

Tygodnik ekonomiczny

24 – 30 czerwca 2013

Zgodnie z zapowiedziami, posiedzenie amerykańskiego banku centralnego było najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia. Treść wystąpienia Bena Bernanke na konferencji prasowej po posiedzeniu Fed, w którym zasugerował on, że program skupu aktywów (QE3) zacznie być ograniczany w tym roku i może zakończyć się do połowy 2014 r. wywołała gwałtowną przecenę na światowych rynkach finansowych. Korekta dotknęła również złotego i krajowe obligacje (EURPLN osiągnął niemal 4,35, a rentowność 10-latkii osiągnęła ok. 4,30%). Spośród krajowych publikacji ekonomicznych największą niespodziankę sprawiły dane o bilansie płatniczym, które pokazały wyraźny wzrost eksportu (wzmacniając szanse na realizację oczekiwanego przez nas scenariusza ożywienia gospodarczego napędzanego eksportem). Pozostałe wskaźniki były jednak znacznie mniej optymistyczne, wskazując na generalnie wciąż niską aktywność ekonomiczną w połowie II kwartału. Zarówno te dane, jak też nowe wyniki projekcji NBP, skłonią naszym zdaniem RPP do kolejnej obniżki stóp procentowych w lipcu. Jednak ostatnie wypowiedzi przedstawicieli Rady sugerują wyraźnie, że może to być ostatnia redukcja w cyklu. Byłoby to zgodne z oczekiwanym przez nas scenariuszem.

Dane o sprzedaży detalicznej, które poznamy w tym tygodniu, dołączą do zestawu informacji, wskazujących na niską aktywność ekonomiczną i wspierających decyzję o obniżce stóp w lipcu. Znacznie liczniejsze i bardziej istotne dla rynków finansowych będą jednak publikacje danych za granicą, w szczególności w USA. Inwestorzy, przejęci perspektywą wycofywania Fed z ultra-luźnej polityki pieniężnej, będą poszukiwali kolejnych sygnałów ożywienia wzrostu w amerykańskiej gospodarce. Z tego punktu widzenia istotne będą również liczne wystąpienia publiczne przedstawicieli Fed, zaplanowane w ciągu tygodnia.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (24 czerwca)							
10:00	DE	Indeks Ifo	VI	pkt	106,0	-	105,7
WTOREK (25 czerwca)							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	V	% r/r	0,0	-0,2	-0,2
10:00	PL	Stopa bezrobocia	V	%	13,7	13,6	14,0
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	4,25	-	4,50
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	V	% m/m	3,0	-	3,5
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	IV	% m/m	1,2	-	1,1
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	VI	pkt	75,2	-	76,2
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	V	tys.	460	-	454
ŚRODA (26 czerwca)							
14:30	US	Ostateczny PKB	I kw.	% r/r	2,4	-	0,4
CZWARTEK (27 czerwca)							
10:30	GB	Ostateczny PKB	I kw.	% kw./kw.	0,3	-	-0,3
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
14:30	US	Dochody osobiste	V	% m/m	0,2	-	0,0
14:30	US	Wydatki konsumentów	V	% m/m	0,3	-	-0,2
14:30	US	Bazowy PCE	V	% m/m	0,1	-	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	350	-	354
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	V	% m/m	1,0	-	0,3
PIĄTEK (28 czerwca)							
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	VI	% r/r	-	-	0,9
15:55	US	Indeks Michigan	VI	pkt	83,0	-	82,7

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, 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

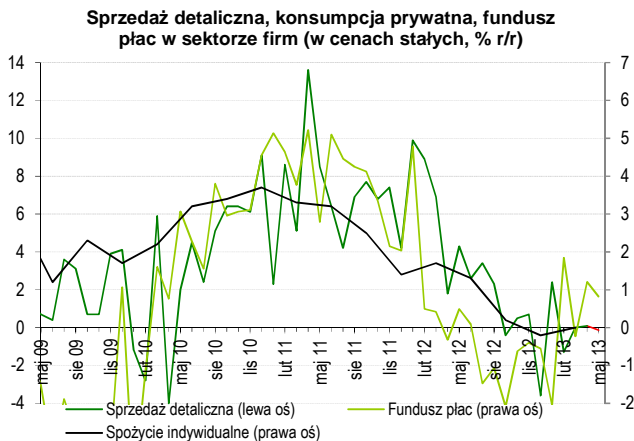
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luźniński Analityk

22 586 8362

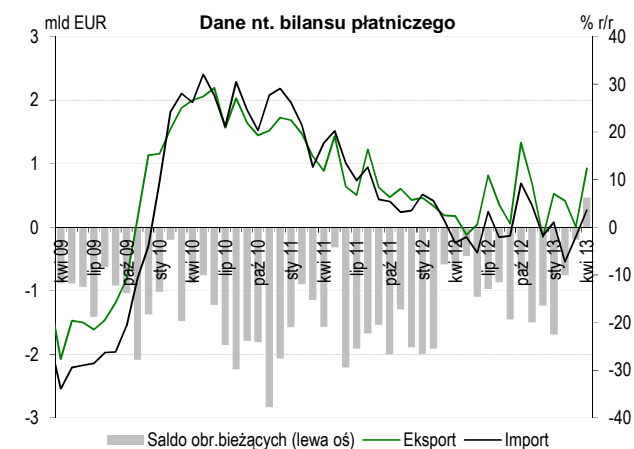
Wydarzenia nowego tygodnia – Sezonowy spadek bezrobocia, sprzedaż detaliczna na minusie



W tym tygodniu poznamy ostatnią porcję danych publikowanych w czerwcu. Spodziewamy się spadku stopy bezrobocia rejestrowanego z 14,0% w kwietniu do 13,6% w maju. Jednak naszym zdaniem spadek wynikał przede wszystkim ze zwiększonego zatrudnienia przy pracach sezonowych i interwencji Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej, nie zaś z trwałego ożywienia popytu na pracę. Szacujemy, że w maju nominalne tempo wzrostu sprzedaży detalicznej utrzymało się na poziomie z kwietnia, czyli -0,2% r/r. Sprzedaż została pociągnięta w dół przez słabe zakupy samochodów. Taki wynik – poniżej prognoz rynkowych – może wzmocnić oczekiwania na obniżkę stóp przez RPP na najbliższym posiedzeniu.

W sumie wtorkowe dane potwierdzą słabe perspektywy wzrostu konsumpcji indywidualnej w drugim kwartale.

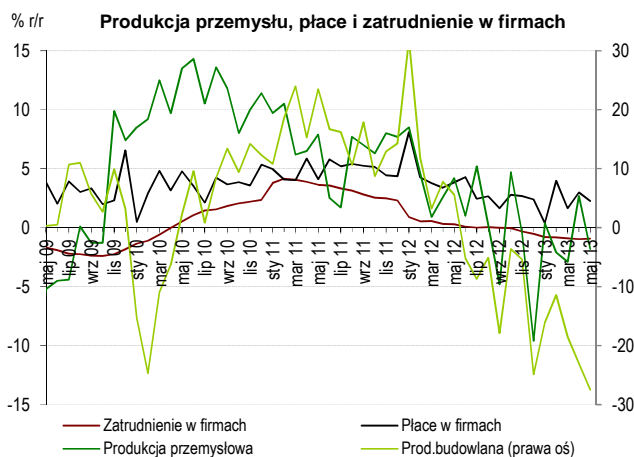
Ostatni tydzień w gospodarce – Lepszy eksport, dramat w budownictwie, tak sobie na rynku pracy



W kwietniu nastąpił mocny wzrost polskiego eksportu (o 12,3% r/r), podczas gdy import wzrósł mniej więcej zgodnie z naszymi prognozami o 3,6% r/r. W efekcie salda obrotów towarowych i rachunku bieżącego pokazały znaczne nadwyżki.

