

Tygodnik ekonomiczny

2 – 8 lipca 2012

Oczekiwania, że unijny szczyt przyniesie przełomowe decyzje były wyraźnie ograniczone już od początku minionego tygodnia. Inwestorzy liczyli się z tym, że spotkanie europejskich liderów może ponownie rozczarować, ale tłąca się w dalszym ciągu nadzieja na zrobienie kroku w kierunku rozwiązania kryzysu zadłużeniowego sprawiała, że notowania na globalnym rynku przez większą część tygodnia przebiegały spokojnie. Zakres wahań EURPLN ulegał stopniowemu zawężeniu, a krajowe obligacje ustabilizowały się po znacznym umocnieniu. Mimo wcześniejszych obaw, na szczycie ustalono, że w zamian za utworzenie europejskiego nadzoru bankowego, będzie możliwe dokapitalizowanie banków bezpośrednio poprzez ESM. Dodatkowo wyrażono zgodę, aby fundusze pomocowe interweniowały na europejskim rynku długu, jeśli dany kraj wypełnia swoje fiskalne zobowiązania. Fakt, że szczyt nie zakończył się fiaskiem pozytywnie wpłynął na globalne nastroje, w tym na krajowe aktywa.

Stosunkowo udany szczyt UE i znaczny spadek rentowności obligacji 10-letnich Hiszpanii sprawiają prawdopodobnie, że presja na ogłoszenie przez EBC dalszych działań zmierzających do uspokojenia sytuacji na rynku międzybankowym nie będzie zbyt duża. Chociaż w wyniku publikacji danych wskazujących, że koniunktura w strefie euro uległa dalszemu pogorszeniu, wzrosło ryzyko obniżki stóp przez EBC, to nie spodziewamy się poluzowania polityki pieniężnej. Oprócz decyzji EBC, końcówka tygodnia zapowiada się też interesująco z powodu publikacji miesięcznych danych z rynku pracy USA. Ich ostatni odczyt bardzo mocno rozczarował i kolejna obserwacja pomoże ocenić czy spadek przyrostów liczby nowych zatrudnionych poza rolnictwem poniżej 100 tys. był chwilowy czy to trwalsza tendencja. Głównym wydarzeniem na krajowym rynku będzie decyzja RPP i publikacja nowego *Raportu o inflacji*, który może dostarczyć wskazówek nt. perspektyw polityki pieniężnej. Dwoje członków Rady wspomniało ostatnio o możliwych obniżkach stóp w przyszłości, ale była to ta sama dwójka, która w maju (nieskutecznie) głosowała przeciwko podwyżce. Kluczowe będą opinie pozostałych przedstawicieli Rady. Naszym zdaniem stopy procentowe pozostaną bez zmian w lipcu i w kolejnych kwartałach. Pomimo wzrostu zmienności na koniec tygodnia, EURPLN nadal pozostaje w trendzie bocznym 4,22-4,30. W oczekiwaniu na decyzję RPP rentowności obligacji powinny oscylować wokół bieżących poziomów.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (2 lipca)							
4:30	CN	PMI – przemysł	VI	pkt	-	-	48,4
9:00	PL	PMI – przemysł	VI	pkt	48,6	48,4	48,9
9:53	DE	PMI – przemysł	VI	pkt	44,7	-	45,2
9:58	EZ	PMI – przemysł	VI	pkt	44,8	-	45,1
16:00	US	ISM – przemysł	VI	pkt	52,5	-	53,5
WTOREK (3 lipca)							
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	V	% m/m	-0,3	-	-0,6
ŚRODA (4 lipca)							
	PL	Decyzja RPP		%	4,75	4,75	4,75
	US	Dzień wolny					
9:53	DE	PMI – usługi	VI	pkt	50,3	-	51,8
9:58	EZ	PMI – usługi	VI	pkt	46,8	-	46,7
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	V	% m/m	0,4	-	-1,0
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	V	% m/m	0,2	-	-1,9
CZWARTEK (5 lipca)							
11:00	PL	Aukcja zamiany obligacji					
13:00	GB	Decyzja BoE		%	0,50	-	0,50
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,75	-	1,0
14:15	US	Raport ADP	VI	tys.	104	-	133
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	386
PIĄTEK (6 lipca)							
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	0,5	-	-2,2
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	VI	tys.	89	-	69
14:30	US	Stopa bezrobocia	VI	%	8,2	-	8,2

