwszy szacunek PKB	I kw.	% r/r	3,5	3,4	3,3
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	III	mln €	962	1445	116
14:00	PL	Eksport	III	mln €	15 364	15 309	13 720
14:00	PL	Import	III	mln €	14 300	14 740	12 937
14:00	PL	Inflacja bazowa	IV	% r/r	0,2	0,3	0,2
15:15	US	Produkcja przemysłowa	IV	% m/m	0,0	-	-0,6
16:00	US	Wstępny Michigan	V	pkt	96,5	-	95,9

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 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

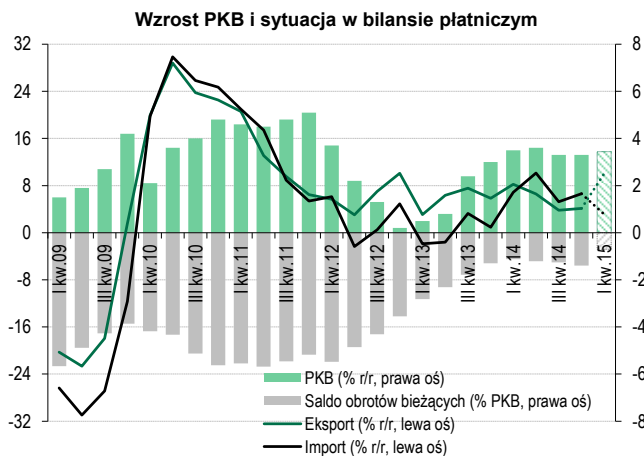
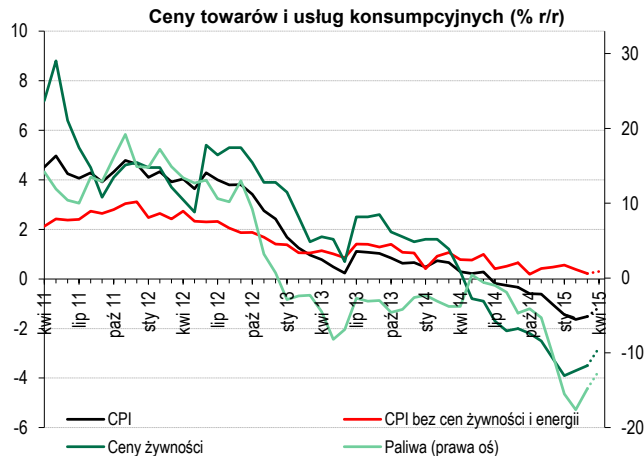
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Inflacja odbija od dna, wzrost PKB i eksportu przyspieszają



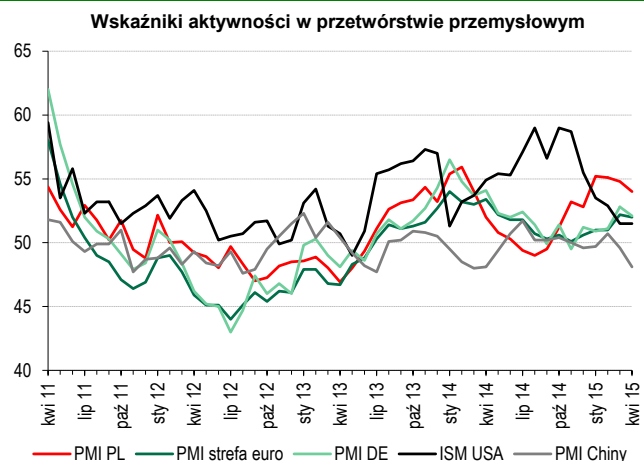
▪ Spodziewamy się odbicia inflacji CPI do -1,1% r/r w kwietniu z -1,5% r/r w marcu, głównie pod wpływem nieco wyższych cen żywności, wyraźnie droższych paliw oraz niskiej bazy statystycznej. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii powinna odbić tylko nieznacznie w kwietniu, ale spodziewamy się kontynuacji trendu wzrostowego w kolejnych miesiącach, pod wpływem mocnej konsumpcji prywatnej i efektu bardzo niskiej bazy.

