

TYGODNIK EKONOMICZNY

21 – 27 lipca 2014

W czerwcu nastąpił lekki wzrost inflacji CPI do 0,3% r/r oraz inflacji bazowej do 1,0% r/r, co przejściowo zachwiało rynkowymi oczekiwaniami dotyczącymi możliwych obniżek stóp (szczególnie, że pojawiły się nowe wypowiedzi członków RPP, sugerujące, że za wcześniej na rozważanie takiej opcji). Jednak nie trwało to długo, ponieważ dane nt. wzrostu płac i produkcji przemysłowej mocno rozczarowały, pogłębiając obawy o możliwe spowolnienie wzrostu polskiej gospodarki. Powodów do optymizmu nie dały też ostatnie publikacje ze strefy euro, wskazujące na słabnącą aktywność w krajach, będących naszymi najważniejszymi partnerami handlowymi. Nałożenie przez USA nowych sankcji finansowych na Rosję i zestrzelenie samolotu Malaysia Airlines nad Ukrainą, grożące eskalacją konfliktu międzynarodowego i restrykcji, dodatkowo zwiększyły niepewność odnośnie perspektyw europejskiej gospodarki. Nadal jednak wierzymy, że po słabszym II kwartale tempo wzrostu gospodarczego w Europie i w Polsce powróci w drugim półroczu na szybsze tory.

W najbliższych dniach w Europie pojawią się kolejne indeksy nastrojów i raporty o koniunkturze, będące wskazówkami nt. zmian w aktywności gospodarczej na początku III kwartału. Interesujące dla inwestorów mogą być też dane o aktywności kredytowej w strefie euro w czerwcu, a w USA m.in. dane inflacyjne (które ostatnio zaskoczyły w górę). Na rynku krajowym uwagę przyciągną dane o sprzedaży detalicznej i aukcja obligacji. Nasza prognoza sprzedaży jest tym razem lekko poniżej konsensusu, co mimo wszystko odebralibyśmy jako niezły odczyt, spójny ze scenariuszem wzrostu PKB w II kwartale lekko powyżej 3% r/r i utrzymania wzrostowej ścieżki konsumpcji. Złoty może pozostawać pod presją podwyższonej awersji do ryzyka z powodu czynników geopolitycznych, a także wzmocnionych oczekiwań na obniżki stóp procentowych. Na rynku stopy procentowej możliwe są dalsze spadki rentowności, chyba żeby sprzedaż zaskoczyła bardzo mocnym odczytem.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (21 lipca)							
Brak publikacji ważnych danych							
WTOREK (22 lipca)							
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	2,2	-	2,3
14:30	US	CPI	VI	% m/m	0,3	-	0,4
16:00	US	Sprzedaż domów	VI	mln	4,97	-	4,89
ŚRODA (23 lipca)							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	VI	% r/r	4,1	3,8	3,8
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VI	%	12,1	12,1	12,5
11:00	PL	Aukcja obligacji					
CZWARTEK (24 lipca)							
3:45	CN	Wstępny PMI-przemysł	VII	pkt	51,0	-	50,7
9:30	DE	Wstępny PMI-przemysł	VII	pkt	51,9	-	52,0
10:00	EZ	Wstępny PMI-przemysł	VII	pkt	51,7	-	51,8
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	302
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VI	tys.	480	-	504
PIĄTEK (25 lipca)							
10:00	DE	Indeks Ifo	VII	pkt	109,4	-	109,7
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	VI	% m/m	0,5	-	-0,9

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

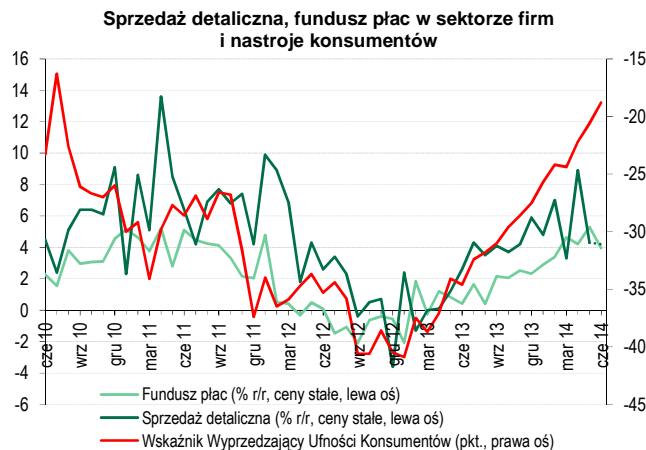
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

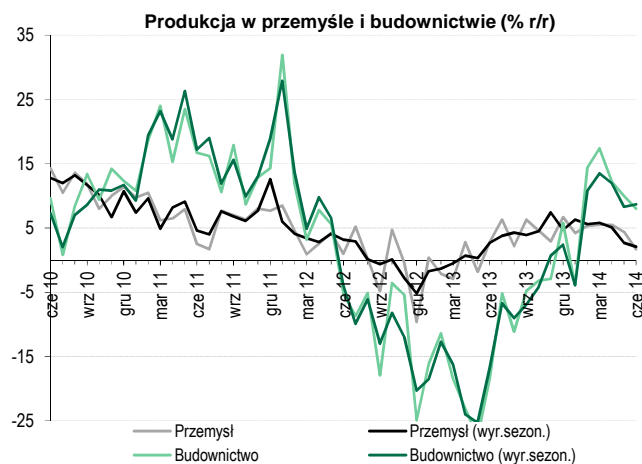
Wydarzenia nowego tygodnia – Malejące bezrobocie sprzyja wzrostowi sprzedaży detalicznej



■ Po wyraźnym rozczarowaniu czerwcowymi danymi nt. płac i produkcji, które zwiększyły obawy o tempo wzrostu gospodarczego w II kw. br. i jego utrzymanie w kolejnych kwartałach, sprzedaż detaliczna będzie kolejną istotną wskazówką nt. tendencji w gospodarce. Nasza prognoza jest tym razem nieco poniżej konsensusu rynkowego, zakładając stabilizację dynamiki na poziomie majowym. Poprawa na rynku pracy, chociaż nieco osłabła, a także trwający od ponad roku silny trend poprawy nastrojów konsumentów nadal wspierają oczekiwania, że popyt konsumpcyjny będzie stopniowo przyspieszał.

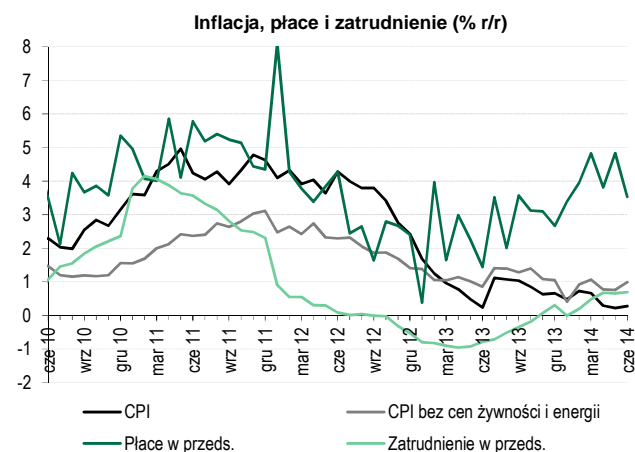
■ Stopa bezrobocia rejestrowanego prawdopodobnie spadnie do 12,1%, zgodnie z szacunkami ministra pracy. W miesiącach letnich bezrobocie zejdzie zapewne poniżej 12%, choć poprawa nie będzie już raczej tak szybka jak do tej pory.

Ostatni tydzień w gospodarce – Słabsze dane zwiększają obawy o stan gospodarki



■ W maju nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wyniosła 280 mln €, nieco mniej niż oczekiwano. Ogólny wydziewek danych był jednak naszym zdaniem optymistyczny, wskazując na kontynuację pozytywnych tendencji w handlu zagranicznym pomimo kryzysu ukraińskiego – wzrost eksportu przyspieszył do 11,3% r/r, importu do 9,9% r/r. Niestety spadek dynamiki produkcji przemysłowej w czerwcu zwiększa obawy, że te tendencje będzie trudno utrzymać.

■ Wzrost produkcji przemysłowej wyhamował w czerwcu do zaledwie 1,7% r/r. Oznacza to, że średni wzrost produkcji w II kw. był o ok. 1 pkt proc. poniżej wyniku z I kw. Z drugiej strony, produkcja w budownictwie wzrosła o 8% r/r, a w całym II kw. o niemal 10%, nieco lepiej niż w poprzednim kwartale. Wiele wskazuje, że wzrost PKB w II kw. będzie słabszy niż w I kw., ale różnica naszym zdaniem nie powinna być duża. Nadal liczymy na to, że w II półroczu gospodarka ponownie przyspieszy.



■ Zatrudnienie w sektorze firm wzrosło w czerwcu o 0,7% r/r, zgodnie z prognozami, ale wzrost płac spowolnił do 3,5% r/r. Naszym zdaniem jest to tylko przejściowe spowolnienie wynikające z przesunięcia terminów płatności premii. Wydaje się, że tempo poprawy na rynku pracy zaczęło słabnąć, nie mniej pozostaje na tyle wysokie, by stanowić wsparcie dla konsumpcji prywatnej na przełomie II i III kw. br

■ Inflacja lekko wzrosła w czerwcu do 0,3% r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Głównym impulsem do wzrostu cen były nowe taryfy w telefonii komórkowej. Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii wzrosła do 1,0%. W lipcu i sierpniu dynamika CPI zapewne spadnie poniżej zera. Jednak w kolejnych miesiącach tempo wzrostu cen powinno stopniowo przyspieszać, w miarę jak wyższa dynamika popytu wewnętrznego będzie się stopniowo przenosić na zachowanie sprzedawców i producentów.

Cytat tygodnia – Za wcześnie na obniżki

Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 17.07, Bloomberg

Opierając się na projekcji NBP, koszt pieniądza powinien pozostać na obecnym poziomie do końca 2016 r. Każda obniżka stóp w najbliższych miesiącach byłaby reakcją na krótkotrwałą deflację i prawdopodobnie na chwilowe spowolnienie w polskiej gospodarce (...) Jeżeli dane potwierdzą trwałe spowolnienie, decyzja o obniżce stóp procentowych powinna nastąpić najwcześniej na początku 2015 roku.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 15.07, Reuters

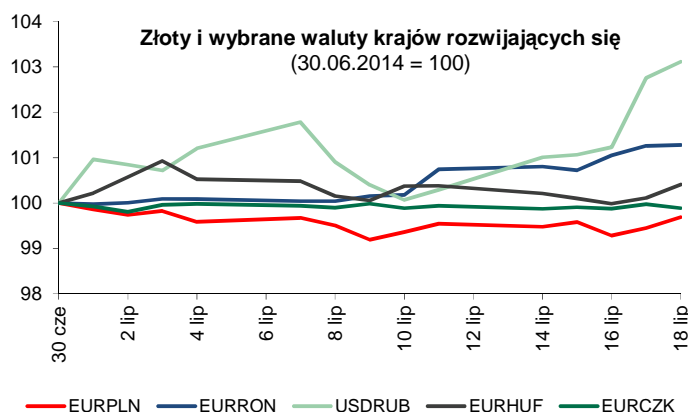
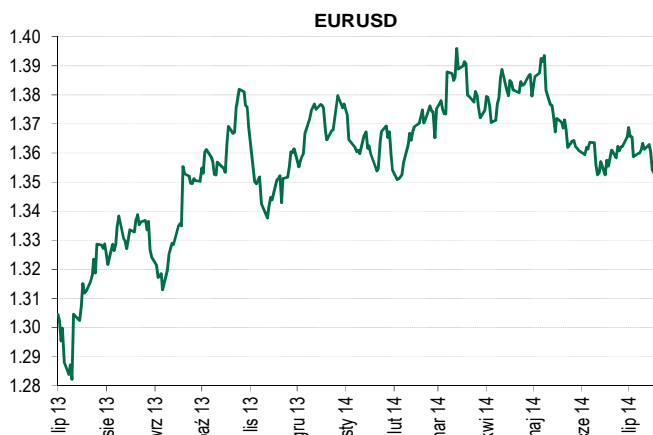
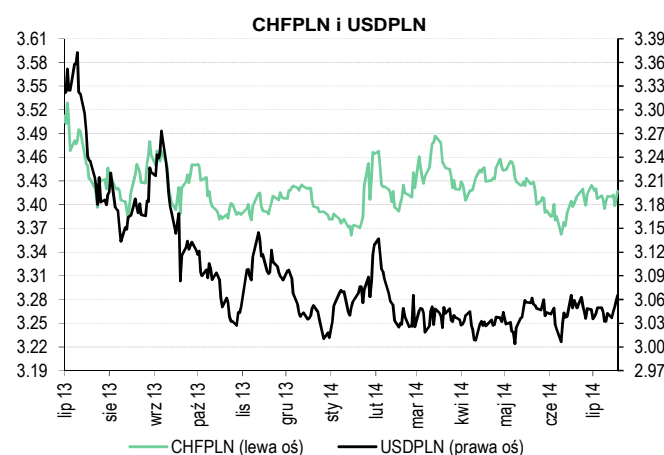
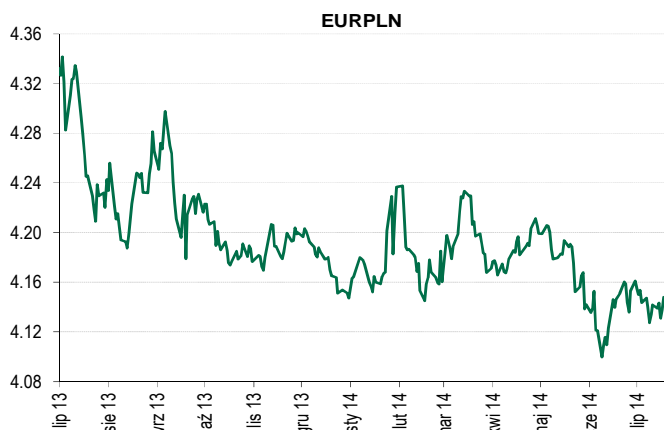
Nadal niska inflacja dostarcza argumentów za rozważeniem możliwości obniżki stóp procentowych jeszcze w tym roku.

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 15.07, TVN BiS

Wydaje mi się, że jest jeszcze za wcześnie, by prognozować spowolnienie wzrostu i zastanawiać się, czy nie kontynuować cyklu obniżek stóp.

Ostatnie wypowiedzi członków RPP wyraźnie wskazują, że zdecydowana większość z nich nie zamierza spieszyć się z obniżkami i jeżeli kolejne dane nie będą potwierdzały wyraźnego osłabienia aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach, to stopy powinny pozostać bez zmian. Inflacja poniżej zera w miesiącach letnich jest antycypowana i nie powinna mieć decydującego znaczenia. Ostatnie słabsze dane miesięczne (m.in. o produkcji) sugerują, że wzrost PKB w II kw. będzie słabszy, ale naszym zdaniem powinien utrzymać się powyżej 3% r/r. Kluczowe będą jednak informacje nt. sytuacji w III kwartale. Nadal nie spodziewamy się kontynuacji spowolnienia gospodarki, chociaż ryzyko zaostrenia sankcji dla Rosji jest dodatkowym czynnikiem ryzyka dla ożywienia w Europie.

Rynek walutowy – Waluty pod presją napięć geopolitycznych



Złoty słabszy w wyniku wzrostu napięć geopolitycznych

Miniony tydzień przyniósł nieco większą zmienność na rynku walutowym. O ile na początku tygodnia złoty zyskał w relacji do głównych walut (efekt wyższego od prognoz odczytu czerwcowej inflacji), to koniec tygodnia przyniósł osłabienie w wyniku wzrostu napięć geopolitycznych, m.in. po zestrzeleniu nad Ukrainą malezyjskiego samolotu (co niesie ze sobą ryzyko eskalacji międzynarodowego konfliktu politycznego i dalszego zaostrzenia sankcji wobec Rosji) i w związku ze wzrostem napięć w strefie Gazy. W wyniku wzrostu awersji do ryzyka traciły waluty krajów rozwijających się, w tym złoty. Krajowa waluta była również pod presją słabego odczytu produkcji przemysłowej, po którym ponownie umocniły się oczekiwania na szybkie obniżki stóp. W efekcie EURPLN osiągnął tymczasowo 4,156, a USDPLN wzrósł do 3,075, po osiągnięciu tygodniowych minimów odpowiednio na 4,125 i 3,031 na początku tygodnia. Wzrost awersji do ryzyka nie był długotrwały i na zamknięcie tygodnia EURPLN powrócił poniżej 4,15.

W tym tygodniu złoty znajdzie się pod wpływem ostatnich danych z krajowej gospodarki, jak i publikacji wstępnych indeksów PMI dla krajów strefy euro, ale również dla Chin. Kolejne rozczarowanie w postaci niższej od konsensusu dynamiki sprzedaży detalicznej (zgodnie z naszą prognozą) może w krótkim terminie osłabić złotego. Impuls korekty może zostać wzmocniony przez słabsze odczyty wstępnych PMI, które spowodowałyby powrót na rynek obaw o trwałość i siłę ożywienia gospodarczego.

Ostatnie zmiany, jakie zaszły na rynku nie zmieniły obrazu na EURPLN. Wciąż ważne poziomy dla kursu to 4,11 i 4,17.

Spadki EURUSD wyhamowały

W ubiegłym tygodniu wspólna waluta traciła na wartości po serii słabszych danych ze strefy euro, a głównie niemieckiej gospodarki. EURUSD stopniowo obniżał się z tygodniowego maksimum na 1,364 w kierunku wsparcia w okolicach 1,35. W piątek nastąpiło przełamanie tego poziomu i EURUSD zakończył tydzień lekko poniżej 1,35.

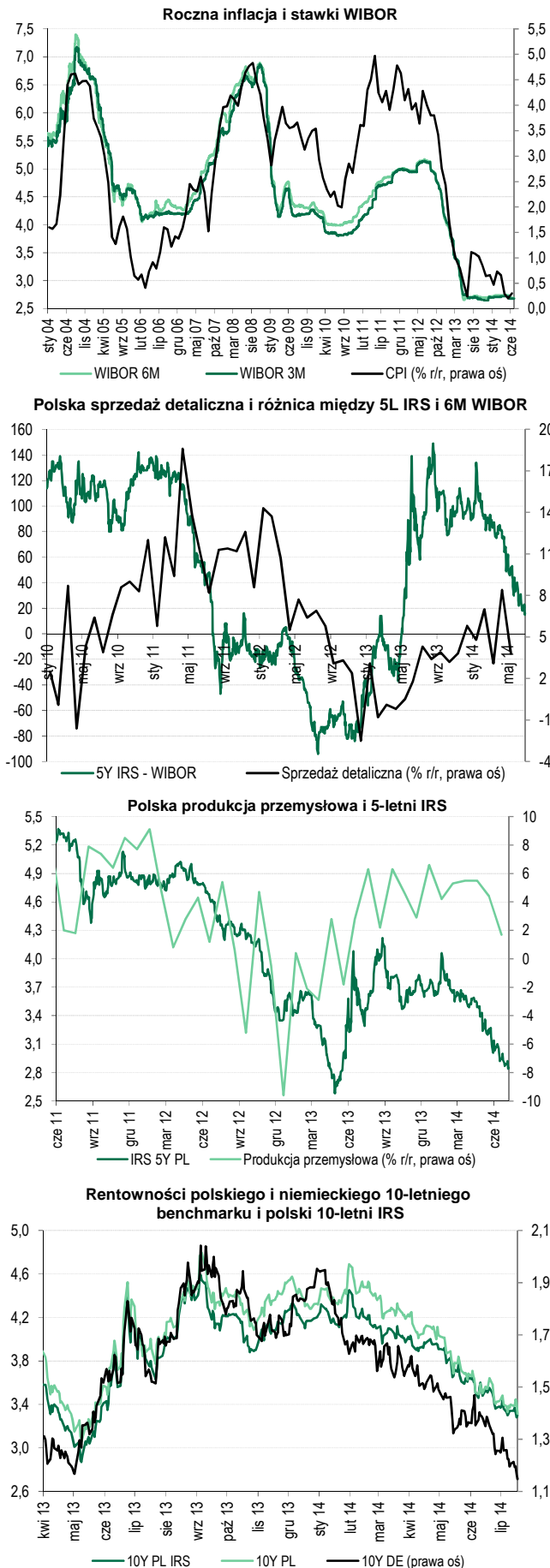
W minionym tygodniu napływające dane z amerykańskiej gospodarki były mieszane, niemniej cotygodniowe dane o zatrudnieniu wskazują na kontynuację poprawy na rynku pracy. Publikowane w tym tygodniu kolejne dane z rynku nieruchomości i inflacja w USA będą istotne dla dalszych notowań EURUSD. Słabsze odczyty z rynku nieruchomości mogą stanowić argument za oddaleniem w czasie podwyżek stóp przez Fed, co dałoby impuls do wzrostów kursu w kierunku 1,36. Z drugiej strony słabsze odczyty wstępnych PMI dla strefy euro ograniczą ewentualne wzrosty kursu.

Przecena walut rynków rozwijających się

Znacząca przecena rosyjskiej waluty (o prawie 2% w skali dziennej) w wyniku ponownej eskalacji konfliktu Rosja-Ukraina, ale również reakcji na wprowadzenie kolejnych sankcji przez USA i zapowiedź nowych przez Unię Europejską dała impuls do osłabienia walut krajów rynków rozwijających się. EURHUF po konsolidacji w przedziale 308,6-310,1 wzrósł krótkoterminowo do 311,6. Zmienność na czeskiej koronie była zdecydowanie mniejsza w porównaniu do forinta czy też złotego. Kurs EURCZK wahał się w wąskim przedziale 27,40-27,46, a wzrost awersji do ryzyka spowodował, że kurs zbliżył się do górnego ograniczenia tego pasma wahań.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem na Węgrzech będzie posiedzenie banku centralnego. Po zaskakującym odczycie inflacyjnym za czerwiec spodziewamy się kolejnej obniżki stóp procentowych (o 10 pb do 2,30%). Taka decyzja jest powszechnie oczekiwana i w naszej ocenie jest już zdyskontowana przez rynek, dlatego też reakcja forinta będzie raczej ograniczona.

Rynek stopy procentowej – Słabe dane z Polski i ze świata mogą pchnąć IRS niżej



FRA, IRS i rentowność długu w dół dzięki danym z kraju

▪ Od poprzedniego piątku tylko najkrótsza ze stawek WIBOR w segmencie 1-12 miesięcy uległa zmianie (spadła o 1 pb). FRA zanotowały wyraźne wzrosty po danych o inflacji, ale znacznie słabsze od oczekiwań odczyty o płacach i produkcji sprawiły, że w kolejnych dniach dłuższe FRA spadły o niemal 10 pb. Krótsze stawki – wyceniające już cięcie stóp o 25 pb za 3-6 miesięcy – zareagowały w mniejszej skali.

▪ Mimo, że inflacja nieznacznie wzrosła, to potencjał do ruchu w górę WIBOR-ów w najbliższych miesiącach pozostaje wg nas ograniczony. Po pierwsze, w miesiącach wakacyjnych wystąpi naszym zdaniem deflacja. Po drugie, ostatnia seria gorszych od prognoz danych z Polski osłabiła nieco nadzieję rynku, że kolejne kwartały przyniosą przyspieszenie tempa wzrostu PKB. Nieznacznie słabsze od konsensusu dane o sprzedaży detalicznej, których oczekujemy w tym tygodniu, mogą wyzwolić dalsze spadki FRA lub nawet lekkie obniżenie się WIBOR-ów.

▪ Krzywe obligacyjna oraz IRS wypłaszczyły się w minionym tygodniu. Wynikało to głównie z umocnienia tenorów 5 i 10 lat (o 2-6 pb) dzięki silnemu spadkowi rentowności niemieckich 10-letnich obligacji (przejściowo poniżej 1,14%, najniżej w historii). Co ciekawe, krótki koniec krzywych IRS i obligacyjnej przesunął się nieco w górę lub pozostał stabilny. Ruch miał miejsce po danych o inflacji i nie został zniwelowany po słabych odczytach płac oraz produkcji. Spread 2-10 spadł o prawie 10 pb dla obligacji i o 5 pb dla IRS.

Sprzedaż detaliczna w kraju i PMI za granicą kluczowe

▪ 5-letni IRS zbliża się stopniowo do 6-miesięcznego WIBOR-u i słabszy od konsensusu odczyt sprzedaży detalicznej może sprawić, że różnica pomiędzy tymi dwoma instrumentami zawęzi się jeszcze bardziej. Kolejne dane z kraju mogą jeszcze bardziej wzmocnić nadzieje na obniżki stóp NBP i sprawić, że krzywe IRS i obligacyjne przesuną się jeszcze w dół.

▪ Na globalnym rynku najciekawiej zapowiada się końcówka tego tygodnia, kiedy to opublikowane zostaną wstępne PMI i niemiecki indeks Ifo. PMI dla przemysłu strefy euro i Niemiec poruszają się w trendach spadkowych od początku roku i już niewiele im brakuje do poziomu 50 pkt będącego granicą między wzrostem i spadkiem aktywności. W zeszłym tygodniu dane o indeksie ZEW za lipiec pokazały dalsze pogorszenie nastrojów, co nie wróży dobrze dla PMI i Ifo (choć warto pamiętać, że badanie ZEW było przeprowadzone jeszcze przed finałem mundialu!). Jeżeli spadki indeksów koniunktury będą głębsze niż oczekuje rynek, to nasilić się mogą nadzieje na dalsze luzowanie polityki pieniężnej EBC, co może być dodatkowym – po danych z kraju – impulsem do spadku IRS i rentowności obligacji.

▪ Na ten tydzień zaplanowana jest ostatnia przed sierpniową przerwą aukcja obligacji. W pierwszym tygodniu lipca MinFin sprzedał nową 10-latkę, więc oczekujemy, że na czwartkowej aukcji zaofiarowany zostanie papier ze środka i/lub krótkiego końca krzywej (2-letni benchmark przebił w ostatnich dniach rekord z maja 2013). Oprócz dłuższej przerwy w emisji długu, wsparciem na najbliższej aukcji będą wg nas piątkowe (tj. w dniu rozliczenia aukcji) płatności kuponu od serii PS/DS/WZ oraz wykup OK0714 w łącznej kwocie 10,5 mld zł. Szacujemy, że tegoroczny deficyt budżetowy może być mniejszy nawet o ok. 15 mld zł od planu. Przy tym założeniu, Ministerstwo Finansów ma pokryte już prawie 100% tegorocznych potrzeb.

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