

Tygodnik ekonomiczny

23 – 29 lipca 2012

Za nami kolejny tydzień wyraźnego umocnienia na polskim rynku finansowym; mimo utrzymujących się obaw inwestorów o dalszy rozwój kryzysu w strefie euro ogólne nastroje na rynkach światowych pozostały dość dobre, wspierane nadziejami na stymulację gospodarek przez banki centralne i przez dobre wyniki finansowe spółek w USA. Warto zwrócić uwagę, że od pewnego czasu wiadomości dotyczące problemów strefy euro mają wpływ głównie na wycenę wspólnej waluty i obligacji peryferii strefy euro, podczas gdy inne światowe rynki, m.in. giełdy i waluty, w tym złoty, oraz obligacje innych krajów, wydają się być dość odporne na tego typu informacje. Obok nastrojów globalnych, znacznemu umocnieniu na polskim rynku stopy procentowej sprzyjały publikacje kolejnych słabych danych z krajowej gospodarki (zatrudnienie, produkcja), świadczące o postępującym spowolnieniu, a także gołębie wypowiedzi części członków RPP. W efekcie, rynek pieniężny zaczął wyceniać możliwość obniżki stóp procentowych przez RPP już na wrześniowym posiedzeniu oraz aż 75 pb redukcji stóp w horyzoncie 9 miesięcy. Naszym zdaniem, są to nadmiernie optymistyczne oczekiwania. Wprawdzie słabe dane makro robią coraz większe wrażenie na niektórych członkach Rady, ale nie sądzimy, aby RPP zdecydowała się wycofać z majowej podwyżki, de facto przyznając do błędu, zanim nie zobaczy na własne oczy wyraźnego spadku inflacji. To jednak nie nastąpi przed końcem roku, ponieważ wg naszych prognoz CPI pozostanie na wysokim poziomie, powyżej 4%, do późnej jesieni.

W najbliższym tygodniu pojawi się cała seria lipcowych wskaźników koniunktury dla głównych gospodarek, które dostarczą rynkom kolejnych istotnych wskazówek nt. perspektyw wzrostu gospodarczego w II półroczu. Opublikowane w piątek krajowe indeksy koniunktury wskazują na pogorszenie sytuacji w przemyśle i kontynuację zapaści w budownictwie. W czwartek GUS opublikuje dane nt. sprzedaży detalicznej i stopy bezrobocia (spodziewana przejściowa poprawa, m.in. dzięki EURO2012), a także miesięczny Biuletyn Statystyczny, który pozwoli m.in. w szczególności przyjrzeć się sytuacji na rynku pracy.

W nadchodzącym tygodniu stabilne nastroje (w oczekiwaniu na ewentualne działania Fed i EBC) mogą wspierać trend aprecjacyjny złotego. Przełamanie strefy wsparcia na 4,144-4,147 oznaczałoby spadek EURPLN w kierunku 4,126. W przypadku realizacji zysków kurs mógłby wzrosnąć do 4,18-4,20 Na rynku długu spodziewamy się konsolidacji.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (23 lipca)							
16:00	EZ	Indeks nastrojów konsumentów	VII	pkt.	-20,0	-	-19,6
WTOREK (24 lipca)							
4:30	CN	Wstępny PMI w przemyśle	VII	pkt.	-	-	48,2
9:28	DE	Wstępny PMI w przemyśle	VII	pkt.	45,3	-	45,0
9:58	EZ	Wstępny PMI w przemyśle	VII	pkt.	45,3	-	45,1
ŚRODA (25 lipca)							
10:00	DE	Indeks Ifo	VII	pkt.	104,7	-	105,3
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VI	tys.	372	-	369
CZWARTEK (26 lipca)							
8:00	DE	Indeks GfK	VIII	pkt.	5,8	-	5,8
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	VI	% r/r	9,0	9,0	7,7
10:00	PL	Stopa bezrobocia rejestrowanego	VI	%	12,2	12,3	12,6
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	VI	% m/m	0,2	-	1,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tydz.	tys.	380	-	386
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VI	% m/m	0,2	-	5,9
PIĄTEK (27 lipca)							
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	II kw.	% k/k	1,5	-	1,9
14:30	US	Bazowy PCE	II kw.	% k/k	2,0	-	2,3
15:55	US	Indeks Michigan	VII	pkt.	72,0	-	72,0

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

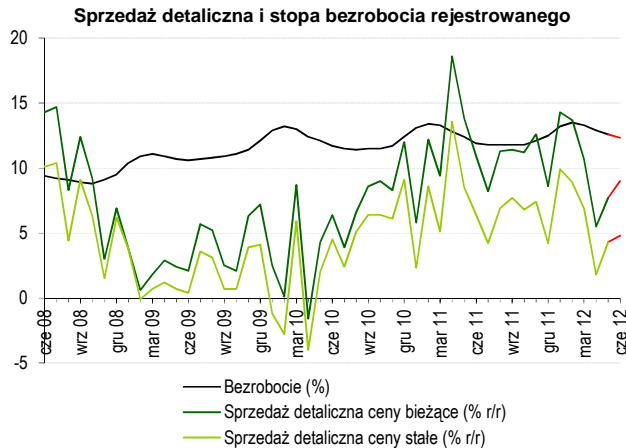
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luźniński Analityk

22 586 8362

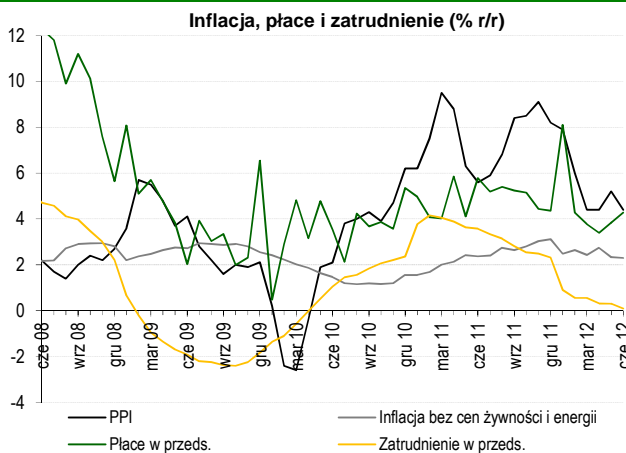
Wydarzenia nowego tygodnia – Sprzedaż detaliczna i bezrobocie pod wpływem EURO 2012



▪ Wzrost sprzedaży detalicznej prawdopodobnie przyspieszył w czerwcu (tymczasowo), wspierany m.in. wydatkami kibiców w okresie EURO 2012 oraz wyższą dynamiką cen. Niemniej, realny wzrost sprzedaży pozostaje ograniczony, wyraźnie poniżej średniej z poprzednich kwartałów, świadcząc o ogólnym osłabieniu popytu konsumpcyjnego. W kolejnych miesiącach spodziewamy się hamowania dynamiki handlu detalicznego.

▪ Przewidujemy spadek stopy bezrobocia w czerwcu, któremu oprócz czynników sezonowych sprzyjała większa liczba miejsc pracy w okresie organizacji mistrzostw w piłce nożnej. Jednak brak popytu na nowych pracowników w sektorze przedsiębiorstw pozwala przewidywać ponowny wzrost bezrobocia w II półroczu.

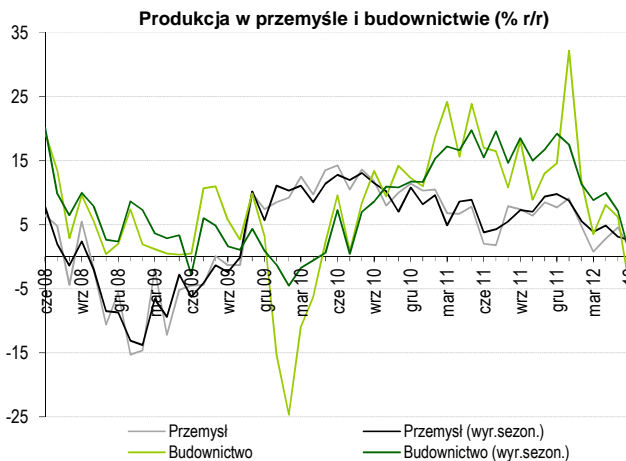
Ostatni tydzień w gospodarce – Stagnacja na rynku pracy, spowolnienie produkcji



▪ Wzrost zatrudnienia spowolnił do 0,1% r/r z 0,3% w maju. Miesięczny przyrost wyniósł zaledwie 1,4 tys. Efekty sezonowe zwykle sprzyjają wzrostowi zatrudnienia o tej porze roku, zatem wynik czerwcowy był bardzo słaby. Dane potwierdziły, że popyt na pracę jest mizerny, co w naszej ocenie jest efektem coraz silniejszego oddziaływania spowolnienia za granicą, ale również słabej kondycji sektora budowlanego.

▪ Wynagrodzenia w czerwcu przyspieszyły do 4,3% r/r z 3,8% w maju. Ten wzrost można wiązać z EURO2012 (płatności za nadgodziny w handlu) lub z premiami w niektórych gałęziach gospodarki. Wzrost wynagrodzeń oceniamy jako umiarkowany; w naszej ocenie ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest niskie.

▪ Fundusz płac urósł realnie tylko o 0,1% r/r, co wspiera prognozę spowolnienia konsumpcji w II kwartale.



▪ Wzrost produkcji przemysłowej wyhamował w czerwcu do 1,2% r/r. Osłabienie wynikało częściowo z mniejszej liczby dni roboczych. Niemniej, wzrost produkcji po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym wyniósł 2,6% r/r, najmniej od 2009 roku. Aktywność w polskim sektorze przemysłowym hamuje pod wpływem załamania wzrostu w strefie euro. W dalszej części roku nie należy spodziewać się poprawy sytuacji.

▪ Dużym negatywnym zaskoczeniem były wyniki budownictwa, które zanotowało spadek o 5,1% r/r. Naszym zdaniem wynikało to przede wszystkim z zatrzymania inwestycji infrastrukturalnych (drogi, stadiony na EURO2012). Jest to niepokojący sygnał z punktu widzenia wzrostu inwestycji w II półroczu.

▪ Inflacja PPI spadła w czerwcu do 4,4% r/r z 5,2% r/r, a inflacja bazowa utrzymała się na 2,3% r/r.

Cytat tygodnia – Osłabienie może być większe niż myśleliśmy

Anna Zielińska-Głęboka, członkini RPP, 18.07 Reuters, 19.07 TVN CNBC
Osłabienie może być większe niż myśleliśmy. (...) Jeśli spowolnienie będzie głębokie, to Rada musi wziąć pod uwagę możliwość obniżki stóp.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 18.07 TVN CNBC

W horyzoncie najbliższych miesięcy trzeba rozważać obniżkę stóp, na przykład o 25 punktów bazowych.

Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 17.07 Bloomberg

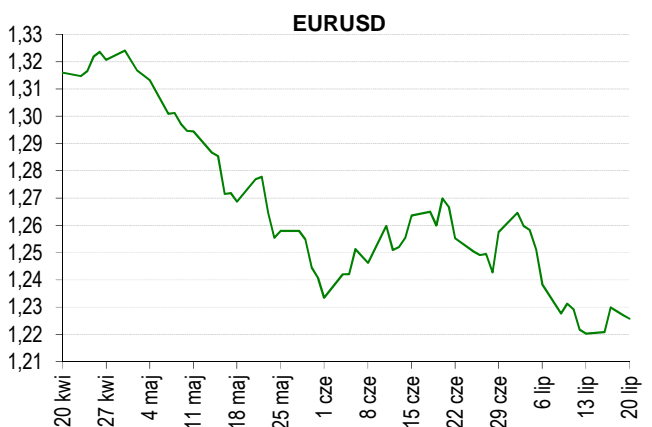
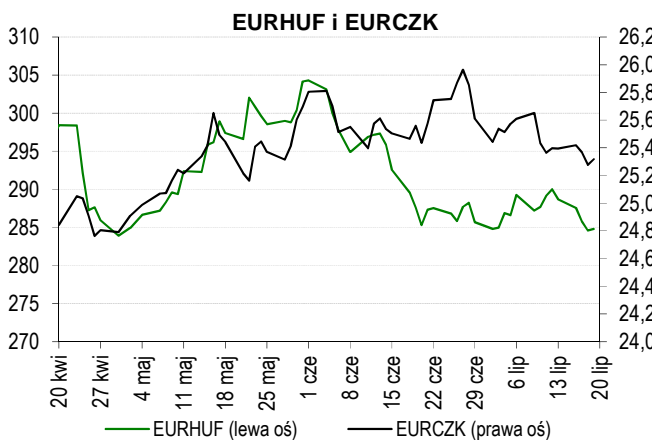
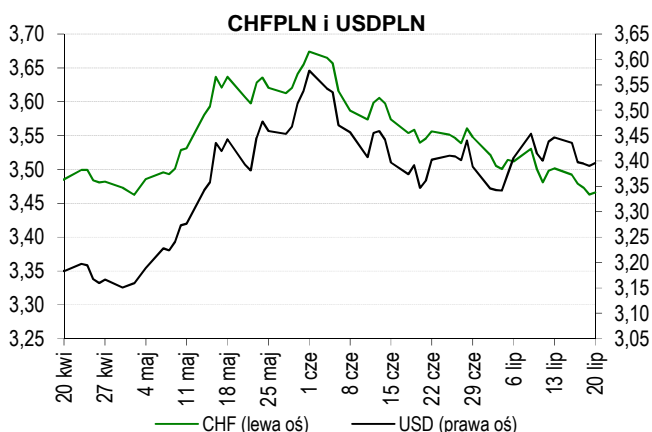
Nie możemy zacząć łagodzenia polityki tylko dlatego, że mamy na papierze niższą prognozę inflacji. Spowolnienie wzrostu cen musi mieć miejsce. Jeśli inflacja utrzyma się na 4% lub wyżej po III kwartale, konieczna będzie kolejna podwyżka.

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 17.07 Obserwatorfinansowy.pl

Moim zdaniem o wiele bardziej powinniśmy się obawiać tego, że nasz wzrost gospodarczy będzie 2-3 punkty procentowe poniżej wzrostu potencjalnego, a nie tego, że inflacja będzie się zmniejszać minimalnie wolniej niż byśmy chcieli.

Słabe dane z krajowej gospodarki robią coraz większe (negatywne) wrażenie na części członków RPP – A. Zielińska-Głęboka, która jeszcze w ub. tyg. nie widziała przestrzeni dla obniżek, obecnie dopuszcza rozważenie takiej opcji po wakacjach. Pamiętajmy jednak, że do tego czasu pojawiają się nowe dane, m.in. o CPI nadal powyżej 4% i produkcji za lipiec, która ze względu na większą liczbę dni roboczych będzie zapewne wyglądała lepiej niż czerwcową. Wypowiedzi Kaźmierczaka świadczą o tym, że dla części członków Rady decydujący jest bieżący poziom inflacji i dopóki CPI nie zacznie się wyraźnie obniżać, szanse na redukcję stóp są niewielkie. To potwierdza nasz scenariusz, zakładający stopy bez zmian do końca tego roku.

Rynek walutowy – Złoty odporny na informacje ze strefy euro



Złoty coraz silniejszy

Miniony tydzień przyniósł umocnienie złotego w relacji do głównych walut. Wsparciem dla krajowej waluty okazały się relatywnie stabilne nastroje na rynkach globalnych oraz silny napływ zagranicznego kapitału na polski rynek długu. Kurs EURPLN pod koniec tygodnia obniżył się do 4,144 (najniżej od kwietnia). Spadek ten okazał się jednak krótkotrwały, bo kurs dość szybko powrócił nieco powyżej 4,16. W skali tygodnia złoty zyskał 1% w relacji do euro.

Złoty zyskiwał również do pozostałych walut. W skali tygodnia krajowa waluta umocniła się o 1,5% w relacji do USD oraz o 1% w relacji do CHF. Warto zauważyć, że kurs USDPLN przetestował poziom 3,37 (tygodniowe minimum wyniosło 3,3695).

Przebieg sesji w ostatnich dniach wskazuje, że wiadomości dotyczące strefy euro mają wpływ głównie na wycenę wspólnej waluty i obligacji peryferyjnych, podczas gdy np. giełdy i złoty wydają się być względnie odporne na tego typu informacje. W naszej ocenie specyfika bieżącej sytuacji w strefie euro doprowadziła do dywergencyjnych ruchów na rynkach poszczególnych krajów członkowskich, uwzględniając w tym również i Polskę. Fakt, że Polska wciąż pozytywnie wyróżnia się pod względem aktywności gospodarczej na tle strefy euro oraz UE może tłumaczyć większy popyt na krajowe aktywa. Choć warto zauważyć, że w ostatnich tygodniach z podobnymi trendami na rynku walutowym i obligacji mieliśmy do czynienia w Czechach, czy na Węgrzech. Na Węgrzech zmienność jest większa z uwagi na trwające rozmowy z MFV.

W nadchodzącym tygodniu stabilne nastroje (w oczekiwaniu na ewentualne działania Fed i EBC) w połączeniu z utrzymaniem silnego popytu na krajowe aktywa mogą wspierać trend aprecjacyjny złotego. Przełamanie strefy wsparcia na 4,144-4,147 oznaczałoby spadek EURPLN w kierunku 4,126. W przypadku realizacji zysków kurs mógłby wzrosnąć w kierunku 4,18-4,20.

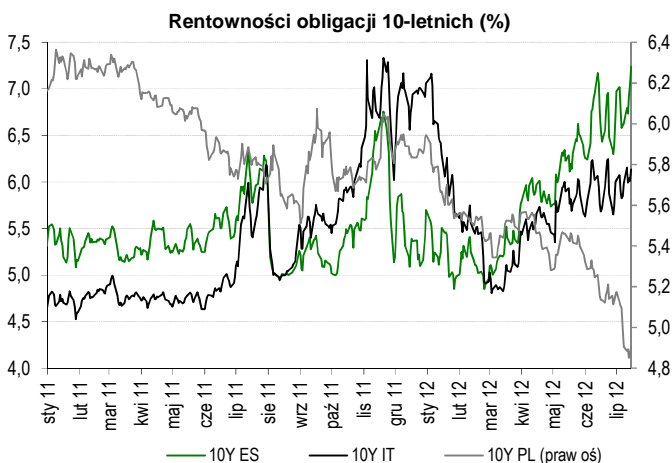
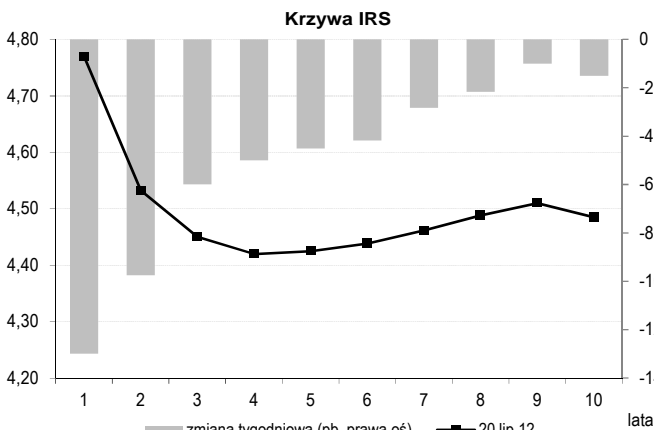
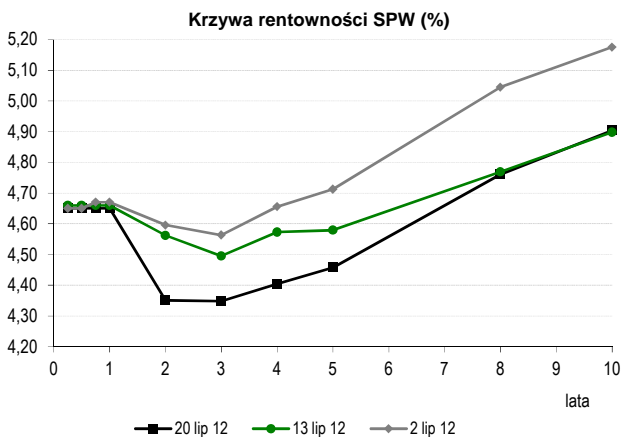
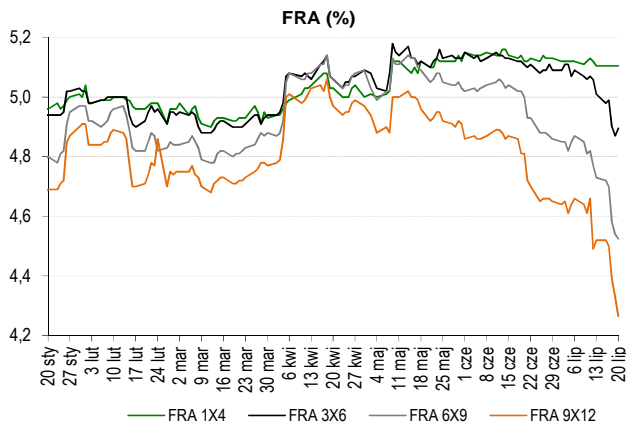
EURUSD konsoliduje się w przedziale 1,216-1,233

Od ponad tygodnia kurs EURUSD konsoliduje się w przedziale 1,216-1,233. Z jednej strony na rynku wciąż jest wiara, że FOMC zdecyduje się na QE3 (jeśli nie w sierpniu, to we wrześniu). Ostatnie wystąpienia szefa Fed przed Kongresem podtrzymały te nadzieje, tym bardziej, że Ben Bernanke potwierdził gotowość Fed do wspierania gospodarki jeśli zajdzie taka konieczność. Wsparciem dla tych oczekiwań są również słabe dane napływające z amerykańskiej gospodarki.

Z drugiej strony wspólna waluta niezmiennie znajduje się pod presją wydarzeń w strefie euro, głównie sytuacji w Hiszpanii. Ostatnia aukcja hiszpańskiego długu rozczarowała. Po ogłoszeniu jej wyników rentowność 10-latków wzrosła powyżej 7%, co może generować poważne problemy z pozyskaniem kapitału z rynku przez ten kraj. Z drugiej strony, pomoc dla sektora bankowego Hiszpanii, która wcześniej była już zapowiedziana, nie oznacza zakończenia problemów.

Ścieranie się powyższych czynników powoduje, że kurs EURUSD pozostaje w kanale konsolidacyjnym wskazanym powyżej. Jeśli kursowi udałoby się przełamać górne ograniczenie to nie można wykluczyć wzrostów powyżej 1,24. Z drugiej strony przełamanie krótkoterminowego wsparcia w okolicach 1,223 oznaczałoby testy dolnego ograniczenia kanału wahań. W krótkim terminie oba scenariusze wydają się równie prawdopodobne, a impuls do realizacji jednego z nich może przyjść z danych napływających w tym tygodniu.

Rynek stopy procentowej – Oczekiwania na znaczące redukcje stóp



Rynek wycenia redukcję stóp już we wrześniu

Miniony tydzień przyniósł dalszą zmianę oczekiwań co do przyszłej polityki pieniężnej. Napływające dane makro (głównie słabsze od oczekiwań dane o zatrudnieniu i produkcji) i wypowiedzi członków RPP (Chojna-Duch, Bratkowski oraz złagodzenie tonu wypowiedzi przez Zielińską-Głębocką) wzmocniły, już i tak silne, oczekiwania na obniżki stóp z możliwością pierwszej redukcji już we wrześniu. To spowodowało znaczący spadek stawek FRA, które wskazują na redukcję łącznie o 75pb w perspektywie 9 miesięcy.

Obecnie trudno jest oczekiwać na trwały impuls korekcyjny na rynku FRA. Niemniej, publikacja danych o sprzedaży detalicznej (podobnie jak rynek oczekujemy wzrostu sprzedaży o 9% r/r) może w krótkim terminie ograniczyć spadki stawek FRA.

Rentowność obligacji coraz niżej

Spadki rentowności obserwowane były również na rynku długu. W skali tygodnia krzywa przesunęła się w dół o 0-21pb, przy czym najbardziej na wartości zyskały papiery z krótkiego końca i środka krzywej. Warto zauważyć, że koniec tygodnia przyniósł realizację zysków na długim końcu i wzrost rentowności 10-latkki do 4,90%, po wcześniejszym spadku do około 4,80% (najniższy poziom od 2006).

Wzrost oczekiwań na szybkie obniżki stóp procentowych spowodował dość znaczący spadek na krótkim końcu krzywej. Po danych o produkcji i ogłoszeniu wyników aukcji OK0714, rentowność 2-letniego benchmarku obniżyła się do około 4,30%, najniższego poziomu od 2006 r. W efekcie krzywa rentowności nieco się wystromiła, a spread 2-10Y wzrósł powyżej 50pb, gdy na koniec ubiegłego tygodnia było to nieco powyżej 30pb.

Zgodnie z oczekiwaniami aukcja obligacji OK0714 cieszyła się dużym zainteresowaniem ze strony inwestorów. Ministerstwo łącznie na aukcji regularnej i dodatkowej sprzedało obligacje o wartości 5,84 mld zł, z rentownością 4,361% (wobec 4,759% na kwietniowej aukcji), najniższą od 2006. Po aukcji OK0714 tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w prawie 85%.

Koniec tygodnia przyniósł również realizację zysków na długim końcu krzywej IRS. W skali tygodnia krzywa IRS obniżyła się o 5-12pb, przy czym największe spadki dotyczyły krótkiego końca krzywej. Spread 2-10Y pozostaje ujemny, jednak uległ nieznacznemu zacieśnieniu.

Dane makro i czynniki globalne kluczowe

W tym tygodniu opublikowane zostaną ostatnie dane makro (sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia). Uwaga skupi się głównie na danych o sprzedaży, które dopełnią obraz popytu konsumpcyjnego. Jeśli dane te okażą się lepsze od naszych i rynkowych oczekiwań (9,0% r/r) to może to wygenerować impuls do krótkotrwałej korekty.

Długi koniec krzywej, obok czynników krajowych, będzie pozostawał pod wpływem informacji płynących z rynków bazowych. Mimo że rentowność 10-latkki pozostawała dość odporna na sytuację na peryferiach strefy euro, to jednak wzrost awersji do ryzyka może wygenerować korektę.

Podsumowując, nadchodzące dni raczej powinny przynieść konsolidację rentowności w przedziałach 4,30-4,40% dla 2-latkki, 4,40-4,50% dla 5-latkki oraz 4,85-4,95% dla 10-latkki.

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