Nawet, jeśli kwietniowe dane były pod pewnym wpływem czynników jednorazowych (m.in. liczby dni roboczych), to wydaje się, że ożywienie w eksporcie, które wg naszych prognoz ma być motorem wzrostu gospodarczego w Polsce w kolejnych kwartałach, zaczyna się powoli materializować.

Kolejnym sygnałem potwierdzającym tą tezę wydaje się być wzrost produkcji przemysłowej w maju w niektórych sektorach mocno zorientowanych na eksport, np. w produkcji mebli (+6,7% r/r) i pojazdów (+4,3% r/r) – mimo ogólnej słabości produkcji w sektorze wytwórczym.



Produkcja przemysłowa zanotowała w maju spadek o 1,8% r/r. Osłabienie w porównaniu do kwietnia wynikało głównie z efektów dni roboczych. Sektor wciąż jest w stagnacji i na razie nie widać istotnych sygnałów ożywienia. Natomiast sytuacja w budownictwie uległa dalszemu pogorszeniu (spadek o 27,5% r/r, mocniej niż oczekiwano) i to pomimo poprawy pogody w maju. Nic nie zwiastuje rychłej poprawy w tym sektorze.

Inflacja PPI obniżyła się w maju do -2,5% r/r, wskazując na brak presji kosztowej na producentów.

Zatrudnienie w sektorze firm w maju (-0,9% r/r) było nieco poniżej, a płace (2,3% r/r) nieco powyżej prognoz. Nadal trudno mówić o jakimś wyraźnym ożywieniu na polskim rynku pracy, a wzrost dochodów z pracy jest umiarkowany, co będzie ograniczało dynamikę popytu konsumpcyjnego w najbliższym czasie.

Cytat tygodnia – Lipcowa obniżka powinna zakończyć cykl

Anna Zielińska-Głębocka, członek RPP, 17.06, Reuters
Jest niewielka przestrzeń do obniżek między 50 a 25 pb. Ja uważam, że należałoby (w lipcu cykl obniżek) zakończyć i zobaczyć, co się będzie działo w gospodarce.

