

Tygodnik ekonomiczny

15 – 21 lipca 2013

W minionym tygodniu nastroje inwestorów uległy znacznej poprawie, do czego przyczyniły się m.in. publikacja minutes z czerwcowego posiedzenia FOMC oraz wypowiedź szefa Fed, który stwierdził, że amerykańskiej gospodarce potrzebna jest akomodacyjna polityka pieniężna. We efekcie znacząco wzrosły ceny surowców, indeksy giełdowe, ceny obligacji. Co więcej, zmniejszenie obaw o szybkie ograniczenie ilościowego łagodzenia przez Fed spowodowało osłabienie dolara. Na poprawie nastrojów nie zyskał znacząco złoty, który w relacji do wspólnej waluty utrzymał się powyżej 4,30. Negatywne informacje napływające z południa Europy (głównie Portugalii) nieco ograniczyły optymizm rynkowy.

W najbliższym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na publikacji krajowych danych makroekonomicznych. Oczekujemy, że w czerwcu inflacja CPI osiągnęła dołek ok. 0,3% r/r, wyrównując tym samym rekord niskiej inflacji z kwietnia 2003 r. Czerwcowe odczyty danych z gospodarki realnej (mimo pewnego przyspieszenia dynamiki produkcji) nadal nie będą wskazywać na wyraźną poprawę sytuacji w gospodarce. Dane w naszej ocenie powinny wspierać rynek długu, w szczególności krótki koniec krzywych. Krajowy rynek nadal będzie też czekał na informację rządu nt. nowelizacji budżetu (premier Tusk ponownie zapowiedział ją na ten tydzień). Większe przełożenie na nastroje inwestycyjne mogą mieć wystąpienia przedstawicieli Fed, w tym prezesa Bena Bernanke. Podtrzymanie łagodnego stanowiska co do przyszłego ograniczania skupu aktywów może wzmocnić oczekiwania, że data rozpoczęcia ograniczania QE3 może być bardziej odległa niż wrzesień, dyskontowany obecnie przez rynek. Obok tych wystąpień istotne dla nastrojów rynkowych mogą być również publikacja Beżowej Księgi, tygodniowych danych z rynku pracy w USA, indeksu ZEW dla niemieckiej gospodarki, czy też danych o PKB Chin za II kwartał. Duża niepewność co do odczytów może generować podwyższoną zmienność na rynku. W związku z tym oczekujemy, że kursy EURPLN i USDPLN pozostaną na podwyższonym poziomie. Ważne poziomy dla EURPLN to 4,26 oraz 4,35.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (15 lipca)							
4:00	CN	PKB	II kw.	% r/r	7,5	-	7,7
14:00	PL	CPI	VI	% r/r	0,3	0,3	0,5
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	VI	% m/m	0,4	-	0,3
WTOREK (16 lipca)							
11:00	EZ	HICP	VI	% r/r	1,6	-	1,6
11:00	DE	Indeks ZEW	VII	pkt	39,0	-	38,5
14:00	PL	Inflacja bazowa	VI	% r/r	0,9	0,9	1,0
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VI	% r/r	2,3	2,0	2,3
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VI	% r/r	-0,9	-0,9	-0,9
14:30	US	Bazowy CPI	VI	% m/m	0,2	-	0,2
15:15	US	Produkcja przemysłowa	VI	% m/m	0,3	-	0,0
ŚRODA (17 lipca)							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	VI	% r/r	1,5	1,2	-1,8
14:00	PL	Produkcja budowlana	VI	% r/r	-21,1	-20,1	-27,5
14:00	PL	PPI	VI	% r/r	-1,8	-1,6	-2,5
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VI	tys.	950	-	914
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	VI	tys.	1000	-	974
16:00	US	Przemówienie Bena Bernanke					
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
CZWARTEK (18 lipca)							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	360
16:00	US	Indeks Philly Fed	VII	pkt	6,8	-	12,5
PIĄTEK (19 lipca)							
Brak publikacji ważnych danych							

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

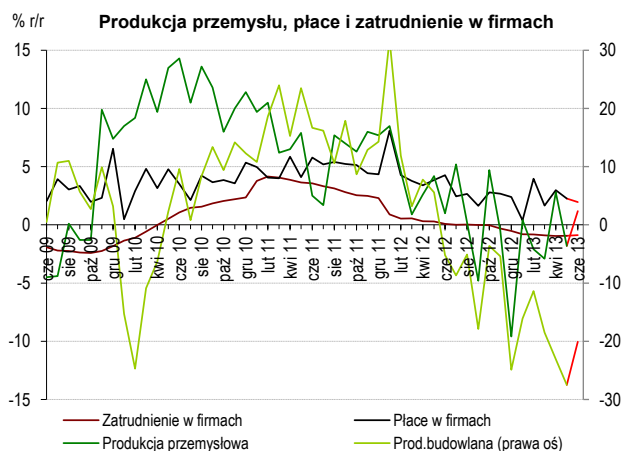
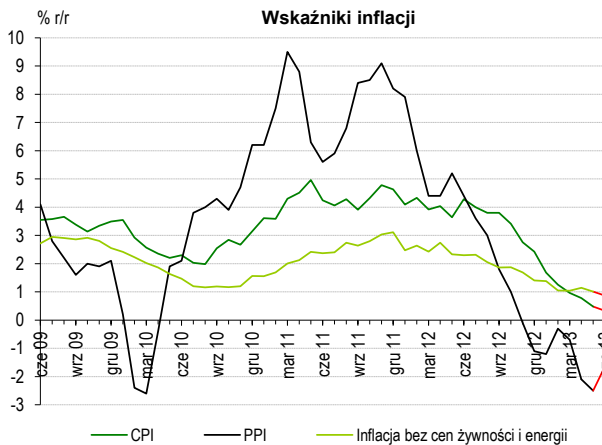
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luźniński Analityk

22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Szereg istotnych danych z kraju



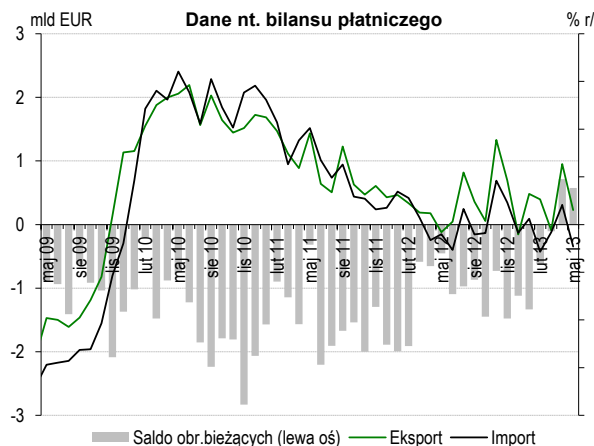
■ Ten tydzień obfituje w publikacje ważnych krajowych danych makro, które pokażą nadal słabą kondycję gospodarki i brak presji inflacyjnej i mogą wpłynąć na rynkową ocenę perspektywy polityki pieniężnej w Polsce.

■ Spodziewamy się, że inflacja CPI spadła w czerwcu do 0,3% r/r, wyrównując rekord z kwietnia 2003 r. Spadkowi rocznej stopy inflacji sprzyjała kontynuacja wojny cenowej w telekomunikacji i efekt bazy związany z cenami żywności. Nasze prognozy są zgodne z medianą oczekiwań rynkowych. Uważamy, że odczyt czerwcowy będzie najniższą wartością w tym roku i od lipca inflacja zacznie się powoli wspinać, do ok. 1,4% r/r na koniec roku. Inflacja bazowa prawdopodobnie również osiągnie w czerwcu minimum na poziomie 0,9% r/r (do rekordu z maja 2006 r. na poziomie -0,3 jest daleko) i może utrzymać się blisko tego poziomu przez kilka miesięcy, po czym wzrośnie do ok. 1,6% r/r na koniec roku. Z kolei czerwcowy wskaźnik inflacji PPI pokaże odbicie do -1,6% r/r, między innymi pod wpływem osłabienia złotego.

■ Czerwcowe dane z rynku pracy pokażą, czy majowy wzrost zatrudnienia był oznaką poprawy popytu na pracę czy tylko jednorazowym odreagowaniem po słabym kwietniu. My spodziewamy się lekkiego wzrostu zatrudnienia (zgodnie z wzorcem sezonowym) i utrzymania rocznej dynamiki na -0,9% r/r. Oczekujemy także nieznacznego spowolnienia wzrostu płac.

■ Spodziewamy się powrotu dynamiki produkcji przemysłu powyżej zera (1,2% r/r), głównie pod wpływem ustąpienia negatywnego efektu dni roboczych. Istotnym sygnałem co do rozwoju sytuacji w przemyśle będzie wzrost w sektorach proeksportowych. Wzrost produkcji budowlanej również nieco odreaguje, ale naszym zdaniem pozostanie głęboko poniżej kreski (ok. -20% r/r).

Ostatni tydzień w gospodarce – Słabszy eksport, ale saldo obrotów bieżących na plusie



■ W maju ponownie zanotowano nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących (574 mln €), ale tym razem nie stała za tym dalsza poprawa bilansu handlowego, tylko zaskakująca (jednorazowa?) zmiana na rachunku dochodów. Wzrost eksportu spowolnił w maju do 3% r/r, ale spodziewamy się jego przyspieszenia w kolejnych miesiącach w efekcie ożywienia popytu z zagranicy. Efektem będzie nadwyżka handlowa w tym roku – pierwszy raz pod początku lat 90. – i wyraźnie pozytywny wpływ eksportu netto na wzrost PKB.

■ Wzrost podaży pieniądza, depozytów i kredytów przyspieszyły w czerwcu. Depozyty gospodarstw domowych wzrosły w porównaniu z majem po dwóch miesiącach spadku, co sugeruje, że zgodnie z naszymi przypuszczeniami wzrost zmienności na rynkach finansowych zahamował proces przenoszenia oszczędności z lokat bankowych do funduszy inwestycyjnych.

Cytat tygodnia – Polska gospodarka może radzić sobie lepiej

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 8.07, Reuters

Powinna następować już stopniowa poprawa [gospodarcza], stąd stopy powinny pozostać bez zmian. Pod koniec roku zobaczymy, jak się rozwija sytuacja gospodarcza. Ale na dziś nie widzę możliwości, aby w Radzie znalazła się większość dla dalszych obniżek.

Anna Zielińska-Giębicka, członkini RPP, 8.07, Reuters

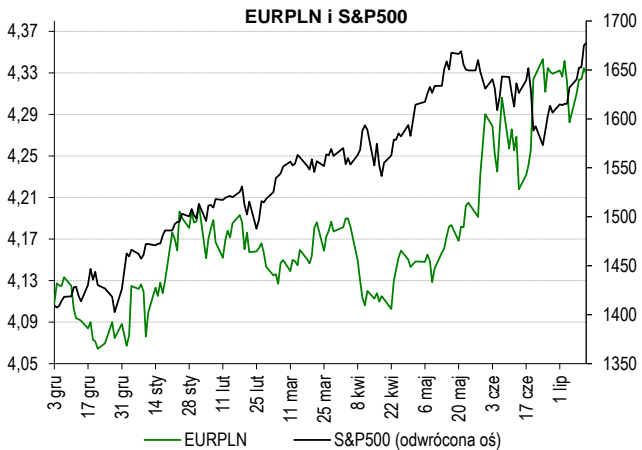
Na razie nie można mówić o kolejnym cyklu, bo dopiero zakończyliśmy ten. Przechodzimy do nastawienia neutralnego. Nie sądzę, żeby trzeba było jeszcze obniżać stopy. Nasz poziom jest historycznie niski i adekwatny do naszych warunków

Marek Belka, prezes NBP, 12.07, Reuters

Lipcowa projekcja PKB jest w mojej ocenie dosyć pesymistyczna. Osobiście uważam, że polska gospodarka może radzić sobie lepiej.

Wypowiedzi członków RPP, którzy byli dotąd najbardziej gołębi i forsowali kolejne obniżki jasno pokazują, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej zakończył się i zapewne do końca roku stopy nie ulegną dalszym zmianom. Pytanie, co dalej. Prognozy analityków są bardzo rozbieżne: niektórzy oczekują dalszych obniżek, inni widzą podwyżki już na początku 2014 r. Decyzja o zakończeniu cyklu świadczy o tym, że RPP ma bardziej optymistyczną wizję wzrostu gospodarczego od projekcji NBP (patrz wypowiedź Belki). Ciekawie w tym kontekście brzmią obawy prezesa GUS, że wzrost PKB w II kw. mógł być słabszy niż w I kw. Naszym zdaniem ścieżka wzrostu zaprezentowana przez NBP jest realistyczna, ale z kolei ścieżka inflacji jest zbyt niska. Realizacja wyższego CPI może skłonić RPP do podwyżki stóp w drugiej połowie 2014 r. mimo nadal niezbyt szybkiego wzrostu PKB.

Rynek walutowy – Złoty pod presją mimo poprawy nastrojów



EURPLN nadal na podwyższonym poziomie

Miniony tydzień nie przyniósł przełomowych zmian na rynku EURPLN. Złoty, podobnie jak światowe indeksy giełdowe oraz EURUSD, poddał się korekcie po lekkim umocnieniu do euro i innych ważnych walut zainicjowanym po posiedzeniu RPP i EBC. Pomimo wyraźnego odreagowania w reakcji na gołębie sygnały z Fed zaobserwowanego na globalnym rynku, krajowa waluta pozostała pod presją. Kurs EURPLN przebił na chwilę 4,34 wobec ok. 4,26 na początku tygodnia, po czym obniżył się na koniec tygodnia (po danych o bilansie płatniczym) nieco poniżej 4,30. Złoty umocnił się przejściowo do dolara z prawie 3,39 do 3,26 (na koniec tygodnia kurs USDPLN odbił do ok. 3,30).

Miniony tydzień pokazał, że na rynku musiały się pojawić naprawdę silny, pozytywny impuls, by wygenerować większe i trwalsze umocnienie złotego. Indeks S&P500 szybko odrobił 7,5% spadek z przełomu czerwca i lipca i w minionym tygodniu ustanowił nowy najwyższy poziom zamknięcia w historii. Choć indeksy Zachodniej Europy jeszcze nie odrobiły ostatnich strat, to i tak niechęć złotego do umocnienia rzuca się w oczy.

W tym tygodniu wypowiadać się będzie czworo głosujących członków FOMC, w tym dwukrotnie szef Fed. Na rynek mogą więc napłynąć kolejne uspokajające sygnały, które ponownie mogą na chwilę umocnić krajową walutę. Ważne poziomy dla EURPLN to 4,26 i 4,35. Perspektyw na trwalsze i wyraźniejsze umocnienie złotego na razie nie widzimy, EURPLN blisko 4,20 dopiero pod koniec roku.

Dynamiczne umocnienie euro do dolara

Największy wpływ na notowania EURUSD miały w trakcie minionego tygodnia publikacja minutes z ostatniego spotkania FOMC oraz wystąpienie szefa Fed. Ben Bernanke zapewniał, że luźna polityka banku centralnego będzie utrzymana w warunkach niskiej inflacji, co wyraźnie złagodziło utrzymujące się na rynku obawy o szybkie ograniczenie/zakończenie QE3. W rezultacie, EURUSD po spadku na początku tygodnia do dolka z kwietnia (ok. 1,275) bardzo szybko odbił do 1,32 (najwyżej od ostatnich dni czerwca).

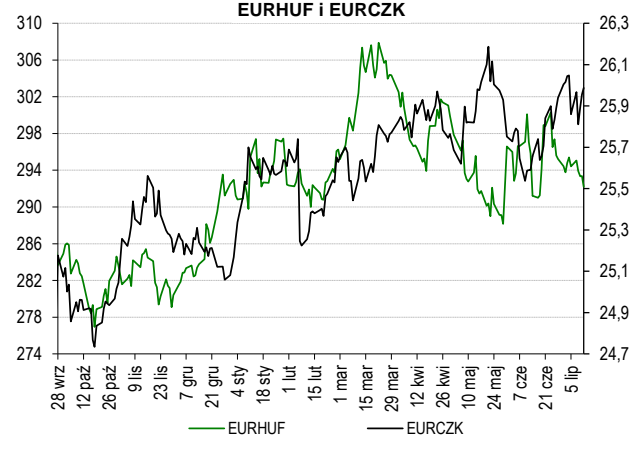
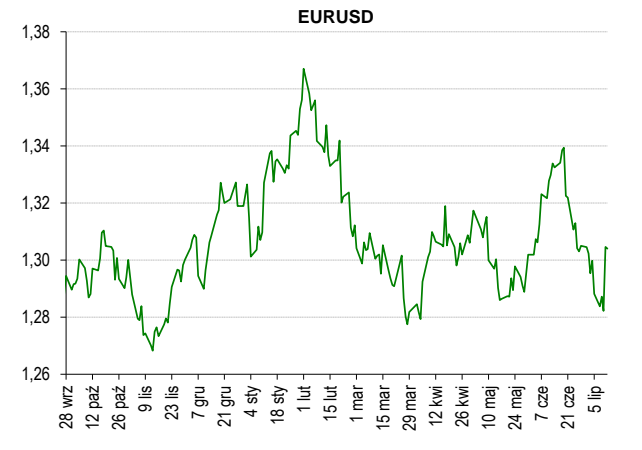
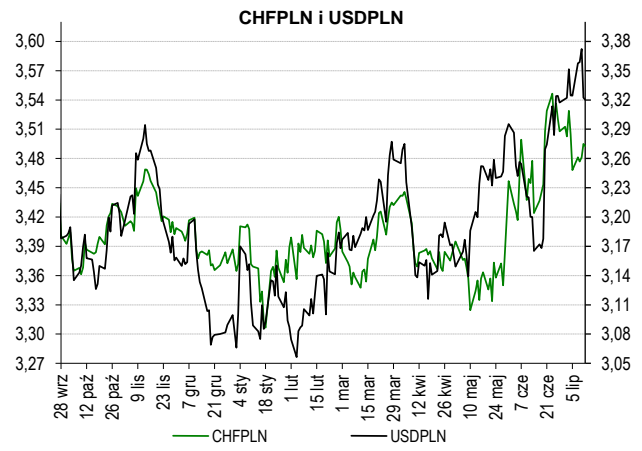
Choć na koniec tygodnia nastąpiła korekta do ok. 1,30, to wydaje się, że po ostatnim wystąpieniu szefa Fed potencjał do pogłębienia przez EURUSD ostatnich spadków jest dużo mniejszy. Ten tydzień będzie obfitował w wystąpienia członków FOMC, poznamy także szereg istotnych danych z USA. Jeśli ton wypowiedzi będzie ponownie uspokajający, wtedy możliwe jest ponowne testowanie 1,32.

Forint zyskuje, korona traci

Forint tracił od początku tygodnia, podobnie jak złoty. Kurs EURHUF wzrósł tymczasowo do ok. 292 do nieco powyżej 294. Wraz z wyraźną poprawą nastroju na globalnym rynku, forint zaczął zyskiwać do euro i kurs spadł chwilowo do prawie 291. Forintowi nie zaszkodziły minutes z ostatniego posiedzenia węgierskiego banku centralnego, które pokazały, że dalsze luzowanie polityki pieniężnej jest możliwe.

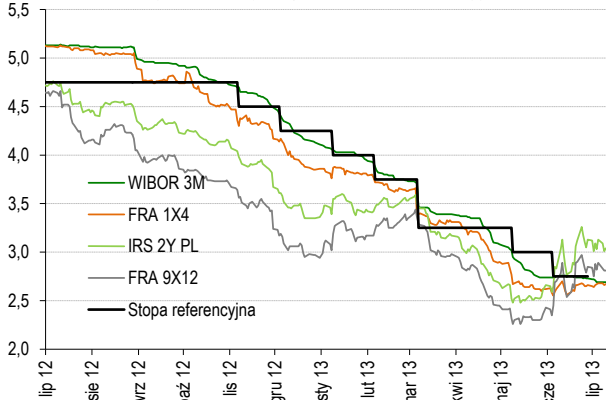
Po tymczasowym umocnieniu z początku tygodnia, czeska korona traciła do wspólnej waluty. W czerwcu CPI w Czechach był wyraźnie powyżej oczekiwań (1,6% r/r wobec 1,3%r/r), ale spadek obaw o dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez tamtejszy bank centralny tylko na chwilę umocnił koronę. Kurs EURCZK wzrósł w kolejnych dniach z 25,7 do 26,0, a więc tylko nieznacznie poniżej ważnego oporu na 26,18, który od 2010 r. ogranicza potencjał do wzrostu kursu.

Na ten tydzień nie zaplanowano publikacji żadnych ważnych danych z Czech i Węgier. Kluczowe dla korony i forinta będą więc globalne nastroje.

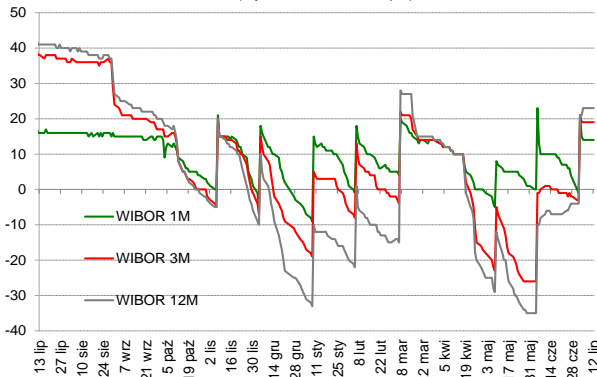


Rynek stopy procentowej – Odreagowanie w wyniku poprawy nastrojów

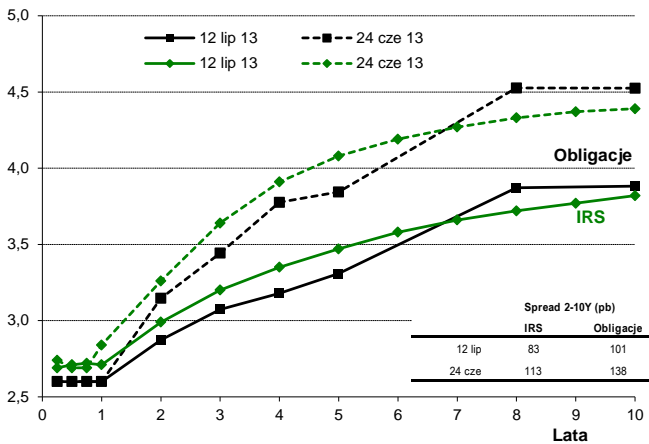
Stawki rynku pieniężnego vs stopa referencyjna (%)



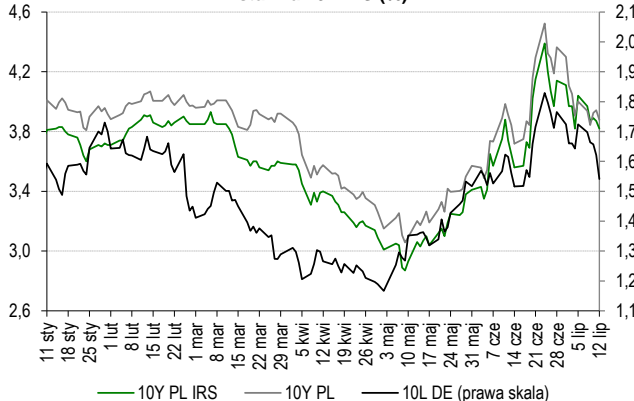
Spread WIBOR-stopa referencyjna (wybrane stawki, w pb)



Krajowe krzywe (%)



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



Stabilny rynek pieniężny

W minionym tygodniu niewiele się działo na rynku pieniężnym. Stawki WIBOR, ale również i stawki OIS (po spadku na początku tygodnia) pozostawały stabilne. Z podobną sytuacją mieliśmy również do czynienia na rynku FRA. Po odreagowania wzrostów na początku mijającego tygodnia, kolejne sesje przyniosły stabilizację. Stawki FRA wciąż wskazują na stopniowy wzrost WIBOR w perspektywie 9 miesięcy.

Tak jak wskazywaliśmy w raporcie tygodniowym z połowy czerwca dostosowania na krzywej WIBOR w wyniku zakończenia cyklu łagodzenia polityki monetarnej przez RPP w lipcu były nieznaczne i dotyczyły głównie stawek 1M i 3M. Od lipcowej decyzji RPP WIBOR 1M obniżył się o 10 pb (do 2,64%), podczas gdy WIBOR 3M tylko o 3 pb (do 2,69%). Natomiast stawki na dłuższe terminy rozpoczęły już stopniowy wzrost (odpowiednio o 1 pb dla 9M oraz o 2 pb dla 12M). Co więcej, krzywa z relatywnie płaskiej zaczyna stopniowo przybierać normalny kształt.

W tym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na krajowych publikacjach danych makro. Z punktu widzenia rynku kluczowe będą dane inflacyjne (15.07) i o produkcji przemysłowej (17.07). Kontynuacja trendu spadkowego inflacji może dać impuls do spadku najkrótszych stawek (do 3M), jednak w bardzo umiarkowanej skali.

Poprawa nastrojów wsparła krajowy rynek stopy

Miniony tydzień przyniósł odreagowanie na rynku stopy, przy czym bardziej umocnił się rynek IRS niż obligacyjny. To wynika głównie z poprawy nastrojów na rynkach globalnych, wspartych bardziej gołębią wypowiedzią szefa Fed. W skali tygodnia krzywa IRS przesunęła się w dół o 11-17 pb (największe spadki dotyczyły środka i długiego końca krzywej), podczas gdy krzywa obligacyjna przesunęła się w dół o 9-13 pb (największy spadek dotyczył 5-letniego benchmarku). Co więcej, w wyniku odreagowania rentowności i stawki IRS na długim końcu krzywej zakotwiczyły się poniżej 4%.

Warto zauważyć, że nastąpiło rozszerzenie asset swap spreadu w sektorze 10 lat. O ile jeszcze na początku tygodnia był wyceniany przez rynek na poziomie -3 pb, to na koniec tygodnia było to już +8 pb. W naszej ocenie, napływające dane makro z krajowej gospodarki (przy utrzymaniu pozytywnych globalnych nastrojów) mogą spowodować dalsze rozszerzenie spreadu dla 10 lat w kierunku 20 pb.

Dane makroekonomiczne w centrum uwagi

Na rynku powoli zaczynamy odczuwać okres wakacyjny. Niemniej, w tym tygodniu rozpoczyna się kalendarz publikacji danych makroekonomicznych, które (choćby w krótkim terminie) mogą wpłynąć na zachowanie inwestorów. Sądzymy, że dalszy spadek inflacji (nasza prognoza: 0,3% r/r, zgodna z oczekiwaniami rynkowymi) może stanowić wsparcie dla krótkiego końca krzywej. Dodatkowo, impulsem do wzmocnienia mogą być dane z sektora przemysłowego (nasza prognoza produkcji jest nieco poniżej konsensusu rynkowego).

Środek i długi koniec krzywych pozostaną pod wpływem nastrojów na rynkach bazowych. Utrzymanie apetytu na ryzyko powinno sprzyjać stopniowemu wzmocnieniu, a przynajmniej stabilizacji rentowności na długim i środku krzywych.

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