

Tygodnik ekonomiczny

25 czerwca – 1 lipca 2012

Na początku minionego tygodnia na rynku powtórzyła się sytuacja z poprzedniego poniedziałku. Najpierw dominował optymizm dzięki wynikom greckich wyborów, które dawały nadzieje na powstanie koalicji kontynuującej realizację podjętych zobowiązań. Podobnie jak tydzień temu, kiedy popyt na ryzyko wspierała zgoda na udzielenie pomocy hiszpańskim bankom, szybko nastąpiła jednak korekta nastrojów. Inwestorzy zdali sobie sprawę, że sytuacja w Grecji nadal jest trudna, a wyzwania przed nią stojące bardzo wymagające. Uspokojenie sytuacji przyniosło dopiero przeniesienie uwagi inwestorów za ocean. Nadzieje na to, że Fed ogłosi plany dalszego wspierania gospodarki USA pomogły ryzykownym aktywom odrobić przynajmniej część strat. Chociaż decyzja o tym, aby wydłużyć czas trwania „operacji Twist” do końca roku i skupić długoterminowe obligacje za 267 mld \$ (i sprzedać papiery krótkoterminowe za tę samą kwotę) nie do końca usatysfakcjonowała inwestorów, to negatywna reakcja była umiarkowana. Dopiero po rozczarowujących wstępnych PMI nastąpiło nasilenie obaw o globalną gospodarkę i wyraźniejszy wzrost awersji do ryzyka. O ile w tygodniowym rozrachunku na rynku walutowym sytuacja nie zmieniła się, to na krajowym rynku długu odnotowano bardzo duże umocnienie papierów ze środka i długiego końca - rentowności obligacji 5- i 10-letnich osiągnęły nowe tegoroczne minima. Przyczyniła się do tego poprawa nastrojów, bardzo udana aukcja 5-letniego benchmarku i bardzo gołębia wypowiedź Elżbiety Chojnej-Duch.

Korzystne wyniki wyborów parlamentarnych w Grecji i zgoda na udzielenie pomocy hiszpańskim bankom przyczyniły się do pewnego spadku obaw o strefę euro. Nie zmienia to faktu, że presja na podjęcie konkretnych decyzji w kierunku rozwiązania kryzysu zadłużeniowego na zaplanowanym na koniec tego tygodnia szczycie jest nadal wysoka. Presję tę mogą dodatkowo wzmocnić wyniki aukcji włoskich obligacji zaplanowane na wtorek i czwartek. Oprócz komentarzy w związku z tym wydarzeniem istotne dla rynku (w tym notowań złotego) mogą też być dane z USA na czele z ostatecznym szacunkiem PKB za I kw. oraz indeksem nastrojów konsumentów. Uwaga inwestorów na rynku obligacji skupi się również na publikacji planów emisyjnych na III kw., w szczególności na strukturze oferty.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (25 czerwca)							
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	V	mln	345	-	343
WTOREK (26 czerwca)							
8:00	DE	Indeks GfK	VII	pkt	5,6	-	5,7
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	V	% r/r	7,3	8,1	5,5
10:00	PL	Stopa bezrobocia	V	% r/r	12,6	12,6	12,9
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	IV	% m/m	0,2	-	0,1
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	VI	pkt	64,0	-	64,9
ŚRODA (27 czerwca)							
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	V	% m/m	0,4	-	0,0
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	V	% m/m	1,1	-	-5,5
CZWARTEK (28 czerwca)							
11:00	EZ	Indeks nastrojów konsumentów	VI	pkt	-19,6	-	-19,3
14:30	US	PKB	I kw.	% kw/kw	1,9	-	3,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	387
PIĄTEK (29 czerwca)							
10:00	EZ	Podaż pieniądza	VI	% r/r	2,2	-	2,5
11:00	EZ	Wstępny HICP	VI	% r/r	2,3	-	2,4
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	I kw.	mld €	-	-3,62	-4,96
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	VI	% r/r	-	-	4,3
14:30	US	Wydatki konsumentów	V	% m/m	0,1	-	0,3
14:30	US	Dochody osobiste	V	% m/m	0,2	-	0,2
14:30	US	Bazowy PCE	V	% m/m	0,2	-	0,1
15:45	US	Indeks Chicago PMI	VI	pkt	53,0	-	52,7
15:55	US	Indeks Michigan	VI	pkt	77,5	-	74,1

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet

Maciej Reluga

Główny Ekonomista 22 586 8363

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Piotr Bielski

Starszy Ekonomista 22 586 8333

Marcin Sulewski Analityk

22 586 8342

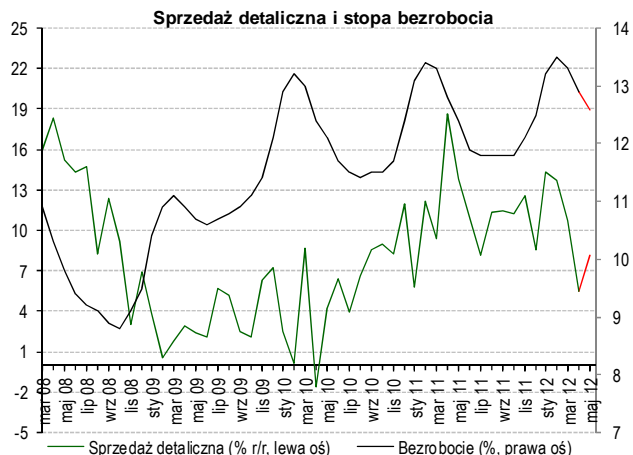
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

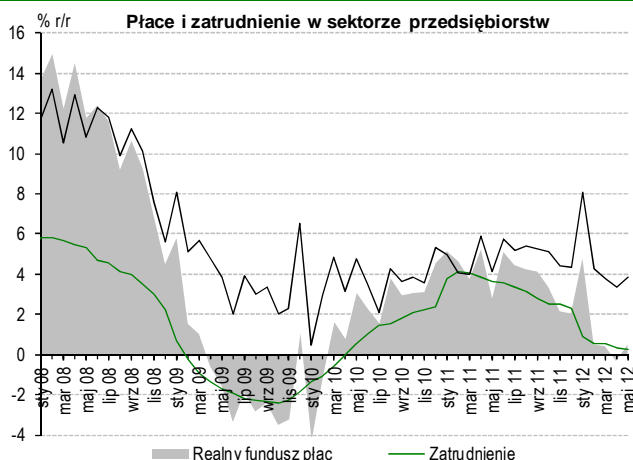
22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Normalizacja sprzedaży, sezonowy spadek bezrobocia

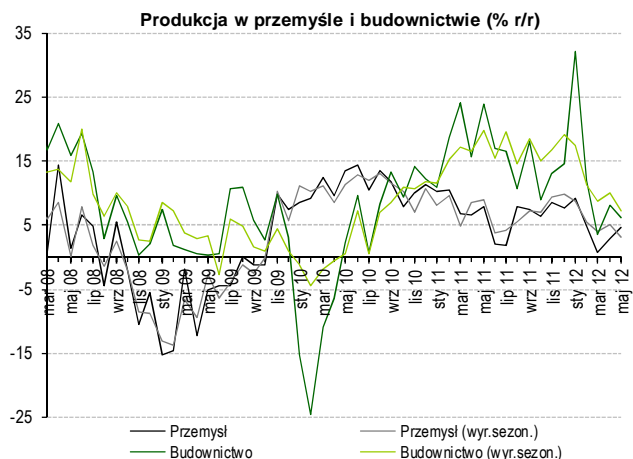


- Spodziewamy się odbicia rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej, które będzie wynikało z normalizacji sytuacji po zburzeniach z marca i kwietnia wynikającymi z terminu Świąt Wielkanocnych. Majowe tempo wzrostu było jednak naszym zdaniem poniżej średniej z ostatnich kilku miesięcy i sądzimy, że utrzyma się poniżej 10% do końca tego roku. Prognoza ta jest spójna z trwającą i oczekiwaną stagnacją na rynku pracy, co będzie ograniczać popyt konsumpcyjny.
- Oczekujemy, że maj był trzecim kolejnym miesiącem spadku stopy bezrobocia. Obniżenie się tego wskaźnika wynika jednak głównie z czynników sezonowych oraz w mniejszym stopniu z organizacji EURO2012.
- Ogólnie, dane pokażą, że siła popytu konsumpcyjnego spada i będzie to miało odzwierciedlenie w kwartalnych danych o PKB.

Ostatni tydzień w gospodarce – Zatrudnienie i produkcja potwierdzają spowolnienie



- Tempo wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw utrzymało się w maju na poziomie z kwietnia (0,3% r/r) i było zgodne z konsensusem i nieco lepsze od naszych oczekiwań (0,2% r/r). W ujęciu miesięcznym liczba zatrudnionych spadła o niecały tysiąc, zaś od stycznia w sektorze przedsiębiorstw ubyło już ponad 21 tys. miejsc pracy. Krajowy popyt na pracę jest bardzo słaby, na co wg nas wpływ ma spowolnienie za granicą, oraz kiepska sytuacja w sektorze budowlanym.
- Wynagrodzenia wzrosły o 3,8% r/r, mniej więcej zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami (3,9% r/r). Po raz pierwszy od lutego zaobserwowaliśmy dodatni realny wzrost płac (0,2% r/r), na co wpływ miał spadek wskaźnika inflacji CPI. Wzrost realnych płac jest jednak mizerny, co wspiera naszą prognozę dalszego spowolnienia konsumpcji prywatnej w II kw. br.



- Wzrost produkcji przemysłowej wyniósł w maju 4,6% r/r, czyli nieco powyżej naszej prognozy (4,0%) i znacznie powyżej konsensusu rynkowego (2,9%). Wprawdzie roczna dynamika przyspieszyła w porównaniu z dwoma poprzednimi miesiącami (0,8% r/r w marcu i 2,9% r/r w kwietniu), ale naszym zdaniem wynikało to głównie z efektów kalendarzowych (rozkład dni wolnych i świąt w tym i poprzednim roku).
- Produkcji oczyszczona z wahań sezonowych wg GUS obniżyła się w maju do 3,1% r/r, najniższego poziomu od października 2009. Hamowanie aktywności w polskim sektorze przemysłowym wynika przede wszystkim ze spadku zamówień zagranicznych, będących efektem pogłębiającej się zapaści w strefie euro. W kolejnych miesiącach nie należy się spodziewać poprawy sytuacji w krajowym przemyśle, bo dekoniunktura w krajach strefy euro nadal pogłębia się szybkim tempie.

Cytat tygodnia – Nowa projekcja inflacji będzie kluczowa

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 21.06, Reuters

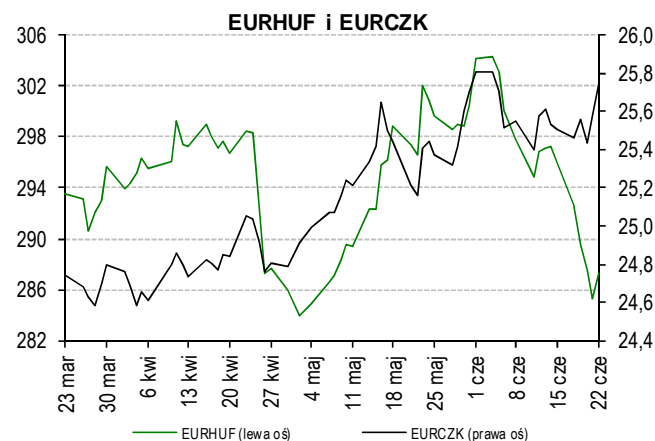
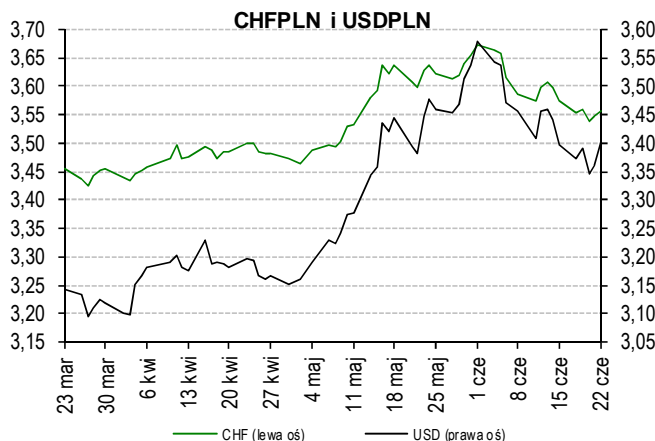
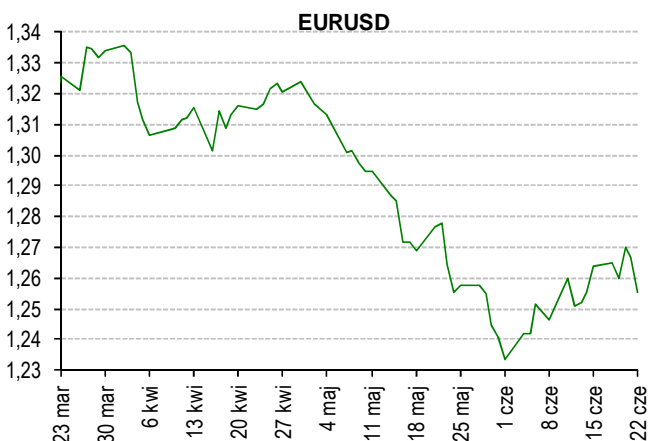
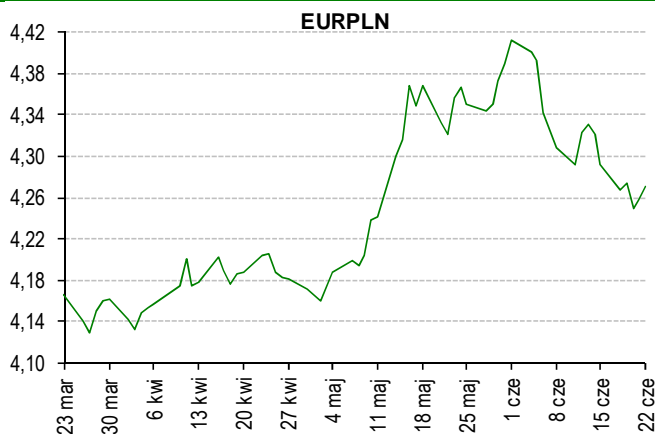
(...) będę analizowała lipcową projekcję inflacyjną pod kątem obniżenia stóp procentowych w tym roku. (...) Oczekiwania inflacyjne kształtują się pod wpływem bieżącej inflacji i nie zagraża nam ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy (...).

Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 22.06, PAP

Na pewno jest w Radzie determinacja do walki z inflacją. Nie należy jednak pochopnie podejmować decyzji o podwyżce stóp procentowych, musi to być ostrożne i wyważone. Jeśli jednak inflacja miałaby nadal wzrastać, to absolutnie nie będzie błędem zaostrzenie polityki pieniężnej. Niewątpliwie lipcowa projekcja makroekonomiczna będzie miała tu istotne znaczenie. Uważam, że jeśli projekcja wskaże na ponowny wzrost dynamiki inflacji i oddalenie się perspektywy osiągnięcia celu, to należałoby rozważyć podwyżkę stóp już w lipcu.

Elżbieta Chojna-Duch jako pierwsza (i zapewne w najbliższych miesiącach jako jedyna) powiedziała o możliwości obniżenia stóp NBP. Wypowiedzi innych członków Rady (np. Kaźmierczaka) sugerują, że jest ona odosobniona w swoich jednoznacznie gołębih poglądach. Z opublikowanych minut z czerwcowego posiedzenia RPP wynika, że nie głosowano nad wnioskiem o podniesienie stóp procentowych. Odnosząc się do perspektyw dalszych zmian w polityce pieniężnej podkreślono, że kluczowa będzie właśnie lipcowa projekcja inflacji NBP. Naszym zdaniem, nowa projekcja nie dostarczy RPP argumentów, które byłyby wystarczające do zaostrzenia polityki pieniężnej. Utrzymujemy prognozę mówiącą, że stopy procentowe NBP pozostaną do końca roku bez zmian.

Rynek walutowy – Dopiero szczyt UE wyznaczy kierunek



Złoty w szerokim trendzie bocznym

▪ Kurs EURPLN wahał się w minionym tygodniu w trendzie bocznym. Złoty nie zyskał na korzystnym wyniku greckich wyborów, ale za to stracił kiedy optymizm związany z tym wydarzeniem stracił na sile. Uspokojenie sytuacji oraz oczekiwanie na Fed spowodowało spadek kursu EURPLN z niemal 4,30 do prawie 4,22. Jednak rozczarowanie Fedem oraz wzrost obaw o globalną gospodarkę po słabszych od oczekiwań wstępnych PMI pchnął kurs ponownie powyżej 4,30. Na koniec tygodnia EURPLN był blisko 4,26 i tym samym zanotowano pierwszy od dwóch tygodni wzrost w ujęciu tygodniowym.

▪ Przełomowe zmiany nie zaszły także na rynku USDPLN, chociaż wahania były większe niż w przypadku EURPLN. W wyniku wzrostu awersji do ryzyka w połowie tygodnia, dolar szybko podrożał z 3,33 do 3,43. Ostatecznie jednak nastąpiło odregowanie do 3,39.

▪ Oczekiwania na wynik szczytu UE i komentarze z tym związane będą miały największy wpływ na sytuację na krajowym rynku walutowym. W ostatnich dwóch tygodniach EURPLN nie zdołał pokonać lokalnego minimum na 4,22 i wydaje się, że poziom ten jest obecnie ważny dla dalszego rozwoju sytuacji. Pierwszy opór to 4,30. Zależność złotego z notowaniami kursu EURUSD jest nadal wysoka.

EURUSD bez przełomowych zmian

▪ Podobnie jak tydzień temu, tak i w ostatni poniedziałek EURUSD rozpoczął azjatycką sesję z luką wzrostową na poziomie 1,272 (wobec piątkowego zamknięcia sesji w USA na 1,264) w reakcji na korzystne wyniki greckich wyborów. W kolejnych godzinach – podobnie jak przed tygodniem – luka ta szybko została domknięta. W kolejnych dniach kurs wahał się w przedziale 1,252-1,274 poruszając się w takt zmian globalnych nastrojów.

▪ Liczba krótkich pozycji w euro spadła nieco w poprzednim tygodniu (do 195 tys. z rekordowych 214 tys.) ale nadal jest całkiem duża. Brak znacznych wzrostów w minionym tygodniu sugeruje, że liczba ta raczej nie spadła znacznie i oznacza to, że pomimo utworzenia koalicyjnego rządu w Grecji i zgody na pomoc dla hiszpańskich banków rynek w dalszym ciągu obawia się o dalszy rozwój sytuacji w strefie euro.

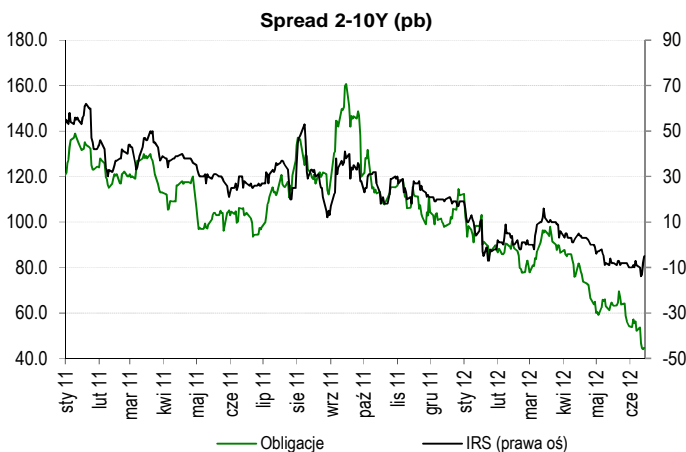
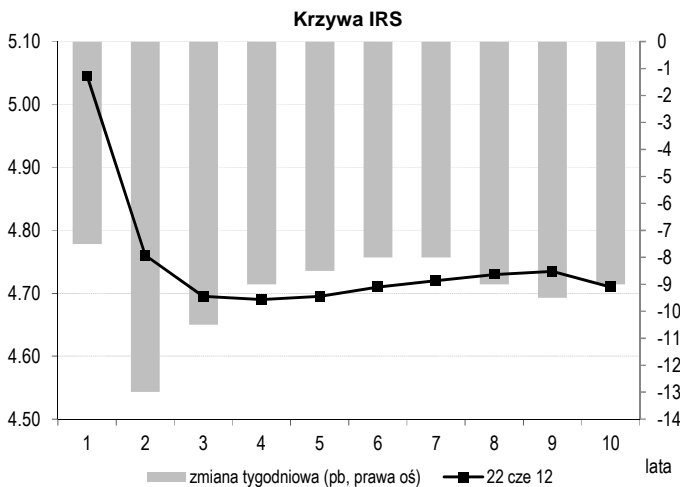
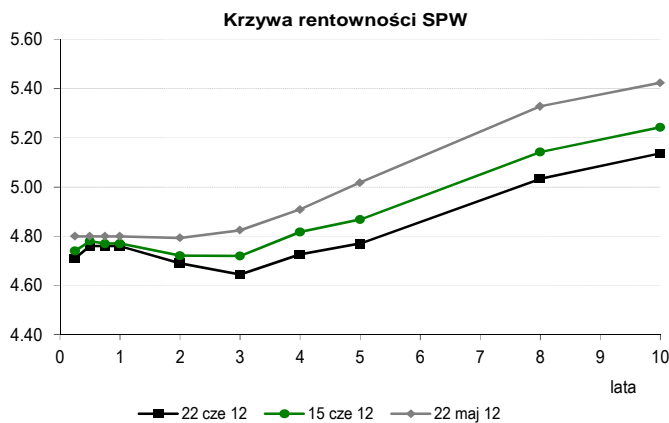
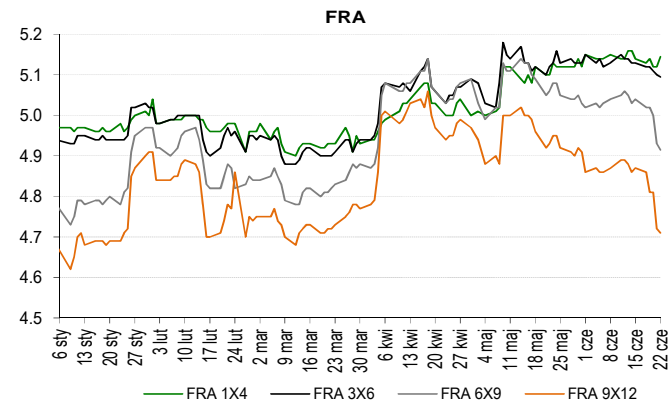
▪ Najbliższy tydzień zostanie zdominowany przez kwestię kryzysu zadłużeniowego strefy euro. Perspektywa szczytu UE pod koniec tygodnia sprawi zapewne, że notowania euro do dolara będą zależały głównie od tego jak bardzo inwestorzy będą przekonani, że polityczni przywódcy zrobią kolejny krok na drodze do odzyskania zaufania inwestorów. Publikowane w USA ważne dane sprawią zapewne, że ponownie na rynku będzie się pojawiała kwestia stymulacji pieniężnej przez Fed, ale w obliczu ważących się losów strefy euro, pozostanie to, naszym zdaniem, na drugim planie. Istotne poziomy dla EURUSD to 1,25 i 1275.

Forint pokonał wsparcie, korona testowała opór

▪ Forint zdecydowanie zyskał w minionym tygodniu do euro 1,44% po przebiciu wskazywanego przez nas tydzień temu wsparcia na 295. Nastąpiło to dzięki wzrostowi nadziei rynku, że dokonanie przez węgierski rząd zmian w prawie dotyczącym banku centralnego pozwoli wkrótce na otrzymanie przez ten kraj wsparcia ze strony Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

▪ Natomiast kurs EURCZK testował na koniec tygodnia opór na poziomie 25,8 wobec euro.

Rynek stopy procentowej – Nowe tegoroczne minima na rynku obligacji



Bardzo stopniowy spadek stawek FRA

▪ Napływające dane z gospodarki realnej nie zmieniają bieżącego scenariusza odnośnie stopniowego wyhamowywania aktywności gospodarczej. Spadek stawek FRA po ich publikacji był ograniczony i dotyczył głównie terminów za 6 i 9 miesięcy. Dopiero wypowiedź członkini RPP Elżbiety Chojnej-Duch sugerującej możliwość redukcji stóp procentowych, dała większy impuls do spadku stawek. Można powiedzieć, że rynek rozpoczął wycenę spadku stawek WIBOR w skali sugerującej niemalże dwie obniżki stóp na początku 2013 (FRA9x12 kończy tydzień nieco poniżej 4,70%). W przypadku stawek na krótsze terminy spadki były bardziej ograniczone (o 2-3pb), wskazując raczej na stabilizację WIBOR3M w nadchodzących miesiącach.

▪ Publikowane w tym tygodniu dane dotyczące sprzedaży detalicznej nie zmieniają tej sytuacji. W oczekiwaniu na lipcową publikację projekcji i decyzję RPP stawki FRA na krótsze terminy (1-3 miesiące) nie powinny ulec istotnym zmianom.

Polski dług „przystąpił bezpieczeństwu”

▪ Miniony tydzień na rynku obligacji przyniósł znaczący spadek rentowności, głównie na środku i długim końcu krzywej. Wsparciem dla rynku była poprawa globalnych nastrojów, ale również bardzo dobre wyniki aukcji PS0417 (obligacje sprzedano z rentownością najniższą od 6 lat). Wypowiedź członkini RPP o możliwości obniżek stóp wygenerowała transakcje stop-loss. W konsekwencji rentowności obligacji 5- i 10-letnich osiągnęły nowe tegoroczne minima odpowiednio na 4,77% i 5,13%. Przebieg minionych dni wskazuje, że inwestorzy uznali polskie aktywa za bezpieczne.

▪ Bardziej stabilnie zachowywał się sektor obligacji dwuletnich. Rentowność obniżyła się poniżej 4,70%. W skali tygodnia spadek ten był jednak zdecydowanie niższy niż w przypadku 5 i 10 lat. W efekcie krzywa się wypłaszczyła i obecnie spread 2-10Y notowany jest na poziomie 44pb.

▪ Na rynku IRS również odnotowano spadki wzdłuż krzywej. W skali tygodnia krzywa się obniżyła o 7-11pb. Mieliśmy do czynienia z zawężeniem asset swap spread, który dla 10Y obniżył się do 43pb.

Aukcja obligacji drogowych i podaż SPW na III kw.

▪ W tym tygodniu, spośród krajowych czynników, istotne dla rynku będą: (1) aukcja obligacji infrastrukturalnych emitowanych przez BGK oraz (2) publikacja podaży SPW na III kwartał. Inwestorzy będą mogli nabyć obligacje IDS1022 o wartości do 2 mld zł. Biorąc pod uwagę sytuację rynkową i brak oferty na długim końcu krzywej, aukcja ta może spotkać się z dużym zainteresowaniem inwestorów. MF nie wyklucza zwiększenia oferty, co wówczas oznaczałoby brak emisji tych instrumentów w IV kw. Ta informacja skłoniła inwestorów do realizacji zysków na długim końcu. W poniedziałek poznamy szczegóły środowowej aukcji.

▪ Informacje odnośnie podaży nie powinny przynieść większych zaskoczeń. W związku z tym, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już sfinansowane w ok 80% (nasze szacunki na koniec czerwca) należy oczekiwać ograniczonej oferty SPW. Niemniej, lipiec przyniesie relatywnie wyższą podaż obligacji hurtowych (w porównaniu do kolejnych miesięcy), co wynikać będzie z faktu wykupu obligacji OK0712 (17,9 mld zł) oraz płatności odsetkowych od obligacji WZ.

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., Pion Skarbu, Zespół Głównego Ekonomisty, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl