

Tygodnik ekonomiczny

13 – 19 sierpnia 2012

Miniony tydzień nie obfitował w informacje i wydarzenia o przełomowym znaczeniu dla rynków. Po części wiązało się to ze stosunkowo ubogim kalendarzem publikacji danych ekonomicznych, po części z rozpoczęciem sierpniowego sezonu urlopowego, który na wielu rynkach oznacza istotne obniżenie aktywności. Pomimo tego, na krajowym rynku nastąpiła dość wyraźna korekta złotego i obligacji. Dobre nastroje z początku tygodnia, będące efektem pozytywnych danych z amerykańskiego rynku pracy z ubiegłego piątku, ustąpiły miejsca awersji do ryzyka, która pojawiła się w związku z rosnącym zwątpieniem w przyszłe działania stabilizujące EBC, a także pod wpływem danych sugerujących wyraźne spowolnienie światowej gospodarki na progu drugiego półrocza (słabe wyniki eksportu USA, Chin oraz Niemiec). Swój udział w korekcie miała też realizacja zysków przez inwestorów.

Pomimo dnia wolnego w środę, najbliższy tydzień na polskim rynku może być dość ciekawy, ze względu na listę istotnych publikacji w kraju i za granicą. W kraju na pierwszym planie będzie wskaźnik lipcowej inflacji. Po raz kolejny nasza prognoza jest powyżej konsensusu, co może być impulsem do kontynuacji korekty na rynku stopy procentowej. Z drugiej strony, dane z rynku pracy na koniec tygodnia powinny potwierdzić kontynuację stagnacji, która nie grozi wystąpieniem efektów drugiej rundy. Rynek będzie także z pewnością z uwagą śledził wszelkie wypowiedzi członków RPP i ich komentarze do danych, wskazujące, w jakich nastrojach członkowie Rady mogą powrócić we wrześniu po wakacyjnej przerwie w posiedzeniach. Dla złotego istotne mogą być dane o handlu zagranicznym, które oprócz słabości eksportu i importu pokażą naszym zdaniem wyraźny wzrost deficytu, co może negatywnie się odbić na kursie. Za granicą również pojawi się sporo danych, pomocnych w ocenie koniunktury w gospodarce światowej w drugim półroczu. O ile kurs EURPLN powinien konsolidować się w szerokim przedziale 4,026-4,10, to większe wahania możemy obserwować na USDPLN ze względu na zmiany relacji euro do dolara.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (13 sierpnia)							
14:00	PL	Eksport	VI	mln €	11702	11660	12088
14:00	PL	Import	VI	mln €	12587	12400	13021
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VI	mln €	-1462	-1476	-815
WTOREK (14 sierpnia)							
8:00	DE	Wstępny PKB	II kw.	% k/k	0,2	-	0,5
11:00	DE	Indeks ZEW	VIII	pkt	-19,6	-	-19,6
11:00	EZ	Wstępny PKB	II kw.	% k/k	-0,2	-	0,0
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VI	% m/m	-0,7	-	0,6
14:00	PL	CPI	VII	% r/r	4,1	4,3	4,3
14:00	PL	Podaż pieniądza	VII	% r/r	10,9	10,6	11,1
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	VII	% m/m	0,3	-	-0,4
ŚRODA (15 sierpnia)							
	PL	Dzień wolny					
14:30	US	Bazowy CPI	VII	% m/m	0,2	-	0,2
14:30	US	Indeks NY Fed	VIII	pkt	6,0	-	7,39
15:15	US	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	0,4	-	0,4
CZWARTEK (16 sierpnia)							
11:00	EZ	HICP	VII	% r/r	2,4	-	2,4
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	365	-	361
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VII	tys.	756	-	760
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	VII	tys.	766	-	760
PIĄTEK (17 sierpnia)							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VII	% r/r	4,0	3,8	4,3
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VII	% r/r	0,0	0,1	0,1
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	VIII	pkt	72,7	-	72,3

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

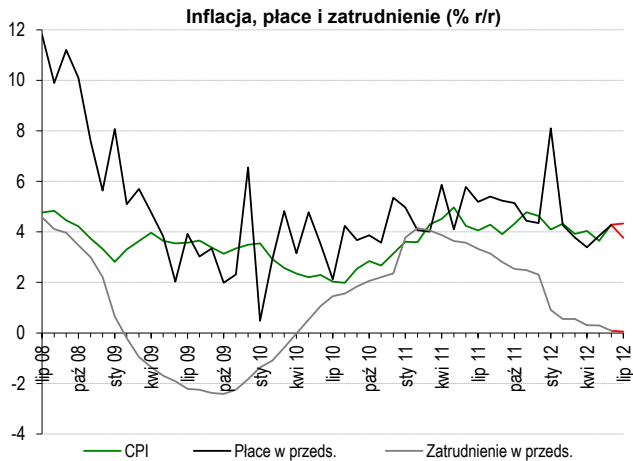
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

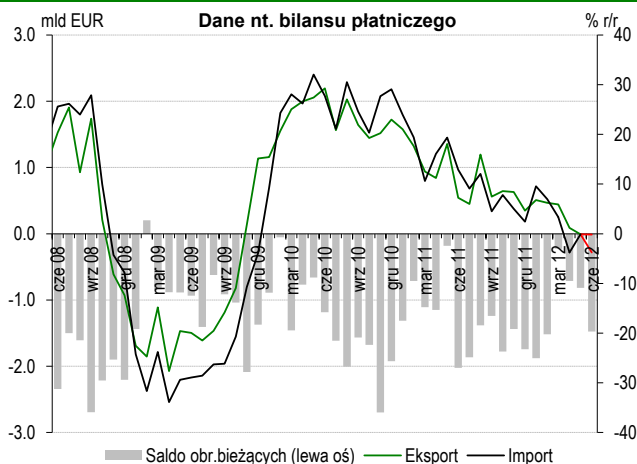
22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Inflacja nadal wysoka, a aktywność ekonomiczna wciąż słaba



- Kluczowa dla rynku w tym tygodniu będzie publikacja danych o CPI. O ile wyraźny spadek cen paliw sprzyjał obniżeniu stopy inflacji w lipcu, było to zniwelowane mniejszą niż przed rokiem skalą sezonowego spadku cen żywności oraz odzieży i obuwi. Nasza prognoza (4,3%) jest ponownie powyżej konsensusu rynkowego, więc jeśli się zrealizuje może dać impuls do kontynuacji korekty na rynku długu.

- Mimo nadal wysokiej inflacji, dane z rynku pracy nie dadzą naszym zdaniem powodów do obaw o ryzyko materializacji efektów drugiej rundy. Przewidujemy utrzymanie rocznej dynamiki zatrudnienia blisko zera i obniżenie wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw (nieco głębsze niż prognozowane przez rynek), co potwierdzi, że stagnacja na rynku pracy się utrzymuje, pogarszając perspektywy popytu konsumpcyjnego.

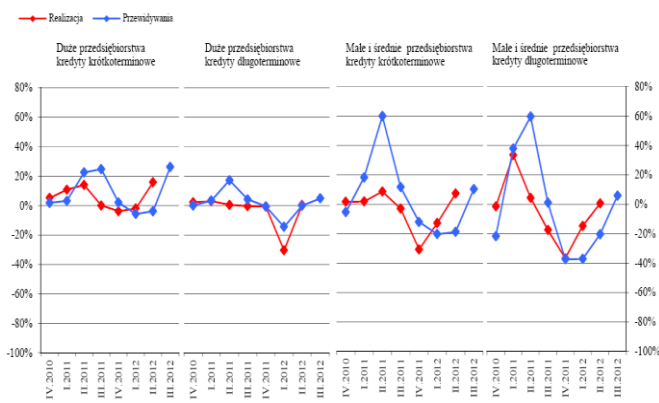


- Czerwcowe dane nt. bilansu płatniczego nie będą raczej pozytywne dla złotego – słabe wyniki produkcji i sprzedaży detalicznej za ten miesiąc oraz dane GUS o handlu zagranicznym podane w piątek wskazują, że dynamiki eksportu i importu pozostały niskie. Deficyt obrotów bieżących może za to wyraźnie wzrosnąć z powodu pogorszenia salda transferów bieżących (na co wskazują dane MF nt. napływu funduszy z UE).

- Dane nt. podaży pieniądza jak zwykle nie będą miały wpływu na rynek. Warto jednak zwrócić uwagę na tendencje na rynku kredytowym – ostatnie badania NBP (patrz niżej) wskazują na wzrost popytu we wszystkich kategoriach kredytów dla firm i gospodarstw domowych (w tym na kredyty konsumpcyjne), co daje nadzieje na powstrzymanie negatywnych tendencji widocznych w ostatnich miesiącach.

Ostatni tydzień w gospodarce – Banki spodziewają się wzrostu kredytów

Kryteria udzielania kredytów dla przedsiębiorstw



- Wg raportu NBP w II kw. br. zmniejszył się odsetek banków deklarujących zaostrożenie kryteriów kredytowych. Banki obniżyły marżę pobierane od kredytów dla firm i złagodziły kryteria przyznawania kredytów krótkoterminowych w tym segmencie. Jednocześnie odnotowały wzrost popytu na kredyty korporacyjne, zwłaszcza długoterminowe. Banki deklarują, że w III kw. będą nadal łagodzić politykę w segmencie kredytów krótkoterminowych i oczekują dalszego wzrostu popytu na kredyty ze strony przedsiębiorstw.

- Banki nadal zaostrzały kryteria przyznawania kredytów mieszkaniowych, jednak w mniejszym stopniu niż do tej pory. Na III kwartał zapowiadają nieznaczne zaostrożenie polityki kredytowej, oczekując wyższego popytu na kredyty mieszkaniowe i wyraźnego wzrostu popytu na kredyty konsumpcyjne.

Cytat tygodnia – Spowolnienie gospodarcze postępuje

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 03.08, TVN CNBC

Spowolnienie gospodarcze postępuje, jest widoczne. Będziemy zastanawiać się z pewnością nad możliwością obniżenia stóp procentowych.

Ludwik Kotecki, główny ekonomista Ministerstwa Finansów, 08.08, TOK FM

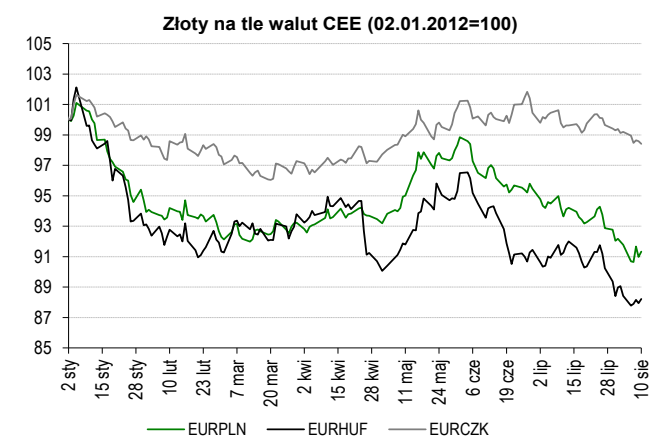
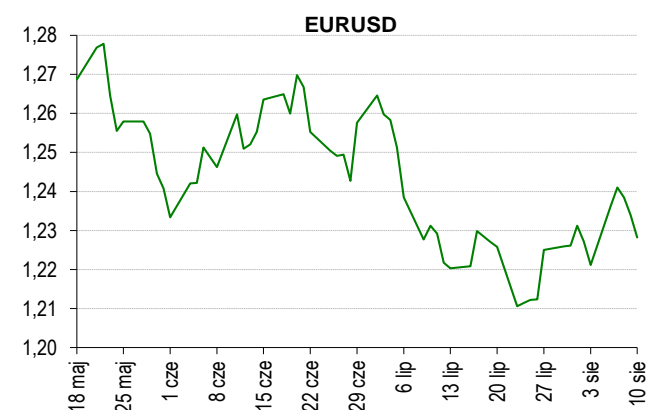
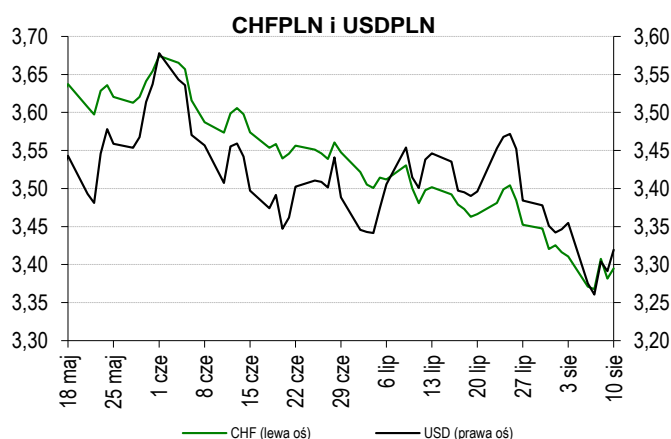
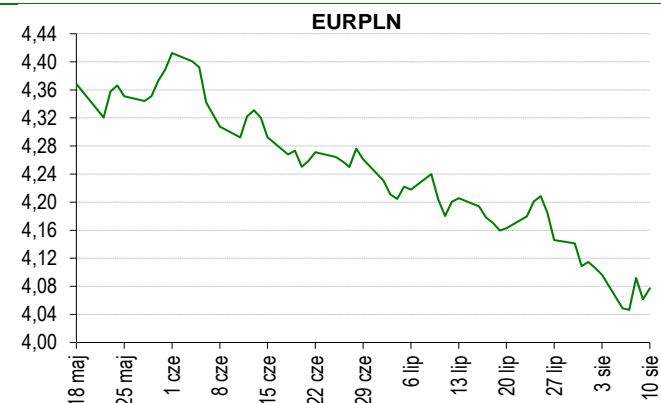
W końcu sierpnia przedstawimy prognozę, która będzie ostateczną bazą dla budżetu na 2013. Zamiast przyspieszenia, które było prognozowane - czyli z 2,5% w 2012 na 2,9% w 2013 - ja bym oczekiwał co najwyżej stagnacji na 2,5%, a prawdopodobnie mniej. Dane są coraz gorsze, ale są spójne ze scenariuszem makroekonomicznym, który jest bazą budżetu na 2012. Te 2,5% [w 2012] wydają się dziś niezagrażone.

Jaime Reusche, Moody's Investors Service, 10.08, Reuters

Tak [na pytanie czy szanse na podwyższenie ratingu Polski są niewielkie]. Kluczowe jest obecnie utrzymanie stabilnej perspektywy, zważywszy na słabości zewnętrzne i spowolnienie gospodarcze.

Spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce coraz częściej pojawia się w wypowiedziach przedstawicieli różnych instytucji. Elżbieta Chojna-Duch powtórzyła, że ze względu na spowolnienie Rada będzie się zastanawiała nad obniżką stóp już we wrześniu. Naszym zdaniem wniosek o obniżkę stóp nie uzyska jednak większości na najbliższym posiedzeniu. Z kolei Ludwik Kotecki zasugerował rewizję rządowej prognozy wzrostu na 2013 r. Sądymy, że Ministerstwo może nie być w stanie utrzymać planowanej ścieżki fiskalnej (spadek deficytu sektora publicznego do 2,2% PKB w 2013 r.). Trwanie przy planach konsolidacji podczas spowolnienia byłoby zresztą niepożądane ze względu na swoją procykliczność. Z wypowiedzi analityka Moody's wynika natomiast, że nie ma co liczyć na podwyżkę perspektywy ratingu Polski, dopóki jesteśmy w fazie spowolnienia. Warto jednak podkreślić, że Polska ze swoją stabilną perspektywą i tak pozytywnie wyróżnia się na tle Europy.

Rynek walutowy – Konsolidacja na rynku FX, dane makro mogą być kluczowe



Konsolidacja na EURPLN po krótkotrwałej korekcie

▪ Początek tygodnia był bardzo obiecujący. Pozytywne nastroje po lepszych od oczekiwań danych z rynku pracy z USA wsparły ryzykowne aktywa, w tym złotego. Kurs EURPLN obniżył się do 4,026, osiągając tym samym nowe tegoroczne minimum i najniższy poziom od lipca 2011. Trend aprecjacyjny złotego przerwała korekta na rynku długu. Dość znacząca wyprzedaż krajowych papierów na środku i długim końcu krzywej dała sygnał również do korekty na złotym. EURPLN, po wzroście w kierunku 4,10 (poziom ten nie został jednak przebity), ustabilizował się w przedziale 4,05-4,08, choć wciąż kluczowym poziomem wsparcia pozostaje ubiegłotygodniowe minimum na 4,026.

▪ Kurs USDPLN, po spadku do ok. 3,245 na początku tygodnia, ponownie wzrósł powyżej 3,30 i tam pozostał do końca tygodnia. Warto również zwrócić uwagę, że na fali optymizmu kurs CHFPLN spadł poniżej 3,40, osiągając tegoroczne minimum na 3,365 (najniższy poziom od czerwca 2011).

▪ W tym tygodniu złoty znajdzie się pod wpływem publikacji danych makroekonomicznych zarówno z kraju (główna uwaga skupi się na danych o bilansie płatniczym), jak i z Europy i USA (szczególnie w centrum uwagi znajdują się wstępne dane o PKB za II kw. dla strefy euro). O ile kurs EURPLN powinien konsolidować się w szerokim przedziale 4,026-4,10, to większe wahania możemy obserwować na USDPLN ze względu na zmiany EURUSD. Silnym poziomem wsparcia dla kursu pozostaje 3,30, a kolejne to ubiegłotygodniowe minimum w okolicach 3,25. Natomiast pierwszy opór znajduje się w okolicach 3,35, którego przełamanie otworzyłoby drogę w kierunku powyżej 3,40.

EURUSD pod wpływem danych makro

▪ Obserwowane umocnienie europejskiej waluty na początku mijającego tygodnia okazało się dość krótkotrwałe. Kurs EURUSD nie zdołał przebić 1,245 i kolejne dni przyniosły stopniowy spadek w kierunku krótkoterminowego wsparcia na 1,225. Euro traciło w wyniku pogorszenia nastrojów na świecie – optymizm związany z działaniami EBC nieco osłabł, co w połączeniu z napływającymi danymi z gospodarki realnej przyczyniło się do pogorszenia globalnych nastrojów inwestycyjnych.

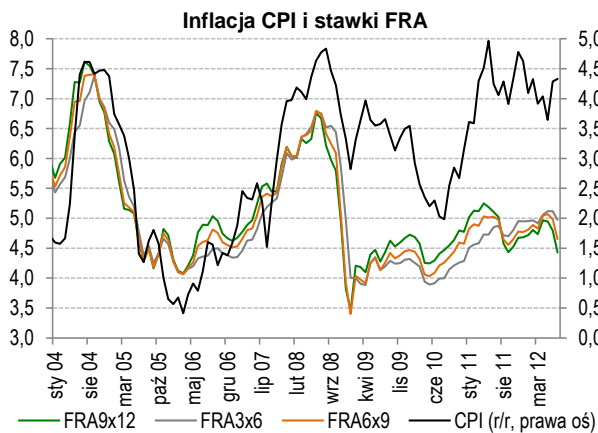
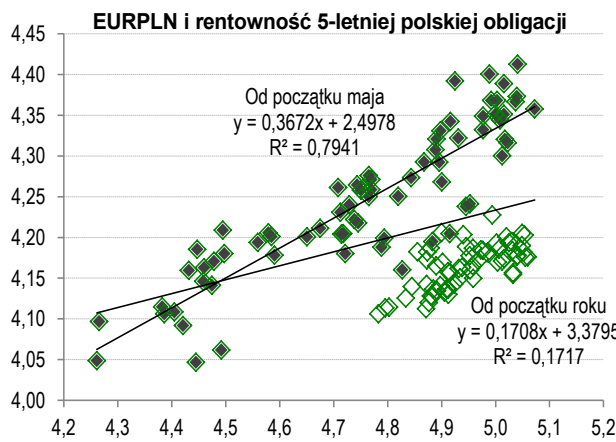
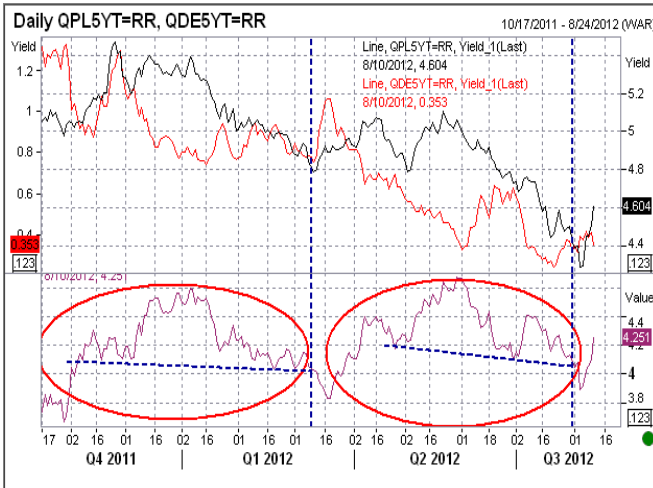
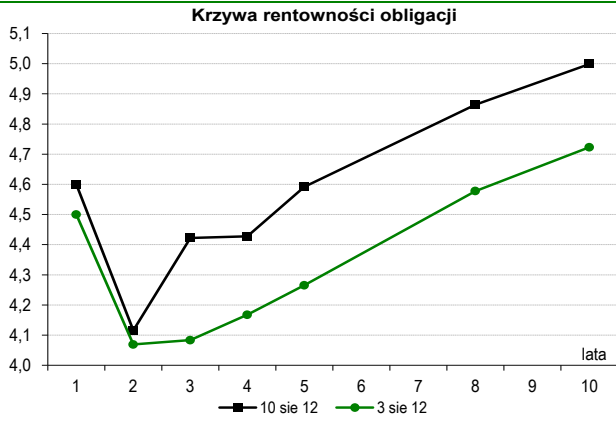
▪ W tym tygodniu uwaga inwestorów koncentruje się na wstępnych odczytach PKB za II kw. dla strefy euro. Potwierdzenie słabnącej kondycji gospodarki strefy euro może wzmocnić oczekiwania na bardziej zdecydowane działania EBC we wrześniu (łącznie z możliwością redukcji stóp), co wsparłoby wspólną walutę, dając tym samym impuls dla EURUSD do ponownego testu 1,245.

Krótkotrwała korekta również na HUF i CZK

▪ Forint i czeska korona, podobnie jak i złoty, również traciły na pogorszeniu globalnych nastrojów w drugiej połowie minionego tygodnia. Informacja, że na lipcowym posiedzeniu banku centralnego Węgier dwóch członków Rady głosowało za obniżką stóp dało dodatkowy impuls do wyprzedaży forinta pod koniec tygodnia. W naszej ocenie, redukcje stóp procentowych na Węgrzech są póki co mało prawdopodobne, jeśli trwają rozmowy między rządem tego kraju a MFW. Warto jednak zaznaczyć, że kursy EURHUF i EURCZK zakończyły tydzień wciąż poniżej poziomów odnotowanych tydzień wcześniej.

▪ Warto zauważyć, że od początku roku forint zyskał najwięcej w relacji do euro spośród krajów CEE3. Umocnił się o około 12%, gdy złoty zyskał prawie 9%, a CZK tylko 1,6%.

Rynek stopy procentowej – CPI może pchnąć krótki koniec krzywej w górę



Znaczne osłabienie krajowych obligacji

- Krótko po rozpoczęciu minionego tygodnia miała miejsce bardzo gwałtowna korekta ostatniego umocnienia polskich obligacji. Dynamiczny i znaczny ruch rentowności w górę nie był zainicjowany żadną publikacją danych, był to raczej rezultat realizacji części pokaźnych zysków. Rentowności obligacji 5- i 10-letnich wzrosły w stosunku do poprzedniego piątku o odpowiednio 33 pb oraz 28 pb. Papiery z krótkiego końca były bardziej stabilne, co doprowadziło do wystromienia krzywej rentowności. Spread 2-10 wzrósł do 88 pb, najwyższego poziomu od pierwszej dekady kwietnia, a spreadu 2-5 do 47 pb od połowy stycznia br.
- Stawki IRS również wzrosły, jednak w mniejszej skali. Dla tenoru 10-letniego doprowadziło to do odbicia się spreadu asset swap od wsparcia na poziomie 40 pb i wzrostu do 54 bp na koniec tygodnia.

Notowania 5-latki zgodne z oczekiwaniami

- Na wykresie z krajową i niemiecką obligacją 5-letnią oraz spreadem przedstawionym przez nas w [Raporcie](#) sprzed dwóch tygodni nastąpiły sugerowane przez nas zmiany. Pisaliśmy wtedy, że polska 5-latka może testować ówczesne lokalne minimum na 4,45%. Oczekiwania te okazały się słuszne i w minionym tygodniu rentowność dla 5-letniego benchmarku spadła do najniższego poziomu w historii (4,26%). Spread do analogicznego papiery Niemiec przebił w konsekwencji poziom wsparcia. Jeżeli notowania dalej miałyby przebiegać wg schematu z przełomu I i II kw. br., to kolejne tygodnie powinny przynieść dalszy wzrost rentowności obligacji PS0417. Taki scenariusz wspiera też znaczny wzrost zależności obligacji i złotego, co dokładnie widać od początku maja. Osłabienie krajowej waluty – co naszym zdaniem jest realne w kolejnych miesiącach – ma negatywny wpływ na wycenę polskich obligacji z punktu widzenia inwestorów zagranicznych (posiadających ok. 33% polskich rynkowych obligacji, co czyni ich największym posiadaczem tych aktywów) i może skłonić do sprzedaży przynajmniej części papierów.

FRA nieznacznie w górę, rynek czeka na inflację

- Osłabienie na rynku obligacji przyniosło też wzrosty na rynku FRA, największe w przypadku FRA9x12 (16 pb) oraz FRA6x9 (6 pb). Obie te stawki stabilizują się w okolicy poziomów widzianych ostatni rok temu, kiedy to nasiliły się obawy o perspektywy dla globalnej gospodarki oraz wzrosty oczekiwania na obniżki stóp procentowych, też w Polsce.
- Nasza prognoza CPI jest znowu wyraźnie powyżej rynku (przed miesiącem też była blisko maksimum), a konsensus znowu wynosi 4,1%. Tym razem jednak publikacja wyższej od oczekiwań inflacji może mieć silniejszy efekt niż miesiąc temu, ponieważ o ile w lipcu oczekiwano wzrostu i takowy nastąpił, o tyle tym razem zdecydowana większość instytucji ankietowanych przez „Parkiet” oczekuje spadku inflacji. W wyniku publikacji danych w górę podążyć mogą rentowności obligacji 2-letnich.
- Warto zauważyć, że już od 2 lat notowania FRA wyraźnie odbiegają od zmian inflacji. Wynika to z tego, że rynek mocniej reaguje na dane nt. aktywności gospodarczej. Ponieważ inwestorzy wyceniają obniżki stóp NBP o 100 pb w horyzoncie 9 miesięcy, potencjał dalszego spadku FRA jest ograniczony przynajmniej w najbliższych tygodniach.

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