

Tygodnik ekonomiczny

6 – 12 sierpnia 2012

W ubiegłym tygodniu uwaga rynków finansowych skupiona była na posiedzeniach banków centralnych. Bank Anglii, Fed i EBC nie zmieniły stóp procentowych. Co ważniejsze, zarówno EBC jak i Fed rozczarowały inwestorów. Fed nie zadeklarował rozpoczęcia programu wsparcia gospodarek, powtarzając w komunikacie zdanie, że stopy pozostaną na niskich poziomach prawdopodobnie do końca 2014 i że będzie wspierał gospodarkę o ile zajdzie taka konieczność. Z kolei w komunikacie z posiedzenia EBC napisano co prawda, że bank może podjąć bezpośrednie operacje otwartego rynku i inne niestandardowe działania o skali, która zapewni powodzenie tych operacji, jednak szczegóły odnośnie konkretnych sposobów interwencji będą dopiero omawiane w kolejnych tygodniach. W kontekście wcześniejszych zapowiedzi prezesa EBC rozbudzających nadzieje na konkretne działania, spowodowało to gwałtowne pogorszenie nastrojów na rynku, obligacje hiszpańskie oraz włoskie zaczęły ponownie tracić na wartości. Nieco w cieniu banków centralnych pozostały w ubiegłym tygodniu dane makroekonomiczne, jednak słabe europejskie wskaźniki PMI przypomniły, że spowolnienie/recesja trwa. Pozostało to jednak bez wpływu na polski rynek, złoty kontynuował umocnienie kończąc na tydzień na poziomie 4,06. Na wartości zyskiwały również obligacje, głównie na krótkim końcu krzywej. Warto zaznaczyć, że polski PMI zaskoczył pozytywnie, choć naszym zdaniem lipcowe odbicie nie będzie trwałe.

Najbliższy tydzień nie przyniesie istotnych informacji z krajowej gospodarki. Oczekujemy, że rentowności polskich obligacji pozostaną stabilne, choć w krótkim terminie sytuacja na rynkach bazowych może przekładać się zachowanie rentowności na środku i długim końcu krzywej. Większe wahania mogą nastąpić w notowaniach EURPLN, który spadł na koniec minionego tygodnia do najniższego poziomu od roku. Uwaga inwestorów zagranicznych skupi się na tym, co pokażą dane z USA, Niemiec, i Chin. W dalszym ciągu będą też analizować wydarzenia i dane z ostatnich dni.

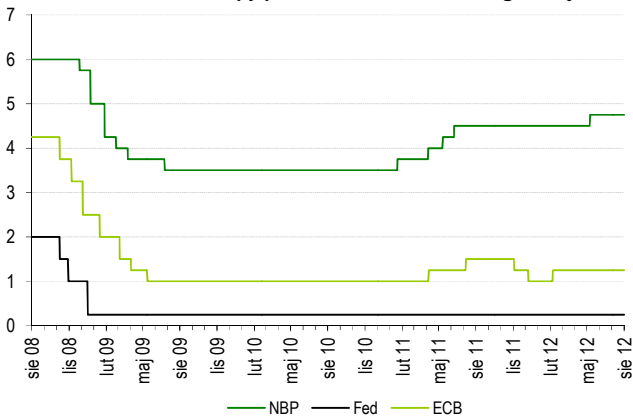
Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (6 sierpnia)							
10:30	EZ	Indeks Sentix	VIII	pkt	-31,0	-	-29,6
WTOREK (7 sierpnia)							
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VI	% m/m	-1,0	-	0,6
ŚRODA (8 sierpnia)							
8:00	DE	Eksport	VI	% m/m	-1,5	-	3,9
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	VI	% m/m	-0,8	-	1,6
14:30	US	Wydajność pracy	II kw.	% k/k	1,4	-	-0,9
CZWARTEK (9 sierpnia)							
3:30	CN	CPI	VII	% r/r	1,7	-	2,2
7:30	CN	Produkcja przemysłowa	VII	% r/r	9,8	-	9,5
14:30	US	Bilans handlowy	VI	mld \$	-47,4	-	-48,7
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	370	-	365
14:30	US	Zapasy hurtowników	VI	% m/m	0,3	-	0,3
PIĄTEK (10 sierpnia)							
-	CN	Bilans handlowy	VII	mld \$	34,3	-	31,73
14:30	US	Ceny importu	VII	% m/m	0,0	-	-2,7

Źródło: BZ WBK, Reuters

Ostatni tydzień w gospodarce – Banki centralne rozczarowują, polski PMI pozytywnie zaskakuje

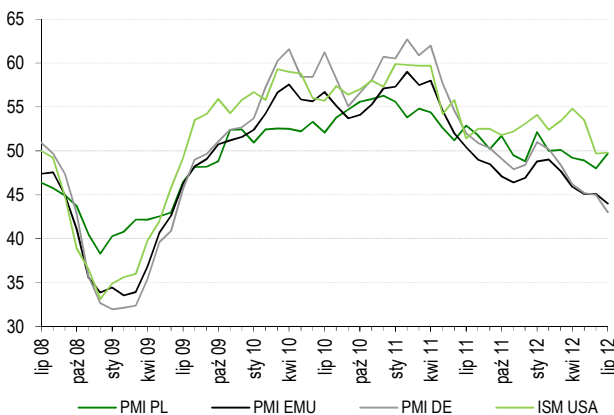
Podstawowe stopy procentowe w Polsce i za granicą



▪ Fed, BoE i EBC nie zmieniły swoich stóp procentowych (stopa Fed wynosi 0,0-0,25%, BoE 0,5% a EBC 0,75%). Ważniejsze było jednak to, że zarówno EBC jak i Fed rozczarowały inwestorów. Fed nie zadeklarował rozpoczęcia programu wsparcia gospodarek, powtarzając w komunikacie zdanie, że stopy pozostaną na niskich poziomach prawdopodobnie do końca 2014 oraz, że będzie wspierał gospodarkę o ile zajdzie taka konieczność.

▪ EBC wskazał, że rentowności obligacji krajów peryferii strefy euro są zbyt wysokie i bank centralny może podjąć bezpośrednie operacje otwartego rynku w skali adekwatnej do zamierzonego celu obniżenia kosztu finansowania. Brak było jednak konkretów, na które oczekiwali uczestnicy rynku, po tym jak tydzień wcześniej Prezes EBC rozbudził ich nadzieje na szybkie działania.

Aktywność w przemyśle (wyr. sezonowo)



▪ Po trzech miesiącach spadku, w lipcu nastąpiło odbicie wskaźnika koniunktury PMI dla polskiego przemysłu do 49,7 pkt. z 48,0 pkt. Było to duże zaskoczenie, gdyż prawie wszyscy analitycy rynkowi oczekiwali dalszego spadku indeksu w lipcu.

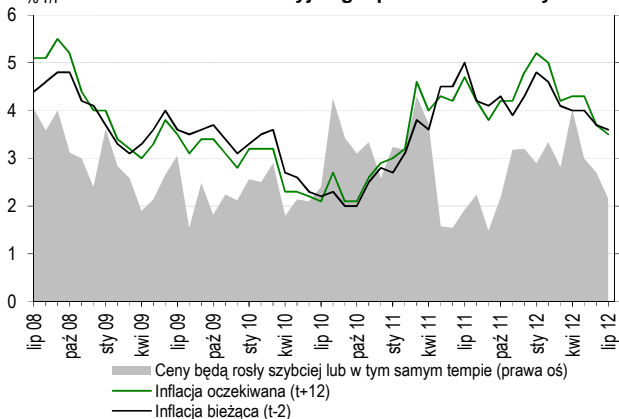
▪ Jeśli chodzi o składowe polskiego indeksu PMI, najbardziej cieszy sygnalizowany przez przedsiębiorstwa wzrost zatrudnienia. Z drugiej strony jednak, opublikowane ostatnio dane BAEL pokazują, że w czerwcu zatrudnienie w polskiej gospodarce spadło o 0,2% r/r a stopa bezrobocia wzrosła do 10,0% po pięciu miesiącach utrzymywania się na 9,9%.

▪ Warto także pamiętać, że wartość indeksu jest wciąż poniżej neutralnej granicy 50 pkt, a produkcja i zamówienia nadal spadają (eksportowe bardzo wyraźnie), choć nieco wolniej niż przed miesiącem. Może się więc okazać, że lipcowa poprawa koniunktury jest tymczasowa i wciąż jest spore ryzyko spowolnienia gospodarki poniżej 2% w drugiej połowie roku.

▪ Indeksy dla Niemiec i strefy euro zanotowały natomiast dalsze spadki, europejskie firmy również mocno odczuwają spadek popytu na ich produkty i reagują na to ograniczaniem produkcji oraz zatrudnienia. Z kolei produkcja i zatrudnienie w amerykańskich firmach rosną mimo spadku zamówień.

