

TYGODNIK EKONOMICZNY

30 czerwca – 6 lipca 2014

W zeszłym tygodniu globalny rynek pozostawał głównie pod wpływem mieszanych danych z USA oraz wypowiedzi członków FOMC, które miały przełożenie na oczekiwania rynku odnośnie perspektyw polityki pieniężnej Fed. Polski rynek pozostawał natomiast zależny od skutków „afery taśmowej” oraz krajowych danych. Udzielenie rządowi wotum zaufania przez Sejm oddaliło groźbę wcześniejszych wyborów i miało pozytywny wpływ na wycenę polskich aktywów. Z kolei słabsza od oczekiwań sprzedaż detaliczna w maju zachęciła inwestorów do wyceny obniżki stóp procentowych w perspektywie 3 miesięcy.

W tym tygodniu najważniejsze będą publikacje indeksów PMI dla Chin, Niemiec i strefy euro oraz danych z rynku pracy USA. Indeksy aktywności dla krajów strefy euro ostatnio raczej rozczarowywały, choć wciąż wskazują one na kontynuację ożywienia w strefie euro. Dalsze zmiany tych miar będą miały zatem kluczowe znaczenie dla oceny perspektyw gospodarczych w unii walutowej. Z kolei dane z USA będą ważne w kontekście przyszłej polityki pieniężnej FOMC.

Posiedzenie RPP będzie na pewno głównym wydarzeniem tego tygodnia na polskim rynku. Zaskakująco niska majowa inflacja i seria słabszych od oczekiwań danych o aktywności wsparły rynkowe oczekiwania na obniżkę stóp procentowych, całkowicie neutralizując obawy, że po ujawnieniu nagrań z udziałem Marka Belki RPP może być mniej skłonna do złagodzenia polityki pieniężnej. Istotny może być też odczyt indeksu PMI dla krajowego przemysłu. Ewentualny dalszy spadek mógłby wzmocnić obawy co do tempa ożywienia gospodarczego. Warto przypomnieć, że prezes Belka wciąż powtarza, że obniżki są mało prawdopodobne. W centrum uwagi znajdzie się również posiedzenie EBC, tym bardziej, że rynki zastanawiają się, kiedy EBC może wprowadzić QE.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (30 czerwca)							
11:00	EZ	Inflacja CPI	VI	% r/r	0,5	-	0,5
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	I kw.	mln €	-771	-771	-1071
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	V	% m/m	0,8	-	0,4
WTOREK (1 lipca)							
3:45	CN	PMI - przemysł	VI	pkt		-	50,8
9:00	PL	PMI - przemysł	VI	pkt		51,2	50,8
9:55	DE	PMI - przemysł	VI	pkt	52,4	-	52,3
10:00	EZ	PMI - przemysł	VI	pkt	51,9	-	52,2
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	V	%	11,7	-	11,7
16:0	US	ISM - przemysł	VI	pkt	55,8	-	55,4
ŚRODA (2 lipca)							
	PL	Decyzja RPP		%	2,50	2,50	2,50
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	V	% m/m	0,3	-	0,7
CZWARTEK (3 lipca)							
9:55	DE	PMI - usługi	VI	pkt	54,8	-	56,0
10:00	EZ	PMI - usługi	VI	pkt	52,8	-	53,2
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,15	0,15	0,15
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	VI	tys.	213	-	217
14:30	US	Stopa bezrobocia	VI	%	6,3	-	6,3
PIĄTEK (4 lipca)							
	US	Dzień wolny					
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	V	% m/m	-1,0	-	3,1

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

ul. Marszałkowska 142. 00-061 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luzziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

