

Tygodnik ekonomiczny

30 lipca – 5 sierpnia 2012

Na początku tygodnia utrzymywał się pesymistyczny nastrój związany z obawami, że Grecja może wyjść ze strefy euro, a Hiszpania będzie zmuszona poprosić o pomoc finansową. Wywołało to dalszy wzrost rentowności 10-letnich obligacji hiszpańskich do najwyższego poziomu w historii strefy euro (ok. 7,74%). Poziom 7% przebiła również rentowność obligacji 2-letniej i w rezultacie krzywa rentowności wypłaszczyła się i znalazła się na wysokim poziomie. Z kolei niemiecki długoterminowy dług zanotował rekordowe umocnienie; rentowność 10-latkę spadła do 1,126%. Sytuacja uległa jednak gwałtownej zmianie po tym jak najpierw Ewald Nowotny, członek zarządu EBC, powiedział, że widzi powód aby ESM miał licencję bankową, a następnie Mario Draghi zapewnił, że bank będzie robił wszystko, by uchronić strefę euro przed rozpadem. Wzrost optymizmu wynikający z oczekiwań na działanie EBC zwiększył apetyt na ryzyko. EURPLN spadł do niemal 4,12, a krajowe obligacje kontynuowały umocnienie. Kolejne gołębie komentarze członków RPP sprawiły, że rynek wycenia obecnie obniżkę stóp NBP o ok. 100pb. w horyzoncie 9 miesięcy.

Odważna wypowiedź prezesa EBC sprawiła, że konferencja po posiedzeniu banku może być kluczowym wydarzeniem tego tygodnia. Inwestorzy będą oczekiwać, że Draghi zapowie jakie działania EBC ma zamiar podjąć aby ratować strefę euro. W tym samym dniu inwestorzy będą mogli nabyć hiszpańskie obligacje na aukcji. Natomiast nadzieje na to, że Fed podejmie decyzję o zwiększeniu skali wsparcia gospodarki USA wydają się być nieuzasadnione, na ostatnim posiedzeniu tylko kilku członków FOMC poparło takie rozwiązanie. Wydarzenia związane z bankami centralnymi zdominują zapewne przyszły tydzień i będą miały główny wpływ na notowania złotego. EURPLN odbił się w piątek od istotnego wsparcia. Odczyt krajowego PMI będzie wg nas kolejnym sygnałem potwierdzającym, że majowa podwyżka stóp NBP była nieuzasadniona i dane te mogą wesprzeć krajowy rynek długu.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (30 lipca)							
11:00	EZ	Indeks nastrojów konsumentów	VII	pkt	-21,6	-	-19,8
WTOREK (31 lipca)							
11:00	EZ	Wstępny HICP	VII	% r/r	2,4	-	2,4
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	VII	% r/r	-	-	3,7
14:30	US	Dochody osobiste	VI	% m/m	0,4	-	0,2
14:30	US	Wydatki konsumentów	VI	% m/m	0,1	-	0,0
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	V	% m/m	0,4	-	0,7
15:45	US	Indeks Chicago PMI	VII	pkt	52,5	-	52,9
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	VII	pkt	61,3	-	62,0
ŚRODA (1 sierpnia)							
4:30	CN	PMI – przemysł	VII	pkt	-	-	48,2
9:00	PL	PMI – przemysł	VII	pkt	47,4	47,6	48,0
9:53	DE	PMI – przemysł	VII	pkt	43,3	-	45,0
9:58	EZ	PMI – przemysł	VII	pkt	44,1	-	45,1
11:00	PL	Aukcja obligacji PS0417					
14:15	US	Raport ADP	VII	pkt	120	-	176
16:00	US	ISM – przemysł	VII	pkt	50,2	-	49,7
20:15	US	Decyzja Fed		%	0,0-0,25	-	0,0-0,25
CZWARTEK (2 sierpnia)							
13:00	GB	Decyzja BoE		%	0,50	-	0,50
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,75	-	0,75
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	370	-	353
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VI	% m/m	0,4	-	0,7
PIĄTEK (3 sierpnia)							
9:53	DE	PMI – usługi	VII	pkt	49,7	-	49,9
9:58	EZ	PMI – usługi	VII	pkt	47,6	-	47,1
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	VII	tys.	100	-	80
14:30	US	Stopa bezrobocia	VII	%	8,2	-	8,2

Źródło: BZ WBK, Dow Jones, 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

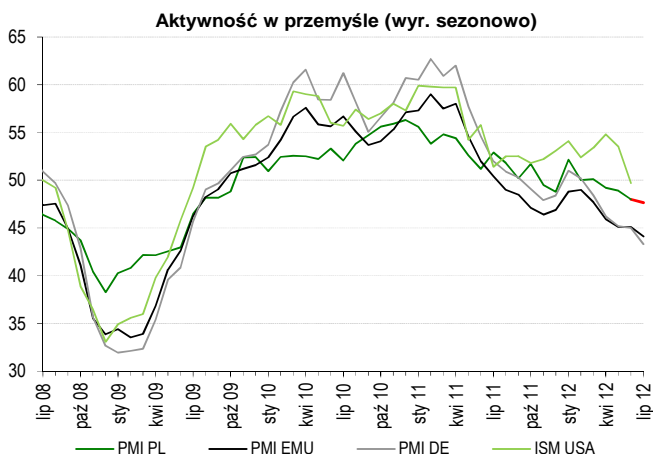
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

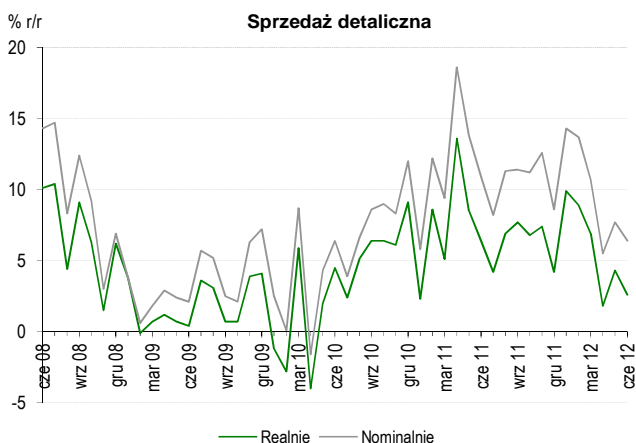
Wydarzenia nowego tygodnia – PMI i oczekiwania inflacyjne



▪ Spodziewamy się, że indeks PMI dla polskiego przemysłu w lipcu spadnie po raz czwarty z rzędu, głównie pod wpływem przyspieszającego kurczenia się portfela zamówień polskich przedsiębiorstw zarówno tych krajowych, jak i eksportowych. Oczekujemy także spadków subindeksów produkcji i zapasów w pozycji zakupionych oraz stabilizacji zatrudnienia i wzrostu prędkości dostaw.

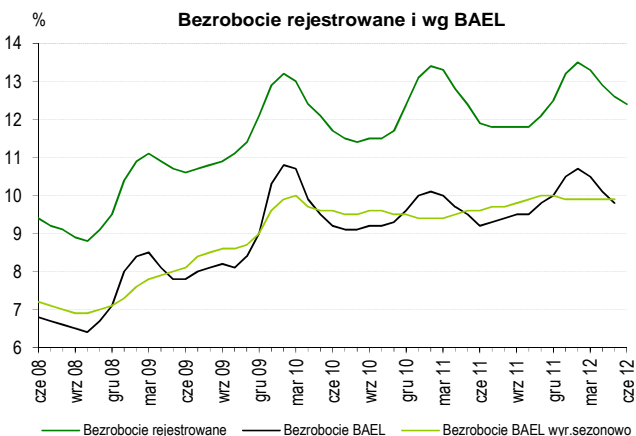
▪ Można się spodziewać, że miara oczekiwań inflacyjnych pokaże silny wzrost. Jeżeli badanie zostało przeprowadzone po opublikowaniu inflacji w czerwcu to majowa stopa inflacji (3,6%) zostanie zastąpiona stopą czerwową (4,3%) jako podstawa obliczeń. Warto jednak podkreślić, że struktura odpowiedzi ankietowych od kilku miesięcy się poprawia, a presja na wzrost cen będzie maleć w obliczu słabnącej koniunktury.

