

Tygodnik ekonomiczny

26 sierpnia – 1 września 2013

W zeszłym tygodniu głównymi czynnikami wpływającymi na przebieg notowań rynkowych były oczekiwania dotyczące minutes z lipcowego posiedzenia FOMC oraz ożywienia gospodarczego w strefie euro. Protokół z posiedzenia FOMC, opublikowany w środę, pokazał, że większość członków komitetu popiera redukcję programu skupu aktywów jeszcze w tym roku. Kilku członków uważało, że powinno stać się to „niedługo”. Te informacje wzmocniły obawy rynku, że ograniczenie QE3 może rozpocząć się już we wrześniu, co miało negatywny wpływ na wycenę ryzykownych aktywów. W przeciwnym kierunku działały informacje ze strefy euro; wstępne indeksy PMI dla przetwórstwa w Niemczech i całej unii walutowej wzrosły mocniej od oczekiwań i osiągnęły najwyższe poziomy od połowy 2011 r. Dobry wynik został zanotowany także przez indeks dla Chin. Informacje z największych gospodarek wpływały negatywnie na bazowy rynek długu, a rentowności niemieckich i amerykańskich obligacji wzrosły do najwyższych poziomów od wielu miesięcy.

W kraju poznaliśmy kolejną porcję dobrych danych makroekonomicznych, które potwierdziły, że polska gospodarka wkroczyła na ścieżkę ożywienia. Rząd przyjął projekt ustawy nowelizującej budżet, zakładający cięcia wydatków o 7,7 mld zł (nieco mniej niż wcześniej zapowiadano) i wzrost deficytu o 16 mld zł. Naszym zdaniem ożywienie gospodarcze w dalszej części roku powinno spowodować, że faktyczny deficyt okaże się niższy o kilka miliardów złotych od tego z nowelizacji. W mediach pojawiła się też plotka o dymisji ministra Rostowskiego, nie miała ona jednak wpływu na notowania ze względu na późną porę publikacji i szybkie dementi.

W tym tygodniu poznamy ostatnie sierpniowe publikacje, w tym wstępny szacunek PKB w drugim kwartale wraz ze szczegółową strukturą. Na świecie najistotniejsze będą dane z USA (indeksy nastrojów, PKB, wydatki i dochody Amerykanów), które będą wpływać na oczekiwania dotyczące daty ograniczenia QE3. Rynek będzie się zapewne także wsłuchiwał w głosy płynące z Jackson Hole, gdzie obecna jest Janet Yellen, typowana na następcę Bena Bernanke.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (26 sierpnia)							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	VII	% r/r	2,8	1,6	1,8
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VII	%	13,1	13,1	13,2
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	VII	% m/m	-4,0	-	3,9
WTOREK (27 sierpnia)							
10:00	DE	Indeks Ifo	VIII	pkt	107,0	-	106,2
14:00	HU	Decyzja banku centralnego	VIII	%	-	-	4,00
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	VI	% r/r	12,0	-	12,2
16:00	US	Indeks Conference Board	VIII	pkt	80,3	-	80,3
16:00	US	Indeks Richmond Fed	VIII	pkt	-	-	-11
ŚRODA (28 sierpnia)							
8:00	DE	Indeks GfK	IX	pkt	7,1	-	7,0
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VII	% m/m	0,0	-	-0,4
CZWARTEK (29 sierpnia)							
14:30	US	Drugi szacunek PKB	II kw.	% r/r	2,2	-	1,7
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	330	-	336
PIĄTEK (30 sierpnia)							
10:00	PL	PKB	II kw.	% r/r	0,8	0,8	0,5
10:00	PL	Nakłady brutto na środki trwałe	II kw.	% r/r	-3,2	-5,0	-2,0
10:00	PL	Spożycie indywidualne	II kw.	% r/r	0,4	0,5	0,0
14:30	US	Wydatki osobiste	VII	% m/m	0,3	-	0,5
14:30	US	Dochody osobiste	VII	% m/m	0,2	-	0,3
15:45	US	Indeks Chicago PMI	VIII	pkt	53,0	-	52,3
15:55	US	Indeks Michigan	VIII	% r/r	80,5	-	85,1

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

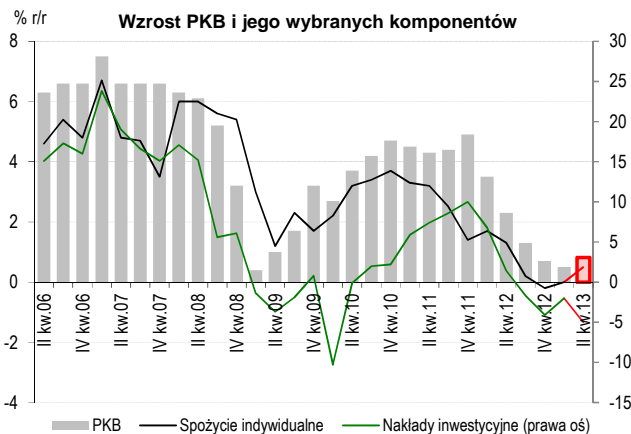
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 586 8341

Marcin Luziński Analityk

22 586 8362

Wydarzenia nowego tygodnia – Ostatnie dane w tym miesiącu

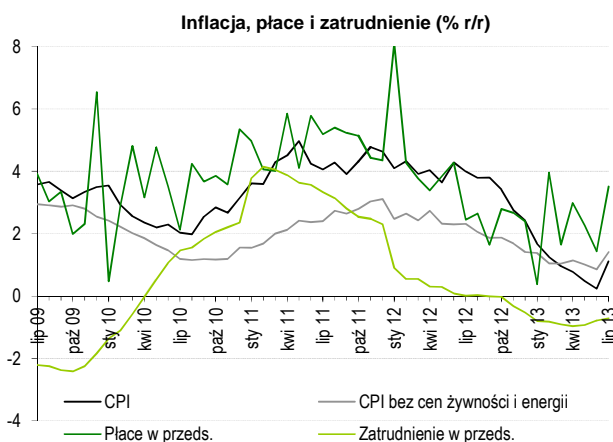


▪ Nasza prognoza lipcowej sprzedaży detalicznej jest poniżej rynku, ale po danych o liczbie rejestracji samochodów widzimy dla niej ryzyko w górę. Dane nie powinny więc podważyć wiary w trwające ożywienie gospodarcze.

▪ Oczekiwany spadek stopy bezrobocia rejestrowanego do 13,1% w lipcu może być ostatnim w tym roku – w kolejnych miesiącach zobaczymy zapewne stabilizację, a potem sezonowy wzrost liczby bezrobotnych. Na rynku pracy widać jednak oznaki lekkiej poprawy sytuacji.

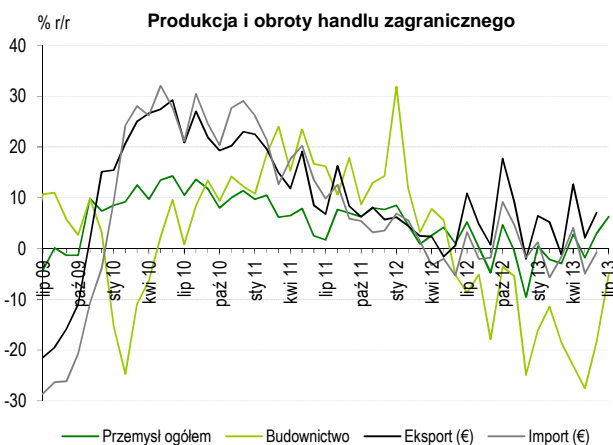
▪ Przyspieszone dane GUS pokazały wzrost PKB w II kw. na poziomie 0,8% r/r. Wstępna publikacja może przynieść lekką rewizję, ale przede wszystkim pokaże strukturę wzrostu. Spodziewamy się mocno dodatniego wpływu na wzrost ze strony eksportu netto, nieco większej dynamiki konsumpcji i pogłębienia spadku inwestycji.