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

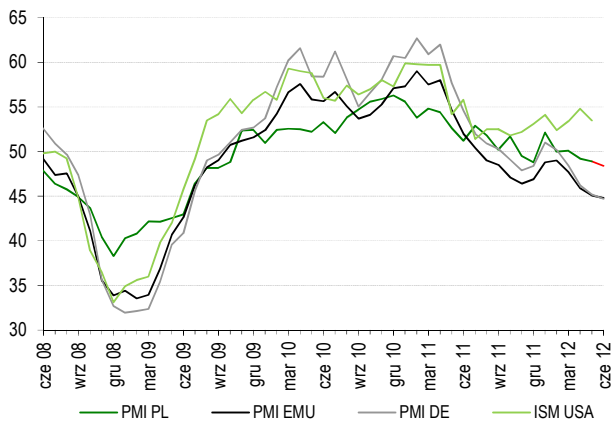
Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Czy nowe projekcje i ostatnie dane zmieniają stanowisko RPP?

Aktywność w przemyśle (wyr. sezonowo)

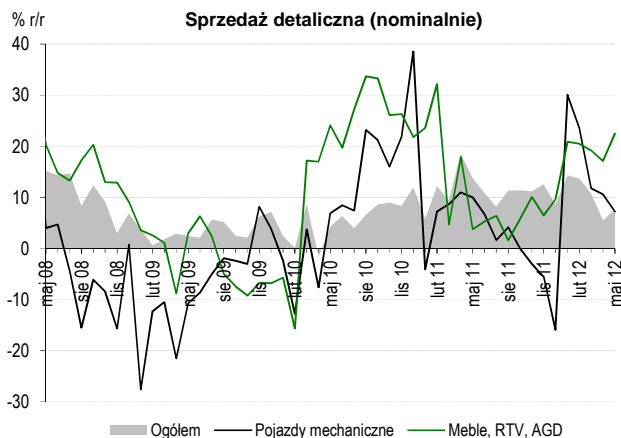


■ Czerwcowy indeks PMI dla polskiego przemysłu prawdopodobnie zanotuje kolejny spadek, podążając w ślad za indeksami aktywności w strefie euro i potwierdzając, że załamanie koniunktury za granicą stopniowo przenosi się na krajowe podwórko przez kanał spadających zamówień eksportowych.

■ RPP na lipcowym posiedzeniu będzie już znała wyniki nowych projekcji NBP, na które członkowie oczekiwali w ostatnich miesiącach. Nie sądzimy, żeby dostarczyły one argumentów do podwyżki stóp. Pamiętajmy jednak, że poprzednia projekcja również takich argumentów nie dawała (przewidując spadek inflacji do celu w średnim okresie), co nie zapobiegło zaostrzeniu komunikatu i następnie podwyżce stóp. Niemniej, zakładamy, że tym razem RPP utrzyma stopy bez zmian, podobnie jak ton komunikatu, który już ostatnio uległ lekkiemu złagodzeniu.

Ostatni tydzień w gospodarce – EURO2012 wsparło sprzedaż, ale koniunktura słabnie

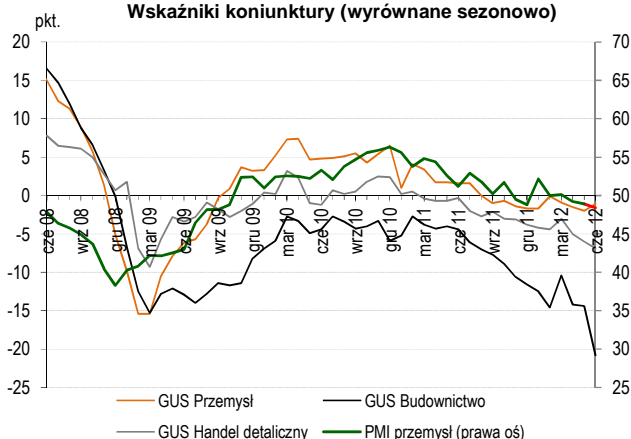
Sprzedaż detaliczna (nominalnie)



■ Sprzedaż detaliczna wzrosła w maju o 7,7% r/r (realnie o 4,3% r/r), nieco szybciej niż w kwietniu. Lekkie przyspieszenie można częściowo wiązać z efektem EURO2012 (wzrosła m.in. sprzedaż sprzętu RTV), co będzie zapewne widoczne również w czerwcowych danych, ale także z „normalizacją” dynamiki zaburzonej wcześniej efektami kalendarzowymi. Jednak dynamika handlu, mimo że nieco wyższa niż w kwietniu, była wyraźnie niższa od średniej z I kwartału, co świadczy o słabnięciu popytu konsumpcyjnego.

■ Osłabieniu wzrostu wydatków konsumentów sprzyja sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia spadła wprawdzie w maju do 12,6% i zapewne będzie jeszcze niżej w najbliższych miesiącach (efekt sezonowy i w mniejszym stopniu EURO2012), ale ogólnie popyt na pracę jest bardzo mizerny, a wzrost płac umiarkowany.

Wskaźniki koniunktury (wyrównane sezonowo)



■ Wyniki badań koniunktury opublikowane przez GUS potwierdzają stopniowe pogarszanie sytuacji w handlu detalicznym oraz bardzo gwałtowne załamanie w budownictwie (wyrównany sezonowo indeks najniższy od kiedy dostępne są dane, tj. połowy lat 90.). Sygnały te potwierdzają, że druga połowa roku będzie okresem wyraźnego schłodzenia aktywności ekonomicznej w tych sektorach gospodarki.

■ Miara oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych obniżyła się w czerwcu do 3,7%, najniższego poziomu od 17 miesięcy. Było to częściowo efektem spadku wskaźnika bieżącej inflacji, który był podstawą wyliczeń, ale struktura odpowiedzi również się poprawiła – odsetek osób spodziewających się, że wzrost cen nie spowolni w przyszłości obniżył się i jest obecnie najniższy od trzech kwartałów

Cytat tygodnia – Członkowie Rady dalecy od jedności

Jan Winięcki, członek RPP, 26.06, PAP

Jest za wcześniej, żeby rozważać obniżkę stóp procentowych.

Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, 26.06, TVN CNBC

Zobaczymy, co wskaże projekcja. Ja bym nie wykluczała jeszcze jakiejś podwyżki, ale trudno powiedzieć w jakim momencie. Jak na razie nie ma chyba warunków do obniżania stóp.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 26.06, TVN CNBC

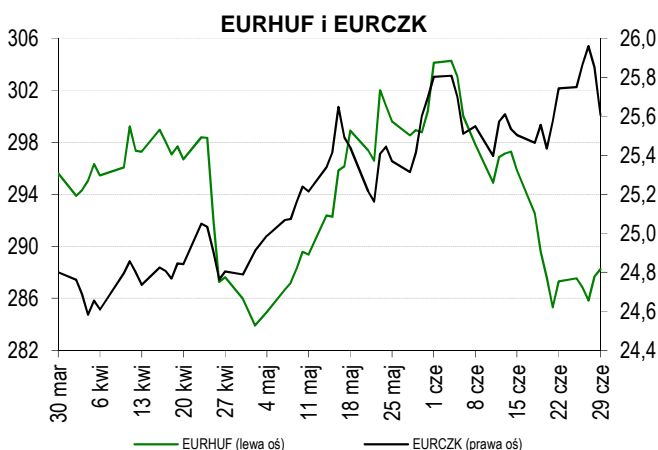
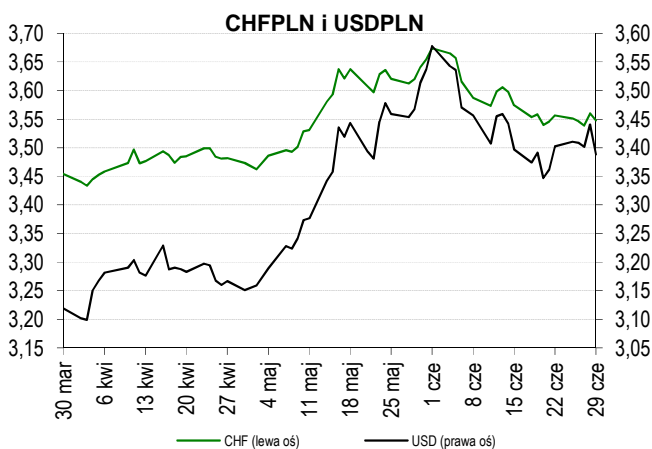
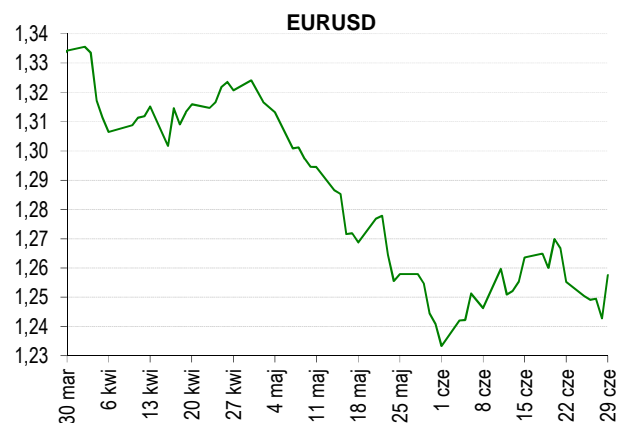
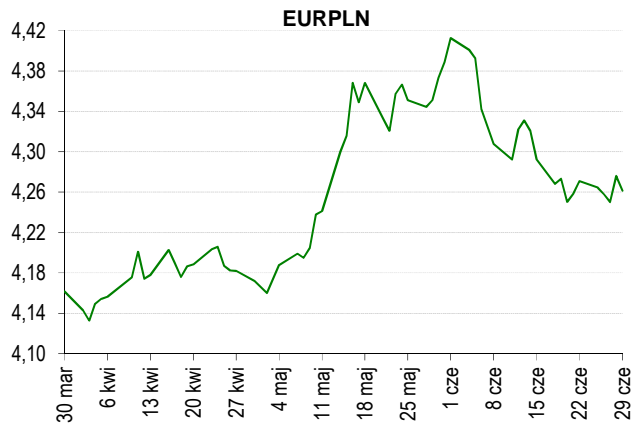
Wydaje się, że w takiej sytuacji spowolnienia, które jest faktem, byłoby niecelowe rozważanie podwyżek stóp procentowych, a wręcz błędne.

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 25.06, PAP

Dla mnie obecnie jest wybór między obniżką, a utrzymaniem stóp jeszcze przez jakiś czas na niezmiennym poziomie i obserwacją skali spowolnienia. (...) Jeśli pojawiłyby się poważne powody do obaw, że wzrost gospodarczy może być niższy, moim zdaniem jest wtedy miejsce na obniżki stóp procentowych.

Fakt, że dwoje przedstawicieli RPP napomknęło na tydzień przed posiedzeniem Rady o możliwości złagodzenia polityki pieniężnej w przyszłości, skłonił rynek do bardziej agresywnego wyceniania obniżek stóp w horyzoncie 2-3 kwartałów. Warto jednak zauważyć, że jest to dwójka członków Rady, którzy obecnie znajdują się na „gołębim” końcu w naszej klasyfikacji restrykcyjności, którzy jednocześnie jako jedyni nie poparli wniosku o podwyżkę stóp w maju. Ich poglądy nie przesądziły o decyzji Rady dwa miesiące temu i podobnie może być w przyszłości, o ile opinie pozostałych członków RPP nie ewoluują w stronę bardziej łagodnych pod wpływem nowych danych oraz projekcji inflacji i PKB.

Rynek walutowy – Notowania złotego bez przełomu



EURPLN nadal w trendzie bocznym

▪ Od początku minionego tygodnia zakres wahań EURPLN ulegał stopniowemu zawężeniu. Pomimo coraz wyższych rentowności długoterminowych obligacji Hiszpanii i Włoch złoty pozostawał stabilny i widać było, że rynek wyczekuje na sygnał ze szczytu UE. Wzrost wahań nastąpił właśnie pod koniec tygodnia. Najpierw EURPLN wzrósł gwałtownie z 4,25 do 4,29 w wyniku słów anonimowego niemieckiego urzędnika, który powiedział, że nie należy oczekiwać, że na szczycie podjęte zostaną konkretne decyzje. Jednak sam początek piątkowej sesji przyniósł gwałtowne odreagowanie po tym jak okazało się, że jest zgoda na podjęcie działań w kierunku uspokojenia sytuacji na peryferiach strefy euro. W rezultacie, EURPLN spadł ponownie do 4,24, a tydzień zakończył blisko 4,22. Pomimo większych wahań EURPLN na koniec tygodnia, to w dalszym ciągu obowiązuje trend boczny w przedziale 4,22-4,30.

▪ Wzrost EURUSD oraz spadek EURPLN spowodowały, że USDPLN wybił się dołem z trwającej od tygodnia stabilizacji i po przebicciu 3,39 spadł do kolejnego wsparcia na 3,33. Jeśli optymizm po szczycie UE się utrzyma, to kurs może testować 3,30.

▪ W ostatnich tygodniach wiele ważnych wydarzeń miało miejsce, a mimo to sytuacja na rynku złotego nie zmieniła się. Warto zaznaczyć, że lipiec jest natomiast miesiącem, w którym od 1999 średni zakres wahań kursu EURPLN był największy w całym roku (22 grosze wobec 19 groszy dla średniej całorocznej). Jednym z ważniejszych wydarzeń w tym tygodniu będzie posiedzenie EBC, ale wydaje się, że z powodu całkiem udanego unijnego szczytu presja, by bank centralny podjął działania w celu wsparcia gospodarki czy rynku międzybankowego jest mniejsza niż miesiąc temu. Na koniec tygodnia uwaga rynku skupi się zapewne na tym co pokażą dane z USA, które w czerwcu mocno rozczarowały.

Euro zyskuje po szczycie UE

▪ Przez prawie cały tydzień kurs EURUSD poruszał się w trendzie spadkowym. Im bliżej rozpoczęcia szczytu UE, tym wahania stawały się coraz wyraźniejsze. Najniższy poziom na przestrzeni tygodnia (nieznacznie powyżej 1,24) został osiągnięty w reakcji na wypowiedź niemieckiego urzędnika. Szybko nastąpiło jednak bardzo dynamiczne odreagowanie, do czego przyczynił się fakt, że unijny szczyt nie zakończył się jednak kompletnym fiaskiem. Dzięki temu EURUSD na koniec tygodnia był blisko 1,27.

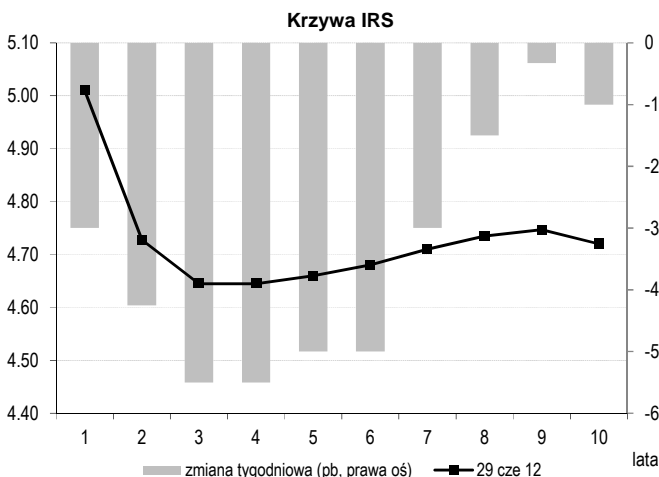
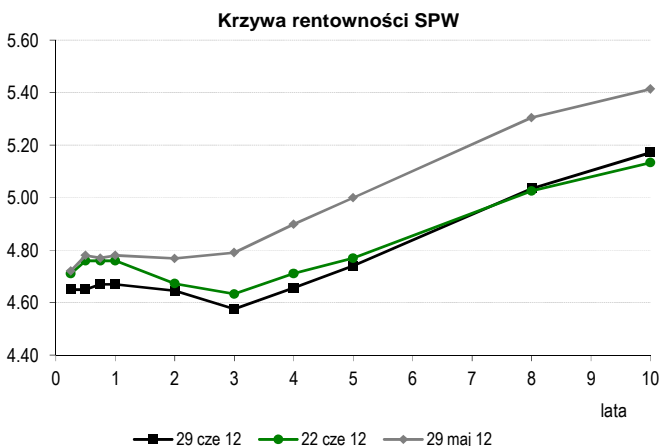
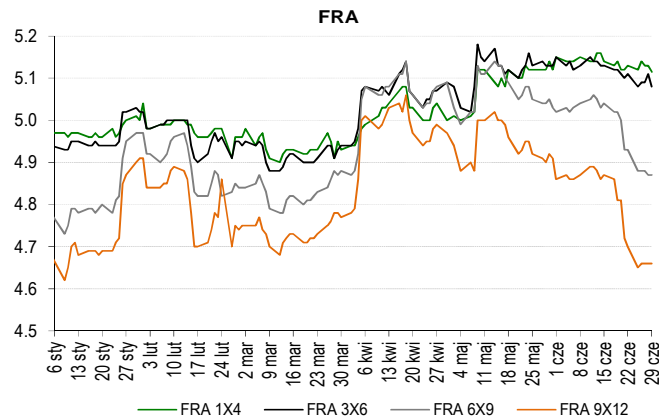
▪ Wydaje się, że dla dalszego rozwoju sytuacji kluczowe będzie jak po pierwszej fali euforii rynek oceni decyzje jakie zostały podjęte na szczycie UE. Dodatkowo, nadchodzący tydzień przyniesie dwa istotne wydarzenia w postaci decyzji EBC i miesięcznych danych z rynku pracy USA.

Korona wsparta przez obniżkę stóp

▪ Czeska korona, po tym jak straciła do euro w poprzednim tygodniu, tym razem radziła sobie najlepiej spośród walut CEE3. Waluta wsparta została przez obniżkę stóp o 25 bp. przez tamtejszy bank centralny, co rozbudziło oczekiwania na to, że ruch ten zniweluje część negatywnego efektu ze strony konsolidacji fiskalnej. W rezultacie, kurs EURCZK spadł z 25,97 do 25,62.

▪ Kurs EURHUF wahał się w przedziale 285-290. EBC w minionym tygodniu pozytywnie wypowiedział się nt. zmian w prawie o banku centralnym zaproponowanych przez rząd Węgier i opinia ta przybliżyła ten kraj do porozumienia z MFV ws. pożyczki.

Rynek stopy procentowej – Stabilizacja na rynku w oczekiwaniu na RPP i nową projekcję



Kalendarz aukcji obligacji w lipcu

Data przetargu	Data rozliczenia	Nazwa obligacji oferowanych	Planowana podaż (mln zł)
19-07-2012	25-07-2012	OK0714	2000 – 5000

Przetarg aukcji zamiany

Data przetargu / Data rozliczenia	Obligacje sprzedawane	Obligacje odkupywane	Aktualna wartość nominalna emisji (mln zł)
5-07-2012 / 07-07-2012	PS0417 / DS1021	OK0712	17.898,9
		OK1012	21.872,6

Źródło: Ministerstwo Finansów

Bardzo stopniowy spadek stawek FRA

Miniony tydzień na rynku stopy procentowej przebiegał bardzo spokojnie. Początek tygodnia upłynął jeszcze pod wpływem gołębih wypowiedzi członków RPP (Chojna-Duch, Bratkowski), które zostały częściowo zneutralizowane przez wypowiedzi innych członków Rady wskazujących, że jeszcze jest za wcześnie mówić o obniżkach. W konsekwencji stawki FRA 1x4 i 3x6, po mocniejszym otwarciu tygodnia, nieznacznie wzrosły, gdy FRA 6x9 i 9x21 pozostały relatywnie stabilne.

W tym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na posiedzeniu RPP oraz nowej projekcji inflacji i PKB. W naszej ocenie nowa projekcja nie przyniesie dodatkowych czynników przemawiających za redukcją stóp w krótkim terminie. Decyzja o pozostawieniu stóp na niezmiennym poziomie jest powszechnie oczekiwana i jej wpływ będzie neutralny. Niemniej każdy sygnał ewentualnego złagodzenia tonu będzie sprzyjał dalszym spadkom stawek FRA.

Lekka korekta na długim końcu krzywej

Najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia była aukcja obligacji drogowych emitowanych przez BGK. Zwiększenie oferty do 1,5-3,5 mld zł (z maksymalnie 2,0 mld zł planowanych) dało impuls do przeceny na długim końcu krzywej. BGK nie miało większych problemów z uplasowaniem całej puli (łącznie sprzedano obligacje za 3,7 mld zł). Po aukcji BGK potwierdziło, że była to jedyna aukcja w tym roku.

Wyniki aukcji i lekkie pogorszenie nastrojów przyczyniło się do wzrostu rentowności 10-latkę do około 5,20%. Niemniej, ustalenia liderów UE w czasie szczytu w Brukseli wsparły pozytywne nastroje na rynku. Krótki koniec zyskał (spadek o 2pb) wspierany optymizmem oczekiwań na obniżki stóp procentowych, które rynek wycenia na przełomie roku.

Bardziej aktywni inwestorzy byli na rynku IRS. W skali tygodnia krzywa IRS przesunęła się w dół o 1-5pb, przy czym największe dotyczyły środka krzywej. Krzywa pozostaje relatywnie płaska. Asset swap spready nieznacznie wzrosły w porównaniu do ubiegłego tygodnia.

Posiedzenia banków centralnych i nowa projekcja

Ustalenia liderów unijnych pozytywnie zostały odebrane przez rynki. Niemniej, skala zmian w czasie piątkowej sesji nie była znacząca. Oczekiwania na przyszłotygodniowe posiedzenia banków centralnych (RPP, EBC) mogą stabilizować rentowności wokół bieżących poziomów (głównie w sektorze 2 lata). Inwestorzy skupią się głównie na nowej projekcji, która może wpłynąć na ich pogląd odnośnie przyszłej polityki monetarnej.

W III kw. br. podaż SPW wynosi 6-13 mld zł, w tym samym lipcu zostanie zaoferowany 2-letni benchmark OK0714 o wartości 2,0-5,0 mld zł. MF zdecydowało się mniej więcej na równomierne rozłożenie ofert. Podobnie jak w poprzednich miesiącach oferta na poszczególnych aukcjach jest elastyczna, dostosowana do warunków rynkowych.

W tym tygodniu inwestorzy będą mogli nabyć obligacje ze środka i długiego końca krzywej (PS0417, DS1021) w ramach aukcji zamiany. To może powodować presję na te obligacje na początku tygodnia.

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