

TYGODNIK EKONOMICZNY

18 – 24 maja 2015

W ubiegłym tygodniu globalne nastroje poprawiały się z sesji na sesję, wspierane danymi z USA i wypowiedzią prezesa EBC, w której Mario Draghi potwierdził, że program QE będzie prowadzony w pełnej skali. Niespodziewane prowadzenie Andrzeja Dudy w I turze wyborów prezydenckich odbiło się niekorzystnie na krajowych aktywach, ale mocne dane z kraju pomogły złotemu odrobić straty na koniec tygodnia. Tymczasem, krajowy dług pozostał pod presją wobec przedłużającej się przeceny na bazowym i peryferyjnym rynku długu oraz ograniczenia oczekiwań na dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez RPP. Rynek praktycznie nie zareagował na wiadomość, że KE zarekomendowała zniesienie z Polski procedury nadmiernego deficytu.

Ten tydzień jest bogaty w wydarzenia i publikacje danych. Uważamy, że dane z Europy potwierdzą ożywienie w strefie euro, podczas gdy gołębie 'minutes' FOMC z posiedzenia w kwietniu mogą wesprzeć rynek długu, jak miało to miejsce w ostatnich miesiącach. Naszym zdaniem, złoty powinien pozostać mocny, wspierany przez dobre dane z kraju, ale nerwowość może powrócić przed drugą turą wyborów. Spodziewamy się też zmienności rentowności i stawek IRS wokół tegorocznych maksimum.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (18 maja)							
Brak publikacji ważnych danych							
WTOREK (19 maja)							
11:00	DE	Indeks ZEW	V	pkt	69,0	-	70,2
11:00	EZ	HICP	IV	% r/r	0,0	-	-0,1
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	IV	% r/r	3,9	5,0	4,9
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	IV	% r/r	1,1	1,2	1,1
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	IV	tys.	1020	-	926
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	IV	tys.	1070	-	1042
ŚRODA (20 maja)							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	IV	% r/r	5,5	5,6	8,8
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna	IV	% r/r	1,0	1,0	3,0
14:00	PL	Produkcja budowlana	IV	% r/r	5,8	9,9	2,9
14:00	PL	PPI	IV	% r/r	-2,2	-2,7	-2,4
20:00	US	Minutes FOMC					
CZWARTEK (21 maja)							
3:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	V	pkt	49,4	-	48,9
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	V	pkt	51,9	-	52,1
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	V	pkt	51,7	-	52,0
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	
16:00	US	Indeks Philly Fed	V	pkt	8,2	-	7,5
16:00	US	Sprzedaż domów	IV	mln	5,2	-	5,19
PIĄTEK (22 maja)							
8:00	DE	PKB	I kw.	% r/r	1,1	-	1,4
10:00	DE	Indeks Ifo	V	pkt	108,0	-	108,6
14:30	US	CPI	IV	% m/m	0,1	-	0,2

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 Luzziński 22 534 18 85

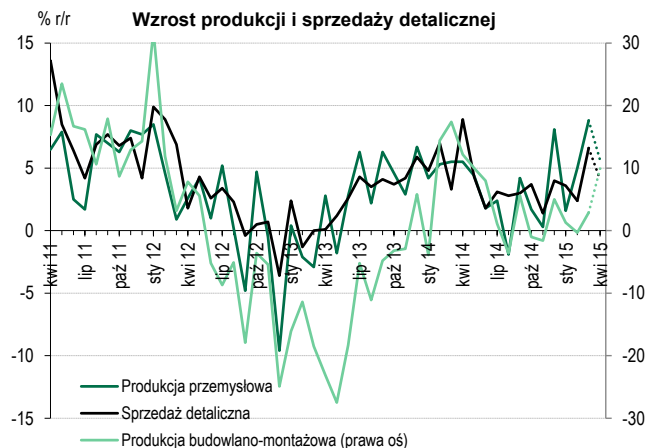
Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

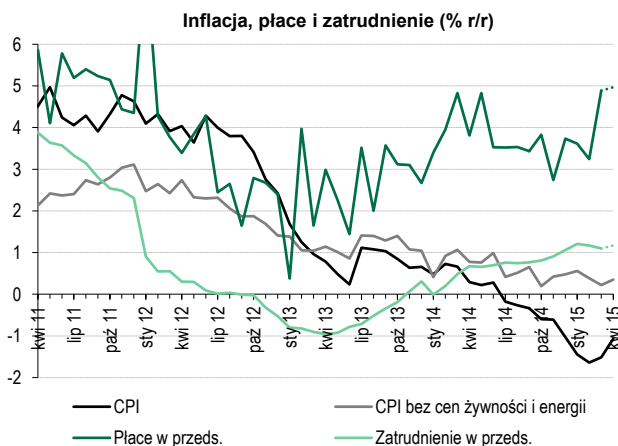
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Mocny rynek pracy, ale efekty statystyczne będą ciążyły produkcji i sprzedaży

▪ Spodziewamy się kolejnego mocnego odczytu z rynku pracy w kwietniu. Wzrost zatrudnienia nieco przyspieszył, a wzrost płac pozostał w naszych prognozach wysoki, blisko 5,0% r/r, m.in. ze względu na wcześniejszą płatność premii w KGHM. W związku z tym realne tempo wzrostu funduszu płac utrzymało się powyżej 7% r/r.

▪ Tempo wzrostu produkcji spowolniło w kwietniu, ale głównie pod wpływem efektu dni roboczych. Uważamy, że kondycja przemysłu nadal jest dobra. Spodziewamy się też przyspieszenia tempa wzrostu produkcji budowlanej.

▪ Kwietniowa realna sprzedaż detaliczna również spowolniła w porównaniu do marca w wyniku efektu bazy: Wielkanoc wypadła na początku kwietnia, wobec czego część zakupów związanych z tym świętem przypadła jeszcze na marzec. Ten efekt będzie najbardziej widoczny w sprzedaży żywności, a pozostałe kategorie będą naszym zdaniem mocne.

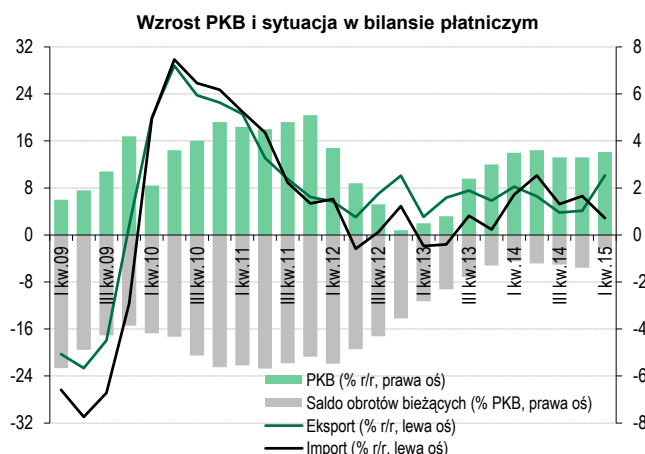
Ostatni tydzień w gospodarce – Wzrost przyspiesza, inflacja odbija w górę

▪ Inflacja CPI odbiła w kwietniu do -1,1% r/r z -1,5% r/r. W ujęciu miesięcznym ceny dóbr i usług konsumpcyjnych wzrosły o 0,4% m/m czyli najmocniej od kwietnia 2013 r. Wzrost rocznego wskaźnika CPI wynikał przede wszystkim z wyższych cen paliw oraz żywności. Podrożały zwłaszcza owoce i warzywa, najwyraźniej znika efekt embarga nałożonego przez Rosję. Spodziewamy się dalszego wzrostu wskaźnika inflacji w kolejnych miesiącach. Deflacja będzie się jednak utrzymywała do III kw., a na koniec roku zobaczymy 0,6-0,7% r/r, zatem wciąż daleko od celu inflacyjnego RPP. Presję na wzrost CPI wywierać będzie ożywienie wzrostu gospodarczego oraz bardzo niska baza statystyczna. Dane były neutralne dla perspektyw polityki pieniężnej a rynek zareagował na nie lekkim umocnieniem złotego.

▪ W I kw. wzrost PKB przyspieszył bardziej niż oczekiwano i wyniósł 3,5% r/r. Po uwzględnieniu czynników sezonowych PKB wzrósł o 1,0% kw/kw z 0,9% kw/kw w III kw. 2014 r. i 0,8% kw/kw w IV kw. 2014 r. Nie znamy jeszcze struktury wzrostu, ale w oparciu o miesięczne dane oceniamy, że silnikami wzrostu były: (1) przyspieszająca konsumpcja prywatna; (2) silny wzrost inwestycji; (3) mocniejszy eksport w wyniku ożywienia w UE. Spodziewamy się, że ten pozytywny trend będzie kontynuowany w kolejnych kwartałach i tempo wzrostu PKB może osiągnąć 4% przed końcem roku.

▪ Polski eksport wzrósł w marcu o 13,7% r/r dzięki rosnącemu popytowi ze UE, a saldo obrotów bieżących osiągnęło rekordowo wysoką nadwyżkę (1,9 mld €). Sądymy, że szybki wzrost eksportu utrzyma się i będzie wspierał przyspieszenie wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach.

▪ Nadwyżki w handlu i usługach w I kw. 2015 były wyższe od oczekiwanych i uważamy, że to może oznaczać rewizję w górę odczytu PKB za I kw., kiedy GUS w pełni uwzględni korzystne dane o handlu zagranicznym.

**Cytat tygodnia – Wyjście z EDP jest uwzględnione w ratingu**

Arnaud Louis, analityk agencji Fitch, 13.05.2015, PAP

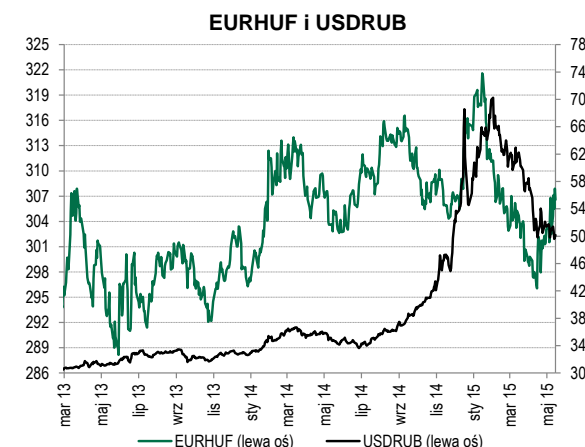
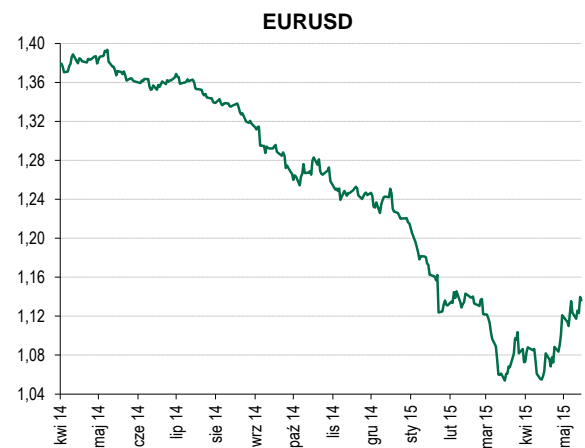
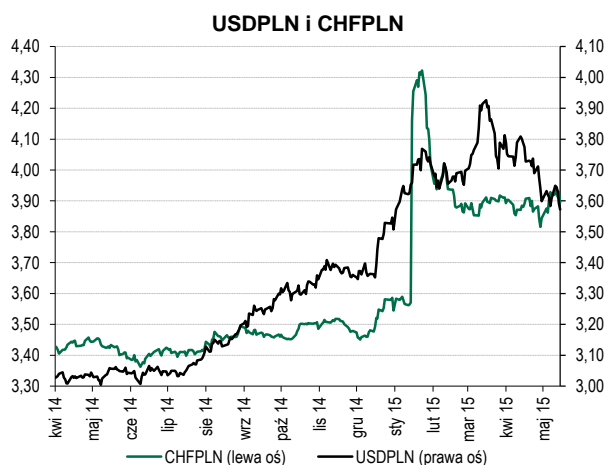
Spadek deficytu jest oczywiście pozytywny. Ale dla nas ważne jest przełożenie na relację długu publicznego do PKB. Obecnie jest ona powyżej 50 proc. Według moich szacunków deficyty ok. 2,5-3,0 proc. PKB wystarczają do stabilizacji poziomu długu do PKB lub do niewielkiej obniżki, ale to nie wystarczy [do podniesienia ratingu].

Felix Winnekens, analityk agencji S&P, 13.05.2015, PAP

Uważnie obserwujemy wybory. Kampania się zaostrza, dlatego ryzyko pewnego przedwyborczego luzowania fiskalnego jest nieco wyższe. Spodziewaliśmy się, że Polska wyjdzie z EDP w tym lub przyszłym roku. Zarówno wyjście z procedury nadmiernego deficytu, jak i przedwyborcze poluzowanie polityki pieniężnej są już uwzględnione w naszym ratingu.

Komisja Europejska potwierdziła, że jest zadowolona z postępów Polski w procesie konsolidacji fiskalnej i zarekomendowała zawieszenie procedury nadmiernego deficytu (EDP). Rada Unii Europejskiej prawdopodobnie zatwierdzi tę decyzję w czerwcu. Opuszczenie EDP daje polskiemu rządowi nieco więcej luzu w zarządzaniu budżetem. Teraz na przykład możliwe będą obniżki podatków, przez długi czas zawieszono w związku z procedurą. Biorąc pod uwagę rok wyborczy, taki krok może być sporą pokusą dla rządu, choć naszym zdaniem bardziej rozsądne byłoby kontynuowanie konsolidacji fiskalnej w czasach ożywienia gospodarczego. O ile zmiana samego ratingu Polski nie wydaje się nam zbyt prawdopodobna w niedługiej przyszłości, to nie wykluczamy możliwości zmiany perspektywy ratingu na pozytywną po zawieszeniu EDP, zwłaszcza jeśli wzrost nadal będzie zaskakiwał w górę.

Rynek walutowy – Niewielkie szanse na spadek poniżej 4,0



Znaczące wahania złotego

▪ EURPLN był dość zmienny w minionym tygodniu – najpierw wzrósł do 4,11 pod wpływem pogorszenia globalnego nastroju, a następnie spadł do 4,04 dzięki krajowym danym o CPI, PKB i saldzie obrotów bieżących, które przekroczyły oczekiwania. Globalny nastrój też nieco się ustabilizował, co też pomogło złotemu. Umocnienie krajowej waluty do euro i wzrost EURUSD pchnęły USDPLN w dół do lokalnego dołka na 3,55, najniższego poziomu od początku stycznia. Kurs GBPLN też był ostatnio dość zmienny z powodu wyraźnych zmian EURGBP w reakcji na brytyjskie wydarzenia. W poprzednim tygodniu złoty stracił do funta, który zyskał po wynikach brytyjskich wyborów parlamentarnych. W minionym tygodniu, krajowa waluta odrobiła część strat bowiem funt osłabił po obniżeniu prognoz PKB przez Bank Anglii.

▪ Ostatnia seria danych z Polski była wyraźnie sprzyjająca dla złotego bowiem pokazała, że ożywienie gospodarcze ma się dobrze i że szanse na dalsze obniżki stóp NBP są raczej niewielkie. W tym tygodniu też poznamy sporo krajowych danych, ale tylko w przypadku płac nasza prognoza jest wyraźnie powyżej konsensusu. Ogólnie, kolejna porcja publikacji powinna jednak mieć pozytywny wydźwięk i potwierdzać, że gospodarka dalej przyspiesza w II kw., co może lekko wesprzeć złotego.

▪ Globalny nastrój ustabilizował się na koniec minionego tygodnia, ale kwestia pomocy Grecji nadal pozostaje nierozwiązana. Grecja sugeruje, że warto być może zorganizować nadzwyczajne posiedzenie Eurogrupy, by przedyskutować kwestię zbliżających się dużych spłat wiarygodności (pierwsza duża partia w lipcu), a przedłużające się negocjacje mogą wg nas wywierać presję na ryzykowne aktywa. Globalni inwestorzy będą też wrażliwi na dane z USA, bowiem te publikowane ostatnio nie były zbyt przekonujące i nie jest oczywiste, że po słabym początku roku gospodarka USA przyspieszyła w II kw. Sądzymy, że niepewność związana z Grecją i amerykańską gospodarką ograniczają szanse na spadek EURPLN poniżej 4,0 w najbliższym czasie. Poza tym, na początku maja pojawiły się silne przesłanki techniczne przemawiające za wyraźnym wzrostem EURPLN.

EURUSD dalej rośnie

▪ Odbicie EURUSD było kontynuowane w zeszłym tygodniu bowiem większość danych z USA rozczarowała, a rosnące rentowności europejskich obligacji zwiększały atrakcyjność euro. Kurs osiągnął 1,145, najwyższy poziom od lutego.

▪ Sporo danych z USA poznamy w tym tygodniu i to one będą miały zapewne największy wpływ na EURUSD. Ostatnie odczyty były raczej słabe i wzmocniły obawy, że spowolnienie z I kw. przedłuży się również na II kw. Jeśli najbliższe dane to potwierdzą, wtedy rynek może jeszcze bardziej oddalić swoje oczekiwania odnośnie pierwszej podwyżki stóp przez Fed i dolar może znowu stracić do euro.

▪ Szczyt z lutego na 1,153 to kolejny po 1,145 opór dla kursu.

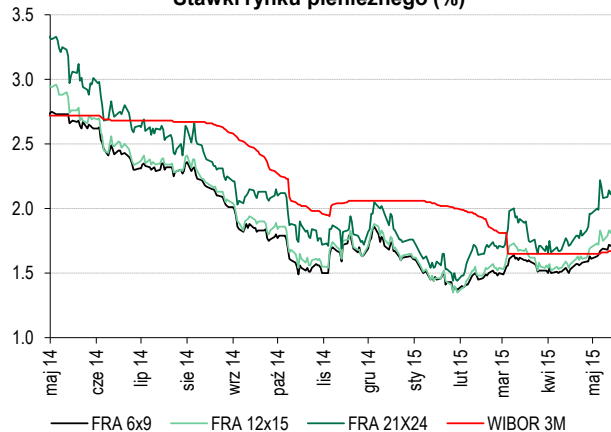
Czy trend spadkowy USDRUB zakończy się?

▪ Rubel w dalszym ciągu zyskiwał do dolara, ale tempo spadku USDRUB wyraźnie osłabło. W minionym tygodniu bank centralny Rosji ogłosił, że będzie codziennie kupował na rynku 100-200 mln \$ w celu odbudowania rezerw walutowych, których stan mocno spadł na przełomie roku kiedy bank próbował zatrzymać deprecjację rubla. Zeszłotygodniowa decyzja może być impulsem do realizacji zysków, szczególnie jeśli ceny ropy spadłyby gdyby się okazało, że kolejne dane z USA będą słabe.

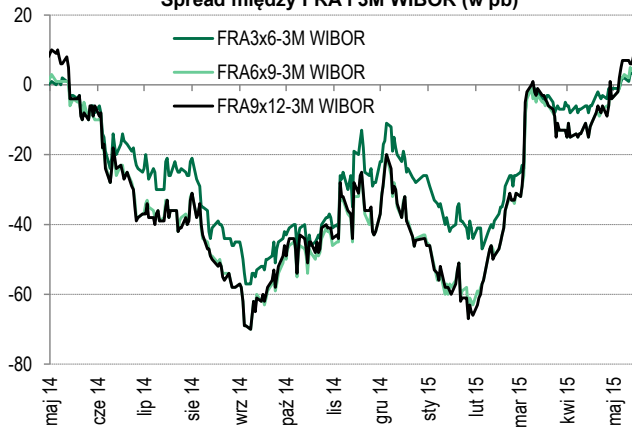
▪ Czeska korona zyskała w minionym tygodniu dzięki wstępnym danym o PKB za I kw., które pokazały największy kwartalny wzrost w historii. W reakcji na ten odczyt, EURCZK spadł do 27,33 z 27,46

Rynek stopy procentowej – Rynek długu zmienny i niepłynny

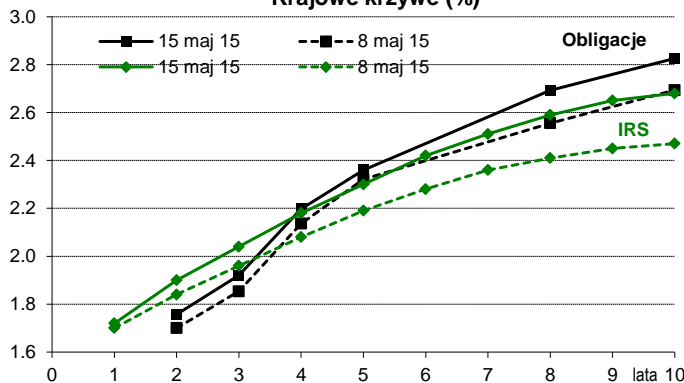
Stawki rynku pieniężnego (%)



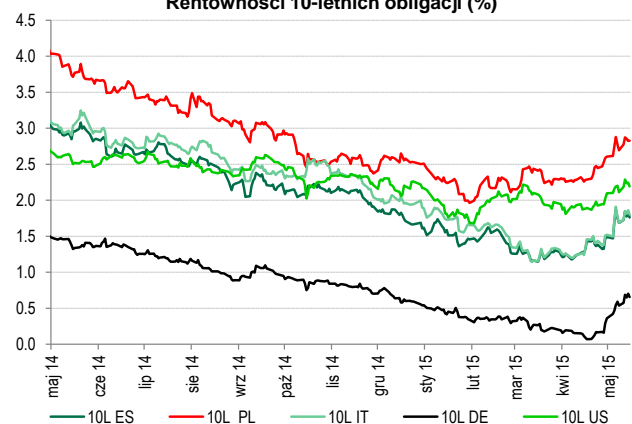
Spread między FRA i 3M WIBOR (w pb)



Krajowe krzywe (%)



Rentowności 10-letnich obligacji (%)



Rynek długu nadal pod presją

Stawki rynku pieniężnego, rentowności obligacji i stawki IRS pozostawały pod presją w minionym tygodniu. W skali tygodnia WIBORY na terminy od 3 miesięcy do roku wzrosły o 1-4 pb, podczas gdy krzywa FRA przesunęła się w górę o 2-8 pb. Inwestorzy podtrzymali swoje oczekiwania, że Rada Polityki Pieniężnej może rozpocząć zacieśnianie polityki monetarnej w perspektywie 12 miesięcy.

Zmienność na rynkach IRS i obligacji pozostała wysoka. Kontynuacja wyprzedaży na rynkach długu bazowym i peryferyjnym przyczyniła się do wzrostów IRS i rentowności obligacji. Co więcej, wypowiedzi przedstawicieli RPP, wskazujące, że stopy powinny pozostać stabilne do końca kadencji obecnej Rady w połączeniu z mocnymi danymi makro (silniejszy wzrost PKB i wyższa inflacja) nie pomogły rynkowi odreagować. W związku z tym rentowności i stawki IRS pozostały na podwyższonym poziomie, nieznacznie poniżej tegorocznych maksimum.

Krajowe krzywe wystromiły się dość znacząco w minionym tygodniu, gdyż długi koniec krzywych wzrósł najmocniej. Spread 2-10L rozszerzył się powyżej 100 pb dla obligacji i tymczasowo wzrósł do prawie 115 pb, najwyższego poziomu od maja 2014 r. W tym samym czasie spread 2-10L dla IRS rozszerzył się do prawie 80 pb, a następnie ustabilizował się nieco poniżej tego poziomu. Warto zauważyć, że strategia wystromienia krzywych jest obowiązująca również dla innych rynków CEE.

Odreagowanie zależne od nastrojów na rynkach bazowych

Czynniki zewnętrzne pozostają kluczowe dla krajowych aktywów. Wyprzedaż długoterminowych niemieckich obligacji jest kontynuowana - po krótkoterminowej stabilizacji następuje jej kolejna fala. Co więcej, zmienność utrzymuje się na wysokim poziomie. Publikowane w tym tygodniu dane makroekonomiczne z Europy (przede wszystkim wskaźniki koniunktury, szczegółowa struktura wzrostu PKB w Niemczech) powinny dać wskazówki co do perspektyw wzrostu w strefie euro na początku II kw. 2015 r. W naszej ocenie dane te nie zmieniają w sposób istotny obrazu fundamentów strefy euro. Inwestorzy z uwagą będą również śledzić publikację opisu dyskusji z kwietniowego posiedzenia Fed. Sądzymy, że gołębi wydźwięk tego raportu, podobnie jak w poprzednich miesiącach, może wesprzeć rynki bazowe. W konsekwencji, krajowe aktywa mogą odreagować w krótkim terminie. Niepewność co do dalszego rozwoju sytuacji w Grecji pozostaje głównym czynnikiem ryzyka.

Na ten tydzień Ministerstwo Finansów zaplanowało aukcję obligacji, której przeprowadzenie uzależniono od warunków rynkowych. W naszej ocenie istnieje prawdopodobieństwo, że ministerstwo zrezygnuje z tej aukcji, gdyż rosnące rentowności podwyższają koszty finansowania potrzeb pożyczkowych. Taka decyzja nie powinna być więc niespodzianką, ale również nie stanowi ona problemu biorąc pod uwagę, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w 66%. Dodatkowo, środki złotowe i walutowe będące do dyspozycji ministerstwa wynoszą 63 mld zł i stanowią dobre zabezpieczenie płynności w finansowaniu potrzeb pożyczkowych, co powinno wspierać rynek obligacji.

W tym tygodniu zostanie opublikowana seria kolejnych istotnych danych makro z krajowej gospodarki. Spodziewamy się silnego wzrostu płać w sektorze przedsiębiorstw i solidnego wzrostu produkcji i sprzedaży detalicznej, co może ciężać wycenę krajowych krzywych i ograniczać potencjał do odreagowania ostatnich wzrostów.

Biorąc pod uwagę powyższe czynniki spodziewamy się trendu bocznego, z rentownościami i stawkami IRS na wysokim poziomie, blisko tegorocznych maksimum.

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