Ostatni tydzień w gospodarce – Coraz więcej sygnałów ożywienia



▪ Inflacja CPI wzrosła w lipcu do 1,1% r/r, znacznie powyżej prognoz. Głównym źródłem zaskoczenia był słabszy niż zwykle sezonowy spadek cen warzyw i skala wzrostu cen śmieci w związku z wprowadzeniem ustawy śmieciowej. Wzrosła też inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) do 1,4% r/r. Niemniej, jednorazowy charakter podwyżek i słabość popytu wewnętrznego nie wskazują na wzrost presji inflacyjnej. Nadal ujemna dynamika PPI (-0,8% r/r) pokazuje, że presja kosztowa na firmy jest niska.

▪ Przeciętne zatrudnienie w sektorze firm w lipcu po raz kolejny lekko wzrosło w ujęciu miesięcznym. Z kolei wzrost płac przyspieszył do 3,5% r/r, znacznie powyżej prognoz. Wprowadzie dane o płacach mogły być zniekształcone wypłatami premii w niektórych spółkach, ale ogólnie dane z rynku pracy dołączają do zestawu informacji potwierdzających stopniowe ożywienie polskiej gospodarki.



▪ Wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył w lipcu do 6,3% r/r, a spadek produkcji w budownictwie zwolnił do -5,2% r/r. Wprowadzie dane były pod dodatnim wpływem większej liczby dni roboczych, ale nawet dane po wyeliminowaniu tego efektu pokazują kontynuację ożywienia w polskim przemyśle i odbicie od głębokiego dna w budownictwie. Ten ostatni element jest szczególnie ważny, bo może zapowiadać początek ożywienia w inwestycjach.

▪ Największe wzrosty produkcji zanotowano w działach zorientowanych na eksport, co potwierdza przewidywany przez nas scenariusz ożywienia napędzanego popytem zagranicznym. Potwierdzają to również dane o handlu zagranicznym za czerwiec, wg których wzrost eksportu przyspieszył do 7,1% r/r. Na rachunku bieżącym w całym II kwartale zanotowano po raz pierwszy w historii nadwyżkę (prawie 1,5 mld €).

Cytat tygodnia – Poziom stóp powinien utrzymać się przez dłuższy czas

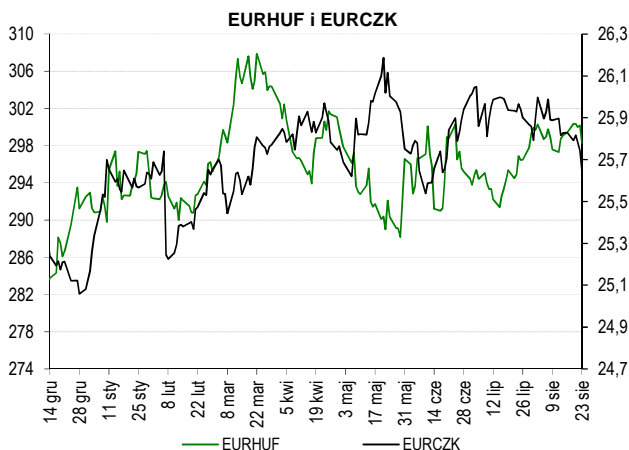
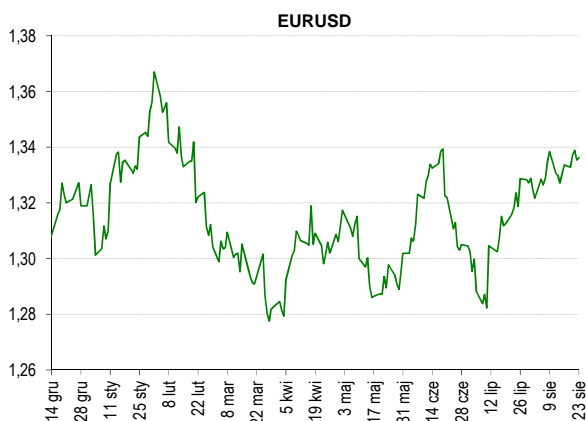
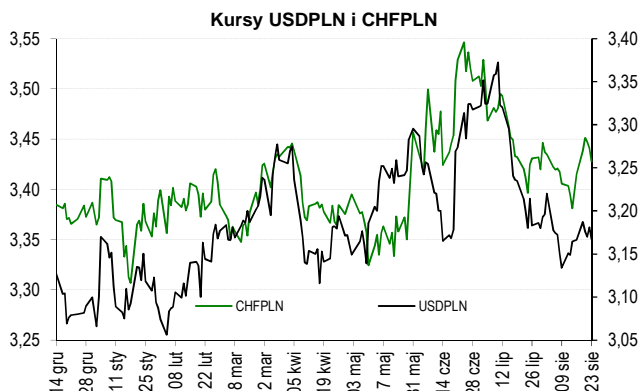
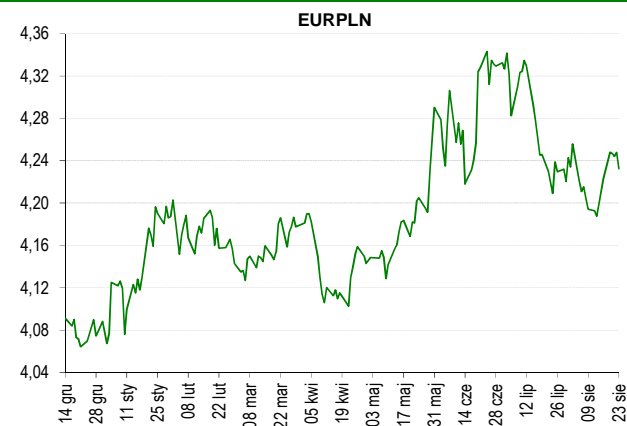
Marek Belka, Prezes NBP, 21.08, Obserwatorfinansowy.pl
Poczekajmy do końca roku i wtedy będziemy się zastanawiać co dalej. Chcę przy tym podkreślić, że wszyscy członkowie Rady (...) mówili jednym głosem, że obecny poziom stóp powinien utrzymać się przez dłuższy czas. W tej sprawie jest w Radzie bardzo szeroki konsensus. Nie ma presji inflacyjnej, ale gospodarka odbija się, co oznacza, że za rok zacznie zamykać się luka popytowa. Dlatego dziś dalsze obniżanie stóp procentowych mogłoby okazać się procykliczne.

Anna Zielińska-Giębocka, członek RPP, 21.08, PAP
Moim zdaniem ten okres stabilizacji stóp może się nieco wydłużyć. To, co na pewno można powiedzieć, to że do końca tego roku nie będzie zmian stóp.

Jan Winiecki, członek RPP, 16.08, TVN CNBC
Skoro uważam, że gospodarka będzie rosnąć powoli i osiągnie te 3% w połowie 2014 r., to wielkich presji nie widać, a więc nie widać i powodów, by rozważać zmiany stóp procentowych.

Minutes z lipcowego posiedzenia RPP pokazały, że członkowie Rady byli dość zgodni co do tego, że cykl obniżek stóp należy zakończyć i że w drugiej połowie roku należy spodziewać się powolnego ożywienia. Według Marka Belki „bardzo szeroki konsensus” dotyczył również tego, że stopy powinny pozostać bez zmian przez dłuższy czas, tj. przynajmniej do końca tego roku. Potwierdzają to ostatnie wypowiedzi członków Rady – nawet ci, którzy do niedawna mieli skrajnie różne poglądy wypowiadają się w bardzo zbliżony sposób. Do niedawna zakładaliśmy, że pierwsza podwyżka nastąpi dopiero w III kw. Przesunięcie w górę ścieżki inflacji po zaskakującym wzroście CPI w lipcu może nieco przybliżyć ten moment, ale nadal mówimy o ryzyku rozpoczęcia podwyżek dopiero w okolicy połowy 2014 r. Jest to spójne ze scenariuszem wycenianym obecnie przez rynek FRA.

Rynek walutowy – Tendencje globalne pozostają kluczowe dla wyceny złotego



Utrzymała się duża zmienność na złotym

Na rynku wciąż dominuje okres wakacyjny, co wpływa na podwyższoną zmienność złotego. O wycenie złotego w relacji do głównych walut decydowały przede wszystkim czynniki zewnętrzne, w szczególności oczekiwania dotyczące przyszłej polityki Fed. Obawy, że Fed może już we wrześniu rozpocząć ograniczanie skupu aktywów (których nie rozwiła publikacja minutes z lipcowego posiedzenia FOMC) spowodowały wzrost kursu EURPLN w kierunku 4,26 (tygodniowe maksimum wyniosło 4,254). Koniec tygodnia przyniósł jednak odreagowanie i złoty zakończył tydzień w okolicach 4,23 za euro.

Dużą zmiennością charakteryzowały się również notowania złotego w relacji do pozostałych walut. W skali ostatnich dwóch tygodni złoty najwięcej stracił w relacji do funta (1,6%) oraz dolara amerykańskiego (1,1%).

Notowania krajowej waluty pozostaną pod wpływem czynników zewnętrznych - publikowane dane z USA będą rozpatrywane przez pryzmat przyszłych decyzji Fed, a wzrost oczekiwań, że już we wrześniu Fed ograniczy QE3 będzie czynnikiem osłabiającym złotego. Z drugiej strony krajowe dane (w tym tygodniu poznamy dane o sprzedaży detalicznej, stopie bezrobocia i PKB wraz ze strukturą) powinny potwierdzić sygnały ożywienia gospodarczego, co w efekcie stanowić będzie wsparcie dla złotego. Kurs EURPLN konsoliduje się w przedziale 4,20 – 4,26 i sytuacja nie powinna ulec zmianie w tym tygodniu. Lepsze od oczekiwań dane o sprzedaży mogą przybliżyć notowania do dolnego ograniczenia pasma wahań.

EURUSD poniżej 1,34

Wspólna waluta pozostawała pod presją obaw co do przyszłej polityki Fed (na rynku wzmacniają się oczekiwania, że ograniczenie QE3 może nastąpić już we wrześniu). Lepsze od oczekiwań dane z europejskiej gospodarki dały krótkotrwały impuls do wzrostu eurodolara powyżej 1,34. Jednak publikacja minutes z lipcowego posiedzenia FOMC, która nie rozwiła wątpliwości rynkowych dała impuls do spadku EURUSD w kierunku 1,33. Lekkie odreagowanie przyszło po lepszych od oczekiwań odczytach wstępnych PMI dla strefy euro i dla Chin oraz słabszych tygodniowych danych z rynku pracy w USA. W efekcie na zamknięcie tygodnia kurs EURUSD oscylował nieco poniżej 1,34 w wyniku słabszych danych z USA.

W tym tygodniu ostatnia już porcja danych z gospodarki USA i strefy euro (w tym Ifo dla Niemiec). W naszej ocenie dane te nie zmienią w sposób istotny sytuacji na wykresie EURUSD, która wskazuje na konsolidację kursu w przedziale 1,327 – 1,3415.

Waluty regionu też pod wpływem globalnych czynników

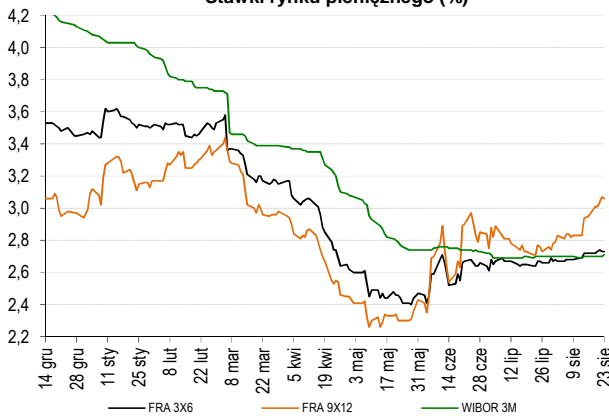
Węgierski forint i czeska korona, podobnie jak złoty charakteryzowały się dość dużą zmiennością w ciągu tygodnia. EURHUF osiągnął tygodniowe maksimum na 301,3, podczas gdy EURCZK na 25,87. Koniec tygodnia przyniósł jednak odreagowanie, co było efektem nieznacznej poprawy nastrojów na rynkach globalnych.

W tym tygodniu węgierska waluta pozostanie pod wpływem posiedzenia banku centralnego. Oczekuje się kolejnej obniżki stóp, choć już w mniejszej skali niż na poprzednim posiedzeniu. Taka decyzja w połączeniu ze wzrostem oczekiwań na wrześniowe ograniczenie QE3 przez Fed może wygenerować kolejny impuls wzrostowy.

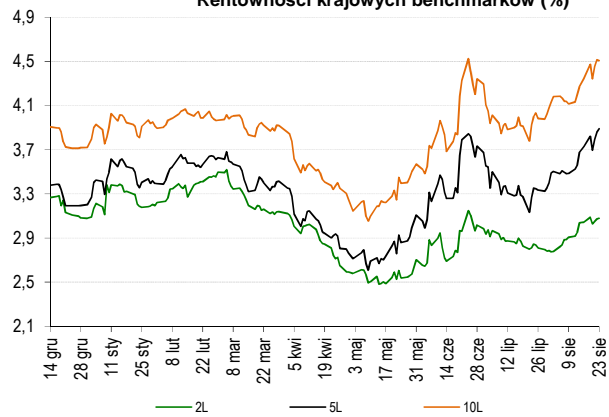
Sytuacja na EURCZK nie powinna ulec większym zmianom. Obowiązuje przedział wahań 25,5-26 wciąż obowiązuje.

Rynek stopy procentowej – Pod presją wyprzedaży na rynkach bazowych

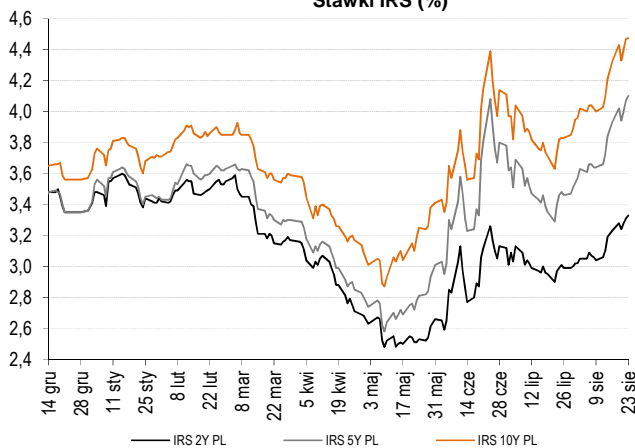
Stawki rynku pieniężnego (%)



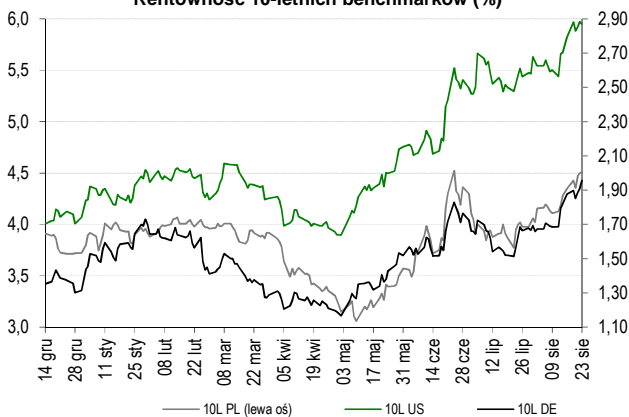
Rentowności krajowych benchmarków (%)



Stawki IRS (%)



Rentowność 10-letnich benchmarków (%)



Stopniowe wzrosty stawek WIBOR

Na rynku pieniężnym panowała iście wakacyjna atmosfera w ostatnich tygodniach. Stawki WIBOR pozostawały relatywnie stabilne, choć w minionym tygodniu odnotowano wzrost o 1 pb stawek 3-, 6- i 12-miesięcznych. Większą zmiennością charakteryzowały się stawki FRA. Ostatnie silne wzrosty rentowności obligacji i IRS pchnęły w górę stawki na dłuższe tenory, w tym FRA 9x12 w kierunku 3,10% (powyżej maksimum osiągniętego po czerwcowym posiedzeniu Fed).

Przed nami ostatni tydzień wakacyjny z ostatnimi publikacjami danych. Sygnały ożywienia gospodarczego przy jednoczesnych zapewnieniach członków RPP, że stopy mogą pozostać stabilne przez dłuższy czas powinny stabilizować stawki WIBOR wokół bieżących poziomów. W perspektywie do końca roku utrzyma się jednak trend wzrostowy.

Wyprzedaż na rynku obligacji i IRS

Ostatnie tygodnie potwierdziły, że krajowy rynek stopy procentowej silnie zależy od tendencji na rynkach globalnych. Obawy, że Fed rozpocznie ograniczanie QE3 już w wrześniu, spowodowały wyprzedaż nie tylko amerykańskich i niemieckich obligacji, ale również i bardziej ryzykownych aktywów, w tym polskiego długu. W efekcie rentowności obligacji 5- i 10-letnie wzrosły powyżej maksimum osiągniętych po czerwcowym posiedzeniu FOMC, kiedy to prezes Bernanke ogłosił możliwość rozpoczęcia QE3 jeszcze w tym roku. Warto zauważyć, że wzrost rentowności krajowej 10-latkki powyżej 4,50% (maksimum wyniosło 4,55%) uruchomił stronę popytową.

Wyprzedaż na rynkach bazowych spowodowała również znaczącą przecenę na rynku IRS. Podobnie jak w przypadku obligacji, stawki IRS 5- i 10-letnie wzrosły powyżej czerwcowych maksimum. Od początku miesiąca krzywa IRS przesunęła się w górę o 14 pb (dla rocznej stawki) - 53 pb (dla stawek 5 i 10 lat).

Obligacje i stawki IRS z krótkiego końca zachowywały się bardziej stabilnie, wspierane wypowiedziami członków RPP, że oficjalne stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie przez dłuższy czas. W efekcie spread 2-10 lat rozszerzył się odpowiednio do 144 pb dla obligacji oraz 116 pb dla IRS.

Uwaga na dane makro (w kraju i za granicą) i podaż SPW

W tym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na danych makro (sprzedaż detaliczna, PKB za II kw. br. wraz ze strukturą wzrostu). Dane te powinny potwierdzić stopniowe ożywienie w gospodarce, co może dać impuls do odreagowania ostatnich wzrostów głównie na środku i długim końcu krzywych.

Tendencje globalne mogą po raz kolejny wywierać presję na krajowy rynek stopy procentowej. Lepsze od oczekiwań odczyty danych makro z USA, umacniające oczekiwania na rozpoczęcie ograniczania QE3 przez Fed już we wrześniu, mogą powodować dalszą presję na osłabienie krajowego rynku stopy procentowej. Przełamanie przez rentowność 10 lat oporu na 4,55% otworzy drogę w kierunku 4,60%.

W tym tygodniu poznamy również plany podażowe na wrzesień. Nie spodziewamy się istotnych zmian w porównaniu do tych przedstawionych w planach emisji na III kwartał. Dla przypomnienia: resort finansów planuje w następnym miesiącu przeprowadzenie aukcji regularnej oraz aukcji zamiany, na której do wcześniejszego odkupu zostaną przedstawione obligacje o terminie zapadalności październik 2013 – styczeń 2014. Oferta na tej pierwszej będzie silnie uzależniona od nastrojów rynkowych i popytu zgłaszanego przez inwestorów.

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