▪ Miara oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych spadła w lipcu do 3,5% z 3,7% i jest najniższa od lutego 2011 r. Spadek wynikał z uwzględnienia w obliczeniach niższego poziomu bazowego wskaźnika inflacji (3,6% z maja zamiast 3,7%) oraz z dalszej poprawy struktury odpowiedzi. Spadł odsetek osób oczekujących, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny będą rosły szybciej lub w tym samym tempie (z 73,5% do 70,8%).

Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych



Cytat tygodnia – Czy założenia budżetowe są do utrzymania?

Dominik Radziwiłł, wiceminister finansów, 31.07 PAP

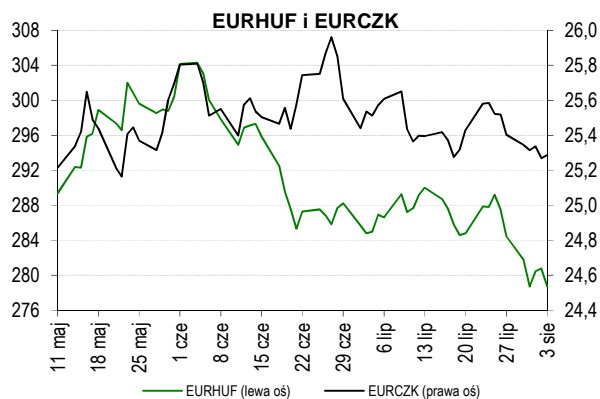
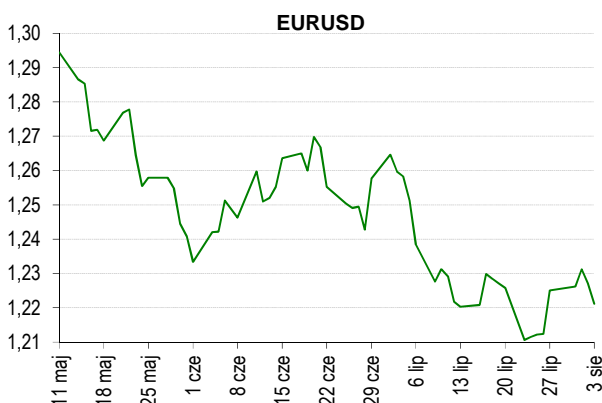
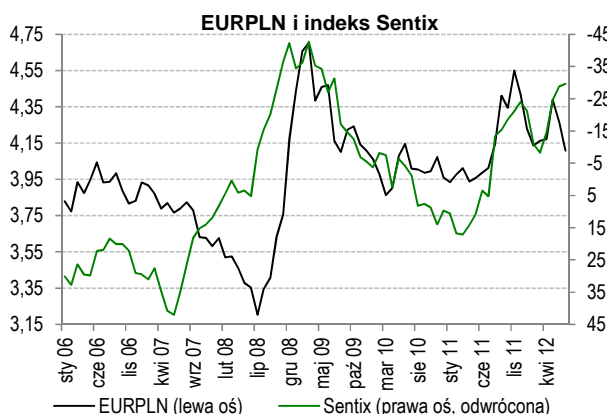
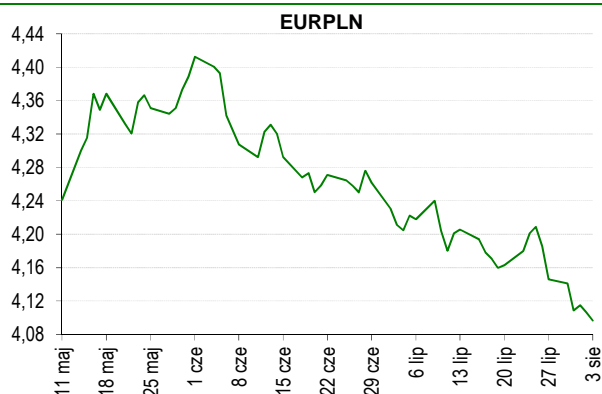
Widać spowolnienie, ale cały czas mamy wartości [zmiennych makro] mocno pozytywne i daleko odbiegające od wartości poziomów w innych krajach europejskich. Myślę, że w tym roku nie ma ryzyka, aby był jakiś kwartał na minusie, dynamika będzie zdecydowanie słabła, ale nie można mówić, aby jakiś kwartał był na minusie. To będzie bardzo trudny 2013 rok. Staramy się być konserwatywni i myślę, że tak jest. Te założenia [budżetowe], są konserwatywne i prawdopodobnie do utrzymania.

Ludwik Kotecki, główny ekonomista Ministerstwa Finansów, 02.08 PAP

Pod koniec sierpnia przedstawimy ostateczne założenia do budżetu na 2013 rok. Trzeba je urealnić, dostosować do zmieniającej się sytuacji zewnętrznej. Nie należy wykluczać obniżenia prognozy wzrostu PKB na 2013 rok. Scenariusz musi być wewnętrznie spójny, więc będziemy analizować wszystkie wskaźniki budżetowe. Będziemy oczywiście dalej konsolidować finanse publiczne, jeśli uznamy, że nie zaszkodzi to gospodarce.

Ministerstwo Finansów uważa, że w I kw. polska gospodarka weszła na ścieżkę słabszego wzrostu i pozostanie na niej przez kilka kwartałów. Mimo wciąż wysokiej odporności Polska zaczyna odczuwać pogorszenie koniunktury na rynkach eksportowych, co potwierdzają dane, w tym spadająca dynamika eksportu, hamowanie produkcji oraz inwestycji prywatnych. Wiceminister finansów, Dominik Radziwiłł powiedział, że w IV kw. wzrost PKB może kształtować się poniżej 2%. My również spodziewamy się osłabienia wzrostu gospodarczego. Odnosząc się do założeń do budżetu na 2013 (wzrost na poziomie 2,9%), Radziwiłł powiedział, że są one konserwatywne i prawdopodobnie do utrzymania. Naszym zdaniem, prognoza wzrostu gospodarczego na poziomie 2,9% jest optymistyczna i taką opinię wydaje się podzielać główny ekonomista Ministerstwa Finansów, Ludwik Kotecki.

Rynek walutowy – EURPLN najniższej od roku



EBC rozczarowuje, a złoty coraz mocniejszy

▪ Ostrożny optymizm jaki dominował na rynku od początku minionego tygodnia sprawił, że kurs EURPLN oscylował w trakcie ostatnich pięciu sesji nieznacznie powyżej lokalnego minimum na 4,097. Zakres wahań był ograniczony. Jedynie w trakcie konferencji prasowej Europejskiego Banku Centralnego złoty osłabił się tymczasowo do 4,13 za euro, by na koniec tygodnia znaleźć się blisko 4,05, najniżej od roku. Ruch w dół wsparty został przez miesięczne dane z rynku pracy USA. Obszar 4,05-4,07 to ważne wsparcie na wykresie tygodniowym. Jego przebicie może skutkować dalszym spadkiem w kierunku 4,0.

▪ Znacznie większe wahania wystąpiły w przypadku kursu USDPLN, co wynikało z dużej zmienności EURUSD, jaka nastąpiła w trakcie konferencji prasowej EBC. Właśnie w czwartek USDPLN ustanowił tygodniowe minimum (prawie 3,30) i maksimum (niemal 3,40). Zakres wahań był jednak mniejszy niż w tygodniu poprzedzającym posiedzenie EBC.

▪ W tym tygodniu kalendarz publikacji danych i wydarzeń jest bardzo ubogi. Publikacja indeksu Sentix nie powinna mieć bezpośredniego wpływu na złotego, ale wykres tego wskaźnika z nałożonymi notowaniami EURPLN pokazuje, że na przestrzeni lat zależność krajowej waluty od nastrojów inwestorów ze strefy euro była widoczna. Z drugiej strony, obserwacje z ostatnich kilku miesięcy pokazują, że złoty w ostatnim czasie jest mniej zależny od negatywnych zdarzeń mających miejsce w Europie (m.in. rosnących rentowności obligacji Hiszpanii, Włoch, spadającego kursu EURUSD). Innymi słowy, kurs złotego jest uzależniony od cyklicznych wahań koniunktury, a obserwowane w ostatnich tygodniach umocnienie nie wpisuje się w ten obraz. Warto zauważyć, że rozbieżności notowań EURPLN od indeksu Sentix, które występowały w przeszłości, były tymczasowe i po pewnym czasie kurs podążał za miarą nastrojów inwestorów.