▪ Szacujemy, że wzrost PKB przyspieszył do 3,4% r/r w I kw. 2015 r. Naszym zdaniem ryzyko jest asymetryczne w górę, pomimo wysokiej bazy statystycznej. Szacunek przyspieszony nie zawiera szczegółowej struktury wzrostu, ale uważamy, że silnikiem wzrostu gospodarczego były mocne inwestycje, przyspieszenie konsumpcji prywatnej (pod wpływem wyższych dochodów) i mocniejszy eksport (przy neutralnym lub nawet nieco dodatnim wpływie eksportu netto na PKB).

▪ Dane o bilansie płatniczym za pierwsze dwa miesiące roku zaskoczyły pozytywnie, pokazując znaczące przyspieszenie wzrostu eksportu (za sprawą żywności w UE) i dużą nadwyżkę handlową. Spodziewamy się potwierdzenia pozytywnych trendów przez dane marcowe: wzrost eksportu był prawdopodobnie najszybszy od końca 2012 r. i lepszy niż import. Dlatego bilans handlowy był dodatni w marcu, podczas gdy bilans obrotów bieżących zanotował rekordową nadwyżkę ok. 1,5 mld €, czemu sprzyjał także mocny napływ środków z UE.

▪ Naszym zdaniem dane o podaży pieniądza potwierdzą kontynuację mocnego wzrostu kredytów w kwietniu. Ostatnie wyniki badań NBP pokazały, że banki złagodziły kryteria kredytowe dla firm w I kw., głównie pod wpływem zaostrożenia konkurencji w sektorze bankowym. Banki informowały także o wyższym popycie na kredyty długookresowe, zwłaszcza z dużych firm. Według badania, bank chcą dalej łagodzić kryteria w II kw.

Ostatni tydzień w gospodarce – Grecja osłabia nastroje



▪ Indeks PMI w przetwórstwie obniżył się trzeci miesiąc z rzędu, tym razem do 54,0 pkt. Spadek wynikał z obniżenia subindeksów dla nowych zamówień i zatrudnienia. Jednak obydwie miary wciąż utrzymują się powyżej 50 pkt. Co ciekawe, tempo wzrostu zamówień eksportowych było najwyższe od lutego 2014 r. pomimo umocnienia złotego. Tempo wzrostu produkcji nie zmieniło się znacznie w stosunku do marca, a subindeks utrzymał się powyżej 55 pkt. Ostatnie obniżenie wartości krajowego indeksu PMI jest spójne ze zmianami analogicznej miary dla Niemiec czy strefy euro. Nieco gorsze nastroje, pomimo osłabienia wspólnej waluty i dodatkowego łagodzenia polityki przez EBC sugerują, naszym zdaniem, że impas w sprawie Grecji negatywnie wpływa na nastroje w regionie.

Cytat tygodnia – Wzrost będzie relatywnie niski w długim okresie

Marek Belka, prezes NBP, 6 maja, konferencja RPP

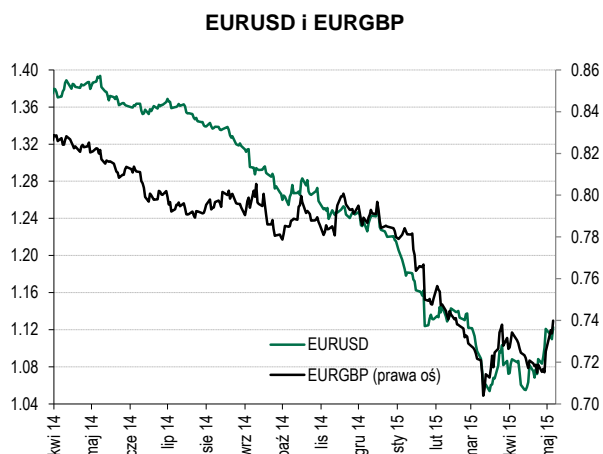
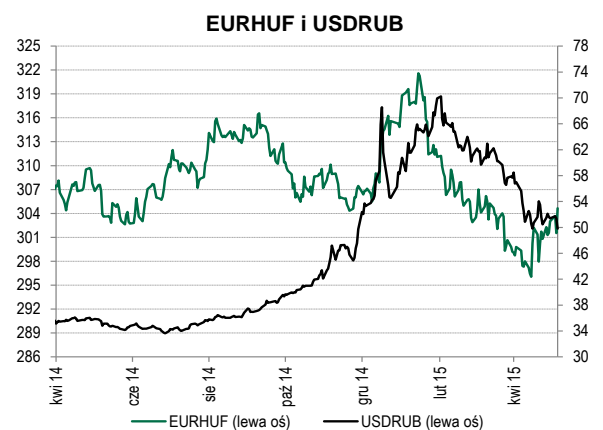
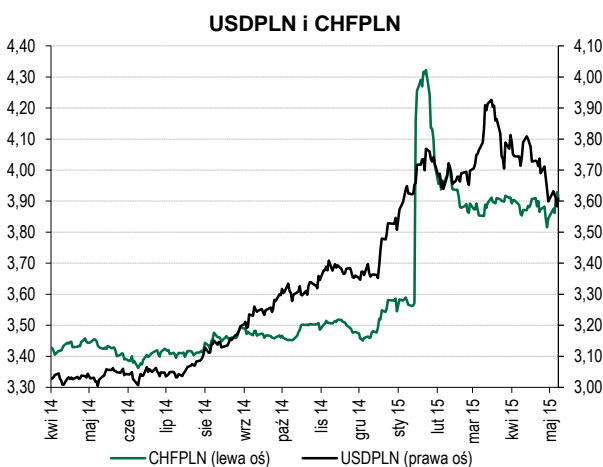
Obserwujemy kurs, złoty fluktuuje. Jesteśmy bardzo zadowoleni (...) Jeśli jest prawdą taki rozwój wypadków: relatywnie niskie tempo wzrostu, starzenie, wysoka skłonność do oszczędzania, to możliwe że będą stosunkowo niskie stopy. (...) W tym zakresie (wzrostu w krótkim okresie) powinniśmy być optymistami – gospodarka nabiera tempa.

Jan Winięcki, członek RPP, 6 maja, konferencja RPP

Środowisko zewnętrzne jest środowiskiem ponadprzeciętnie niskiego wzrostu gospodarczego oraz presji inflacyjnej i w tym kontekście oczekiwanie, że kraj średniej wielkości sam z siebie wygeneruje politykę gospodarczą, która doprowadzi do wzrostu inflacji w gospodarce raczej jest oczekiwaniem pozbawionym realizmu.

Rada Polityki Pieniężnej nie zaskoczyła w maju – stopy procentowe pozostały bez zmian, a oficjalny komunikat zmienił się w bardzo niewielkim stopniu w porównaniu z poprzednim miesiącem. Trudno się temu dziwić, ponieważ ostatnie dane makro potwierdziły przyspieszenie wzrostu PKB i dalszą poprawę na rynku pracy, inflacja zaczęła odbijać od dna, a trend aprecjacji złotego wyhamował od poprzedniego spotkania Rady. Nie było więc żadnych podstaw, aby RPP zmieniła swoje stanowisko. Oczekujemy, że krajowe stopy procentowe pozostaną stabilne przez ponad rok – dopiero pod koniec 2016 r. spodziewamy się pierwszej podwyżki stóp w reakcji na stopniowy wzrost inflacji w kierunku celu.

Rynek walutowy – Rynek pomiędzy silnymi danymi o PKB a Grecją



Mieszane nastroje na złotym ...

W minionym tygodniu większość walut krajów rozwijających (w tym złoty) straciło dość znacząco wobec euro. Wynikało to m.in. z niepewnej sytuacji w Grecji, obaw o globalny wzrost gospodarczy, a także znacznego osłabienia europejskich rynków długu. W konsekwencji EURPLN wzrósł tymczasowo do 4,085, najwyższego poziomu od końca marca. Jednakże złoty dość szybko odreagował, a kurs EURPLN oscylował między 4,05-4,07 w oczekiwaniu na kwietniowy raport z rynku pracy w USA. Dane o zatrudnieniu w USA okazały się bliskie oczekiwaniom rynkowym, więc ich wpływ na rynek był ograniczony. Na zamknięcie tygodnia EURPLN oscylował wokół 4,05.

W tym samym czasie złoty umocnił się wobec dolara amerykańskiego w wyniku wzrostu EURUSD. Kurs USDPLN tymczasowo spadł do 3,55 (najniżej od końca grudnia 2014 r.) i po szybkim odwróceniu kurs stabilizował się powyżej 3,62 (w pełni niwelując wcześniejsze zyski). W porównaniu do końca kwietnia złoty był słabszy wobec wszystkich walut, przy czym naj słabszy wobec franka (o 1,9%).

Ten tydzień będzie obfity w publikacje danych makroekonomicznych (również z krajowej gospodarki) i istotne wydarzenia jak spotkanie Eurogrupy ws. Grecji. Krajowe dane makroekonomiczne powinny wspierać złotego – oczekujemy nadwyżki na rachunku obrotów bieżących i przyspieszenia wzrostu gospodarczego w I kw. 2015 r. Z drugiej strony, utrzymująca się niepewność odnośnie Grecji może ograniczać tempo aprecjacji złotego.

... i pozostałych walutach region CEE

W regionie również forint i czeska korona traciły wobec euro, podczas gdy kurs USDRUB spadł głównie w wyniku odbicia cen ropy. Inwestorzy na rynku walutowym w Czechach nie zareagowali na wynik posiadzenia tamtejszego banku centralnego, który zgodnie z oczekiwaniami utrzymał parametry polityki pieniężnej na niezmiennym poziomie.

W tym tygodniu inwestorzy będą koncentrowali się na czynnikach zewnętrznych, w szczególności posiadzeniu Eurogrupy, która po raz kolejny będzie dyskutowała nt pomocy finansowej dla Grecji. Ponownie może pojawić się presja na osłabienie walut jeśli impas w rozmowach pomiędzy Grecją a jej wierzycielami utrzyma się. Jednakże skalę deprecjacji mogą ograniczać silne dane o PKB za I kw. 2015 dla Czech i Węgier.

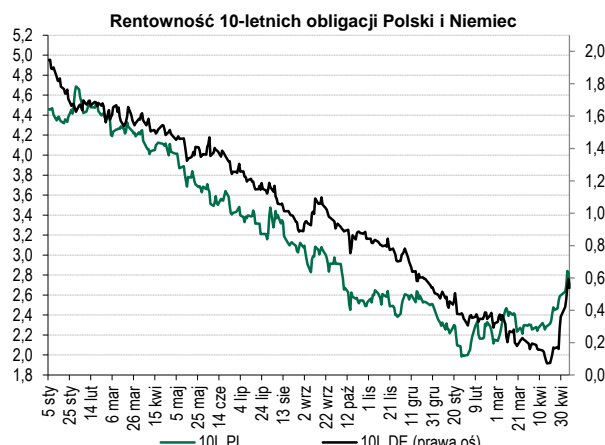
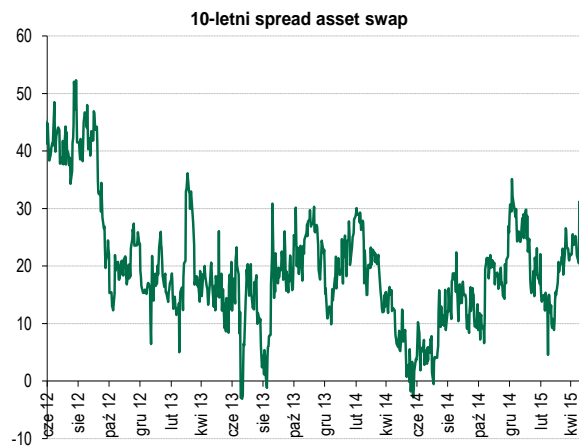
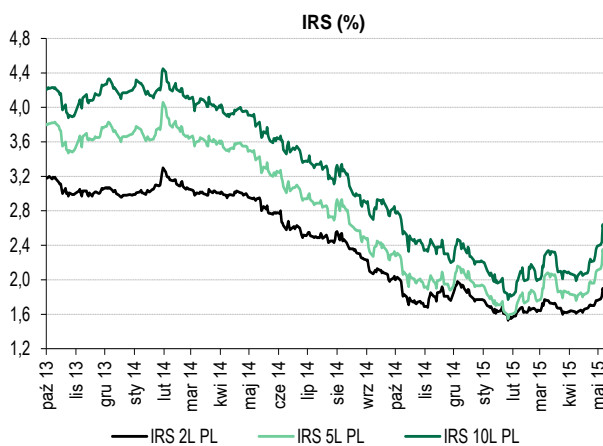
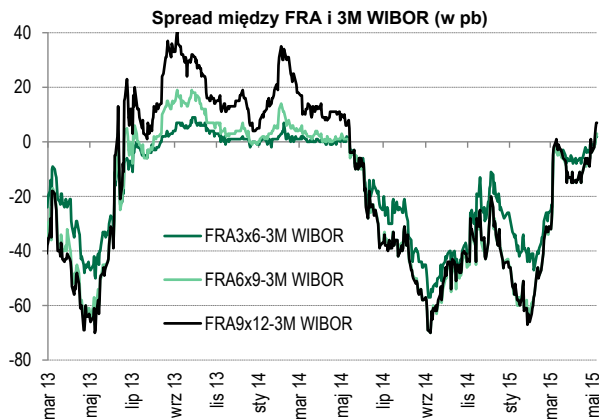
... EUR i GBP silniejsze w minionym tygodniu

W poprzednim tygodniu euro umocniło się dość znacząco wobec amerykańskiej waluty; kurs EURUSD wzrósł do prawie 1,14 (najwyżej od lutego). Wspólna waluta zyskała na wartości w wyniku słabych danych z USA, tym bardziej, że inwestorzy więcej uwagi poświęcają sygnałom płynącym z gospodarki USA, niż na przedłużającym się negocjacje z Grecją. Jednakże kurs powrócił w okolice 1,12 na koniec tygodnia w wyniku korekty w cenach ropy i odreagowaniu na europejskich rynkach długu w oczekiwaniu na miesięczny raport z rynku pracy w USA. Dane o zatrudnieniu w sektorze pozarolniczym okazały się zgodne z oczekiwaniami i ich wpływ na rynek był nieznaczny.

Funt umocnił się wobec głównych walut w wyniku informacji o wygranej konserwatystów w wyborach w wielkiej Brytanii. W efekcie kurs EURGBP spadł do 0,72 z ok. 0,74 na początku tygodnia.

W tym tygodniu najważniejszymi wydarzeniami będą spotkanie Eurogrupy, informacje o płatnościach Grecji do MFW, wstępne szacunki PKB za I kw. dla krajów UE oraz dane makro z USA. Potwierdzenie silnego wzrostu PKB w Europie za I kw. może przesłonić informacje odnośnie Grecji i wesprzeć dalszą aprecjację euro.

Rynek stopy procentowej – Niewielki potencjał do odreagowania



Rentowność 10-latk chwilowo powyżej 3%

Impuls wzrostowy rentowności i IRS zainicjowany pod koniec poprzedniego tygodnia znacznie przyspieszył w trakcie ostatnich sesji. Istotne osłabienie obligacji na rynkach bazowym i peryferyjnym strefy euro pchnęło polskie IRS i rentowności 15-30 pb w górę, w tym rentowność 10-latk przebiła tymczasowo 3%. Wypzedaż obligacji w Europie była w pewnym stopniu napędzana obawami o Grecję, ale w naszej ocenie największy wpływ na tak silne ruchy miała aktywacja zleceń stop-loss.

W tygodniowym rozrachunku, 2-, 5- i 10-letnie IRS wzrosły o 8 pb do odpowiednio 1,70 (najwyżej od grudnia), 2,19 (najwyżej od września) i 2,47 (najwyżej od października). Silne wzrosty IRS pchnęły w górę stawki WIBOR od 1 do 12 miesięcy – od 1 pb dla miesięcznej po 6 pb dla rocznej. Stawki FRA od 1x4 do 21x24 wzrosły o 4-20 pb.

W związku z gwałtownym osłabieniem polskiego długu, Ministerstwo Finansów zdecydowało się odwołać planowaną aukcję obligacji. Wiceminister finansów Artur Radziwiłł powiedział, że mając pokryte 66% potrzeb pożyczkowych oraz ponad 63 mld zł rezerw złotych oraz walutowych resort może „ograniczyć podaż obligacji lub ją wręcz wstrzymać na kilka miesięcy”.

W połowie kwietnia napisaliśmy, że 10-letni spread asset swap może rosnąć w kierunku strefy oporu 30-35 pb. W minionym tygodniu osiągnął on dolne ograniczenie tego przedziału i szybko skorygował do 20 pb.

Niewielki potencjał do odreagowania

Uważamy, że ostatnie ruchy na rynku są zbyt gwałtowne i zbyt duże aby utrzymać się w dłuższym terminie, szczególnie w kontekście dość wyraźnego odreagowania odnotowanego na koniec minionego tygodnia. Ostatnie sygnały z Chin, Europy i USA schładzają nieco optymizm odnośnie tempa wzrostu globalnej gospodarki i powinny wspierać utrzymanie nastawienia w polityce pieniężnej przez największe światowe banki i nie uzasadniają tak gwałtownego wycofywania się inwestorów z aktywów dłużnych.

Jednocześnie, uważamy że przynajmniej w przypadku polskiego długu potencjał do trwałego odreagowania jest w krótkim terminie ograniczony. Nasza prognoza inflacji zakłada odbicie od dna silniejsze niż wynika z mediany prognoz rynkowych. Oczekujemy też wyraźnego przyspieszenia tempa wzrostu PKB w I kw. 2015 i solidnego wyniku eksportu w marcu. Takie odczyty powinny schłodzić oczekiwania na obniżki stóp wśród wszystkich, którzy oczekiwali jeszcze dalszych cięć w tym roku. Odbicie inflacji i silny wzrost gospodarczy może ciążyć polskim obligacjom i ograniczać potencjał do spadku IRS w tym tygodniu.

Co więcej, kwestia pomocy finansowej dla Grecji pozostaje nierozwiązana i oczekuje się, że zaplanowane na poniedziałek posiedzenie Eurogrupy nie przyniesie żadnego wiążącego porozumienia w tej kwestii. Grecji kończy się gotówka i im bardziej negocjacje będą się przedłużać, tym bardziej zaniepokojeni mogą być inwestorzy.

Oczekujemy wzrostu rentowności i IRS w dalszej części roku pod wpływem wzmacniającego się tempa wzrostu gospodarczego i dalszego odbicia inflacji w wyniku pozytywnego wpływu programu QE prowadzonego przez EBC.

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, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl