

Tygodnik ekonomiczny

22 – 28 lipca 2013

W minionym tygodniu utrzymał się dobry nastrój na globalnych rynkach finansowych m.in. dzięki uspokajającym wypowiedziom szefa Fed, które zmniejszyły ryzyko rozpoczęcia ograniczania skupu aktywów już we wrześniu. Przejściowa aprecjacja złotego o niemal 10 groszy do euro, dolara czy funta, lekkie umocnienie polskich obligacji oraz kolejne rekordy na amerykańskiej giełdzie to rezultat obserwowanego wzrostu apetytu na ryzyko. Opublikowane w Polsce dane o czerwcowym zatrudnieniu oraz produkcji przemysłowej wskazują na pewne oznaki ożywienia i dają nadzieję na dalszą stopniową poprawę sytuacji w krajowej gospodarce w kolejnych kwartałach. Pozytywne wieści napłynęły również z USA, gdzie kolejne spółki pozytywnie zaskoczyły kwartalnymi wynikami. Publikowane dane z USA były interpretowane jako czynnik, który może powstrzymać Fed przed szybkim zakończeniem QE3 (jeśli były gorsze od prognoz) lub jako sygnał nadchodzącego ożywienia (w przypadku pozytywnych niespodzianek).

Rząd Polski przyjął projekt zmiany ustawy o finansach publicznych i zapowiedział nowelizację budżetu. Ubytek po stronie dochodowej budżetu ma wynieść ok. 24 mld zł i planuje się w związku z tym zwiększyć deficyt o 16 mld zł, a ok. 8 mld zł mają wynieść cięcia wydatków. Nowelizacja budżetu ma być możliwa dzięki „zawieszeniu” na lata 2013-14 sankcji w wyniku przekroczenia dług publiczny prognozy 50% PKB (relacja deficytu do dochodów w kolejnym roku nie może być wyższa niż w roku poprzednim). Skala zwiększenia tegorocznego deficytu nie jest zaskoczeniem, ale sposób wprowadzenia może budzić wątpliwości natury prawnej (działanie prawa wstecz?). Poza tym, zawieszanie prognoz po ich przekroczeniu poddaje w wątpliwość w ogóle sens istnienia tych przepisów. Równie dobrze w kolejnych latach nowe rządy będą mogły zawieszać regułę wydatkową. Więcej szczegółów na temat nowelizacji poznamy w sierpniu.

W tym tygodniu poznamy szereg danych nt. aktywności ekonomicznej w strefie euro. W ostatnich miesiącach PMI dla przemysłu Eurolandu stopniowo rósł, podczas gdy w przypadku Niemiec (PMI, Ifo) widać pewne wyhamowanie pozytywnych tendencji (pokazał to w minionym tygodniu także indeks ZEW). Jeśli natomiast chodzi o dane z kraju to oczekujemy, że czerwcowy sprzedaż detaliczna dołączy do serii pozytywnych niespodzianek (nasza prognoza powyżej konsensusu). W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie banku centralnego Węgier i rynek będzie wyczekiwał czy oprócz oczekiwanej obniżki stóp ponownie pojawią się kolejne pomysły na stymulację tamtejszej gospodarki. Globalne nastroje będą ważne dla krajowego rynku finansowego. Rentowność 10-letnich obligacji Niemiec jest blisko lokalnego minimum z połowy czerwca na ok. 1,50% i zachowanie względem tego poziomu może wyznaczyć kierunek także na polskim rynku długu. Przy utrzymaniu pozytywnych nastrojów EURPLN może testować wsparcie na 4,23.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (22 lipca)							
16:00	US	Sprzedaż domów	VI	mln	5,27	-	5,18
WTOREK (23 lipca)							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	VI	% r/r	1,0	1,5	0,5
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VI	% r/r	13,2	13,2	13,5
14:00	HU	Decyzja banku centralnego Węgier		%	4,0	-	4,25
ŚRODA (24 lipca)							
3:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	VII	pkt	48,5	-	48,2
9:28	DE	Wstępny PMI – przemysł	VII	pkt	49,2	-	48,6
9:58	EZ	Wstępny PMI – przemysł	VII	pkt	49,1	-	48,8
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VI	tys.	481	-	476
CZWARTEK (25 lipca)							
10:00	DE	Indeks Ifo	VII	pkt	106,1	-	105,9
10:30	GB	Wstępny PKB	II kw.	% kw./kw.	0,6		0,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	340	-	360
PIĄTEK (26 lipca)							
15:55	US	Wstępny Michigan	VII	pkt	84,0	-	83,9

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

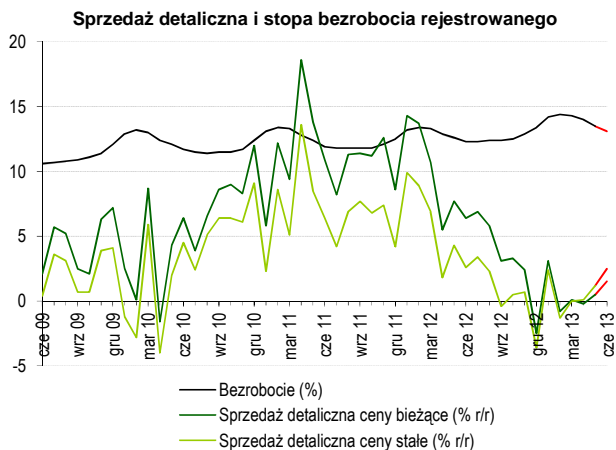
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

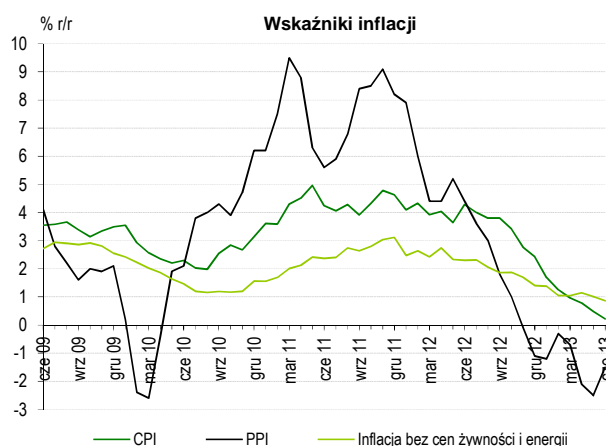
Wydarzenia nowego tygodnia – Sprzedaż detaliczna i bezrobocie rejestrowane



■ Spodziewamy się nieznacznego odbicia tempa wzrostu sprzedaży detalicznej, do 1,5% r/r. Uważamy, że dane pokażą stopniowe nasilenie się sygnałów ożywienia (niektóre kategorie notowały nawet dwucyfrowy wzrost w poprzednich miesiącach). Zwiększonym zakupom sprzyja negatywny deflator cen sprzedaży detalicznej (czyli spadek cen w skali r/r).

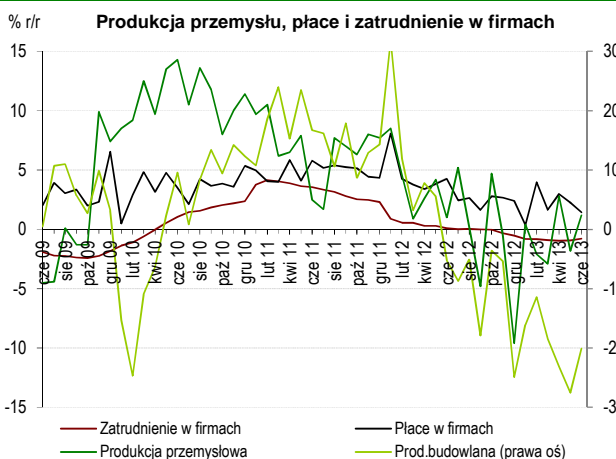
■ Naszym zdaniem stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w czerwcu do 13,2%, na co istotny wpływ, podobnie jak w poprzednich miesiącach miała interwencja Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej. Miesiąc temu zwróciliśmy uwagę na spowolnienie tempa wzrostu liczby nowych bezrobotnych. Kontynuację tej tendencji w czerwcu (na co wskazywały także lepsze od oczekiwań dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw) można będzie uznać za pewną oznakę ożywienia na rynku pracy.

Ostatni tydzień w gospodarce – CPI najniżej w historii, nowelizacja budżetu, oznaki ożywienia



■ W czerwcu stopa inflacji CPI obniżyła się do 0,2% r/r, najniższego poziomu w historii polskiej gospodarki po 1990 r. Nasze prognozy wskazują, że w czerwcu roczna stopa inflacji osiągnęła minimum i w kolejnych miesiącach powinno nastąpić odwrócenie trendu spadkowego. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się w czerwcu do 0,9% r/r (najniżej od września 2007 r.), a inflacja PPI wzrosła do -1,5% r/r.

■ Rząd zamierza w tym roku dokonać nowelizacji ustawy budżetowej, ponieważ spowolnienie gospodarcze obniżyło dochody państwa. Według rządowych szacunków ubytek po stronie dochodowej budżetu wyniesie w tym roku ok. 24 mld zł (czyli ok. 30 mld w dochodach podatkowych). Ten niedobór w dochodach ma zostać zbilansowany obciążeniem wydatków o ok. 8,5 mld zł wobec pierwotnego planu i wzrostem deficytu budżetowego o 16 mld zł.



■ W czerwcu zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło drugi raz z rzędu, tym razem o 9,4 tys. osób m/m (-0,8% r/r). Wydaje nam się, że jest to dobry znak, chociaż trudno na razie przesądzić, czy jest to efekt związany z ożywieniem prac sezonowych, czy raczej początek szerszej tendencji ożywienia popytu na pracę.

■ Wzrost płac w sektorze firm spowolnił do 1,4% r/r.

■ Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w czerwcu o 3,0% r/r, podczas gdy produkcja budowlana obniżyła się o 18,3% r/r. Skala odbicia w przemyśle wskazuje, że prawdopodobnie mamy już do czynienia z pewnym ożywieniem aktywności gospodarczej. Dane te potwierdzają, że oczekiwane przez nas ożywienie wzrostu gospodarczego napędzane eksportem zaczyna się realizować.

■ Spodziewamy się, że w II kw. 2013 wzrost gospodarczy nieznacznie przyspieszy do 0,8% r/r (z 0,5% r/r w I kw.).

Cytat tygodnia – RPP winna nowelizacji budżetu?

Marek Belka, prezes NBP, 18.07, Reuters

Jest oczekiwanie iż gospodarka zacznie się ożywiać. Pewne ożywienie jest już za rogiem, aczkolwiek szala nie będzie. (...) najgorsze mamy już za sobą.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 18.07, Reuters

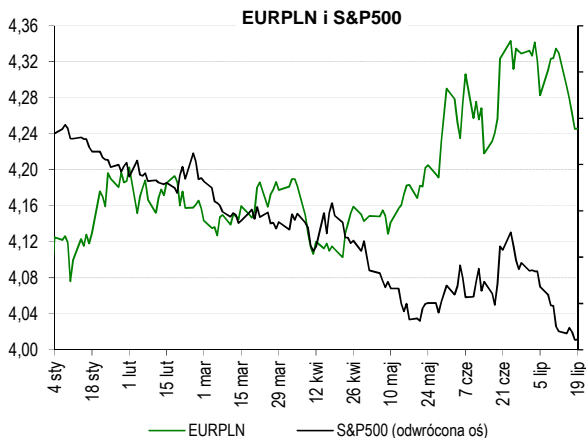
Prezes NBP zapowiedział, że co najmniej do końca roku nie będziemy ciąć stóp, bo będziemy oczekiwać ożywienia. (...) Więc patrzmy na to, co się będzie działo już w 2015 roku. (...) Wygląda lepiej, ożywienie powinno nastąpić, chociaż jeszcze na niskim poziomie.

Jacek Rostowski, minister finansów, 17.07, Reuters

Dруга rzecz [będąca przyczyną niższych dochodów i nowelizacji budżetu, poza kryzysem w strefie euro] to niewystarczająca polityka RPP, która powinna szybciej i dalej obniżać stopy procentowe

Wypowiedzi Marka Belki i Elżbiety Chojny-Duch potwierdzają, że Rada nie chce już obniżać stóp i czeka na ożywienie, które powinno dać impuls do zainicjowania cyklu podwyżek. Chojna-Duch stwierdziła także, że podwyżka jest bardziej prawdopodobna w drugim kw. 2014 r. niż w pierwszym, ale nie wydaje nam się, by można było tę wypowiedź traktować jako zapowiedź przyszłych ruchów RPP. Na ożywienie czeka zapewne także minister Rostowski, gdyż może to poprawić sytuację budżetu w drugiej części roku. Zgadamy się, że potrzeba nowelizacji wynika m.in. z czynników zewnętrznych, ale naszym zdaniem obniżanie RPP jest mocno przesadzone. Nawet biorąc pod uwagę spóźnienie w cyklu obniżek, co wielokrotnie podkreślaliśmy. Wydaje nam się, że istotniejsze było przyjęcie w ustawie budżetowej zbyt optymistycznych założeń makroekonomicznych.

Rynek walutowy – Złoty pod wpływem danych makro z kraju i zagranicy



Złoty silniejszy w relacji do głównych walut

Miniony tydzień przebiegał pod znakiem stopniowego umocnienia złotego w relacji do głównych walut. Popyt na krajową walutę wspierany był przez „gołębią” retorykę szefa Fed, ale również krajowe dane makro. Kurs EURPLN dość łatwo przełamywał kolejne poziomy wsparcia (w tym wskazywane przez nas 4,26) i na chwilę obniżył się do 4,23 (najniższy poziom od miesiąca).

W skali tygodnia złoty najbardziej zyskał w relacji do amerykańskiej waluty (2,6%), podczas gdy do pozostałych walut (EUR, CHF, GBP) umocnił się średnio o 1,8%.

Sytuacja na wykresie EURPLN nie zmieniła się znacząco. Kluczowym poziomem wsparcia dla kursu jest 4,23, którego przełamanie w naszej ocenie wymaga dodatkowego silnego impulsu. W tym tygodniu poznamy ostatnie dane makro za czerwiec (sprzedaż detaliczna, stopa bezrobocia). Być może takim impulsem będą dane o sprzedaży detalicznej – oczekujemy odbicia rocznej dynamiki do 1,5% z 0,5% w maju. Jeśli tak się stanie to przełamanie wsparcia na 4,23 przez kurs EURPLN otwiera drogę w kierunku 4,20. Istotny opór znajduje się na 4,26.

Trend boczny na EURUSD utrzymuje się

W minionym tygodniu w centrum uwagi inwestorów był szef Fed, który przed amerykańskim Kongresem przedstawił półroczny raport nt polityki monetarnej. Ben Bernanke podtrzymał, że jeszcze w tym roku może rozpocząć się ograniczanie QE, jednak będzie to uzależnione od kondycji amerykańskiej gospodarki, w tym przede wszystkim od poprawy na rynku pracy. Ryzyko ograniczania programu skupu aktywów we wrześniu znacząco spadło, co dało impuls dla rynków finansowych. Bez większego echa przeszła natomiast decyzja agencji ratingowej Moody's, która zdecydowała się poprawić perspektywę ratingu USA. W efekcie na zamknięcie tygodnia kurs EURUSD znajdował się nieznacznie powyżej 1,31.

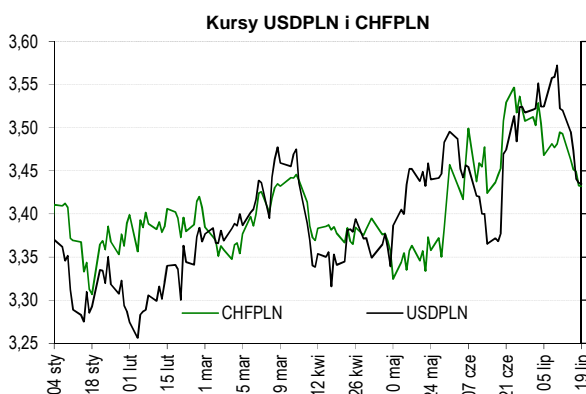
Po ostatnich komunikatach ze strony Fed rynek w większym stopniu jest świadomy, że ewentualne zmiany polityki pieniężnej są uwarunkowane poprawą sytuacji gospodarczej. Dlatego też inwestorzy większą wagę przywiązują do publikacji danych makroekonomicznych. W tym tygodniu poznamy kolejne dane z amerykańskiej gospodarki. Nie bez znaczenia mogą być również dane z europejskiej gospodarki: wstępne indeksy PMI, Ifo dla Niemiec. Sądzymy, że dane te nie wpłyną znacząco na zmianę tendencji obserwowanych na wykresie EURUSD i kurs pozostanie w trendzie bocznym między 1,30 – 1,32.

Pomysły rządu Węgier osłabiają forinta

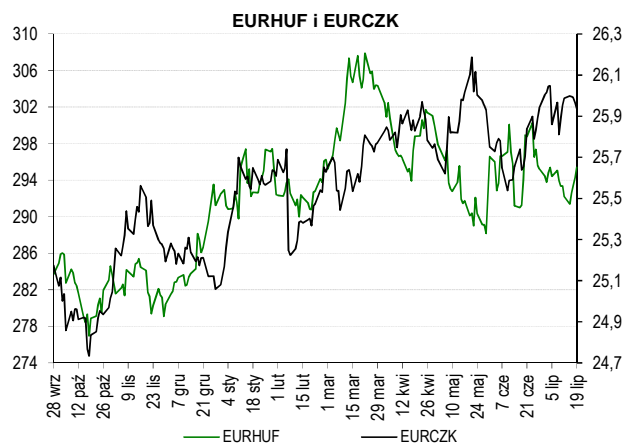
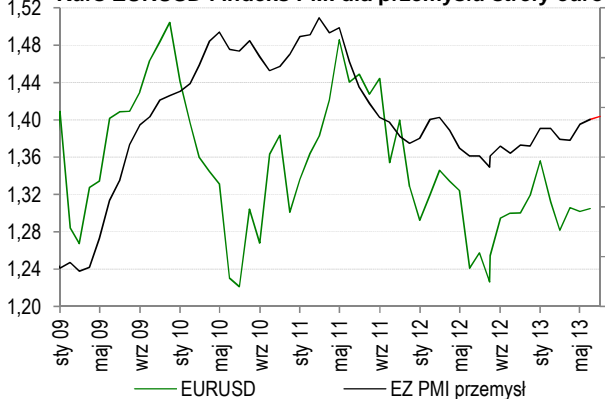
Miniony tydzień przyniósł osłabienie forinta w relacji do głównych walut. Był to efekt reakcji na zapowiedzi tamtejszego rządu o wprowadzeniu kolejnego planu ratowniczego dla zadłużonych w walutach obcych Węgrów. W efekcie kurs EURHUF osiągnął tymczasowo 296 wobec 291 na początku tygodnia. Natomiast czeska korona, po dość silnym osłabieniu na otwarciu, zyskiwała na wartości. EURCZK obniżył się do 25,9 z 26,04.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla forinta będzie posiedzenie banku centralnego Węgier. Oczekiwania rynkowe wskazują na kolejną redukcję o 25 pb (12 z rzędu) do 4,0% stopę bazową. Ta decyzja nie powinna mieć negatywnego wpływu na forinta. Natomiast pomysły na dalszą stymulację węgierskiej gospodarki mogą zostać negatywnie odebrane przez rynek.

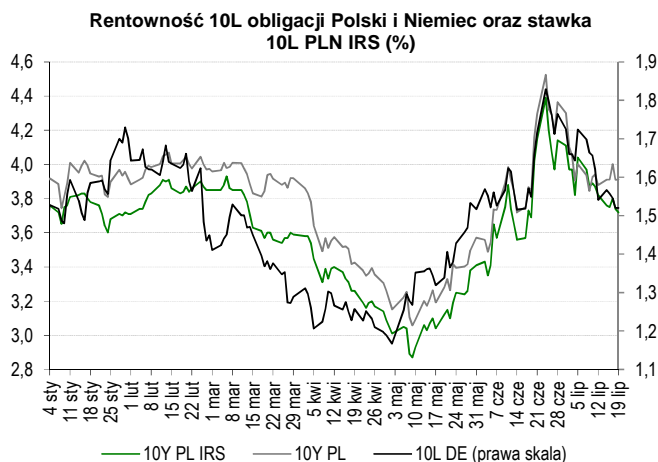
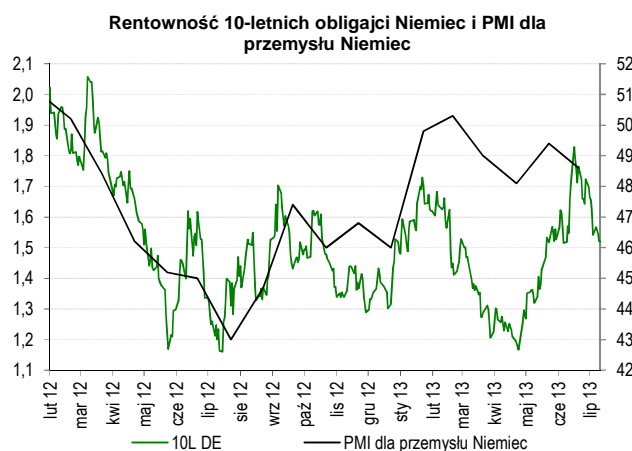
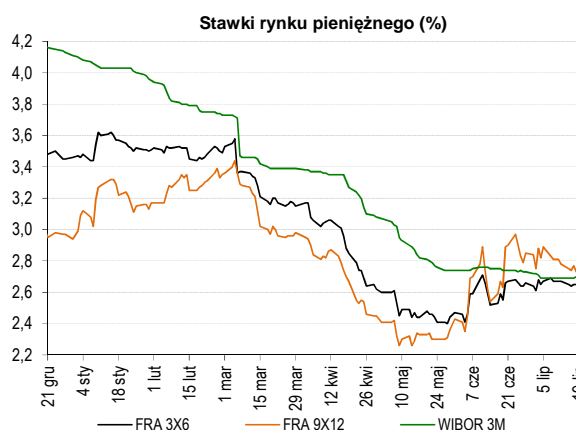
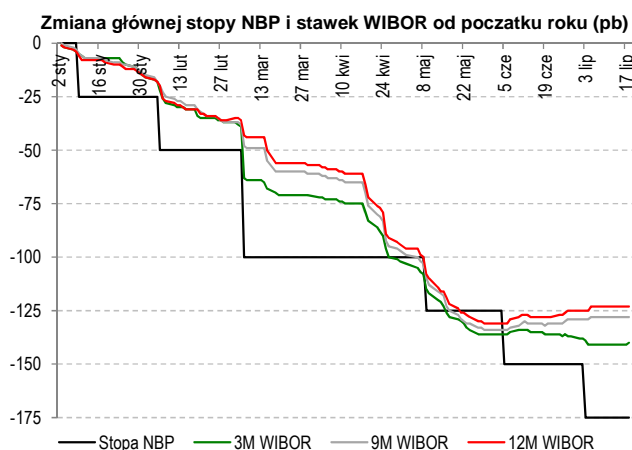
Ze względu na brak istotnych danych dla Czech, kurs EURCZK powinien oscylować wokół 25,9.



Kurs EURUSD i indeks PMI dla przemysłu strefy euro



Rynek stopy procentowej – Rozstrzygnięcie sytuacji na Bundach wyznaczy kierunek w kraju



WIBOR-y w dalszym ciągu bez dużych zmian

W minionym tygodniu w przypadku stawek WIBOR od 1 do 12 miesięcy tylko 3-miesięczna uległa zmianie, wzrosła o 1 pb. Pozostałe stawki z tego segmentu są stabilne już od 10 sesji. Ostatni raz 1-miesięczny WIBOR nie zmienił się przez dłuższy czas niż 10 sesji we wrześniu 2012, a 9- i 12-miesięczne od lutego 2012.

Uważamy, że w obliczu zapowiedzi przez RPP zakończenia cyklu luzowania polityki pieniężnej koszt pieniądza na rynku międzybankowym nie będzie już raczej spadał. Wykres obok pokazuje, że jeszcze krótko przed czerwcowym posiedzeniem Rady trend spadkowy stawek WIBOR zatrzymał się. Poza tym, w ostatnim tygodniu poznaliśmy całkiem dobre dane makro z kraju, co powinno powstrzymać WIBOR-y przed kontynuacją spadków, a w perspektywie najbliższych miesięcy przyczynić do ich stopniowego wzrostu. Rynek FRA wycenia stabilizację 3-miesięcznego WIBOR-u w horyzoncie 9 miesięcy – zgodnie z naszą prognozą.

IRS w dół za Bundem, dług pod presją nowelizacji

Umocnienie 10-letnich Bundów miało większy wpływ na IRS niż na krajowe obligacje. 2-, 5- oraz 10-letnie stawki spadły od 3 do 8 pb, najwięcej w przypadku dwóch ostatnich. Średnio i długoterminowe stawki znalazły się w rezultacie na najniższym poziomie od ok. połowy czerwca.

Rentowności obligacji w tygodniowym rozrachunku nie uległy zbyt znacznym zmianom. Pewną presję na wycenę polskich obligacji wywierała perspektywa emisji długu w celu pokrycia wyższego deficytu budżetowego.

Wzrost deficytu budżetowego o 16 mld zł wskutek nowelizacji zwiększy tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto (maksymalnie do 161 mld zł z 145 mld zł wcześniej planowanych). Uwzględniając pożyczkę z Banku Światowego na początku lipca szacujemy, że potrzeby pożyczkowe brutto po nowelizacji będą pokryte w ok. 82%. Wyższe potrzeby będą sfinansowane zarówno emisjami na rynku krajowym, jak i zagranicznym. Środki złotowe i walutowe w dyspozycji Ministerstwa Finansów, które na koniec czerwca wynosiły 47,8 mld zł będą ograniczały ryzyko refinansowania.

Ministerstwo Finansów ogłosiło, iż nie przeprowadzi warunkowej aukcji, która miała się odbyć 23 lipca. Resort już wcześniej zapowiadał, że podaż długu w miesiącach wakacyjnych zostanie ograniczona.

Dane ze strefy euro i z kraju wyznaczą kierunek

W tym tygodniu poznamy dane nt. aktywności gospodarczej w strefie euro. W ostatnich miesiącach PMI dla przemysłu Eurolandu notował stopniowe wzrosty, a w przypadku Niemiec (w PMI i w Ifo) widać pewne wyhamowanie tych pozytywnych tendencji (pokazał to w minionym tygodniu też indeks ZEW). Rentowność 10-letnich obligacji Niemiec jest blisko lokalnego minimum z około połowy czerwca (1,50%) i w reakcji na dane z Europy może nastąpić rozstrzygnięcie na tym rynku. Rozwój sytuacji na bazowych rynkach długu może z kolei mieć wpływ na notowania na krajowym rynku stopy procentowej.

Istotne dla rynku mogą być również czynniki krajowe. Nasza prognoza sprzedaży detalicznej jest tuż powyżej konsensusu i odczyt zgodny z naszymi oczekiwaniami może pchnąć IRS i rentowności długu w górę. Z drugiej strony, 25 lipca na rynek wpłynie ok. 10 mld zł z wykupu OK0713 i płatności kuponów od obligacji WZ, co może ograniczać potencjał do osłabienia.

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