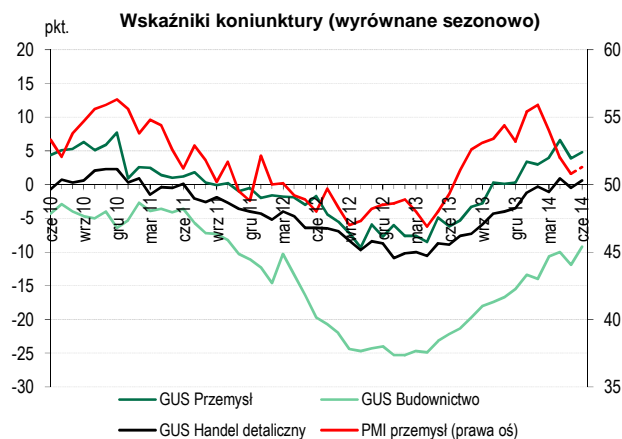
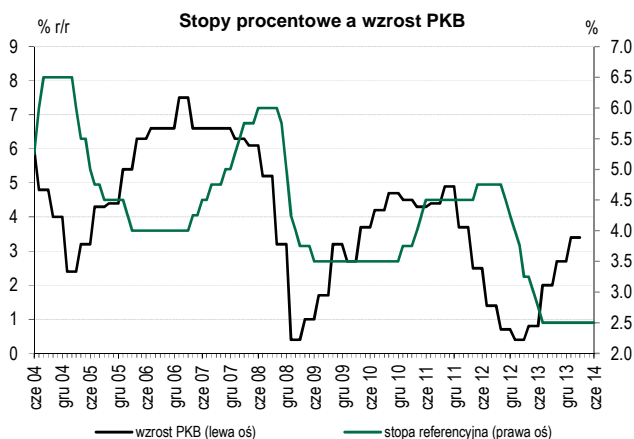
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Czy Rada utrzyma forward guidance?



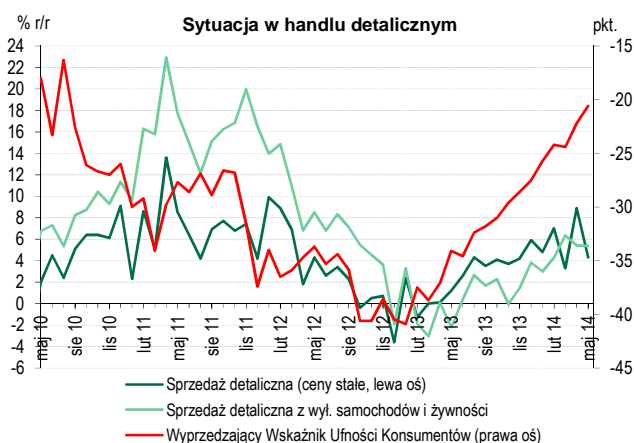
▪ RPP od dawna zapowiadała, że lipcowe posiedzenie będzie szczególnie ważne, a zapoznanie się z wynikami najnowszych projekcji inflacji i PKB może pomóc Radzie w ocenie perspektyw polityki pieniężnej i w zastanowieniu nad ewentualną zmianą w komunikacji z rynkiem. Niedawne wypowiedzi prezesa NBP i kilku członków Rady sugerowały, że formuła *forward guidance* wyczerpała się i możliwa jest „wcześniejsza rezygnacja” z tego podejścia, być może już w lipcu. Zaskakująco niska majowa inflacja i seria słabszych od oczekiwań danych o aktywności mogą ułatwić RPP podjęcie takiej decyzji, co rynek może zinterpretować jako sygnał możliwej obniżki stóp we wrześniu.

▪ Jednak o tym, czy po wakacjach dojdzie do obniżek stóp, zadecydują naszym zdaniem kolejne dane makro. Na posiedzeniu we wrześniu RPP będzie już znała PKB za II kw. oraz pierwsze miesięczne dane z III kw. Jeśli potwierdzą się nasze prognozy, zakładające, że ostatnie słabsze wskaźniki makro były przejściowym odchyleniem od trendu, a wzrost PKB nie zwolni na trwałe poniżej 3% r/r, scenariusz obniżek stóp nadal pozostanie mało prawdopodobny.

▪ Spodziewamy się, że indeks PMI dla krajowego przemysłu lekko odbije w górę w czerwcu, po trzech miesiącach silnych spadków, wskazując na kontynuację umiarkowanie szybkiej ekspansji produkcji przemysłowej i dalszy napływ zamówień zagranicznych. Wskaźniki koniunktury GUS oczyszczone z wahań sezonowych zanotowały ponowny wzrost w niemal wszystkich badanych sektorach, w tym w przetwórstwie.

▪ W poniedziałek NBP opublikuje dane o bilansie płatniczym za pierwszy kwartał wraz ze zrewidowanymi danymi miesięcznymi. Spodziewamy się dalszego zawężenia deficytu na rachunku obrotów bieżących, do ok. 0,9% PKB, co będzie najniższym odczytem od połowy lat 90. Naszym zdaniem w kolejnych kwartałach deficyt obrotów bieżących będzie się stabilizował, choć może jeszcze nieco się obniżyć.

Ostatni tydzień w gospodarce – Samochody pociągnęły w dół sprzedaż detaliczną



▪ Wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił w maju do 3,8% r/r, za co w duży stopniu odpowiadało ograniczenie sprzedaży aut po wygaśnięciu ulg podatkowych na zakup samochodów „z kratką”. Rosnące dochody gospodarstw domowych powinny sprzyjać szybszemu wzrostowi sprzedaży detalicznej i konsumpcji w dalszej części roku, ale na razie ożywienie popytu jest najwyraźniej dość nieśmiałe i nie generuje presji cenowej (o czym świadczy m.in. fakt, że deflator sprzedaży detalicznej pozostaje ujemny).

▪ W maju stopa bezrobocia spadła, zgodnie z oczekiwaniami, do 12,5%. Naszym zdaniem dane wskazują na pewne spowolnienie pozytywnych tendencji na rynku pracy. Spodziewamy się dalszego spadku bezrobocia, ale może on nie być już tak silny jak dotychczas (po wyeliminowaniu efektów sezonowych).

Cytat tygodnia – Może być wniosek o obniżkę, ale wciąż jest mało prawdopodobna

Marek Belka, prezes NBP, 25.06, Bloomberg

[Lipcowy komunikat] nie będzie odbiegał od tego, co RPP wcześniej mówiła i myślała. Do pewnego czasu jedyną opcją na przyszłość było podwyższanie stóp. Teraz musimy wziąć pod uwagę także możliwość ich obniżenia. Oczywiście nie planujemy tego, a obniżka stóp nadal jest raczej mało prawdopodobna.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 24.06, Reuters

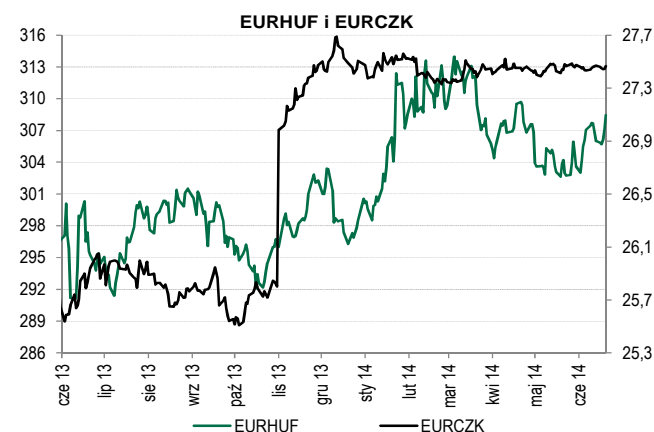
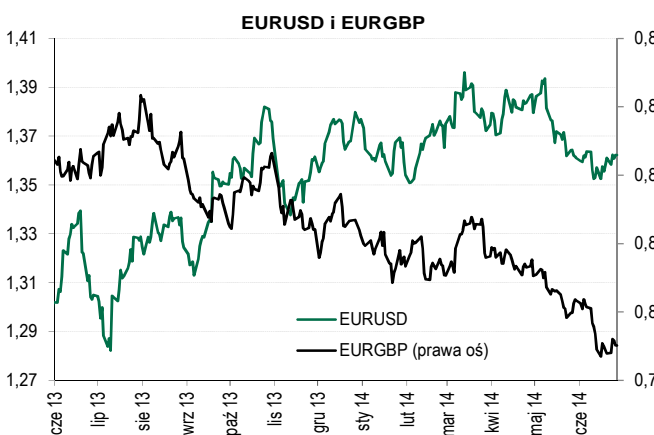
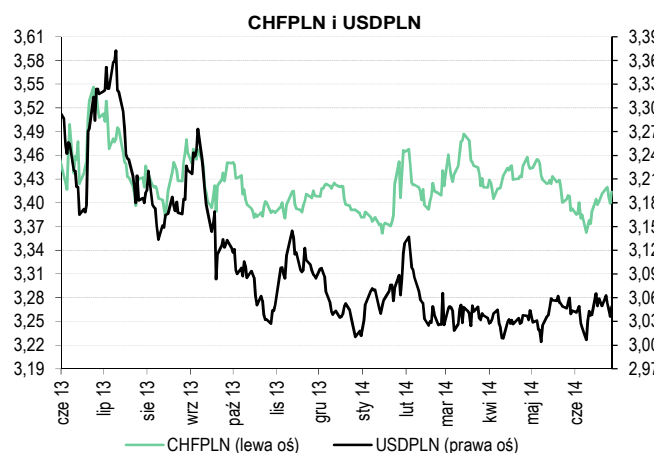
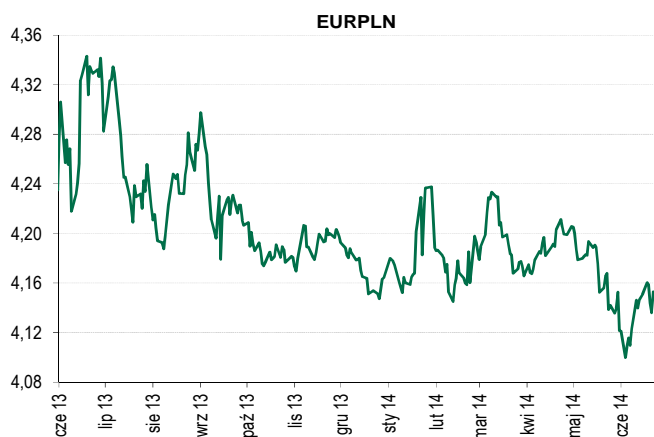
Nie wykluczam złożenia wniosku o obniżkę na najbliższym posiedzeniu. Wszystko będzie zależało od (...) projekcji inflacji i PKB.

Andrzej Raczko, wiceprezes NBP, 27.05, PAP

Zjawisko deflacji, rozumianej jako długoterminowy, utrzymujący się ujemny indeks inflacji nam po prostu nie grozi. Jeżeli założymy dynamikę wzrostu, taką jak widzimy ją w tej chwili - nasza projekcja zakładała wzrost 3,6% w tym roku -, to siłą rzeczy należy się spodziewać, że inflacja będzie stopniowo wracać do celu. Natomiast, w jakim tempie, to pokaże nasza nowa projekcja.

Marek Belka powiedział, że „afera taśmowa” nie będzie miała wpływu na politykę RPP, tj. Rada nie stanie się przez nią bardziej jastrzębia. Wydaje się, że rynek wierzy w tę deklarację, gdyż po ostatnich danych zaczął wyceniać obniżkę już w perspektywie 3 miesięcy. W tym kontekście istotne będzie zapewne wystąpienie Jerzego Hausnera zaplanowane na 1 lipca, w którym odniesie się on do wypowiedzi Belki. Spodziewamy się, że członek RPP zasugeruje, że cała sprawa nie będzie miała wpływu na jego pracę w Radzie. Tymczasem obniżki stóp wciąż nie wydają nam się realnym scenariuszem – prezes Belka powiedział wprost, że łagodzenie polityki pieniężnej jest mało prawdopodobne, a wniosek Elżbiety Chojny-Duch, o ile zostanie złożony, nie znajdzie poparcia w RPP. Uważamy, że projekcja NBP będzie wsparciem dla naszej prognozy – CPI może tymczasowo spaść poniżej zera, ale kontynuacja ożywienia gospodarczego spowoduje w końcu jego wzrost.

Rynek walutowy – Waluty pod wpływem decyzji banków centralnych i PMI



Złoty pod presją wydarzeń politycznych

W minionym tygodniu złoty pozostawał przede wszystkim pod wpływem sytuacji na krajowej scenie politycznej. Jej wpływ na wycenę krajowej waluty stopniowo wygasał i całkowicie został zminimalizowany przez uzyskanie przez rząd wotum zaufania od Sejmu. To wygenerowało spadek kursu EURPLN do 4,135. Umocnienie złotego nie trwało długo, gdyż słabsze od oczekiwań dane z krajowej gospodarki (sprzedaż detaliczna), które wzmocniły oczekiwania na szybką obniżkę stóp, a także wypowiedzi przedstawiciela Fed, że podwyżka stóp w USA może mieć miejsce już w I kw. 2015 oraz informacje, że PiS zamierza postawić przed Trybunałem Stanu prezesa NBP wygenerowały impuls do krótkotrwałego wzrostu kursu do 4,161.

W skali tygodnia złoty najbardziej zyskał w relacji do funta (0,2%), odrabiając straty po wcześniejszym osłabieniu (GBPPLN wzrósł ponad 5,21, najwyższego poziomu od listopada 2012) pod wpływem słów prezesa Banku Anglii Marka Carneya. W przypadku euro i franka złoty osłabił się odpowiednio o 0,05% i 0,08%.

Sytuacja na wykresie EURPLN nie uległa znaczącym zmianom. W oczekiwaniu na wyniki posiedzeń banków centralnych (RPP, EBC) kurs powinien pozostać w paśmie wahań 4,135 a 4,175. Dalsze złagodzenie tonu przez RPP i brak decyzji o wydłużeniu tzw. forward guidance może umocnić oczekiwania na szybkie obniżki stóp i spowodować wzrost kursu w kierunku górnego ograniczenia przedziału wahań. Z drugiej strony nieco lepszy (w porównaniu do ostatnich miesięcy) odczyt indeksu PMI dla krajowego przemysłu w połączeniu z utrzymaniem gołębiej retoryki przez EBC mogą ograniczać wzrosty EURPLN, a sugestie EBC odnośnie QE nawet przyczynić się do testów 4,135.

EURUSD w trendzie bocznym, istotne zmiany wyceny GBP

Napływające dane z europejskiej i amerykańskiej gospodarki nie zdołały wybić EURUSD z trendu bocznego. W minionym tygodniu kurs wahał się między 1,357 a 1,364. Bardziej jastrzębia wypowiedź przedstawiciela Fed Jamesa Bullarda wsparła dolara tylko krótkoterminowo.

Nieco więcej działo się na funcie. Brytyjska waluta traciła na wartości pod wpływem słów prezesa Banku Anglii Marka Carneya, który wbrew oczekiwaniom rynku nie zasugerował, że podwyżka stóp procentowych może nastąpić już w tym roku. W efekcie w skali tygodnia EURGBP wzrósł z ok. 0,798 do nieco powyżej 0,80.

Wspólna waluta pozostanie pod wpływem publikacji danych o aktywności gospodarczej (odczyty indeksów PMI/ISM), ale również wyników posiedzenia EBC i danych z rynku pracy w USA (ze względu na dzień wolny w piątek w USA dane te zostaną opublikowane dzień wcześniej). Informacje o znaczącej poprawie sytuacji w gospodarce USA (co sugerował Bullard) powinny wspierać dolara. Z drugiej strony wspólna waluta znajdzie się pod presją wyniku posiedzenia EBC i ewentualnych sugestii odnośnie programu QE.

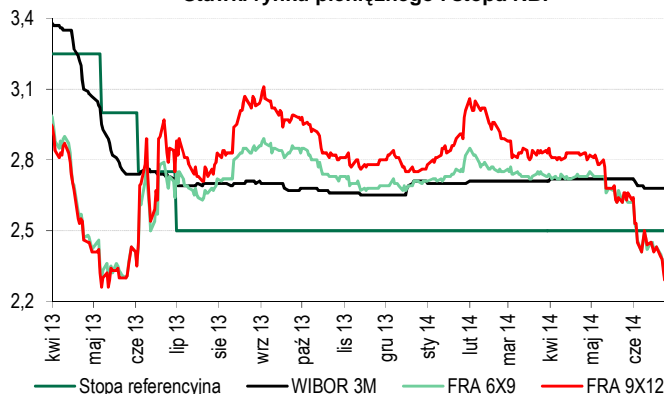
Waluty regionu nieco słabsze

Miniony tydzień przyniósł dość znaczące osłabienie forinta. Był to efekt obaw, że wpływ decyzji o przewalutowaniu kredytów mieszkaniowych denominowanych w walutach obcych na HUF może mieć większy negatywny wpływ na sektor bankowy niż wcześniej oczekiwano. W efekcie EURHUF wzrósł w okolice 308. Nieznaczny wzrost odnotowano także w przypadku EURCZK. Był to efekt decyzji banku Czech o wydłużeniu do końca II kw. 2015 utrzymywania kursu EURCZK powyżej 27.

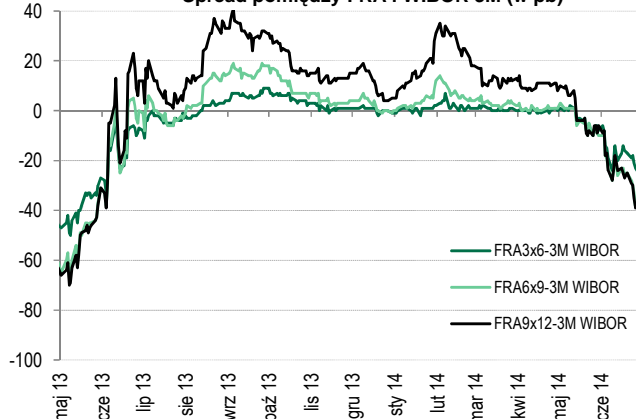
Waluty regionu, podobnie jak i złoty będą pod wpływem czynników zewnętrznych. Sugestie o QE przez EBC mogą dać impuls do umocnienia tych walut, w przeciwnym wypadku oczekujemy stabilizacji blisko bieżących poziomów.

Rynek stopy procentowej – Rynek uwierzył w szybkie obniżki stóp

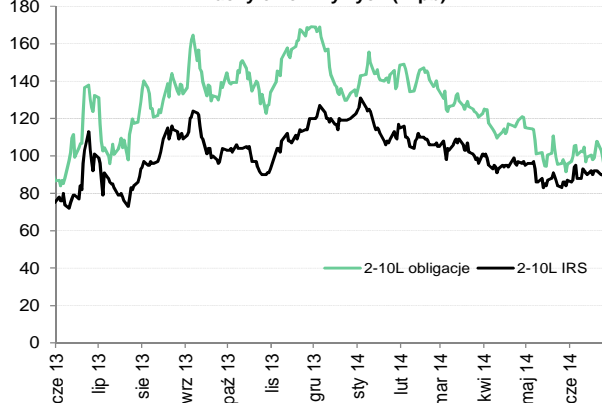
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



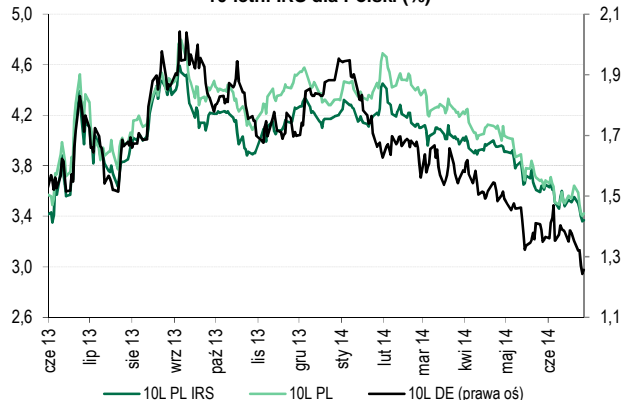
Spread pomiędzy FRA i WIBOR 3M (w pb)



Nachylenie krzywych (w pb)



Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)



FRA dyskontują obniżki stóp w perspektywie 3 miesięcy

▪ „Afera taśmowa” miała bardzo ograniczony wpływ na rynek pieniężny. W skali tygodnia WIBOR 1M wzrósł o 1 pb, WIBOR 6M spadł o 1 pb do poniżej 2,70%, podczas gdy pozostałe stawki pozostały stabilne.

▪ Podobnie jak i w poprzednich tygodniach więcej działa się na rynku FRA. Kolejny słabszy odczyt danych z gospodarki realnej, tym razem o sprzedaży detalicznej, spowodował wzrost oczekiwań na obniżki stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Obecnie rynek wycenia redukcję stóp o 25 pb w perspektywie 3 miesięcy, a także z dużym prawdopodobieństwem kolejną obniżkę w perspektywie 6 miesięcy.

▪ W naszej ocenie rynek jest zbyt optymistyczny co do dalszego luzowania polityki monetarnej przez RPP. Rynek ma jednak skłonność do przereagowywania. W związku z tym sądzimy, że brak wydłużenia forward guidance przez Radę na lipcowym posiedzeniu (a później odczyt ujemnej lipcowej inflacji) będzie sygnałem dla inwestorów, że prawdopodobieństwo poluzowania warunków monetarnych wzrasta. W efekcie możemy zobaczyć dalsze spadki wzdłuż krzywej FRA.

Rentowności obligacji i stawki IRS na minimach od roku

▪ Na początku tygodnia perspektywa wcześniejszych wyborów (efekt „afery taśmowej”) dała impuls do odreagowania ostatniego silnego umocnienia krajowych aktywów dłużnych. Korekta nie okazała się zbyt głęboka, gdyż uzyskanie wotum zaufania przez rząd od Sejmu dość szybko sprowadziło rentowności obligacji i stawki IRS w obszary najniższych poziomów od roku. Dodatkowym czynnikiem wspierającym krajowy dług było umocnienie obligacji na rynkach bazowych. W efekcie rentowność 10-latk na chwilę spadła nieco poniżej 3,40%, podczas gdy 10-letni IRS obniżył się o 3,36% (najniżej od początku czerwca 2013).

▪ Umocnienie najbardziej dotyczyło długiego końca krzywych, ale też sektory 10L najwięcej straciły w wyniku „afery taśmowej”. Zmiany jakie zaszły na rynku w ubiegłym tygodniu spowodowały dość znaczące spłaszczenie krzywych. Spread 2-10 lat zawężił się do 93 pb (z 108 pb tydzień wcześniej) dla obligacji oraz do 87 pb (z 92 pb) dla IRS.

Banki centralne i podaż SPW na lipiec w centrum uwagi

▪ Przed nami ciekawy tydzień. Początek tygodnia może przynieść zwiększoną zmienność na rynku długu ze względu na kończący się w poniedziałek drugi kwartał i pierwsze półrocze. Niektórzy inwestorzy mogą chcieć realizować zyski aby poprawić sobie wyniki. W tym samym dniu poznamy również dane o podaży SPW na III kw. ze szczególnym uwzględnieniem oferty na lipiec. Szacujemy, że na koniec czerwca realizacja potrzeb pożyczkowych brutto była zbliżona do 100%, więc podaż na miesiące wakacyjne może być ograniczona. Niemniej w lipcu może być ona relatywnie wysoka ze względu na wykup OK0714 (ok. 8,1 mld zł) oraz płatności odsetkowe od obligacji o zmiennym oprocentowaniu WZ (ok. 1,4 mld zł). W ofercie mogą dominować papiery ze środka i długiego końca krzywej.

▪ Kluczowe znaczenie dla inwestorów będzie miało posiedzenie RPP (2 lipca) i nowe projekcje PKB i inflacji, które mogą przybliżyć dalsze działania Rady. Sądzimy, że Rada może wycofać się z *forward guidance*, co zwiększy według rynku szanse na redukcję stóp procentowych. Ten czynnik w połączeniu z perspektywą wciąż niskich odczytów inflacji powinien sprzyjać utrzymywaniu się rentowności obligacji blisko bieżących poziomów.

▪ Dość istotna dla wyceny krajowego długu będzie sytuacja na rynkach bazowych. W ostatnich dniach ten czynnik wspierał krajowy dług. Brak sygnałów o wykorzystaniu programu QE przez EBC może nieco rozczarować rynek i dać impuls do realizacji zysków, choć może ona okazać się dość krótkotrwała.

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 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl