

Tygodnik ekonomiczny

1 – 7 lipca 2013

Po mocnej wyprzedaży na rynkach wschodzących, ostatni tydzień czerwca przyniósł pewne odreagowanie. Pomogło w tym kilka czynników, m.in. dane z USA, których część (np. PKB za I kw.) okazała się słabsza od oczekiwań, dając inwestorom nadzieję, że Fed nie będzie się spieszył z wycofaniem QE3. Wsparciem dla nastrojów były również wypowiedzi przedstawicieli amerykańskiego banku centralnego, którzy starali się uspokoić inwestorów, przekonując, że ewentualne ograniczenie skali skupu aktywów będzie stopniowe i uzależnione od kondycji gospodarki. Krajowe dane o sprzedaży detalicznej i bezrobociu były nieco lepsze od prognoz, ale nie zmieniły znacząco oceny sytuacji ekonomicznej. Rząd przedstawił przegląd funkcjonowania systemu emerytalnego, zawierający propozycje zmian: 1. likwidacja części nieaktywnej OFE, 2. dobrowolność udziału w części kapitałowej systemu emerytalnego, 3. dobrowolność „plus” (z dodatkową składką). W zależności od ostatecznego kształtu i sposobu realizacji tych propozycji, mogą mieć one negatywny wpływ na rynek obligacji i/lub akcji. W sierpniu ma zapaść decyzja, jaki wariant zmian będzie realizowany.

Na początku lipca, jak co miesiąc, poznamy indeksy aktywności w przemyśle, będące ważną wskazówką nt. tempa odbijania światowej gospodarki od dna. Spodziewamy się potwierdzenia, że strefa euro najgorsze ma już za sobą i w Polsce również zbliża się poprawa koniunktury. Lipcowe posiedzenie RPP (ostatnie przed wakacyjną przerwą) zakończy się naszym zdaniem obniżką stóp o 25pb, która będzie pewnie ostatnią w cyklu. Część członków Rady sugerowała, że w komunikacie powinien się znaleźć wyraźny sygnał, że obniżki dobiegły końca. Naszym zdaniem przejście do nastawienia „neutralnego” byłoby decyzją przedwczesną, biorąc pod uwagę niepewność dot. perspektyw gospodarczych, ale nie można wykluczyć takiego posunięcia. W drugiej części tygodnia uwaga skupi się na posiedzeniu EBC i danych o zatrudnieniu z USA. Szczególnie te ostatnie mogą mieć decydujący wpływ na nastroje rynkowe, dla których kluczowe są obecnie oczekiwania związane z przyszłymi działaniami Fed.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS W-WA | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | | PROGNOZA | | OSTATNIA WARTOŚĆ |
|-------------------------------|-----------|------------------------------|-----------|------------|-------------|-------------|------------------|
| | | | | | RYNEK | BZWBK | |
| PONIEDZIAŁEK (1 lipca) | | | | | | | |
| 3:45 | CN | PMI – przemysł | VI | pkt | 48,3 | - | 49,2 |
| 9:00 | PL | PMI – przemysł | VI | pkt | 48,3 | 48,8 | 48,0 |
| 9:53 | DE | PMI – przemysł | VI | pkt | 48,7 | - | 49,4 |
| 9:58 | EZ | PMI – przemysł | VI | pkt | 48,7 | - | 48,3 |
| 11:00 | EZ | Wstępny HICP | VI | % r/r | 1,6 | - | 1,4 |
| 16:00 | US | ISM – przemysł | VI | pkt | 50,5 | - | 49,0 |
| WTOREK (2 lipca) | | | | | | | |
| 16:00 | US | Zamówienia przemysłowe | V | % m/m | 2,0 | - | 1,0 |
| ŚRODA (3 lipca) | | | | | | | |
| | PL | Decyzja RPP | | % | 2,50 | 2,50 | 2,75 |
| 9:53 | DE | PMI – usługi | VI | pkt | 51,3 | - | 49,7 |
| 9:58 | EZ | PMI – usługi | VI | pkt | 48,6 | - | 47,2 |
| 14:15 | US | Raport ADP | VI | tys. | 153 | - | 135 |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | tydz. | tys. | 346 | - | 346 |
| 16:00 | US | ISM – usługi | VI | pkt | 54,0 | - | 53,7 |
| CZWARTEK (4 lipca) | | | | | | | |
| 13:45 | EZ | Decyzja EBC | | % | 0,50 | - | 0,50 |
| PIĄTEK (5 lipca) | | | | | | | |
| 12:00 | DE | Zamówienia przemysłowe | V | % m/m | 1,2 | - | -2,3 |
| 14:30 | US | Zatrudnienie poza rolnictwem | VI | tys. | 167 | - | 175 |
| 14:30 | US | Stopa bezrobocia | VI | % | 7,5 | - | 7,6 |

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

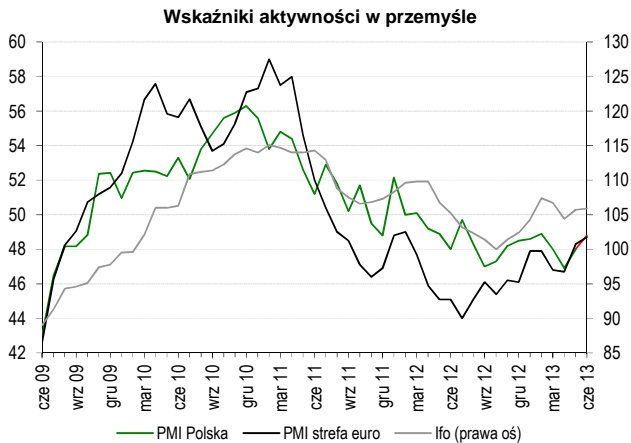
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

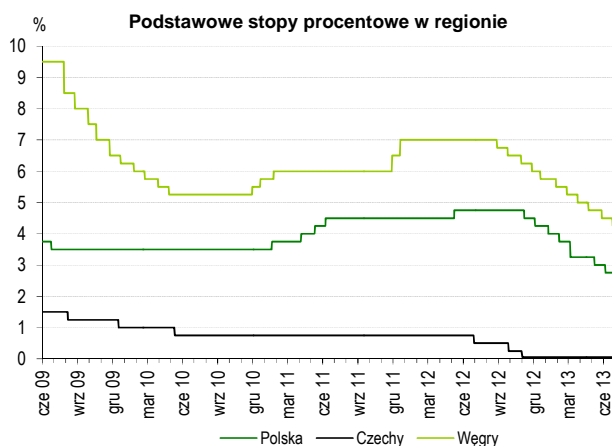
Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – PMI, RPP, EBC, ADP, itp.

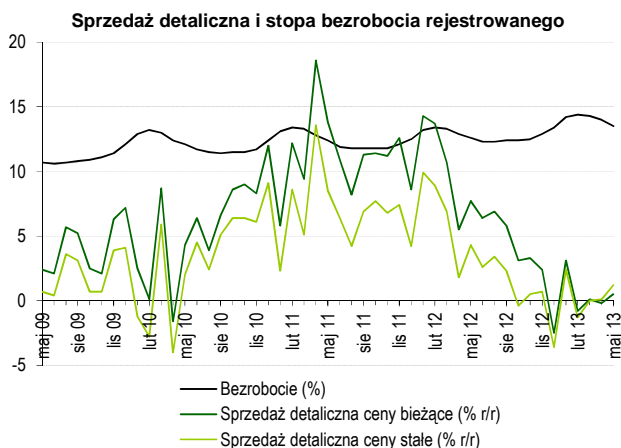


- Wyznacznikiem nastrojów na początku tygodnia będą finalne odczyty indeksów PMI dla przemysłu. Wstępne indeksy w strefie euro zanotowały ponownie wzrosty, potwierdzające, że europejska gospodarka najgorsze ma już prawdopodobnie za sobą. Istotniejsze dla rynków mogą być jednak odczyty dla Chin i USA, które ostatnio zaskakiwały in minus. Szczególnie ten ostatni może mieć duże znaczenie dla apetytu na ryzyko na świecie.
- Przewidujemy, że indeks PMI dla polskiego przemysłu wzrósł w czerwcu drugi raz z rzędu, do 48,8 pkt., w ślad za poprawiającymi się nastrojami w Europie (niemiecki PMI lekko spadł, ale ZEW i Ifo wzrosły), zapowiadając oczekiwane przez nas ożywienie gospodarcze napędzane eksportem w II półroczu. Indeks koniunktury w przemyśle liczony przez GUS (wyrównany sezonowo) w czerwcu lekko się obniżył.



- Środek tygodnia zdominują decyzje banków centralnych. Spodziewamy się, że Rada Polityki Pieniężnej obniży stopy procentowe po raz kolejny o 25 pb, w tym stopę referencyjną do 2,50%. Taką decyzję powinna wspierać nowa projekcja inflacji i PKB, której wstępne wyniki poznamy w komunikacie RPP (a pełny *Raport o inflacji* prawdopodobnie pod koniec tygodnia). Będzie to zapewne ostatnia obniżka w cyklu. Wypowiedzi członków Rady (m.in. M.Belki i J.Hausnera) sugerowały, że jeśli w lipcu RPP dojdzie do wniosku, że stopy są już na adekwatnym poziomie, zasygnalizuje to w komunikacie. Naszym zdaniem ogłoszenie „neutralnego nastawienia” byłoby przedwczesne, biorąc pod uwagę wciąż dużą niepewność dot. ożywienia.
- Żadna istotna zmiana w polityce pieniężnej nie jest oczekiwana po EBC, ale ważne dla rynku mogą być wypowiedzi M.Draghiego nt. oceny perspektyw ożywienia.

Ostatni tydzień w gospodarce – Sprzedaż i bezrobocie nieco lepsze od prognoz



- Sprzedaż detaliczna w maju wzrosła o 0,5% r/r, bardziej od oczekiwań. Realny wzrost sprzedaży był nawet wyższy i wyniósł 1,2% r/r, co wskazuje na deflację w handlu detalicznym – sprzedawcy konkurują o klientów głównie ceną, co sugeruje, że popyt konsumpcyjny jest wciąż słaby. Podtrzymujemy prognozę, zakładającą stopniowe przyspieszenie wzrostu konsumpcji w kolejnych kwartałach, aczkolwiek jej dynamika w tym i w przyszłym roku pozostanie zapewne poniżej długoterminowej średniej.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w maju do 13,5%, bardziej niż oczekiwano. Nieco mniejsza liczba bezrobotnych to m.in. zasługa interwencyjnych działań MPiPS oraz słabszego napływu nowych zarejestrowanych. Jednocześnie jednak inne dane z rynku pracy nie wskazują na poprawę sytuacji. Przeciwnie, liczba miejsc pracy spada w coraz szybszym tempie, na co wskazują m.in. dane BAEL.

Cytat tygodnia – Obniżanie stóp jesienią byłoby spóźnione

Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 24.06, Reuters

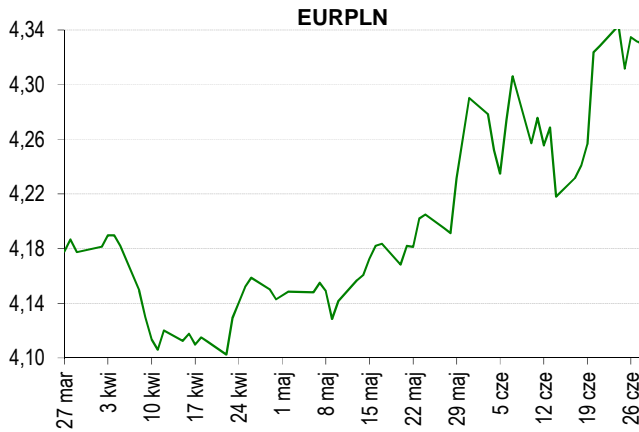
Jeżeli złoty będzie się dalej osłabiał, nie wyobrażam sobie obniżki stóp w lipcu
Jerzy Hausner, członek RPP, 24.06, Reuters
 [Deprecjacja złotego] to nie jest coś, co będzie mieć natychmiastowy wpływ na politykę monetarną, przynajmniej na lipcowym posiedzeniu. Nikt nie powiedział, że cykl się kończy w lipcu i jeśli ktoś komunikat po przyszlomiesięcznym posiedzeniu nie będzie zawierał takich sformułowań, cykl może być kontynuowany i we wrześniu.

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 25.06, Reuters

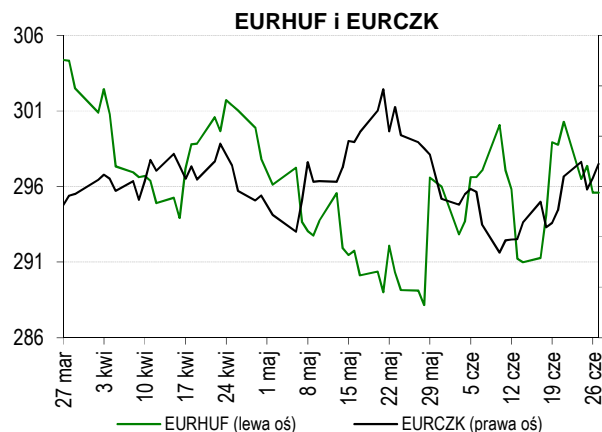
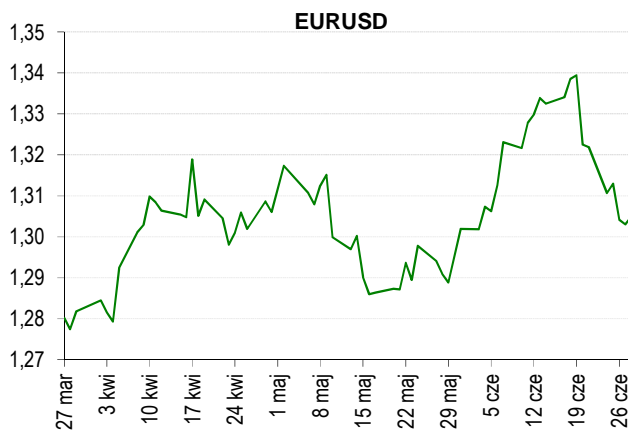
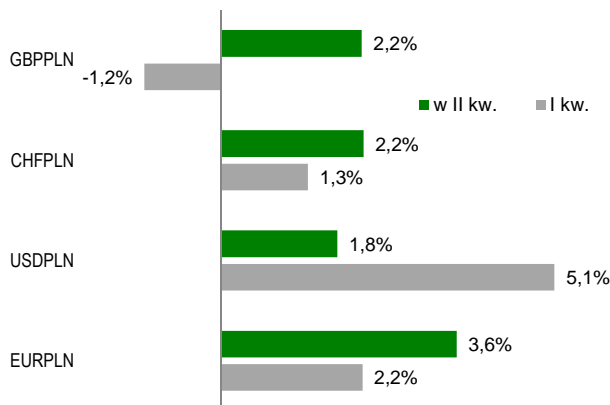
Wolałbym obniżkę o 50 pb ale pewnie nie ma na to dużej szansy. Wierzę, że 25 pb i tak byłoby wystarczające. Są też pierwsze sygnały poprawy, na przykład w handlu, co stanowi kolejny sygnał, że dalsze obniżanie stóp jesienią byłoby spóźnione.

W ostatnich miesiącach (w marcu i maju) decyzja o obniżce stóp zapadała przy rozkładzie głosów 5:5 i decydującym głose Marka Belki. Oprócz Prezesa NBP obniżkę w obu przypadkach poparli: Andrzej Bratkowski, Elżbieta Chojna-Duch, Jerzy Hausner i Anna Zielińska-Głębocka. Nikt z nich nie wycofał swojego poparcia dla łagodzenia polityki pieniężnej, zatem zapewne w lipcu powtórzy się scenariusz z poprzednich miesięcy. Warto jednak zauważyć, że Andrzej Bratkowski sceptycznie wypowiada się o obniżkach jesienią. Jeśli po lipcu przestanie on popierać dalsze łagodzenie, to obniżek pewnie nie będzie. Ostatnio był on dość konsekwentny w realizacji swoich zapowiedzi, nie sądzimy zatem by „rzucił słowa na wiatr”. Dla Andrzeja Kaźmierczaka istotną przeszkodą dla obniżek jest deprecjacja złotego. Jednak zarówno Hausner, jak i Bratkowski stwierdzili, że to ich przed obniżką nie powstrzyma.

Rynek walutowy – Złoty pozostanie pod presją



Zmiany notowań złotego w relacji do głównych walut



Odreagowanie po ostatnich wzrostach kursów

Po bardzo słabym początku tygodnia (kurs EURPLN na chwilę wzrósł powyżej 4,35), kolejne dni przyniosły odreagowanie na krajowym rynku walutowym. Stopniowe niewielkie umocnienie złotego wynikało głównie z poprawy nastrojów inwestycyjnych na globalnych rynkach. Był to efekt uspokajających wypowiedzi przedstawicieli Fed, którzy łagodzą wydzwięk wystąpienia Bena Bernanke po czerwcowym posiedzeniu FOMC. Wpływ krajowych danych (sprzedaż detaliczna, stopa bezrobocia) i wydarzeń (publikacja raportu o OFE) na notowania złotego był bardzo ograniczony. Czynnikiem stabilizującym notowania krajowej waluty jest możliwość interwencji NBP, a przede wszystkim obecność BGK. Na początku tygodnia wiceminister finansów Wojciech Kowalczyk poinformował, że BGK pojawia się na rynku od czasu do czasu w celu wymiany środków unijnych po korzystnym kursie.

Warto zauważyć, że pomimo interwencji NBP i obecności BGK złoty na koniec II kw. był słabszy w porównaniu z końcem I kw., ale również w porównaniu z końcem 2012 (patrz wykres obok). W pierwszej połowie roku złoty najbardziej stracił wobec amerykańskiej waluty (7%), gdy w II kwartale wobec euro (3,6%).

W najbliższych tygodniach notowania złotego będą utrzymywały się na podwyższonym poziomie. Główny wpływ będą miały czynniki zewnętrzne (ryzyko odnośnie przyszłej polityki Fed), podczas gdy krajowe dane pozostaną w cieniu. Obowiązującym przedziałem wahań dla EURPLN jest 4,30-4,35. W zależności od nastrojów globalnych możemy zobaczyć testy zarówno dolnego, jak i górnego ograniczenia tego przedziału. Niemniej dane z rynku pracy w USA (5 lipca) mogą ustalić nastroje w średnim terminie. Z drugiej strony przejście na bardziej jastrzębią retorykę przez RPP powinno wesprzeć krajową walutę. Warto zaznaczyć, że mimo obniżki stóp przez bank centralny Węgier forint umocnił się.

Dolar wciąż w cenie

Miniony tydzień przyniósł poprawę nastrojów na globalnym rynku. To efekt uspokajających komentarzy ze strony członków Fed, ale również działań Chin, które wsparły rodzimy sektor finansowy. Nie skorzystała z tego jednak wspólna waluta, której notowania wobec USD wahały się w przedziale 1,2985 – 1,315.

W tym tygodniu kluczowe będą dane z rynku pracy w USA. Dalsza poprawa zatrudnienia w pozarolniczym sektorze może przyczynić się do ożywienia oczekiwań na szybsze rozpoczęcie ograniczania QE3 przez Fed, wspierając tym samym amerykańską walutę. Przełamanie wsparcia na 1,2985 mogłoby otworzyć drogę w kierunku 1,28.

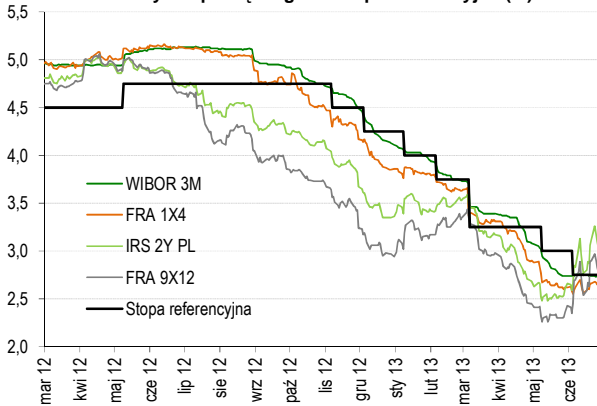
CZK nie skorzystał na poprawie nastrojów globalnych

Najważniejsze dla walut regionu były posiedzenia banków centralnych. Decyzje były zgodne z oczekiwaniami – bank centralny Węgier obniżył stopy o 25 pb, podczas gdy bank Czech utrzymał stopy na niezmiennym, ultra-niskim poziomie. Niemniej, zwiększenie prawdopodobieństwa interwencji przez bank Czech na rynku FX spowodowało wzrost EURCZK powyżej 26. Był to krótkotrwały wzrost, gdyż w piątek czeska waluta ponownie zyskiwała na wartości.

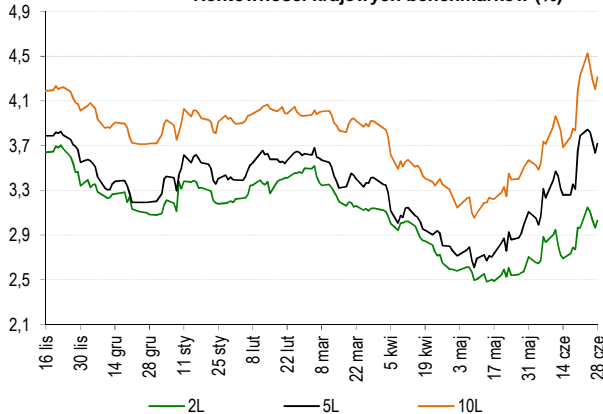
Waluty regionu, podobnie jak i złoty są pod wpływem czynników zewnętrznych, głównie przyszłej polityki Fed. W oczekiwaniu na publikację piątkowych danych z rynku pracy USA może utrzymywać się zwiększona zmienność. Publikowane na początku tygodnia indeksy PMI dla tych gospodarek mogą przekładać się na notowania CZK i HUF w krótkim terminie.

Rynek stopy procentowej – Retoryka RPP kluczowa dla krótkiego końca

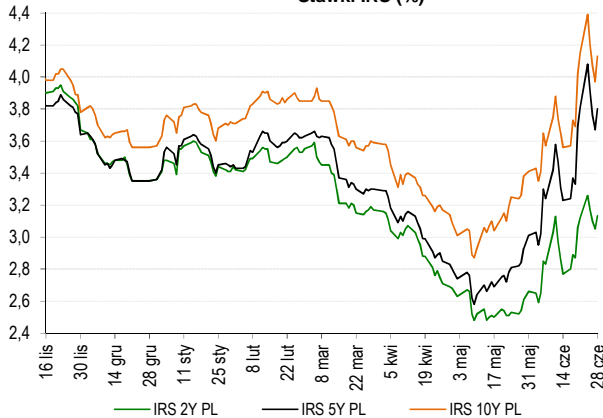
Stawki rynku pieniężnego vs stopa referencyjna (%)



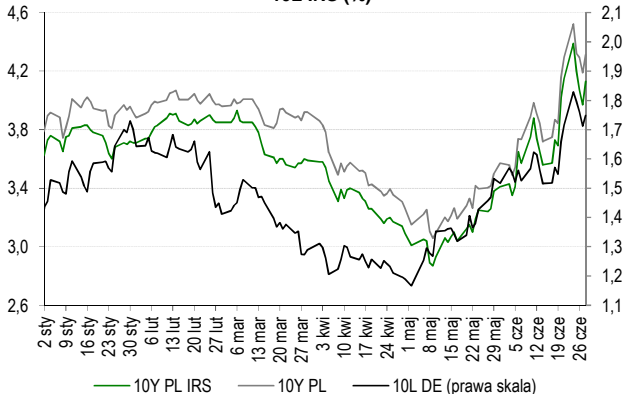
Rentowności krajowych benchmarków (%)



Stawki IRS (%)



Rentowność 10L obligacji Polski i Niemiec oraz stawka 10L IRS (%)



WIBORY na dłuższe terminy stopniowo w górę

W minionym tygodniu sytuacja na rynku pieniężnym uległa niewielkiej zmianie. O ile stawki WIBOR miesięczne i 3-miesięczne kontynuowały stopniowy spadek, to WIBORY na dłuższe terminy zaczęły rosnąć, wskazując na stabilność stóp NBP w kolejnych kwartałach, a nawet możliwość ich wzrostu (w wyniku poprawy sytuacji gospodarczej).

Bardziej zmienna była sytuacja na rynku FRA. Poprawa globalnych nastrojów dała impuls do odreagowania ostatnich znaczących wzrostów. Najbardziej spadły stawki FRA na dłuższe terminy. FRA 9x12 obniżyło się do 2,79% z 2,97% na początku tygodnia (co wskazywało wówczas na wycenę wzrostu 3-miesięcznego WIBORu o prawie 25 pb).

W tym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na posiedzeniu RPP. Obniżenie stóp procentowych przez Radę o 25 pb, wygeneruje impuls do dalszego spadku stawek WIBOR do 3 miesięcy. Uważamy, że potencjał spadku WIBOR 3M jest jednak ograniczony.

Odreagowanie na rynku obligacji i IRS

Po słabym otwarciu tygodnia (w poniedziałek rentowność 10-letniej obligacji zbliżyła się do 4,60%), w kolejnych dniach obserwowaliśmy odreagowanie na rynku obligacji i IRS w ślad za rynkami bazowymi. Był to efekt zmniejszenia obaw związanych z szybkim rozpoczęciem ograniczania QE3 przez Fed. Najbardziej na wartości zyskiwał środek i długi koniec krzywych co spowodowało zacieśnienie spreadów 2-10L do 128 pb dla obligacji (z 138 pb na początku tygodnia) oraz do ok. 100 pb dla IRS (ze 113 pb). Wsparciem dla rynku mogły być również wypowiedzi wiceministra finansów Wojciecha Kowalczyka, który stwierdził, że w obecnych warunkach rynkowych resort finansów może zrezygnować z przeprowadzenia aukcji w lipcu i sierpniu.

Zgodnie z wcześniejszymi sugestiami resort finansów znacząco ograniczył podaż obligacji w III kw. (wobec sprzedaży w wysokości 33,4 mld zł w II kw). W lipcu i sierpniu planowane jest zawieszenie przetargów sprzedaży obligacji z zastrzeżeniem, że przy stabilizacji sytuacji rynkowej i zgłaszanego popytu możliwe będzie ich przeprowadzenie. Natomiast we wrześniu planowany jest przetarg zamiany, na którym do odkupu zgłoszone będą obligacje zapadające od października 2013 do stycznia 2014. Tak elastyczne podejście ministerstwa możliwe jest dzięki sfinansowaniu tegorocznych potrzeb już w 88%. Co więcej, to pokrycie zwiększy się wkrótce do ok. 94%, gdyż w III kw. resort planuje pozyskać do 2 mld € od międzynarodowych instytucji finansowych oraz możliwe są emisje zagraniczne.

Resort finansów opublikował dane o zaangażowaniu poszczególnych grup inwestorów w SPW na koniec maja (przed znaczącym wzrostem rentowności). Portfel inwestorów zagranicznych pozostał właściwie bez zmian (207,2 mld zł). Najbardziej wzrósł portfel banków komercyjnych (do 108,8 mld zł z 103,8 mld zł).

RPP i nastroje na rynkach bazowych kluczowe

W tym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na posiedzeniu RPP, na którym zostaną przedstawione nowe projekcje inflacji CPI i PKB. Decyzja Rady obniżająca stopy procentowe o 25 pb raczej nie powinna nikogo zaskoczyć, jednak komunikat i konferencja prasowa będą kluczowe dla dalszych perspektyw stóp. Jeśli Rada już teraz zdecyduje się na przejście na neutralne nastawienie w polityce monetarnej to może negatywnie wpłynąć na krótki koniec krzywej.

Notowania na długim końcu krzywej będą wciąż bardziej zależne od czynników globalnych. Dlatego też lepsze od oczekiwań dane z rynku pracy w USA mogą przynieść kolejną falę wyprzedzaży na rynku długu.

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