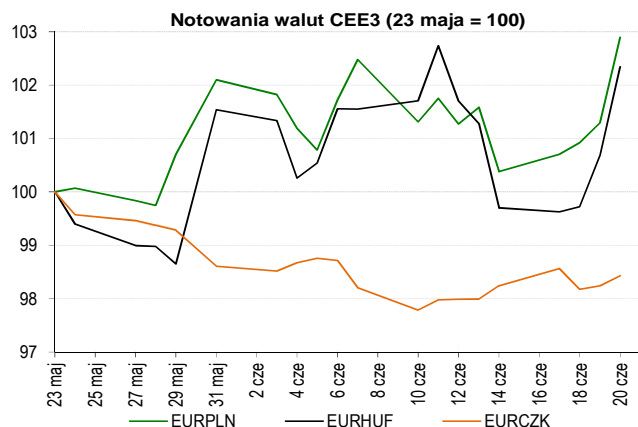
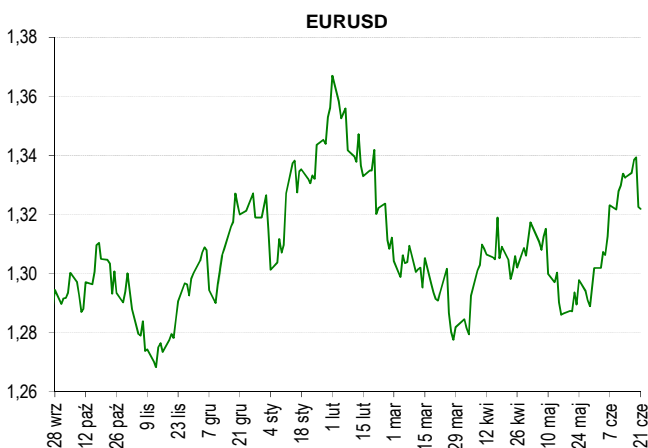
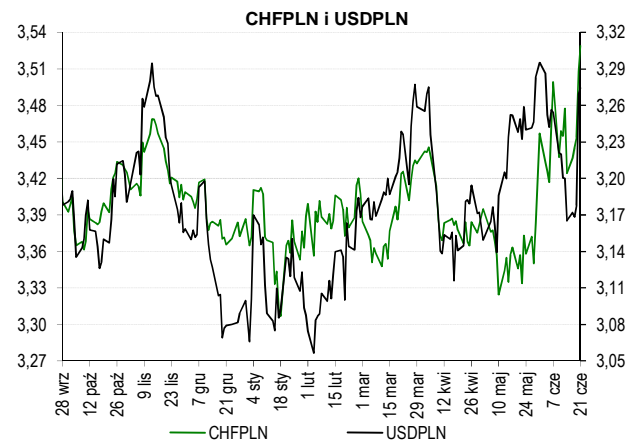
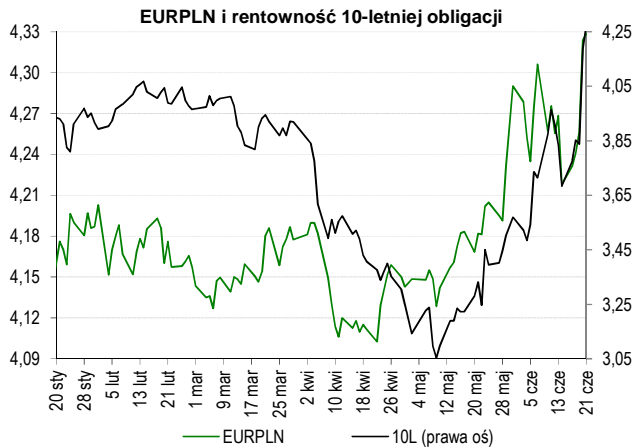
Jerzy Hausner, członek RPP, 18.06, Reuters
Zbliżamy się do momentu, kiedy stopy będą adekwatne. Lipiec będzie o tyle ważnym miesiącem, gdy będziemy mieli kolejną projekcję (...).

Marek Belka, Prezes NBP, 19.06, PAP
Wielokrotnie mówiłem, że jesteśmy blisko zakończenia cyklu. Myślę, że lipcowa projekcja nam określi decyzję w lipcu i potem przejdziemy do jakiegoś innego trybu, być może 'wait and see', ale nie wiem czy tak to nazwiemy.

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 20.06, PAP
Jestem zwolennikiem obniżki o 50 punktów i myślę, że lipcowa obniżka powinna zakończyć cykl.

Minutes z czerwcowego posiedzenia RPP pokazały, że zdaniem większości członków Rady zbliża się moment zakończenia obecnego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Zgodność wielu przedstawicieli RPP w tej kwestii potwierdzają ich ostatnie wypowiedzi. W ich świetle bardzo ważna dla najbliższej decyzji będzie nowa projekcja inflacji i PKB. A. Zielińska-Głębocka (która zapewne zna już wstępne wyniki projekcji) zdradziła, że inflacja może powrócić do celu dopiero w 2015 r. Dlatego wydaje nam się, że zarówno projekcja, jak i ostatnie dość słabe dane z gospodarki powinny przekonać RPP do jeszcze jednej obniżki stóp w lipcu. Będzie to jednak ostatnia redukcja stóp w cyklu, po której Rada może ogłosić coś w rodzaju neutralnego nastawienia polityki pieniężnej.

Rynek walutowy – Kolejna fala deprecjacji złotego

**Silne osłabienie złotego, ale sytuacja bez przełomu**

■ Największy wpływ na złotego miał w minionym tygodniu wydzwięk posiedzenia Fed. Choć zanotowano kolejną falę osłabienia krajowej waluty do euro, dolara, funta i franka, to EURPLN i GBPPLN jedynie nieznacznie przekroczyły szczyty ustanowione na przełomie maja i czerwca, a kurs USDPLN nawet do niego nie dotarł. Pomimo więc bardzo gwałtownej korekty na globalnym rynku zainicjowanej po posiedzeniu Fed, zmiany, jakie zaszły na rynku złotego nie miały przełomowego charakteru.

■ Kurs EURPLN dynamicznie oddalił się od 4,20 i osiągnął niemal 4,35 (ważny opór). W rezultacie, formacja „głowy z ramionami”, na realizację której były szanse w minionym tygodniu, jest już nieaktualna.

■ Odeagowanie na koniec tygodnia nie było zbyt wyraźne. Mimo lekkich wzrostów na zachodnich giełdach EURPLN pozostał w pobliżu 4,32, co może sugerować, iż do wyraźniejszego umocnienia złotego potrzebny jest silny sygnał. Dane z kraju mogą zachęcić do kupna przecenionych polskich obligacji, co może mieć korzystny wpływ na krajową walutę. Istotniejszy będzie jednak nastrój na globalnym rynku po danych z USA.

Gwałtowny spadek EURUSD

■ W oczekiwaniu na wynik posiedzenia Fed kurs EURUSD wahał się w pobliżu 1,34. Zasugerowanie przez Bena Bernanke na konferencji prasowej możliwości zakończenia QE3 w połowie 2014 r. zainicjowało gwałtowną aprecjację dolara do euro. Kurs szybko spadł do 1,316.

■ Stabilizacja na koniec tygodnia była tylko chwilowa, kurs ponownie testował 1,316. Wydaje się więc, że inwestorzy mogą nie zapomnieć zbyt szybko o wydzwięku posiedzenia Fed. W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA, włącznie z indeksem nastroju konsumentów Conference Board, którego publikacja pod koniec maja była jednym z istotnych czynników, jakie wywołały pierwszą falę korekty na globalnych rynkach. W poprzednim miesiącu indeks ten znacznie wzrósł, więc we wtorek inwestorzy będą mogli ocenić czy było to chwilowe odbicie czy trwalszy ruch. Poziom 1,316 to ważne wsparcie na wykresie dziennym, kolejne to 1,308. Opór to 1,33.

Decyzje banków centralnych ważne dla forinta i korony

■ Forint i korona także ucierpiały w wyniku dynamicznych zmian zachodzących na globalnym rynku. Kurs EURHUF odbił się od wsparcia na 290 i chwilowo przekroczył nawet poziom 300. Czeska korona – pomimo niestabilnej sytuacji politycznej – radziła sobie najlepiej spośród walut CEE3. EURCZK wzrósł z 25,54 na chwilę do 25,9.

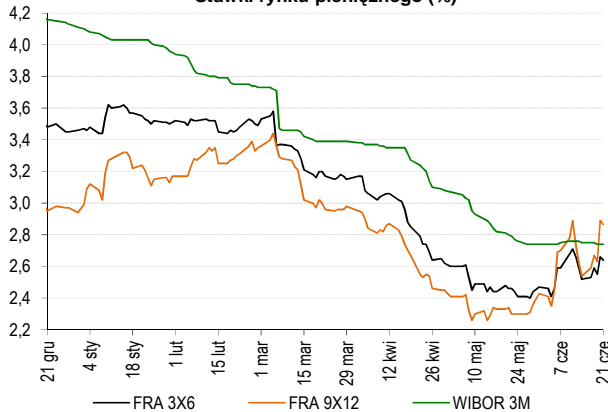
■ Wykres obok pokazuje notowania walut CEE3 od pierwszej sugestii Bena Bernanke o tym, że Fed może w pewnym momencie zredukować skalę pieniężnej stymulacji. Widać, że czeska korona lekko zyskała, podczas gdy złoty i forint wyraźnie straciły.

■ W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie banku centralnego Czech i Węgier. Rynek spodziewa się, że ten drugi złagodzi politykę pieniężną obniżając stopy o 25 pb.

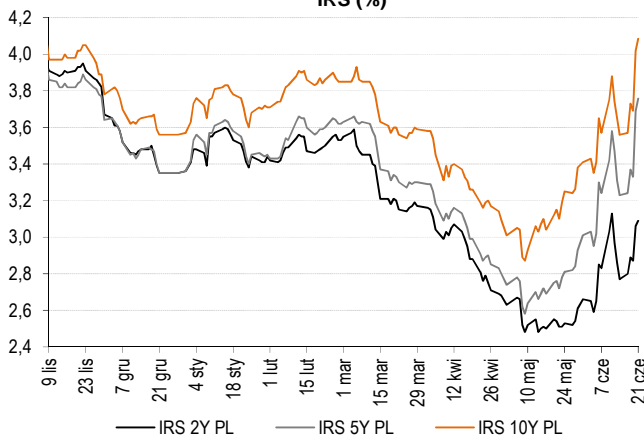
■ Natomiast od ostatniego posiedzenia czeskiego banku opublikowane zostały wyraźnie słabsze od prognoz dane z tamtejszej gospodarki (wstępny PKB za I kw., produkcja przemysłowa, budowlana, sprzedaż detaliczna). Może to skłonić tamtejsze władze monetarne do podkreślenia (po raz kolejny) znaczenia kursu korony do euro w procesie wychodzenia z recesji. Sugestia o możliwej interwencji ze strony CNB może więc pchnąć EURCZK w górę.

Rynek stopy procentowej – Dane z USA i Polski kluczowe

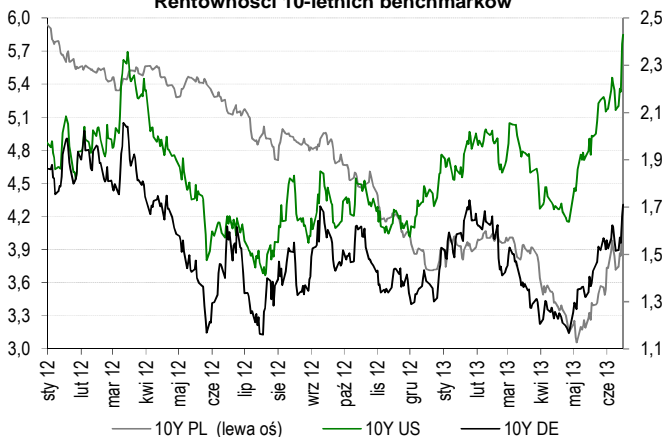
Stawki rynku pieniężnego (%)



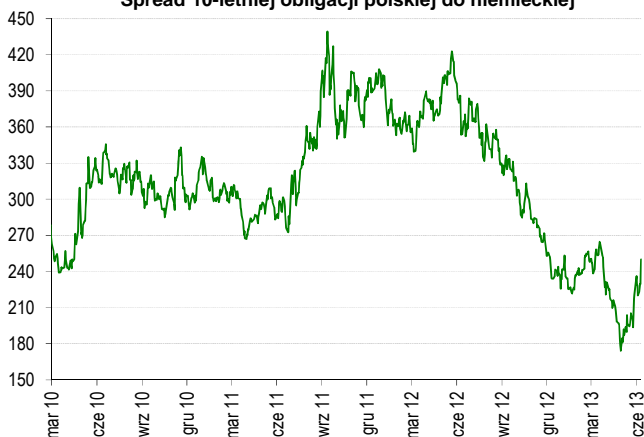
IRS (%)



