

TYGODNIK EKONOMICZNY

25 – 31 maja 2015

Nastroje na rynkach pogorszyły się w minionym tygodniu pod wpływem rosnących obaw o niewypłacalność Grecji oraz słabych danych z Niemiec. Częściowo zostało to skompensowane reakcją na wypowiedź przedstawiciela EBC, który zapowiedział kumulację skupu aktywów przed wakacjami. Krajowe dane makro były słabsze od oczekiwań (w szczególności produkcja i sprzedaż detaliczna), ale naszym zdaniem był to efekt Wielkanocy, którego nie doceniliśmy w naszych prognozach. Uważamy, że kwietniowe dane nie sygnalizują pogorszenia sytuacji w gospodarce, a są jedynie przejściowym zaburzeniem w danych. We wtorek zostanie opublikowany Biuletyn Statystyczny, który powinien nam pomóc w pełniejszym wyjaśnieniu zagadki kwietniowych danych. Złoty dość wyraźnie osłabił się w ostatnim tygodniu pod wpływem słabszych danych i niepewności przed II turą wyborów prezydenckich. Jednocześnie, obligacje nieco odreagowały wcześniejsze osłabienie, w ślad za umocnieniem na rynkach bazowych.

Wynik wyborów prezydenckich będzie zapewne najgorętszym tematem początku nowego tygodnia, szczególnie że na wielu rynkach za granicą (m.in. USA, UK, Niemcy) poniedziałek jest wolny od pracy. Ostatnie sondaże nie wskazywały jednoznacznie na faworyta. Jeżeli wygra Andrzej Duda, nie można wykluczyć wzrostu zmienności rynkowej, ponieważ niektóre jego propozycje są kontrowersyjne lub kosztowne, a dodatkowo taki wynik zwiększy niepewność o wynik wyborów parlamentarnych na jesieni. Nie spodziewamy się jednak mocnej korekty z tego powodu. Znacznie większym ryzykiem jest naszym zdaniem sytuacja w Grecji, gdzie czas na porozumienie w sprawie pomocy finansowej szybko się kończy. Niemiecki minister finansów ostrzegł w piątek, że rośnie ryzyko wprowadzenia w Grecji równoległej waluty. W piątek poznamy dane o polskim PKB za I kw., które powinny potwierdzić, że przyspieszający wzrost gospodarczy napędzany był przez wszystkie główne komponenty. Co więcej, nie wykluczamy rewizji PKB w górę za sprawą wyjątkowo pozytywnych danych o handlu zagranicznym za marzec. Dla rynków zagranicznych kluczowe będą dane z USA, które mogą wpłynąć na oczekiwania dot. terminu podwyżki stóp przez Fed.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (25 maja)							
Brak publikacji ważnych danych							
WTOREK (26 maja)							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	IV	%	11,3	11,3	11,7
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	1,65	-	1,8
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	IV	% m/m	-0,5	-	4,0
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	V	pkt	95,2	-	95,2
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	IV	tys.	500	-	481
ŚRODA (27 maja)							
Brak publikacji ważnych danych							
CZWARTEK (28 maja)							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	274
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	IV	% m/m	0,7	-	1,1
PIĄTEK (29 maja)							
10:00	PL	PKB	I kw.	% r/r	3,5	3,5	3,3
10:00	PL	Spożycie indywidualne	I kw.	% r/r	3,2	3,4	3,0
10:00	PL	Inwestycje	I kw.	% r/r	6,4	8,5	8,6
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	V	% r/r	-	-	0,2
14:30	US	Drugi szacunek PKB	I kw.	% kw./kw.	0,2	-	2,2
16:00	US	Indeks Michigan	V	pkt	90,0	-	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

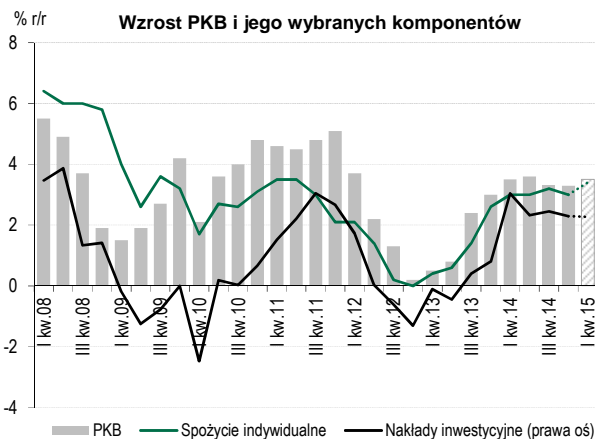
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

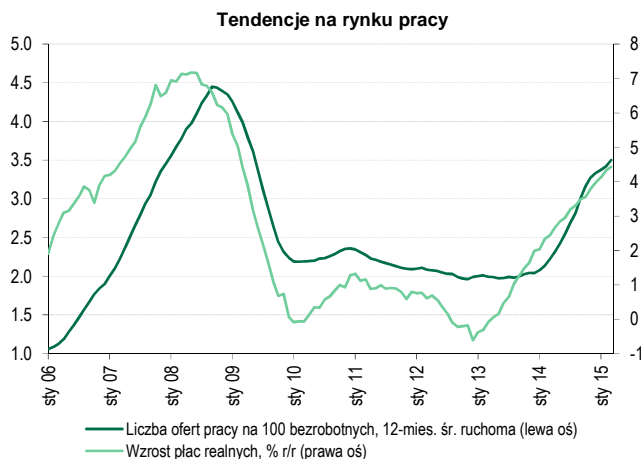
Wydarzenia nowego tygodnia – Niższe bezrobocie i wyższy wzrost PKB



▪ Spodziewamy się spadku stopy bezrobocia rejestrowanego do 11,3% w kwietniu. Nasza prognoza jest spójna z szacunkiem Ministerstwa Pracy, zatem niespodzianka jest bardzo mało prawdopodobna. Spodziewamy się dalszych spadków bezrobocia w nadchodzących miesiącach.

▪ Oczekujemy, że szczegółowe dane o PKB pokażą: (1) przyspieszającą konsumpcję prywatną (efekt kontynuacji poprawy na rynku pracy, rosnących płac realnych); (2) silny wzrost inwestycji (tak prywatnych, jak i publicznych); (3) mocniejszy eksport w wyniku ożywienia popytu z Unii Europejskiej. Naszym zdaniem wstępny szacunek wzrostu w I kw. (3,5% r/r) może zostać zrewidowany w górę, gdyż dane o handlu zagranicznym w marcu zaskoczyły na plus, a prawdopodobnie nie zostały jeszcze uwzględnione przez GUS w pierwszym odczycie. Spodziewamy się kontynuacji pozytywnego trendu i przyspieszenia wzrostu PKB do 4% r/r jeszcze w tym roku.

Ostatni tydzień w gospodarce – Dane słabsze pod wpływem efektów statystycznych

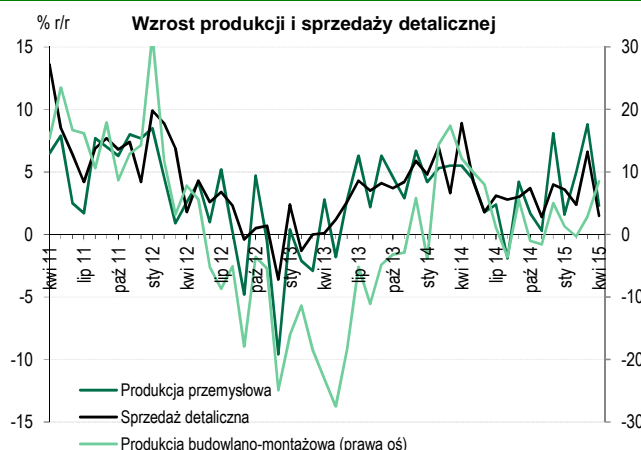


▪ W kwietniu zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 1,1% r/r, a w ujęciu miesięcznym zanotowano spadek. Nie musi to jednak sugerować spadku popytu na pracę, gdyż pozostałe statystyki (patrz wykres obok) pokazują raczej, że może już brakować rąk do pracy, co w średnim okresie może przełożyć się na wzrost presji płacowej. Płace urosły o 3,7% r/r, mniej niż w marcu i poniżej naszej prognozy, ale spodziewamy się kontynuacji pozytywnego trendu w nadchodzących miesiącach.

▪ Wzrost produkcji przemysłowej gwałtownie wyhamował w kwietniu do 2,3% r/r (z 8,8% r/r w marcu), najniższego poziomu od stycznia. To wynikało z braku wsparcia w liczbie dni roboczych oraz spadku produkcji żywności (-7,2% r/r vs mocnego +10,1% r/r w marcu). Może to mieć związek z terminem Wielkanocy. Niestety nie doceniliśmy skali tego zjawiska w swoich prognozach. Co ważne, w innych kategoriach nie nastąpiło mocne załamanie.

▪ Wzrost produkcji budowlanej był mniej więcej zgodny z naszymi oczekiwaniami i przyspieszył do 8,5% r/r, głównie ze względu na efekt niskiej bazy statystycznej.

▪ Kwietniowy wzrost sprzedaży detalicznej w cenach stałych wyniósł 1,5% r/r, wyraźnie mniej niż w marcu (6,6% r/r). Także w tym przypadku spowolnienie miało związek z Wielkanocą, która wypadła w kwietniu – tak jak w 2014 r., ale tym razem na samym początku miesiąca, co spowodowało przeniesienie części wydatków świątecznych na koniec marca. Wg naszych szacunków, sprzedaż po wyłączeniu żywności wzrosła o 2,4% r/r wobec 3,7% r/r w marcu. Przypominamy jednak, że sprzedaż detaliczna nie była zbyt dobrym przybliżeniem wzrostu konsumpcji prywatnej w ostatnich kwartałach. Biuletyn Statystyczny, który zostanie opublikowany w przyszłym tygodniu, pokaże dane o obrotach w handlu detalicznym, które zawierają także małe sklepy, które ostatnio regularnie pokazywały lepsze wyniki niż sprzedaż detaliczna.



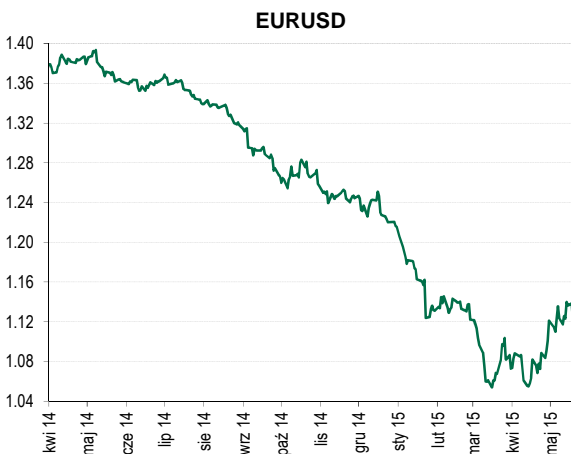
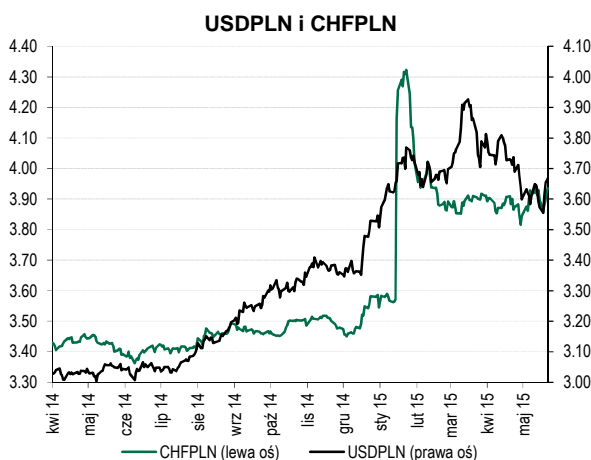
Cytat tygodnia – Poziom stóp adekwatny do bieżącej sytuacji

Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, 20.05.2015, Reuters

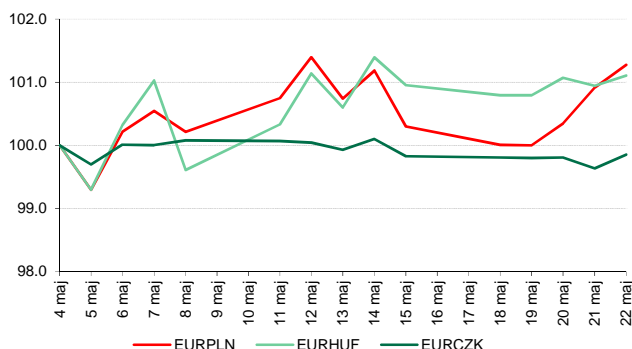
Na razie prawdopodobnie ten poziom stóp, który został wypracowany, jest adekwatny do bieżącej sytuacji i chyba jest adekwatny dla najbliższych czterech kwartałów. Sądzę, że do końca naszej kadencji zmiany stóp raczej nie będzie, chyba że coś się wydarzy. Jeśli zajdą jakieś szczególne okoliczności, RPP podejmie odpowiednie kroki. (Projekcje inflacyjne) będą kluczowe dla podjęcia decyzji, czy rzeczywiście utrzymać obecny poziom stóp, czy też dostosować je do nowych warunków. (...) RPP zdaje sobie sprawę z tego, że efekty jej działań będą widoczne po 6-8 kwartałach. (...) Kiedy uda się zrealizować cel inflacyjny, to naprawdę trudno powiedzieć. W tej chwili te projekcje i prognozy, które mamy, nie pokazują w horyzoncie projekcji powrotu do celu.

Brak zmian jeśli chodzi o politykę pieniężną. Kolejny członek RPP powtórzył w zeszłym tygodniu, że poziom stóp procentowych jest adekwatny do bieżącej i oczekiwanej sytuacji gospodarczej oraz że brak zmian w polityce pieniężnej do końca kadencji RPP jest prawdopodobny. Minutes z ostatniego posiedzenia Rady, opublikowane przez NBP, nie zmieniły również perspektyw polityki pieniężnej – w ocenie Rady deflacja utrzyma się w nadchodzących kwartałach a wzrost PKB będzie przyspieszał. Jednak trwałość ożywienia nie jest pewna. Wciąż uważamy, że kolejną decyzją Rady będzie podwyżka stóp NBP i nie nastąpi ona wcześniej niż w IV kw. 2016 r.

Rynek walutowy – Wyniki wyborów prezydenckich i Grecja w centrum uwagi



Złoty i waluty regionu CEE (początek maja = 100)



Złoty pod presją danych makro, wyborów i Grecji

W minionym tygodniu złoty osłabił się dość znacząco w wyniku znacząco słabszych danych makro z krajowej gospodarki (produkcja, sprzedaż detaliczna), obaw o możliwość bankructwa Grecji i niepewności co do wyników wyborów prezydenckich w Polsce. W konsekwencji złoty tracił na wartości z sesji na sesję, w tym EURPLN wzrósł tymczasowo do ok. 4,106 (najwyższego poziomu od marca). Na koniec tygodnia sytuacja niewiele się zmieniła i kurs oscylował blisko 4,10.

W skali tygodnia złoty osłabił się wobec wszystkich walut. Krajowa waluta straciła najbardziej wobec dolara (ok. 2,7%) i funta brytyjskiego (ok. 2,1%).

Wybory prezydenckie w naszym kraju i Grecja pozostaną głównymi tematami w tym tygodniu. Wygrana kandydata opozycji Andrzeja Dudy w drugiej turze wyborów prezydenckich, które odbędą się 24 maja może ciężać nastrojom rynkowym. Jednak naszym zdaniem taki scenariusz jest już częściowo dyskontowany przez rynek. W związku z tym nie wykluczamy nieznacznego odreagowania złotego, gdyż inwestorzy mogą zastosować starą maksymę "kupuj plotki, sprzedawaj fakty". Co więcej, napływające dane z gospodarki USA powinny potwierdzić, że Fed nie będzie spieszył się z podwyżkami stóp. Ten czynnik, w połączeniu ze szczegółowymi danymi o PKB Polski za I kw., powinien wspierać złotego. Jednak ewentualne odreagowanie złotego będzie ograniczone przez niepewność dotyczącą sytuacji w Grecji. Do tej pory nie ma sygnałów mówiących o przełomie w rozmowach, które odblokowałyby fundusze pomocowe dla tego kraju. Podsumowując, oczekujemy, że kurs EURPLN pozostanie w przedziale 4,02-4,11 w nadchodzącym tygodniu. Przełamanie poziomu wsparcia otworzy drogę w kierunku tegorocznego minimum na 3,965.

EURUSD pozostanie w trendzie bocznym

W minionym tygodniu dolar początkowo zyskiwał na wartości wobec euro. Kurs EURUSD spadł do prawie 1,105 z 1,145 w wyniku informacji, że EBC może zwiększyć program QE w okresie maj-czerwiec oraz niepewności związanych z osiągnięciem porozumienia pomiędzy Grecją a jej wierzycielami. Gołębi wydzwięk opisu dyskusji FOMC spowodował wzrost EURUSD w okolice 1,12, jednak na koniec tygodnia kurs ponownie znalazł się blisko 1,10 po danych inflacyjnych z USA.

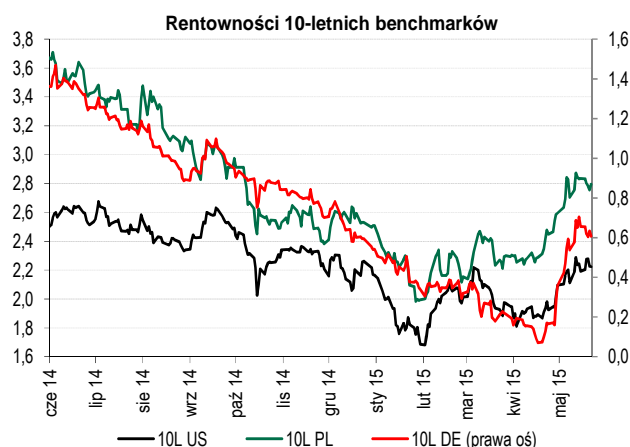
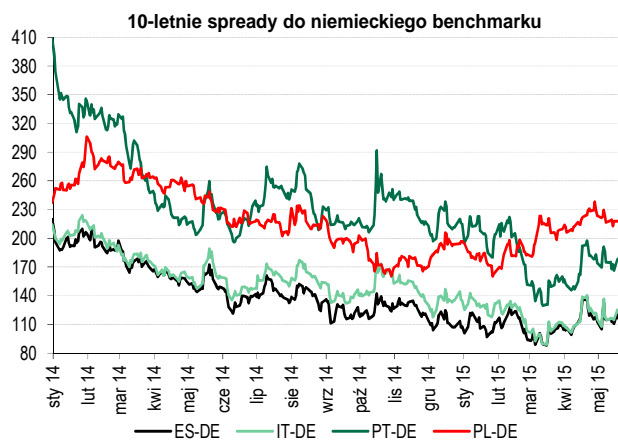
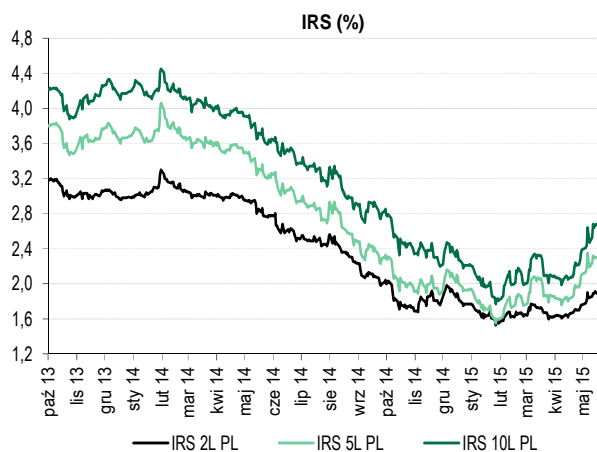
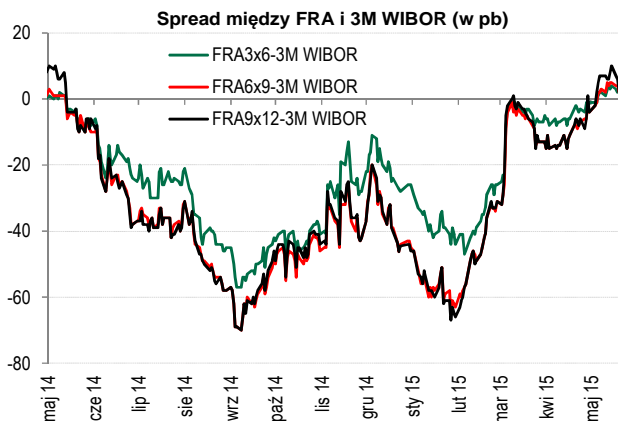
W tym tygodniu dominować będą publikacje danych makro z USA. W naszej ocenie możemy zobaczyć stosunkowo słabe dane, potwierdzające, że podwyżki stóp przez Fed będą później niż wcześniej (obecnie rynek dyskontuje pierwszą podwyżkę pod koniec roku). W efekcie sądzimy, że EURUSD pozostanie w trendzie bocznym, oscylując między 1,10-1,145, w oczekiwaniu na szczegóły dalszych działań EBC (monetarne posiedzenie EBC odbędzie się 3 czerwca).

Forint słabszy w efekcie pogorszenia nastrojów

Sytuacja na rynkach walut regionu CEE pozostaje dość zróżnicowana. O ile czeska korona i rubel pozostały względnie odporne na zmianę globalnych nastrojów, to forint, podobnie jak i złoty, osłabił się dość znacząco w wyniku nierozwiązanej kwestii pomocy dla Grecji. EURHUF tymczasowo wzrósł do 308, by na koniec tygodnia nieco obniżyć się, osiągając tymczasowo 306,5.

W tym tygodniu Grecja pozostanie w centrum uwagi, oddziałując na nastroje inwestorów, głównie na Węgrzech. Podczas gdy EURCZK pozostanie w trendzie bocznym, zmienność forinta będzie wysoka m.in. ze względu na posiedzenie banku centralnego (wtorek, 26 maja). Powszechnie oczekuje się obniżki stóp o 15 pb, co może ciężać wycenę HUF. W naszej ocenie, kurs EURHUF wycenienia gołębie nastawienie banku centralnego Węgier, dlatego też wpływ kolejnych obniżek na kurs powinien być raczej ograniczony.

Rynek stopy procentowej – Dane z USA ważniejsze niż czynniki krajowe



Rentowności i IRS niżej po polskich danych

▪ IRS i rentowności spadły w minionym tygodniu nawet o 10 pb w wyniku stabilizacji globalnego nastroju, umocnienia na rynku długu w Europie i w reakcji na wyraźnie słabsze od oczekiwań polskie dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. 2-letni IRS zakończył tydzień na 1,85% (6 pb poniżej lokalnego szczytu), 5-letni na 2,24% (11 pb poniżej lokalnego szczytu) a 10-letni na 2,59% (9 pb poniżej szczytu z połowy maja).

▪ Rozczarowujące dane z Polski wpłynęły także na rynek FRA gdzie dłuższe stawki spadły o ponad 10 pb. Teraz rynek wycenia 80% szans na 25% podwyżki za 18 miesięcy, podczas gdy na początku maja oczekiwał podwyżki o 50 pb w tym samym czasie. Bieżąca wycena rynku FRA jest mniej więcej zgodna z naszym scenariuszem zakładającym podwyżkę stóp o 25 pb w IV kw. 2016.

▪ Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 4,06 mld zł, a więc nieco powyżej górnej granicy planowanej podaży (4 mld zł). Prawie 1,1 mld zł pozyskano ze sprzedaży OK0717, a ponad 2,9 mld zł z PS0420. Rentowności uzyskane na aukcji były nieco wyższe niż na rynku wtórnym, ale oceniamy, że kwota uzyskana ze sprzedaży długu jest satysfakcjonująca i aukcję można uznać za dość udaną biorąc pod uwagę ostatnie silne wahania na polskim rynku obligacji. Szacujemy, że po wczorajszej aukcji potrzeby pożyczkowe są pokryte w ok. 69%.

Dane z USA ważniejsze niż czynniki krajowe

▪ Najbliższe dni mogą być dość ciekawe na polskim rynku długu bowiem na początku i końcu tygodnia uwaga inwestorów skupi się na czynnikach krajowych, a w międzyczasie istotne mogą być dane marko z USA. Naszym zdaniem, decydujące będą jednak sygnały z zagranicy.

▪ Jeszcze dwa tygodnie temu słabe odczyty z USA wzmacniały awersję do ryzyka i zmienność na globalnym rynku bowiem nasilały się obawy o globalny wzrost gospodarczy. Nastroj na światowym rynku ustabilizował się jednak w ostatnich dniach i zeszłotygodniowe gorsze od oczekiwań dane z USA oddaliły podwyżkę stóp Fed, wspierając globalny rynek obligacji. W tym tygodniu poznamy sporo danych zza oceanu i wg nas reakcja na te odczyty będzie analogiczna jak ostatnio – wyniki poniżej konsensusu będą umacniać rynki bazowe i w pewnym stopniu też polskie obligacje. Rentowność krajowej 10-latki podążała za notowaniami długu niemieckiego oraz USA i wg nas podobnie będzie w najbliższym tygodniu.

▪ Wynik wyborów prezydenckich może wpłynąć na polski rynek na początku tygodnia, ale sądzimy że ewentualna reakcja będzie jedynie chwilowa i ograniczona w skali. Większe szanse na wywołanie wyraźniejszych zmian mają szczegółowe dane o PKB za I kw. Biorąc pod uwagę rekordową nadwyżkę na saldzie obrotów bieżących za marzec widzimy ryzyko w górę dla wstępnego 3,5% i zrewidowany odczyt możemy poznać już w tym tygodniu. Nawet jeśli faktycznie nastąpi rewizja w górę, to wpływ tych danych może zostać ograniczony przez słabsze od prognoz dane o kwietniowej produkcji i sprzedaży oraz ostatnie raczej gorsze od oczekiwań odczyty ze strefy euro i USA, które schłodziły oczekiwania rynku odnośnie tempa odbicia globalnej gospodarki w II kw. br.

▪ W piątek Ministerstwo Finansów opublikuje plan podaży długu na czerwiec. Wstępnie planowano jedną aukcję standardową i jedną warunkową aukcję zamiany, ale plan ten może ulec zmianie z powodu odwołanej w maju aukcji ze względu na podwyższoną zmienność na rynku.

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