Ostatni tydzień w gospodarce – Sprzedaż detaliczna hamuje, bezrobocie wyższe od oczekiwań



▪ W czerwcu sprzedaż detaliczna wzrosła o 0,2% m/m, co przełożyło się na spowolnienie rocznej dynamiki do 6,4% z 7,7% w maju. Czerwcowy odczyt okazał się niższy od oczekiwań rynkowych i naszych prognoz na poziomie 9,0% r/r. W ujęciu realnym sprzedaż detaliczna wzrosła o 2,6% r/r (wobec 4,3% r/r w maju).

▪ Czerwcowy odczyt danych wskazuje, że wpływ EURO2012 na sprzedaż detaliczną był bardzo ograniczony. Spodziewamy się, że nadchodzące miesiące przyniosą dalszy stopniowy spadek dynamiki sprzedaży. Obecna sytuacja na rynku pracy (umiarkowany wzrost wynagrodzeń, stopniowy spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw) nie sprzyja wzrostowi wydatków konsumpcyjnych. W związku z tym można oczekiwać dalszego osłabienia popytu konsumpcyjnego w nadchodzących kwartałach.



▪ W czerwcu stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się do 12,4% (z 12,6% w maju), kształtując się nieco powyżej naszych (12,3%) i rynkowych oczekiwań (12,2%). Liczba zarejestrowanych bezrobotnych na koniec czerwca wyniosła 1964,4 tys. osób, co oznacza spadek o 2,5% m/m i wzrost o 4,3% r/r. Liczba ofert pracy w czerwcu wyniosła 44,4 tys. na koniec czerwca wobec 46,8 tys. w maju oraz 47 tys. w czerwcu 2011 r.

▪ W nadchodzących miesiącach spodziewamy się dalszego stopniowego spadku stopy bezrobocia, co będzie głównie efektem sezonowym. Po wakacjach stopa bezrobocia może ponownie zacząć stopniowo rosnąć do nieco powyżej 13%, chociaż jej wzrost będzie zapewne ograniczany przez wzrost środków przeznaczonych przez Ministerstwo Pracy na aktywne formy zwalczania bezrobocia.

Cytat tygodnia – Z obniżkami już jesteśmy spóźnieni

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 25.07 Reuters

Biorąc pod uwagę uwarunkowania makroekonomiczne w Polsce oraz sytuację w strefie euro, mogłabym wesprzeć wniosek o obniżkę we wrześniu. Skłaniałabym się raczej ku kroкови ostrożnemu, czyli o 25 punktów bazowych.

Marek Belka, prezes NBP, 25.07 Reuters

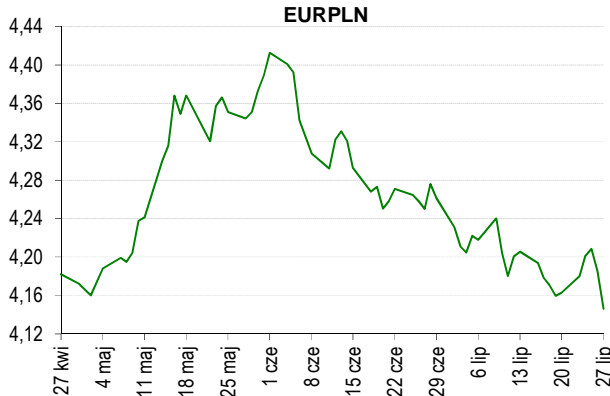
Być może NBP jest jednym z ostatnich banków, który może sobie pozwolić na prowadzenie konwencjonalnej polityki pieniężnej. Efektem tego jest utrzymanie stóp na minimalnie dodatnim poziomie.

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 24.07, PAP

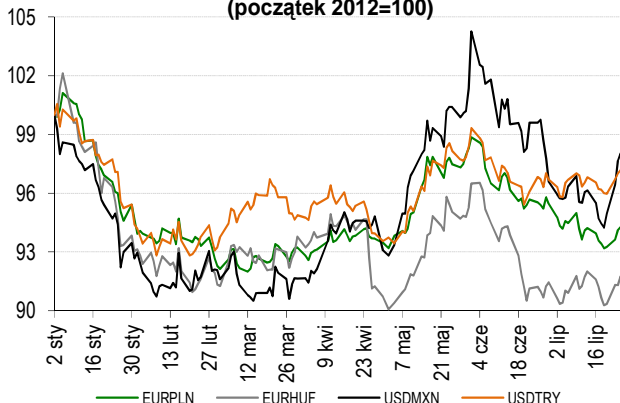
Jeśli negatywne tendencje w gospodarce, które obserwujemy od marca, się utrzymają, to nie widzę powodu, żebym nie miał złożyć takiego wniosku [o obniżkę stóp we wrześniu]. Jeżeli się okaże, że problemy zewnętrzne są trwałe, to raczej będzie to cykl, bo jedna obniżka o 25 pkt bazowych nic nie zmienia. Moim zdaniem z obniżkami już jesteśmy spóźnieni.

W ostatnim tygodniu A. Bratkowski i E. Chojna-Duch potwierdzili swoją chęć do łagodzenia polityki monetarnej, wskazując że we wrześniu RPP może głosować wniosek o obniżkę stóp o 25pb. Andrzej Bratkowski zasugerował także, że może to być początek cyklu obniżek. Wątpimy by na wrześniowym posiedzeniu znalazła się większość dla poparcia tego wniosku. Naszym zdaniem pozostałym członkom Rady trudno będzie wycofać się z ich jastrzębniej retoryki sprzed kilku tygodni (choć niektórzy już zaczęli łagodzić swój ton), zwłaszcza że inflacja wciąż będzie utrzymywała się powyżej 4%. Marek Belka zasugerował, że założeniem (konwencjonalnej) polityki pieniężnej RPP jest utrzymywanie realnych stóp procentowych na minimalnie dodatnim poziomie, a zatem można mniemać, że nie widzi on przestrzeni dla obniżek.

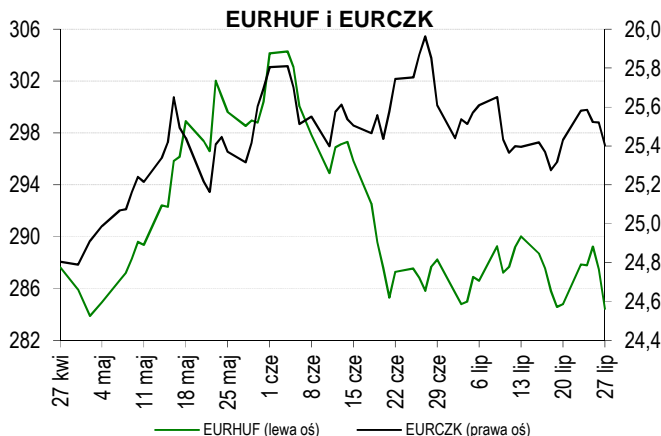
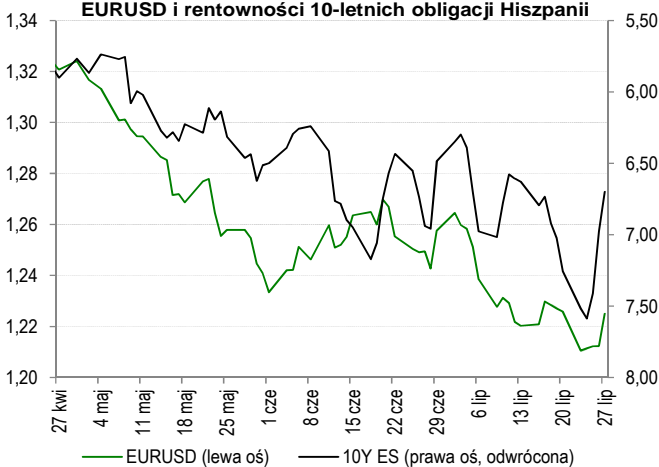
Rynek walutowy – EURPLN blisko ważnego wsparcia



Wybrane waluty gospodarek rozwijających się (początek 2012=100)



EURUSD i rentowności 10-letnich obligacji Hiszpanii



Złoty wsparty przez prezesa EBC

Tylko na samym początku minionego tygodnia EURPLN utrzymywał się na podwyższonym poziomie, blisko 4,22. W kolejnych dniach krajowa waluta wyraźnie zyskiwała w wyniku znacznej poprawy nastrojów zainicjowanej słowami Nowotnego oraz Draghiego. Trend spadkowy trwający od początku czerwca został utrzymany i w konsekwencji kurs spadł pod koniec tygodnia do ok. 4,12.

Apresiasi krajowej waluty w stosunku do euro połączona z dynamicznym wzrostem EURUSD spowodowała znaczne umocnienie złotego również do dolara. Kurs USDPLN spadł tymczasowo nieco poniżej 3,35 i złoty zyskiwał już ok. 15 groszy do amerykańskiej waluty. Na koniec tygodnia kurs był blisko 3,38.

Minimum z tego tygodnia (4,12) to istotny na wykresie dziennym poziom wsparcia i to czy kurs EURPLN podejmie kolejną próbę jego pokonania zależy od tego jak rynek odbierze decyzje banków centralnych. Szczególnie ważna może być w tym tygodniu konferencja po posiedzeniu EBC.

Od początku roku złoty zyskał do euro ok. 7% i jest tym samym drugą po forintcie (kurs EURHUF spadł o ponad 9%) najmocniejszą walutą z krajów rozwijających się i jeśli na rynku nastąpi wzrost awersji do ryzyka, to krajowa waluta może być bardziej niż inne podatna na realizację zysków.

Draghi zapowiada ratowanie Eurolandu, euro zyskuje

Od początku tygodnia kurs EURUSD pogłębiał spadki z poprzednich dni w wyniku obaw o peryferia strefy euro. W rezultacie osiągnął poziom nieco poniżej 1,205, najniższy od 2 lat. Dopiero komentarz z EBC przyczynił się do tego, że euro z nawiązką odrobiło straty. EURUSD zakończył ten tydzień blisko 1,225, wcześniej osiągnął prawie 1,235.

Posiedzenia EBC i Fed to najważniejsze wydarzenia jakie będą miały miejsce w tym tygodniu. O ile nadzieje na to, że amerykański bank centralny podejmie szybko dodatkowe działania wspierające gospodarkę USA zostały ograniczone po publikacji minutes z ostatniego posiedzenia (na którym tylko kilku członków FOMC optowało za podjęciem takiego kroku), to odważna deklaracja prezesa EBC sprawia, że na rynku pojawiły się oczekiwania na ogłoszenia konkretnych kroków już na najbliższym posiedzeniu. Spełnienie – lub nawet przekroczenie – tych oczekiwań będzie kluczowe dla euro, które już na koniec minionego tygodnia oddało część zysków osiągniętych dzięki słowom Draghiego.

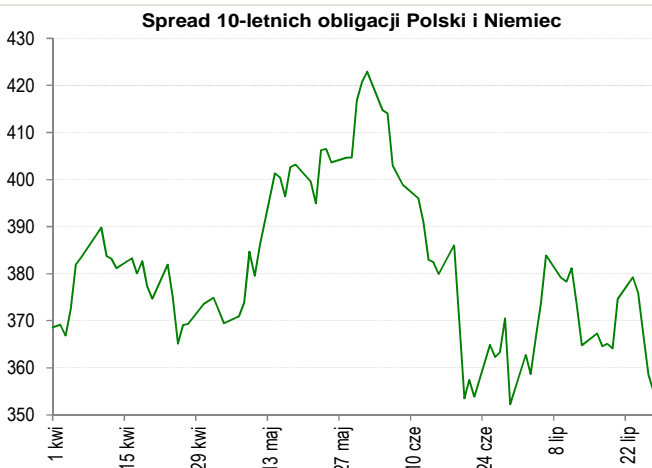
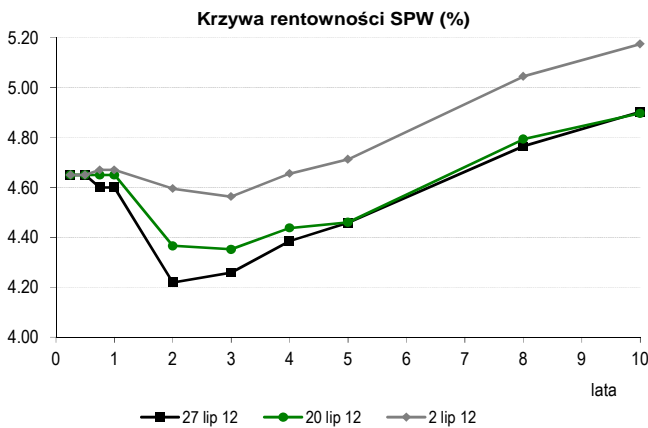
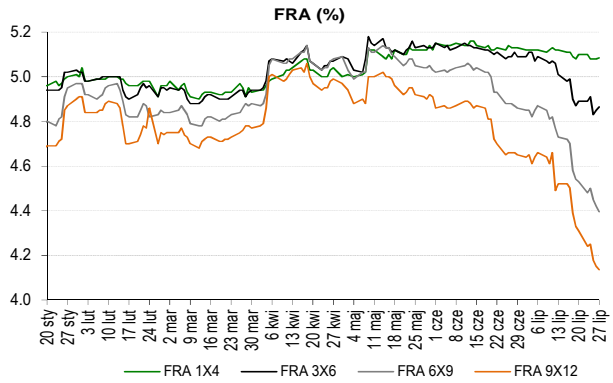
EURUSD nie zdołał w tym tygodniu przebić wsparcia na ok. 1,205, a później nie pokonał oporu nieco powyżej 1,23. W perspektywie kolejnych tygodni, następane ważne poziomy to odpowiednio 1,185 i 1,245.

Forint najmocniejszy od września 2011

Dynamiczne zmiany zachodziły również na rynku czeskiej korony oraz forinta. Kurs EURCZK oddalił się od lokalnego szczytu na 25,6 i na koniec tygodnia był blisko 25,38. Warto zaznaczyć, że trend wzrostowy jaki obowiązywał od marca w ostatnich tygodniach uległ zatrzymaniu.

Kurs EURHUF spadł natomiast tymczasowo nieco poniżej 282 i znalazł się tym samym na najniższym poziomie od września 2011. Na korzyść węgierskiej waluty działały m.in. sygnały z tamtejszego rządu, który sugerował, że może być bardziej „elastyczny” w rozmowach z MFW ws. pożyczki.

Rynek stopy procentowej – Silne oczekiwania na obniżki stóp



Oczekiwania na coraz szybsze obniżki ...

Po raz kolejny wypowiedzi członków RPP (Chojna-Duch, Bratkowski) dały impuls do spadku stawek FRA. W skali tygodnia najbardziej spadły stawki na dłuższe tenory, a FRA 9x12 na 4,15% wskazuje, że rynek dyskontuje redukcję stóp o 100pb w perspektywie 9 miesięcy. Warto zauważyć, że rynek oczekuje redukcji stóp tylko o 25bp w perspektywie najbliższych 3 miesięcy, co nie jest czymś przesadzonym.

Nadchodzącym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na publikacji wskaźnika PMI. Prognozowany przez nas spadek będzie wspierał oczekiwania na poluzowanie polityki monetarnej, a tym samym trend spadkowy stawek FRA.

... wsparcie krótki koniec krzywej

Miniony tydzień przyniósł dalsze umocnienie obligacji, głównie na krótkim końcu i środku krzywej. Wsparciem dla rynku były wypowiedzi członków RPP, ale również znacząca poprawa nastrojów na rynkach globalnych ze względu na spodziewaną pomoc banków centralnych (EBC, Fed). Rentowność 2-letniej obligacji obniżyła się w kierunku 4,20%.

W nadchodzącym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na posiedzeniach banków centralnych (Fed, EBC) oraz publikowanych danych makro - z krajowych danych poznamy lipcowy indeks PMI. Oczekiwany przez nas spadek indeksu powinien wspierać trend spadkowy rentowności, głównie na krótkim końcu krzywej.

Istotnym wydarzeniem będzie aukcja 5-latką PS0417. Ostateczną ofertę poznamy w poniedziałek; MF planował ofertę na 2,0-4,0 mld zł. Na aukcji spodziewamy się wysokiego popytu – wsparciem pozostaje bardzo dobra sytuacja płynnościowa (25 lipca na rynek wpłynęło około 10 mld zł netto z wykupu OK0712 i płatności odsetkowych od serii WZ).

Ciekawa sytuacja w sektorach 5- i 10-letnim

Ostatnie znaczące umocnienie na środku i długim końcu polskiej krzywej przyniosło zawężenie różnicy pomiędzy rentownościami krajowych 5- i 10-latek a niemieckimi obligacjami o tym samym terminie wykupu. Jak pokazuje wykres obok w sektorze 5 lat mamy do czynienia z podobnym układem jaki kształtował się od końca 2011 do marca 2012. Jeśli sytuacja miałaby się powtórzyć, to w najbliższym czasie krajowa 5-latka powinna testować ostatnie minimum na ok. 4,45%.

W przypadku 10-latką sytuacja jest również ciekawa. Spread 10YPL-10YDE przez dłuższy czas wahał się między 360-380pb i w minionym tygodniu spadł poniżej dolnego ograniczenia. Z drugiej strony, asset swap spread w sektorze 10-letnim ponownie testował poziom ok. 40pb, który ostatnio powstrzymywał spadki. W naszej ocenie, jeśli sytuacja na rynku nie ulegnie znaczącemu pogorszeniu, to można oczekiwać stabilizacji spreadu nieco powyżej tego poziomu.

Podsumowując, nadchodzące tygodnie mogą przynieść dalsze umocnienie na środku i długim końcu krzywej. Obecnie istotne wsparcia znajdują się na 4,40% dla 5-latką oraz 4,80% dla 10-latką. Wsparciem dla rynku będzie niska podaż SPW (szacujemy, że na koniec lipca realizacja potrzeb pożyczkowych wyniosła ok. 85%) oraz sytuacja płynnościowa (w okresie sierpień-październik na rynek wpłynie łącznie ok. 33 mld zł z wykupu OK1012 i płatności odsetkowych). Głównym czynnikiem ryzyka pozostaje sytuacja na peryferiach strefy euro.

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