Rentowności 10-letnich benchmarków



Spread 10-letniej obligacji polskiej do niemieckiej



FRA znowu powyżej 3-miesięcznego WIBOR-u

Stawki WIBOR pozostały relatywnie stabilne przez cały tydzień (zmianom uległy tylko 1- i 3-miesięczna: spadek o odpowiednio 3 i 1 pb). W oczekiwaniu na Fed rynek nie reagował na publikację danych z kraju, które były zbliżone do konsensusu. Znacząco wzrosła za to zmienność na rynku FRA w reakcji na przebieg konferencji prasowej Bena Bernanke. Odzwierciedlając silne wzrosty IRS i rentowności obligacji, stawki FRA na dłuższe terminy (6x9 i 9x12) odnotowały ruch w górę odpowiednio o 18 i 26 pb.

Choć FRA6x9 i 9x12 są teraz powyżej 3-miesięcznego WIBOR-u (o odpowiednio 3 oraz 13 pb), to nie należy tego zjawiska interpretować jako nagłej zmiany oczekiwań rynku odnośnie dalszych decyzji RPP.

W tym tygodniu poznamy kolejne danych makro. W naszej ocenie sprzedaż detaliczna spadła w maju nieco mocniej niż się tego spodziewa rynek. Odczyt ten może więc umocnić oczekiwania na lipcową obniżkę stóp, dając impuls dla krótkich stawek FRA.

FOMC dał impuls do kolejnej fali wyprzedaży

Niepewność co do decyzji FOMC pogorszyła globalne nastroje, co przełożyło się na wyraźne wzrosty stawek IRS i przecenę obligacji. Intensyfikacja wyprzedaży miała miejsce po posiedzeniu Fed. W konsekwencji, 2-letni IRS wzrósł w skali dnia o 19 pb, a 5-letni o 36 pb (najmocniej od października 2008). Wszystkie stawki od 2 do 8 lat są powyżej 3%, a 10-letnia zamknęła się po raz pierwszy od listopada 2012 powyżej 4%. Rentowności obligacji 5- i 10-letnich wzrosły o ponad 30 pb, co było największym dziennym ruchem w górę od października 2008. Wtedy jednak rentowności tych papierów wynosiły przed osłabieniem odpowiednio 6,8% i 6,64% (dla 5 lat rentowność była więc wtedy dwukrotnie wyższa niż na śródownym zamknięciu). Większa skala osłabienia na śródki i długim końcu krzywej niż na krótkim spowodowały wzrost spreadu 2-10 z 107 pb do 131 pb.

Sukcesem Ministerstwa Finansów jako emitenta była śródowa aukcja zamiany. Resort finansów uplasował na rynku nową serię obligacji 2-letnich OK0116 o wartości ok. 7,8 mld zł z rentownością 2,812-2,897%, poniżej poziomów z rynku wtórnego. W efekcie na koniec czerwca potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w 88%.

Dane makro i plany emisyjne w centrum uwagi

Na koniec minionego tygodnia nastąpiła stabilizacja na krótkim końcu, podczas gdy długi koniec ponownie stracił. W tym tygodniu poznamy szereg danych z USA, które mogą w znacznym stopniu wpłynąć na nastroje, zwłaszcza po ostatnich komunikacji z Fed. W kraju GUS opublikuje dane o majowej sprzedaży detalicznej, które naszym zdaniem pokażą spadek głębszy od oczekiwań. To na ile pozytywny wpływ będą one miały na krajowy rynek będzie jednak w dużym stopniu zależało od nastroju globalnych inwestorów.

W tym tygodniu Ministerstwo Finansów przedstawi plan podaży długu na III kw. Pod względem płynnościowym będą to całkiem korzystne trzy miesiące – z tytułu płatności kuponów i wykupów na rynek wpłynęło ponad 9 mld zł, w samym lipcu ponad 7 mld zł z wykupu OK0713. Dlatego też spodziewamy się, że resort będzie chciał wykorzystać te warunki (wiceminister finansów Kowalczyk mówił w minionym tygodniu, że aukcje długu w lipcu i sierpniu są warunkowe).

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., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl