

TYGODNIK EKONOMICZNY

7 – 13 lipca 2014

Posiedzenie RPP było, tak jak oczekiwaliśmy, głównym wydarzeniem minionego tygodnia. RPP utrzymała stopy bez zmian i zgodnie z naszymi przewidywaniami zrezygnowała z formuły forward guidance. Jednak rynek nie odebrał tej zmiany jako sygnału wzrostu szans na obniżkę stóp po wakacjach, po tym jak prezes NBP Marek Belka mocno stwierdził, że prawdopodobieństwo obniżek pozostaje niskie i zasugerował wprowadzenie czegoś na kształt neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej. Naszym zdaniem do złagodzenia polityki pieniężnej po wakacjach mogłoby dojść gdyby dane o aktywności ekonomicznej z kolejnych miesięcy były bardzo słabe (inflacja poniżej zera nie będzie niespodzianką!). Niestety ostatnie publikacje nie napawały optymizmem – indeks PMI dla krajowego przemysłu spadł czwarty raz z rzędu, pogorszyły się też indeksy aktywności dla krajów strefy euro. Z drugiej strony, sub-indeksy krajowego PMI dla produkcji i zatrudnienia odnotowały w czerwcu lekki wzrost, podobnie jak wskaźniki koniunktury GUS. Nadal zakładamy, że po przejściowym lekkim osłabieniu w II kwartale, gospodarka powróci na ścieżkę umiarkowanie szybkiego wzrostu, co oznacza prawdopodobnie scenariusz stabilizacji stóp procentowych przynajmniej do połowy 2015 r.

W tym tygodniu kalendarz publikacji i wydarzeń w kraju i za granicą jest wyjątkowo ubogi. W poniedziałek NBP opublikuje Raport o inflacji, z którego dowiemy się nieco więcej o projekcji inflacji i PKB. Za granicą inwestorzy mogą skupić uwagę na protokole z posiedzenia Fed i wystąpieniach przedstawicieli FOMC w kontekście oczekiwań dot. możliwego terminu rozpoczęcia zacieśniania polityki pieniężnej w USA. W Europie kluczowe mogą być dane o produkcji przemysłowej (w związku ze słabnącymi indeksami koniunktury) i dane inflacyjne.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (7 lipca)							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	IV	% m/m	0,2	-	0,2
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	IV	% r/r	5,6	-	7,7
10:30	EZ	Indeks Sentix	VII	pkt		-	8,5
WTOREK (8 lipca)							
8:00	DE	Eksport	IV	% m/m	0,0	-	3,0
8:00	DE	Import	IV	% m/m	0,5	-	0,1
8:00	DE	Saldo rachunku obrotów handlowych	IV	mld €	17,0	-	17,7
10:30	GB	Produkcja przemysłowa	V	% r/r		-	3
ŚRODA (9 lipca)							
9:00	CZ	Inflacja CPI	VI	% r/r	0,1		0,4
20:00	US	Minutes z posiedzenia FOMC					
CZWARTEK (10 lipca)							
13:45	GB	Decyzja Banku Anglii		%	0,50		0,50
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tyg.	315		315
16:00	US	Zapasy hurtowników	V	% m/m	0,6		1,1
PIĄTEK (11 lipca)							
8:00	DE	Inflacja HICP	VI	% r/r	1,0		1,0
9:00	HU	Inflacja CPI	VI	% r/r	-0,1	-	-0,1

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 Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

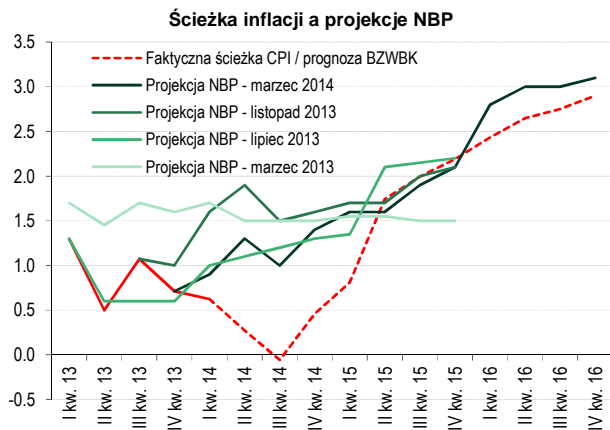
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

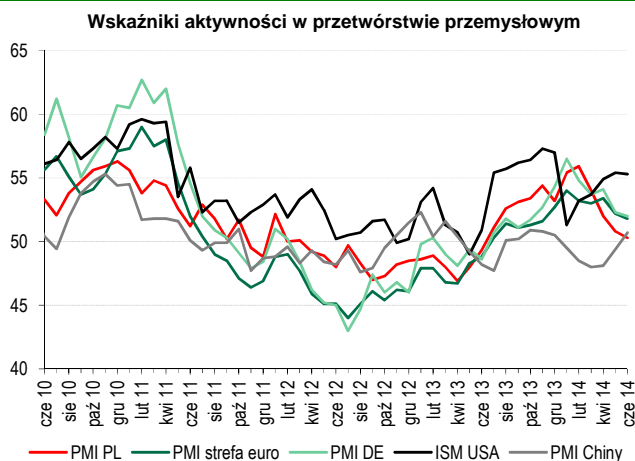
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Nowy Raport o inflacji



■ W poniedziałek NBP opublikuje nowy Raport o inflacji, dzięki czemu poznamy m.in. szczegóły dotyczącej nowej projekcji CPI i PKB. Główne wyniki, przedstawione w komunikacie RPP, wskazują na scenariusz niższej inflacji i nieco niższego wzrostu PKB niż w projekcji marcowej. Według NBP inflacja może przejściowo obniżyć się poniżej zera, jednak w kolejnych kwartałach powinna stopniowo rosnać w kierunku celu inflacyjnego. Warto podkreślić, że po zapoznaniu się z takimi prognozami, zakładającymi raczej stabilizację wzrostu w kolejnych latach niż jego wyraźne przyspieszenie oraz dość powolne tempo odbicia inflacji z poziomu poniżej zera w najbliższych miesiącach, RPP wciąż uważa, że szansa na obniżki stóp jest bardzo mała. Potwierdza to naszą opinię, że aby doszło do złagodzenia polityki pieniężnej, kolejne dane napływające z gospodarki musiałyby wskazywać na wyraźne pogorszenie scenariusza makroekonomicznego.

Ostatni tydzień w gospodarce – PMI znów niżej, RPP rezygnuje z forward guidance



■ Krajowy indeks PMI w przemyśle ponownie rozczarował w czerwcu, spadając do 50,3 pkt., czyli najniższego poziomu od roku. Indeks nowych zamówień eksportowych obniżył się i przebywa poniżej granicy 50 pkt. już od dwóch miesięcy. Indeksy dla zatrudnienia i produkcji zanotowały lekki wzrost, ale nie zmienia to faktu, że słaby odczyt zwiększył obawy o tempo wzrostu gospodarczego w III kw.

■ PMI wciąż utrzymuje się powyżej 50 pkt., czyli wartości odznaczającej spowolnienie od ekspansji. Warto przy tym podkreślić, że sygnały płynące z badania PMI nie są zgodne ze wskaźnikami koniunktury GUS, które zanotowały w czerwcu poprawę we wszystkich sektorach. Naszym zdaniem po nieznacznym osłabieniu tempa wzrostu PKB w II kwartale, ożywienie gospodarcze powinno być kontynuowane w drugim półroczu.

Projekcje NBP w kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB			
	Lip 13	Lis 13	Mar 14	Lip 14
2014	1,2-3,5	2,0-3,9	2,9-4,2	3,2-4,1
2015	1,6-4,2	2,1-4,5	2,7-4,8	2,6-4,5
2016			2,3-4,8	2,3-4,5
	Inflacja CPI			
	Lip 13	Lis 13	Mar 14	Lip 14
2014	0,4-2,0	1,1-2,2	0,8-1,4	-0,1-0,4
2015	0,7-2,4	1,1-2,6	1,0-2,6	0,5-2,1
2016			1,6-3,3	1,3-3,1

■ Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła w lipcu stopy procentowe bez zmian, w tym referencyjną na poziomie 2,5%. Z komunikatu zniknęło jednak zdanie deklarujące stabilność stóp procentowych do końca III kw. Zamiast tego napisano, że decyzje RPP będą uzależnione od napływających informacji i ich wpływu na perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji w średnim okresie, a Marek Belka stwierdził, że można się spodziewać wszelkich działań. De facto RPP powróciła więc do nieformalnego neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej.

■ Naszym zdaniem do złagodzenia polityki pieniężnej mogłoby dojść gdyby dane o aktywności ekonomicznej z kolejnych miesięcy były bardzo słabe (inflacja poniżej zera nie będzie niespodzianką!). Jeżeli jednak, zgodnie z naszymi prognozami, napływające informacje będą potwierdzały kontynuację umiarkowanego szybkiego wzrostu, czeka nas dalsza stabilizacja stóp na obecnym poziomie

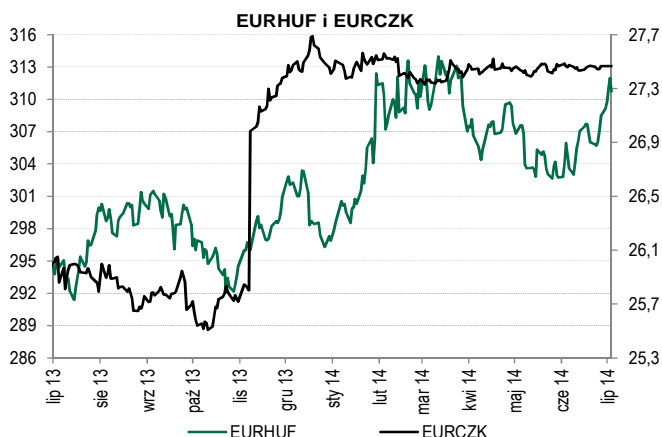
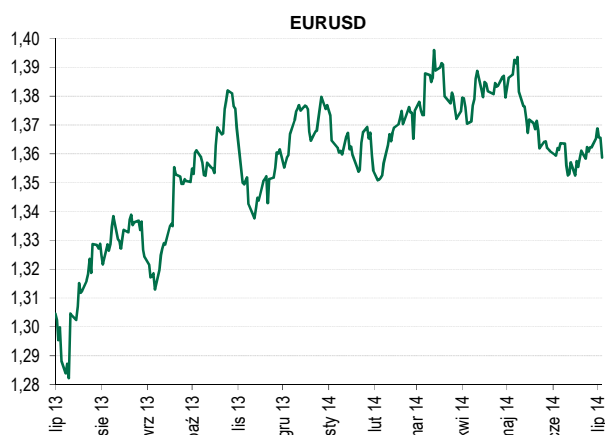
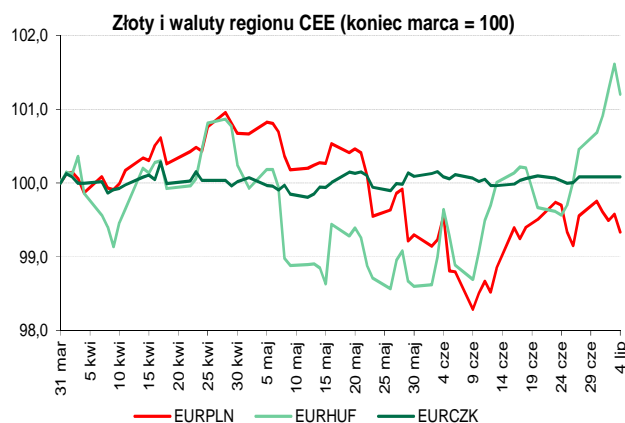
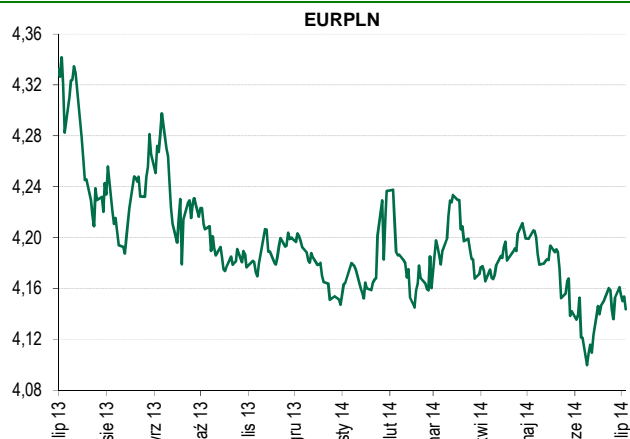
Cytat tygodnia – Prawdopodobieństwo obniżki oceniamy jako bardzo niewielkie

Marek Belka, prezes NBP, 2.07, konferencja prasowa RPP

Zmieniła się struktura ryzyk. Dwa miesiące temu widzieliśmy przyspieszającą gospodarkę i inflację wciąż pozostającą na poziomie dającym nadzieję na powrót do celu w niedalekiej przyszłości. Dziś, wskazuje na to projekcja, mamy do czynienia z perspektywą niskiej i bardzo niskiej inflacji przez dłuższy czas. (...) Zapowiedzieliśmy miesiąc temu, że ten sposób wskazywania naszych planów, czyli obietnica niezmienności stóp (forward guidance), zbliża się do końca. Rzeczywiście w sposób niepodlegający dyskusji wycofaliśmy to z komunikatu. To nie znaczy, że we wrześniu należy spodziewać się obniżki stóp. Prawdopodobieństwo oceniamy jako bardzo niewielkie, jako niskie. Natomiast w przyszłych miesiącach można spodziewać się wszelkich możliwych działań.

Prezes NBP bardzo mocno zaakcentował na konferencji prasowej, że zmiana formuły komunikatu i rezygnacja z forward guidance nie oznacza, że we wrześniu należy się spodziewać obniżki stóp. Powtórzył stwierdzenie z poprzedniego miesiąca, że prawdopodobieństwo takiego ruchu Rada ocenia jako bardzo niewielkie i dodał, że zmiana oznacza, iż w kolejnych miesiącach można się spodziewać wszelkich działań ze strony NBP. Podkreślił też, że w Radzie nadal jest „bardzo daleko posunięta konwergencja poglądów” na temat kierunku polityki pieniężnej. Wypowiedzi te schłodziły rynkowe oczekiwania nt. możliwych obniżek stóp, wspierając naszą opinię, że aby doszło do złagodzenia polityki, dane nt. aktywności ekonomicznej z kolejnych miesięcy musiałyby mocno rozczarować.

Rynek walutowy – Działania banków centralnych wzmocniły złotego



Złoty mocniejszy po RPP i EBC

Na początku minionego tygodnia złoty znalazł się pod presją osłabienia forinta (szczegóły poniżej). W efekcie EURPLN tymczasowo wzrósł do 4,166 (tygodniowe maksimum). W kolejnych dniach krajowa waluta stopniowo zyskiwała na wartości, wspierana retoryką banków centralnych. Mniej gołębia niż oczekiwano retoryka RPP (Belka wskazał, że obniżki stóp procentowych są wciąż mało prawdopodobne), a przede wszystkim łagodny ton EBC dały impuls do krótkoterminowego spadku EURPLN do 4,131. W tym samym czasie złoty osłabił się na krótko w relacji do dolara (USDPLN wzrósł w stronę 3,06, po spadku kursu EURUSD poniżej 1,36).

Podsumowując drugi kwartał można zauważyć, że notowania EURPLN znacząco się wahały – w kwietniu kurs osiągnął maksimum na ok. 4,22 (efekt obaw o dalszą eskalację konfliktu na Ukrainie), a w czerwcu minimum w okolicach 4,09 (efekt działań EBC). Jednak na koniec czerwca złoty był mocniejszy o niespełna 0,2% w relacji do wspólnej waluty w porównaniu z końcem marca.

Na zamknięcie minionego tygodnia kurs EURPLN wyniósł 4,142. Oznacza to umocnienie złotego o 0,3% w relacji do euro w skali tygodnia. Jednak sytuacja na wykresie EURPLN nie uległa większym zmianom, kurs wciąż znajduje się w dość szerokim paśmie wahań między 4,09 (minimum osiągnięte po czerwcowej decyzji EBC) a 4,17, oscylując nieco powyżej środka tego przedziału. W tym tygodniu nie pojawią się istotne krajowe dane, w związku z czym złoty będzie pod wpływem globalnych nastrojów. Wciąż widzimy przestrzeń do umocnienia krajowej waluty w kierunku 4,13, a przełamanie tego poziomu otworzyłoby możliwość spadku kursu w kierunku dolnego ograniczenia pasma wahań.

Dolar nieco zyskuje po lepszych danych z rynku pracy

Początek minionego tygodnia przyniósł wzrost EURUSD w kierunku 1,37 (efekt gołębiej wypowiedzi Williama z Fed). Jednak wzrost ten okazał się dość krótkotrwały i kolejne dni przyniosły stopniowy spadek w kierunku 1,36. Poziom ten został przełamany po publikacji lepszych od oczekiwanych danych z amerykańskiego rynku pracy, ale również łagodnej retoryki EBC. Umocnienie dolara nie było jednak znaczące, gdyż wspólna waluta jest wspierana przez napływ kapitału na europejski rynek akcji i obligacji.

Sytuacja na wykresie EURUSD również niewiele się zmieniła. EURUSD ma wciąż potencjał do dalszych spadków w kierunku 1,35, jednak niepewność co do dalszych działań Fed i napływ kapitału na europejski rynek mogą ograniczać ewentualne spadki kursu. Publikowany w tym tygodniu opis dyskusji FOMC oraz wypowiedzi członków Fed mogą mieć kluczowe znaczenie dla dalszego kierunku EURUSD, który pozostaje w trendzie bocznym, wahając się między 1,35 a 1,37.

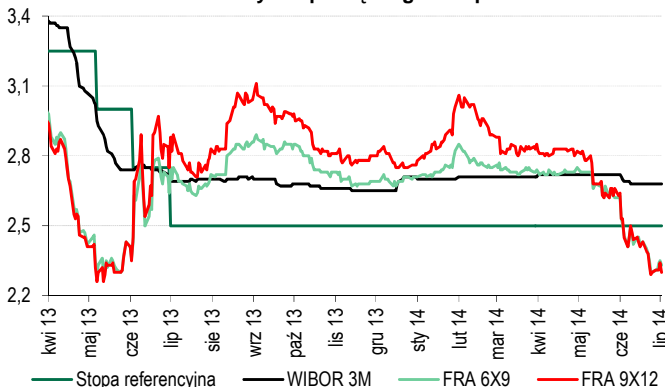
Forint pod wpływem polityki rządu

Miniony tydzień nie przyniósł większych zmian w notowaniach czeskiej korony. Dużo za to działo się na forincie. Węgierska waluta dość znacząco straciła na wartości w wyniku działań rządu dotyczących przyszłej konwersji kredytów w walutach obcych. Co więcej, KE zagroziła Węgrom, że jeśli nie zostaną podjęte dalsze kroki w kierunku konsolidacji finansów publicznych, na Węgry może zostać ponownie nałożona procedura nadmiernego deficytu. W efekcie EURHUF wzrósł tymczasowo do 312,5. Jednak dane o nadwyżce w bilansie płatniczym ograniczyły znacznie wcześniejsze straty na HUF.

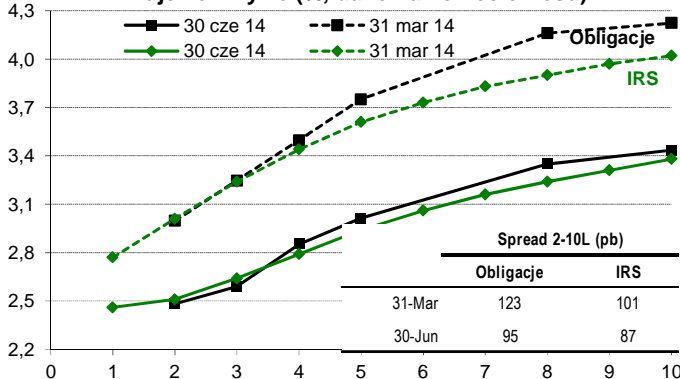
W tym tygodniu waluty regionu będą pod wpływem publikacji krajowych danych makro (CPI, produkcja). Dane inflacyjne mogą być kluczowe dla tamtejszych banków centralnych. Utrzymanie inflacji poniżej zera na Węgrzech będzie wspierać oczekiwania na dalsze obniżki stóp procentowych. Może to lekko negatywnie wpływać na wycenę forinta.

Rynek stopy procentowej – RPP chłodzi oczekiwania na obniżki stóp

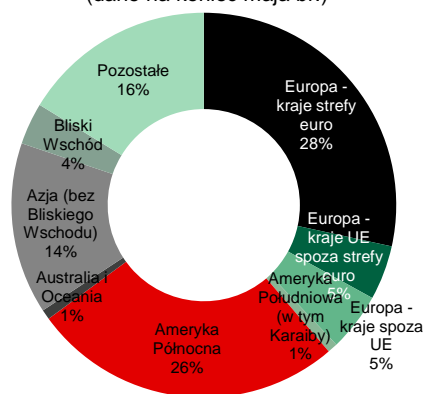
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



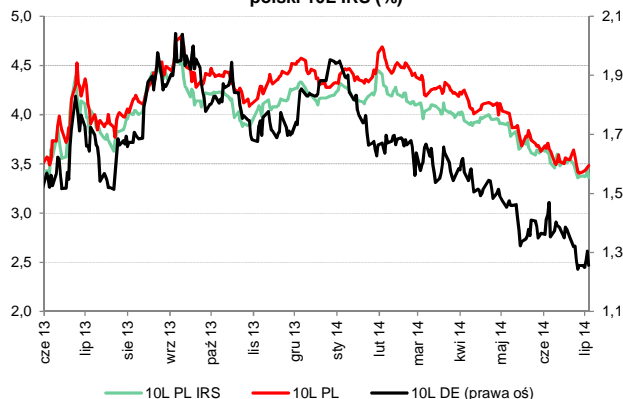
Krajowe krzywe (% dane na koniec okresu)



Struktura geograficzna nierezzydentów na krajowym SPW (dane na koniec maja br.)



Rentowności 10L obligacji polskich i niemieckich oraz polski 10L IRS (%)



Krótkotrwała korekta po decyzji RPP

W minionym tygodniu krajowy rynek stopy procentowej znalazł się pod wpływem retoryki banków centralnych. Wbrew naszym oczekiwaniom decyzja RPP o zniesieniu *forward guidance* nie przyniosła umocnienia rynku. W reakcji na wypowiedź prezesa NBP, że obniżka stóp jest mało prawdopodobna, inwestorzy zdecydowali się na realizację zysków po ostatnim dość silnym umocnieniu obligacji, IRS i FRA. Korekta nie była długotrwała i głęboka, gdyż łagodna retoryka EBC dała impuls do ponownego umocnienia (rentowność obligacji 10L zbliżyła się do 3,40%). Stawki WIBOR pozostały stabilne.

W drugim kwartale krajowy rynek stopy procentowej podlegał znacznym wahaniom. Jednak umocnienie oczekiwań na obniżki stóp procentowych i działania EBC spowodowały znaczny spadek rentowności obligacji i stawek IRS oraz FRA. W porównaniu do końca pierwszego kwartału krzywa rentowności przesunęła się w dół o 50-80 pb, a krzywa IRS o 50-70 pb, przy czym najbardziej umocniły się instrumenty na środku i długim końcu krzywych. W tym samym czasie stawki FRA spadły 10-80 pb (najbardziej na długich tenorach), przy obniżeniu stawek WIBOR o 3-5 pb.

Ograniczona podaż SPW w III kw.

Zgodnie z oczekiwaniami oferta SPW w trzecim kwartale jest bardzo ograniczona. Ministerstwo Finansów zamierza pozyskać ze sprzedaży obligacji środki w wysokości 10-15 mld zł (wobec sprzedaży w wartości ok. 28,2 mld zł w II kw.). W całym trzecim kwartale resort finansów planuje trzy aukcje regularne, w tym 2 w lipcu i jedną we wrześniu (w sierpniu nie będzie aukcji). We wrześniu może być przeprowadzona aukcja zmiany, na której będą odkupywane obligacje zapadające w 2015 r. W zakresie finansowania zagranicznego planowane jest pozyskanie środków z kredytów od międzynarodowych instytucji finansowych (7-8 mld €). W okresie lipiec-wrzesień możliwa jest również oferta obligacji emitowanych przez BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego – będą to obligacje denominowane w €.

Pierwsza aukcja w tym miesiącu była mało udana – resort finansów sprzedał DS0725 o wartości 2,4 mld zł z rentownością 3,649% (przy popycie 3,5 mld zł). Popyt na WS0428 wyniósł tylko 250 mln zł, jednak resort finansów odrzucił wszystkie oferty. Po tej aukcji szacujemy, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już sfinansowane w 92%. Wciąż realna jest pełna realizacja rocznych potrzeb pożyczkowych do końca lipca.

Według danych MF, w maju inwestorzy zagraniczni kupili polskie obligacje skarbowe o wartości 2 mld zł, a inwestorzy krajowi 3,7 mld zł. Według wiceministra finansów napływ kapitału zagranicznego na polski rynek w czerwcu był większy niż w maju.

Pod wpływem retoryki EBC i rynków bazowych

Na początku tygodnia nastroje inwestorów mogą pozostać pod wpływem łagodnej retoryki EBC. Ten czynnik powinien wspierać krajowy rynek stopy. Wprawdzie RPP starało się schłodzić oczekiwania na redukcję stóp, jednak inwestorzy wciąż nie wykluczają takiego scenariusza. FRA 3x6 niezmiennie wskazuje na możliwość spadku WIBOR 3M o prawie 25 pb w perspektywie 3 miesięcy. Perspektywa niskiej inflacji powinna stabilizować krótki koniec krzywych blisko bieżących poziomów w najbliższych tygodniach.

Większej zmienności oczekujemy na środku i długim końcu krzywej. Przy braku publikacji krajowych danych nastroje będą pod wpływem sytuacji na rynkach bazowych. W ostatnich tygodniach korelacji pomiędzy rentownościami krajowych obligacji ich odpowiednikami w Niemczech w sektorze 10 lat pozostaje silnie dodatnia (ok. 0,80 dla okresu czerwiec-lipiec). Łagodna retoryka EBC powinna stabilizować rentowność niemieckich obligacji blisko 1,25%, co powinno też sprzyjać stabilizacji, a być może i nieznacznemu umocnieniu krajowego długu (choć potencjał do spadku rentowności wydaje się ograniczony).

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