

TYGODNIK EKONOMICZNY

14 – 20 lipca 2014

Drugi tydzień lipca był wyjątkowo ubogi pod względem publikacji krajowych danych, obfitował jednak w wypowiedzi członków RPP, które generalnie utwierdziły nas w przekonaniu, że Rada nie będzie się spieszyła z obniżkami stóp, dopóki nie pojawią się sygnały silnego spowolnienia gospodarczego i/lub złoty nie umocni się gwałtownie. Niestety za granicą pojawiło się trochę nowych rozczarowujących danych, zwiększających obawy o trwałość ożywienia w strefie euro.

Po tygodniu posuchy, ten tydzień będzie wypełniony po brzegi kluczowymi publikacjami. Spodziewamy się ogólnie odczytów nieco lepszych od konsensusu w przypadku większości wskaźników publikowanych w najbliższych dniach, co powinno nieco osłabić obawy rynkowe o spowolnienie polskiej gospodarki. W efekcie, powinno to mieć pozytywny wpływ na kurs krajowej waluty i może być impulsem do korekty na rynku obligacji, szczególnie na krótkim końcu krzywej. Dla nastrojów ważne będą też kolejne dane ze strefy euro i USA, wpływające na ocenę perspektyw ożywienia gospodarczego w Europie i możliwego terminu podwyżek stóp za oceanem.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (14 lipca)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	-1,2	-	0,8
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	V	mln €	623	522	1028
14:00	PL	Eksport	V	mln €	13 724	13 735	14 207
14:00	PL	Import	V	mln €	13 247	13 302	13 351
14:00	PL	Podaż pieniądza	VI	% r/r	5,3	5,5	5,3
WTOREK (15 lipca)							
11:00	DE	Indeks ZEW	VII	pkt	67,9	-	67,7
14:00	PL	CPI	VI	% r/r	0,2	0,3	0,2
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	VI	% m/m	0,6	-	0,1
ŚRODA (16 lipca)							
14:00	PL	Inflacja bazowa	VI	% r/r	0,8	0,9	0,8
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VI	% r/r	4,5	4,9	4,8
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VI	% r/r	0,7	0,7	0,7
15:15	US	Produkcja przemysłowa	VI	% m/m	0,3	-	0,6
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
CZWARTEK (17 lipca)							
11:00	EZ	HICP	VI	% r/r	0,5	-	0,5
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	VI	% r/r	3,9	4,4	4,4
14:00	PL	Produkcja budowlana	VI	% r/r	7,8	8,2	10,0
14:00	PL	PPI	VI	% r/r	-1,8	-2,0	-1,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	310	-	304
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VI	tys.	1020	-	1001
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	VI	tys.	1045	-	1005
16:00	US	Indeks Philly Fed	VII	pkt	16,0	-	17,8
PIĄTEK (18 lipca)							
15:55	US	Wstępny Michigan	VII	pkt	83,0	-	82,5

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

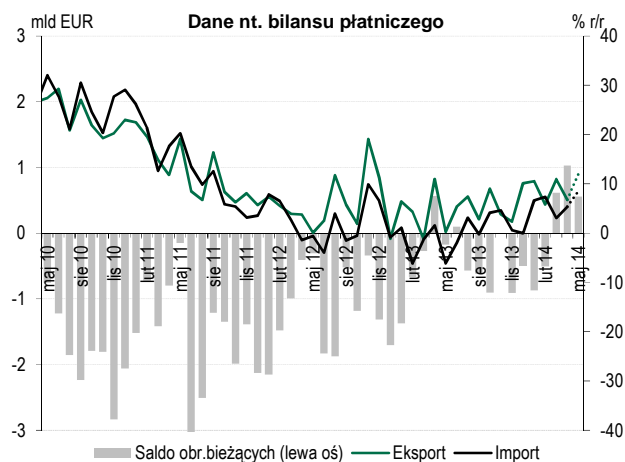
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

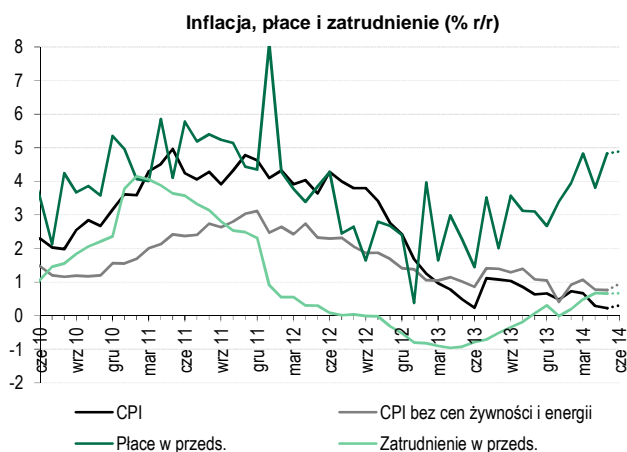
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Szereg ważnych danych z krajowej gospodarki



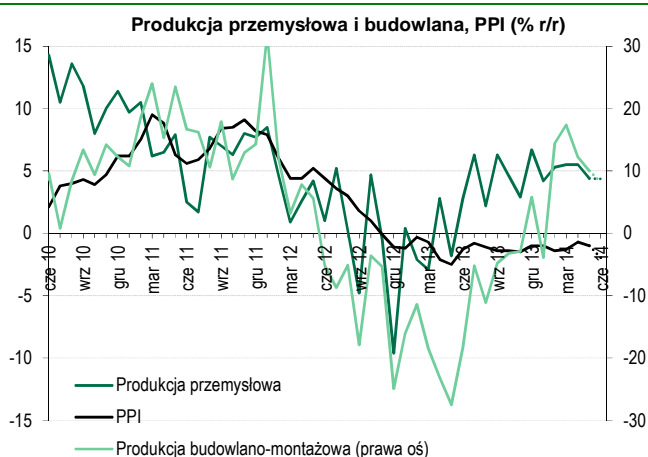
- Oczekujemy mocnego odczytu danych o bilansie płatniczym za maj. Nasze prognozy wskazują na przyspieszenie zarówno wzrostu eksportu, jak i importu, przy czym na rachunku towarowym i obrotów bieżących powinny utrzymać się nadwyżki, odzwierciedlające dalsze zmniejszanie uzależnienia Polski od finansowania z zewnątrz. Nasze prognozy są bardzo zbliżone do konsensusu rynkowego. Najnowsze dane GUS zdają się potwierdzać nasze szacunki dot. eksportu, ale wskazują na ryzyko w górę importu, który wg wyliczeń urzędu wzrósł w maju o ponad 8% m/m. Gdyby tak było, bilans handlowy mógłby zanotować w maju spory deficyt (ponad 600 mln €) zamiast nadwyżki. Jednak w kwietniu dane GUS o imporcie wyraźnie odbiegały w dół od szacunków NBP, co naszym zdaniem zmniejsza wiarygodność tego sygnału.

- Spodziewamy się nieznacznego przyspieszenia wzrostu podaży pieniądza M3 w czerwcu i dalszego ożywienia na rynku kredytowym.



- Naszym zdaniem inflacja CPI nieznacznie wzrosła w czerwcu, do 0,3% r/r z 0,2% r/r w maju. Nasza prognoza jest nieco wyższa od oczekiwań rynkowych. W kolejnych miesiącach spodziewamy się spadku rocznego wskaźnika CPI poniżej zera, będzie to jednak zjawisko tylko tymczasowe (naszym zdaniem, dwumiesięczne). Jeśli chodzi o inflację bazową po wyłączeniu cen żywności i energii, to również prognozujemy nieznaczny wzrost, do 0,9% r/r z 0,8% r/r.

- Sytuacja na rynku pracy w czerwcu była naszym zdaniem bardzo podobna do tej w maju – spodziewamy się stabilizacji tempa wzrostu zatrudnienia i minimalnego przyspieszenia wzrostu płac. Wydaje nam się, że tempo poprawy na rynku pracy nieco spowalnia, ale i tak jest wystarczające, by stanowić istotne wsparcie dla realnych dochodów ludności (zwłaszcza biorąc pod uwagę niską inflację), co powinno mieć pozytywny wpływ na konsumpcję prywatną.



- Według naszych szacunków, w czerwcu produkcja przemysłowa rosła w tym samym tempie, co w maju. Na dynamice całego przemysłu wciąż ciążyły słabe wyniki górnictwa. Naszym zdaniem jednak kluczowe są wyniki gałęzi przemysłu nastawionych na eksport. Uważamy, że dopóki sytuacja w tych sektorach jest dobra (a niektóre pokazują nawet dwucyfrowe tempa wzrostu), nie ma co się obawiać o poważne spowolnienie gospodarki.

- Wzrost produkcji budowlano-montażowej obniżył się naszym zdaniem w czerwcu. Budownictwu nie sprzyja już pozytywny efekt pogody obserwowany w poprzednich miesiącach oraz spowolnienie tempa budowy mieszkań.

- Inflacja PPI obniżyła się wg naszych obliczeń w czerwcu do -2,0% r/r, w dalszym ciągu wskazując na brak wzrostowej presji na ceny w przemyśle.

Cytat tygodnia – Życzyć sobie obniżki czy podwyżki?

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 7.07, PAP

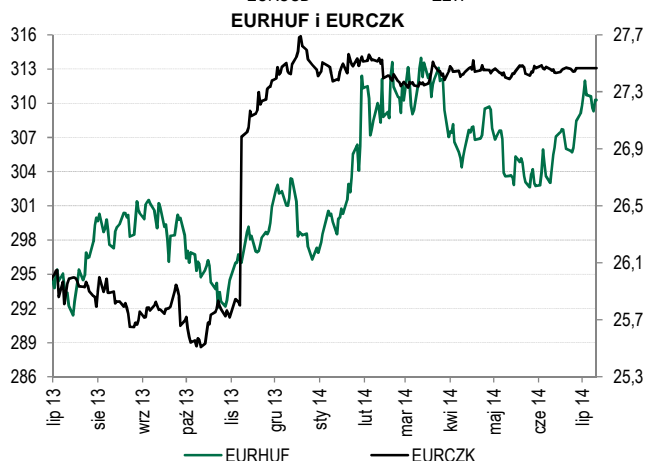
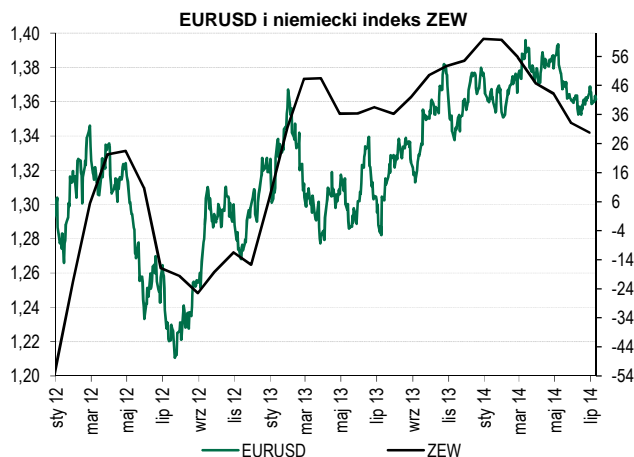
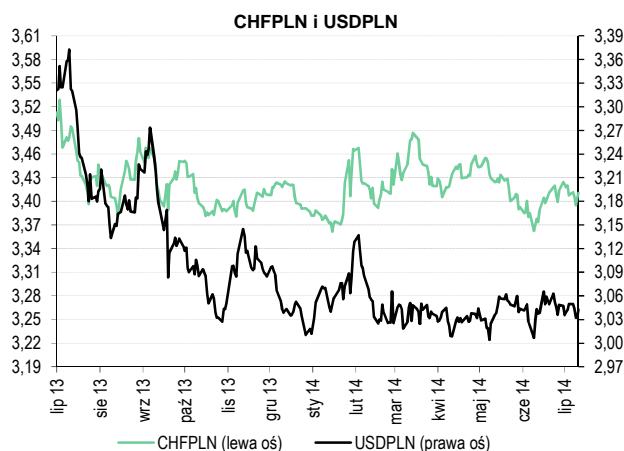
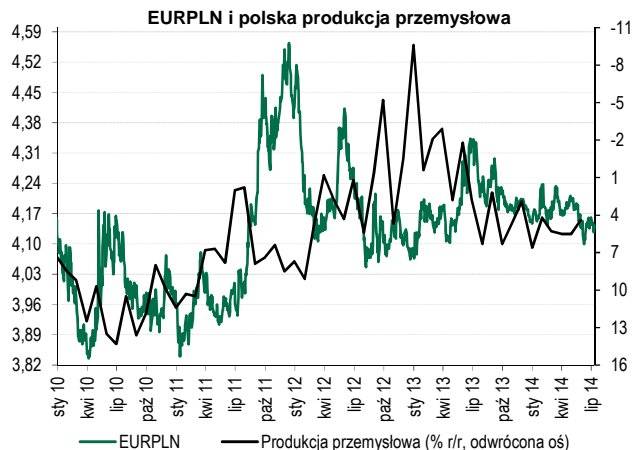
W świetle danych z najnowszej projekcji NBP (...) stopy procentowe w Polsce mogą wydawać się wysokie. (...) Obniżenie stóp wydaje się być nieuchronne. (...) Mam nadzieję, że najbliższe dane makroekonomiczne przybliżą pozostałych członków Rady do odejścia od polityki stabilizowania stóp.

Andrzej Rzońca, członek RPP, 10.07, PAP

Na podstawie oceny dzisiejszego zbioru informacji na temat polskiej gospodarki nie wykluczam, że potrzeba rozpoczęcia procesu normalizowania polityki pieniężnej mogłaby się pojawić już w IV kwartale tego roku. Powiedziałbym nawet więcej – życzyłbym sobie tego, bo podwyżka stóp w IV kw. oznaczałaby widoczną siłę polskiej gospodarki.

Po lipcowym posiedzeniu RPP mieliśmy do czynienia z wysypem komentarzy ze strony członków Rady. Potwierdziły one, że zdecydowana większość bankierów centralnych jest za utrzymywaniem stóp bez zmian i uważa, że obniżki stóp są mało prawdopodobne, a mogłyby nastąpić w scenariuszu silnego spowolnienia gospodarki lub/i gwałtownego umocnienia złotego. W tym kontekście, nadzieja wyrażona przez prof. Elżbietę Chojny-Duch (jedyną opowiadającą się obecnie za obniżkami), że najbliższe dane mogą przekonać pozostałych członków do obniżki, brzmi dość dziwnie (jakby członkini RPP nie życzyła gospodarce zbyt dobrze). Nasz pogląd na stopy procentowe oraz życzenia dla gospodarki są bardziej zbliżone do słów Andrzeja Rzońcy z RPP.

Rynek walutowy – Złoty czeka na krajowe dane



Złoty czeka na kolejny impuls

W tygodniowym rozrachunku na polskim rynku walutowym nie zaszły znaczne zmiany. Złoty umocnił się przejściowo do 4,12 za euro i ok. 3,01 za dolara. Aprecjacja krajowej waluty wspierana była przez spadające rentowności polskich obligacji. Pod koniec tygodnia nastroj na globalnym rynku pogorszył się jednak gwałtownie pod wpływem obaw o peryferia strefy euro i EURPLN oraz USDPLN powróciły do odpowiednio 4,14 i 3,05.

W tym tygodniu poznamy szereg ważnych danych makro. W ostatnim czasie odczyty aktywności ekonomicznej były słabsze od prognoz, a inflacja zaskakiwała w dół. Publikacje te dość wyraźnie wzmocniły oczekiwania rynku na cięcie stóp NBP, co było jednym z czynników wywierających presję na złotego. Oczekujemy, że najbliższe dane miesięczne będą lepsze od prognoz i pokażą, że nie ma zagrożenia silnym spowolnieniem gospodarczym, co powinno mieć korzystny wpływ na złotego. Warto pamiętać, że wpływ danych o CPI i produkcji może być dwójaki. Z jednej strony, odczyty nieco powyżej konsensusu mogą schłodzić nieco oczekiwania na obniżki stóp przez RPP i w ten sposób korzystnie wpłynąć na złotego. Z drugiej strony, mogą wywołać osłabienie obligacji i wyrzucić negatywną presję na walutę. W krótkim terminie, wpływ na rynki wschodzące mogą też wciąż mieć napięcia na Ukrainie i w Iraku.

Od drugiego tygodnia czerwca – a więc od wybuchu „afery taśmowej” – EURPLN porusza się w przedziale 4,11-4,17. Zakres wahań stopniowo się zawęża, co sugeruje, że wkrótce może nastąpić przebiecie górnego albo dolnego ograniczenia tego przedziału.

EURUSD też bez większych zmian

Mimo słabych danych z Niemiec publikowanych od początku tygodnia, euro stopniowo umacniało się do dolara. W efekcie, kurs zdołał osiągnąć 1,365 wobec 1,357 w poprzedni piątek. Aprecjacja wspólnej waluty okazała się jednak nietrwała. Kiedy na pierwszy plan wysunęły się obawy o peryferia strefy euro, dolar zaczął się szybko umacniać i na koniec tygodnia kurs był już blisko 1,36.

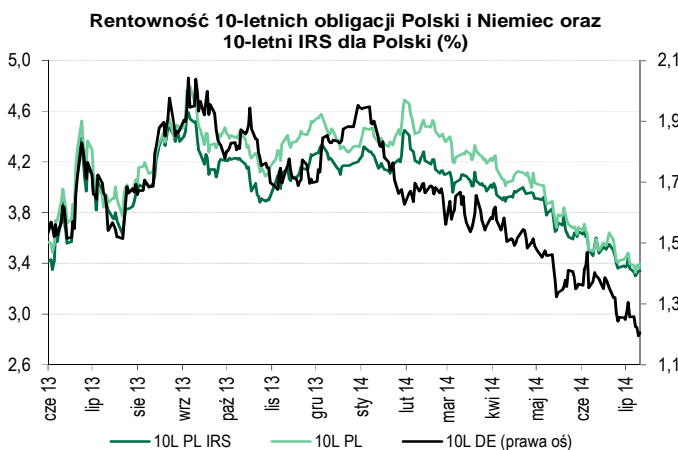
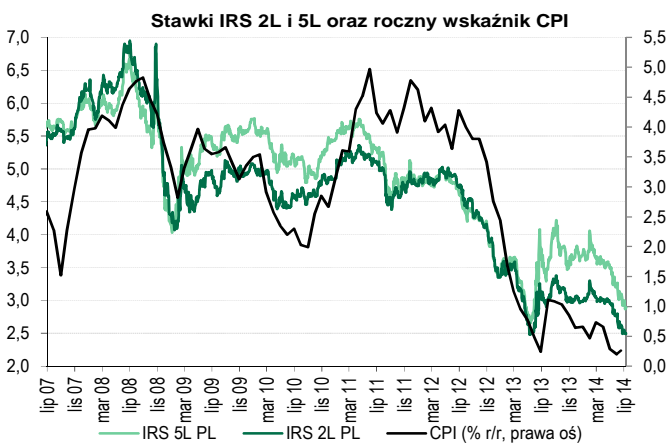
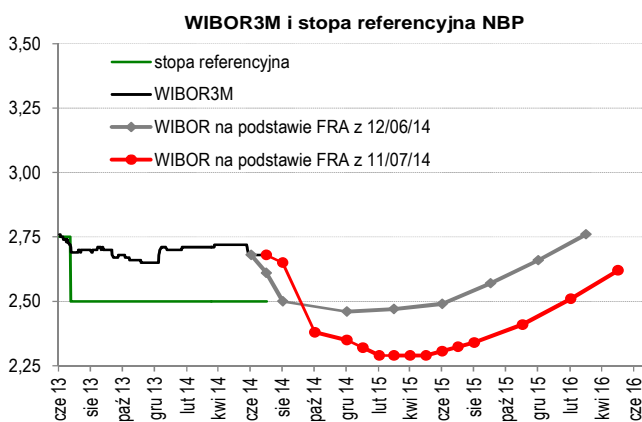
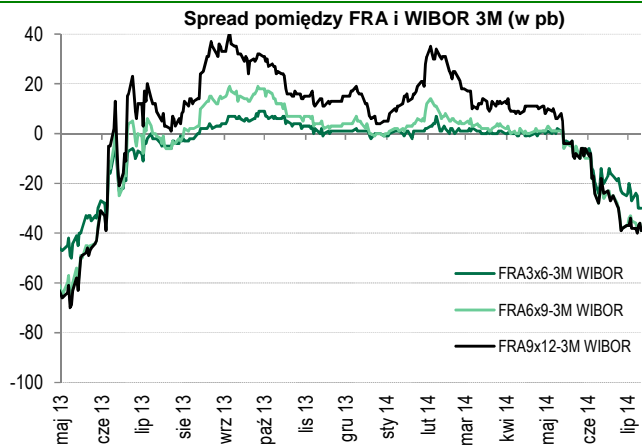
W tym tygodniu poznamy pierwszy europejski wskaźnik aktywności gospodarczej za lipiec (niemiecki ZEW). Ostatnie sygnały ze strefy euro i z Niemiec nie były zbyt optymistyczne. Jeżeli tym razem nastąpi poprawa (na co rynek ma nadzieję), to może to być dość pozytywny impuls dla wspólnej waluty. Sporo danych pojawi się także z USA i będą one analizowane pod kątem ich wpływu na przyszłą politykę pieniężną FOMC. Pozytywne niespodzianki będą korzystne dla dolara. Istotne poziomy dla EURUSD to 1,35 (minimum osiągnięte tuż po czerwcowej decyzji EBC) i 1,37 (na tym poziomie przebiega 150-dniowa średnia krocząca).

EURHUF nieco w górę z powodów wewnętrznych

Forint stracił nieznacznie w ubiegłym tygodniu do euro. Na niekorzyść węgierskiej waluty działały niepewność odnośnie wpływu decyzji tamtejszego rządu na wyniki banków (na skutek odszkodowań za niezgodne z prawem zapisy w umowach do kredytów walutowych) i niższa od oczekiwań inflacja (która pozostawia otwarte drzwi do dalszych obniżek stóp). EURHUF wzrósł z 308,5 do 310,5. Czeska korona pozostała stabilna, EURCZK wahał się wokół 27,42.

Najbliższe dni nie przyniosą żadnych ważnych danych makro z Czech i Węgier. EURCZK będzie zapewne dalej oscylował w pobliżu 27,4, EURHUF może natomiast jeszcze wzrosnąć w wyniku wciąż aktualnych niekorzystnych czynników wewnętrznych.

Rynek stopy procentowej – Publikacje danych na pierwszym planie

**Oczekiwania na redukcje stóp w tym roku utrzymują się**

Miniony tydzień nie przyniósł większych zmian w poziomach stawek na rynku pieniężnym. WIBORY pozostały stabilne, odnotowano tylko spadek stawki rocznej o 1 pb. Znaczące zmiany nie zaszły również na rynku FRA (w skali tygodnia spadek o 1-3 pb). FRA3X6 i FRA6x9 znajdują się ponad 30 pb poniżej WIBOR3M, wskazując, że rynek wycenia redukcję stóp o 25 pb w perspektywie 3 miesięcy pomimo mieszanych sygnałów wysyłanych przez członków RPP (m.in. Chojna-Duch, Rzońca).

Utrzymujące się oczekiwania na obniżki stóp spowodowały lekkie spadki na rynku IRS. W skali tygodnia krzywa IRS przesunęła się w dół o 2-4 pb, przy czym najbardziej na wartości zyskał 5-letni IRS, podczas gdy zmiany na krótkim i długim końcu były nieznaczne (spadek o 2 pb). W efekcie spread 2-5L zawężił się o 3 pb, podczas gdy spread 5-10L nieco się rozszerzył (o 2 pb).

Na rynku obligacji w pierwszej części tygodnia nastąpiło wyraźne umocnienie, któremu sprzyjał popyt zagranicznych inwestorów na polskie papiery. Krótki koniec i środek krzywej obligacji zyskały bardziej niż długi koniec. W efekcie krzywa nieznacznie się wystromiła. Rentowności obligacji 2-letnich spadły poniżej poziomów z maja 2013, osiągając nowy najniższy poziom w historii (2,43%).

Pod koniec tygodnia na dłuższym końcu krzywej doszło do korekty, wynikającej z pogorszenia nastrojów na rynku peryferii strefy euro w wyniku informacji o kłopotach finansowych Banco Espirito Santo (BES), co wywołało obawy inwestorów o cały portugalski sektor finansowy i dało impuls do realizacji zysków i wzrostu premii za ryzyko. Warto jednak zauważyć, że skala osłabienia krajowych obligacji i IRS była niewielka w porównaniu do rynku peryferii. Spread krajowej 10-latki wobec jej niemieckiego odpowiednika rozszerzył się do prawie 220 pb, po wcześniejszym osiągnięciu 210 pb (najniższego poziomu od początku czerwca 2013). Dla porównania spread wobec Bundów rozszerzył się średnio o 20 pb dla Hiszpanii i Włoch w sektorze 10L.

Pod wpływem danych makro i rynków bazowych

Przed nami bardzo ciekawy tydzień, który będzie obfitował w publikacje krajowych danych makro. Spodziewamy się ogólnie nieco wyższych odczytów od konsensusu w przypadku niemal wszystkich publikowanych w najbliższych dniach wskaźników, co powinno nieco osłabić obawy rynkowe o spowolnienie polskiej gospodarki i dać impuls do korekty na rynku stopy procentowej, szczególnie na krótkim końcu krzywej. Płynność na rynku jest niska ze względu na okres wakacyjny, co może zwiększyć skalę wahań notowań.

Warto zauważyć, że stawki IRS i rentowności obligacji w sektorach 5L i 10L znajdują się tylko nieznacznie powyżej minimów osiągniętych w maju 2013. Dlatego też uważamy, że skala ewentualnego dalszego umocnienia jest raczej ograniczona.

Długi koniec krzywych będzie przede wszystkim pod wpływem sytuacji na rynkach bazowych. Niepewność co do dalszego rozwoju sytuacji w portugalskim sektorze bankowym (efekt kłopotów finansowych BES) może nieco ciężać rynkowi. Z drugiej strony dalsze umocnienie niemieckich obligacji powinno wspierać wycenę krajowych obligacji 10-letnich (efekt silnej pozytywnej korelacji) i ograniczać ewentualną przecenę.

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