Wzrost wahań EURUSD po konferencji EBC

▪ Do posiedzenia EBC notowania EURUSD przebiegały w spokojnej atmosferze. Kurs wahał się w okolicy 1,23, przed dużymi ruchami powstrzymywało inwestorów oczekiwanie na decyzję EBC. Zapowiedź podjęcia działań pchnęła kurs z 1,233 do 1,24, ale kiedy okazało się, że szczegóły tych działań będą dopiero wypracowane w kolejnych tygodniach, EURUSD spadł gwałtownie do 1,213. Miesięczne dane z USA były lepsze od oczekiwań i dzięki dalszej poprawie nastrojów na rynku euro zaczęło dynamicznie zyskiwać do dolara i na koniec tygodnia kurs był blisko 1,232.

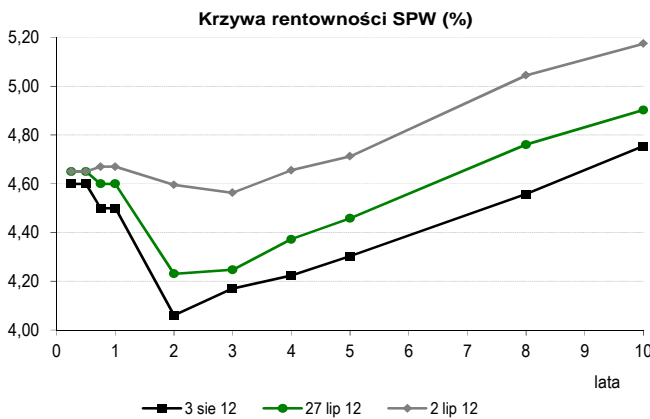
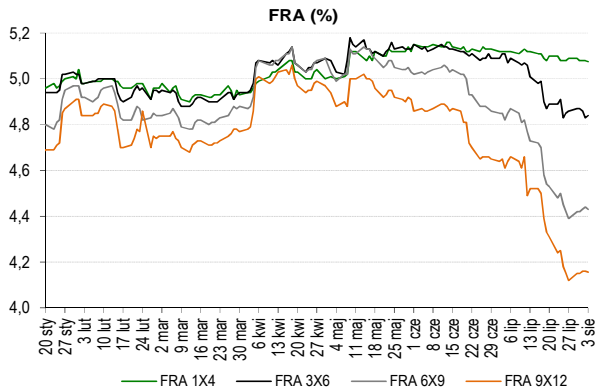
▪ W tym tygodniu nie ma planowanych publikacji istotnych danych makro, więc inwestorzy będą zapewne dalej pod wpływem wydarzeń z ostatnich dni. Ważne poziomy dla EURUSD to 1,213 i 1,24. Jeśli pokonany zostanie opór, to w kolejnych tygodniach kurs może osiągnąć 1,26.

Forint dalej zyskuje, czeska korona stabilna

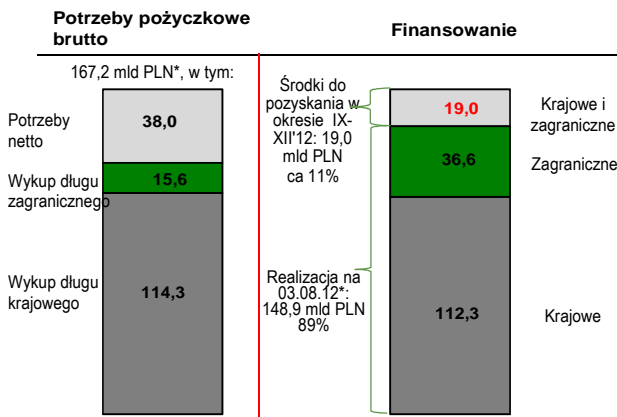
▪ Forint, podobnie jak złoty, utrzymał w minionym tygodniu trend aprecjacyjny. W rezultacie, kurs EURHUF spadł do ok. 272 na początku minionego tygodnia. Waluta w dalszym ciągu jest pod korzystnym wpływem oczekiwań na to, że w najbliższym czasie nastąpi porozumienie rządu z MFW ws. udzielenia pożyczki.

▪ Kurs EURCZK wahał się w minionym tygodniu pomiędzy 25,2 a 25,4. Dolne ograniczenie przedziału to istotny poziom wsparcia, od połowy czerwca kurs nie zdołał go przebić.

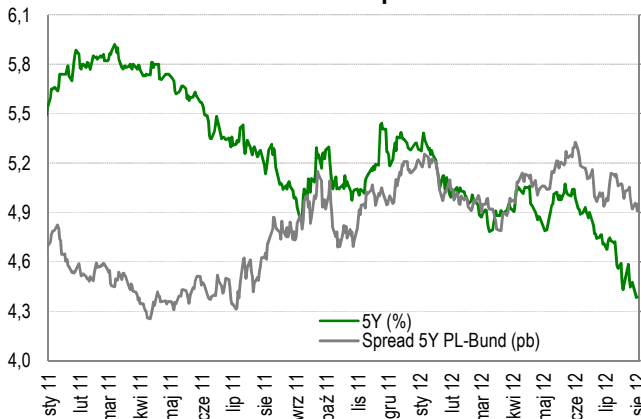
Rynek stopy procentowej – Krótki koniec krzywej wciąż w cenie



Finansowanie potrzeb pożyczkowych brutto



Rentowność 5-latki i spread vs Bunds



Lekkie odreagowanie na rynku FRA

Miniony tydzień przyniósł lekkie odreagowanie na rynku FRA, głównie na 6x9 i 9x12. W skali tygodnia stawki te wzrosły o średnio 4pb, co nie zmienia scenariusza rynkowych oczekiwań na redukcję stóp. Rynek dyskontuje, że w perspektywie roku stopy zostaną obniżone o 100pb, z pierwszą redukcją stóp o 25pb w IV kw. br. Taki scenariusz potwierdzają również ankiety makroekonomiczne.

W tym tygodniu oczekujemy niskiej aktywności inwestorów. W oczekiwaniu na publikację danych makro (początek przyszłego tygodnia) spodziewamy się stabilizacji stawek przy bieżących poziomach.

Krótki koniec krzywej wciąż silny

Miniony tydzień przyniósł znaczące umocnienie na rynku długu, głównie na krótkim końcu i środku krzywej. Mimo rozczarowania komunikatem EBC, krajowy dług pozostawał silny. Rentowność 2-latki spadła w okolice poziomu 4,05% (najniższy od lutego 2006), gdy 5-latki testowały poziom 4,30%. Nowe tegoroczne minimum osiągnęła również obligacja 10-letnia (4,75%). W skali tygodnia krzywa rentowności przesunęła się w dół o 15-17pb.

Na rynku IRS spadki stawek były także kontynuowane. Niemniej skala ich spadków okazała się zdecydowanie mniejsza niż obligacji i wyniosła maksymalnie 5pb. Krzywa IRS pozostaje dość płaska, ze spreadem 2-10Y na poziomie -4. Warto zauważyć, że asset swap spread dla sektora 10-letniego zakotwiczył się w ostatnich dniach w okolicach 40pb.

Niewątpliwie głównym wydarzeniem tygodnia była aukcja 5-letniego benchmarku PS0417. Na aukcji odnotowano solidny popyt (7 mld zł), co umożliwiło Ministerstwu uplasowanie na rynku obligacji o wartości 4,41 mld zł z rentownością 4,361%, najniższą w historii przetargów 5-latki. Warto zauważyć, że w lipcu resort finansów po tej samej rentowności uplasował 2-letni benchmark OK0714.

Aukcja ta była jedyną aukcją w sierpniu. Ministerstwo podało, że po jej przeprowadzeniu i uwzględnieniu pożyczki z Banku Światowego (750 mln €) realizacja tegorocznych potrzeb pożyczkowych wyniosła prawie 90%. Co więcej, do końca III kw. chce w całości sfinansować tegoroczne potrzeby pożyczkowe, a w IV kw. rozpocząć prefinansowanie potrzeb na 2013, jeśli warunki rynkowe będą sprzyjające.

Wakacyjne nastroje na rynkach

Przed nami iście wakacyjny tydzień, bez istotnych krajowych wydarzeń i publikacji danych makro. To sugeruje niską aktywność inwestorów oraz nieznaczne zmiany w rentownościach.

Impuls dla krajowego rynku może przyjść jednak z rynków bazowych, co znajdzie przełożenie głównie na długi koniec krzywej. Nawet jeśli nastąpi realizacja zysków po ostatnim dość znaczącym umocnieniu, to w naszej ocenie będzie ona krótkotrwała.

Zgodnie z naszymi przewidywaniami miniony tydzień przyniósł umocnienie na środku krzywej. Różnica w rentowności krajowej 5-latki i jej niemieckiego odpowiednika zbliżyła się do 400pb i wydaje się, że na chwilę obecną jest to silny poziom wsparcia. To w naszej ocenie oznaczałoby oscylowanie rentowności 5-latki w okolicach 4,30% przy założeniu relatywnej stabilizacji niemieckiej krzywej, z możliwością testów tego poziomu.

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