Bank Zachodni WBK
Grupa Santander

TYGODNIK EKONOMICZNY

11 – 17 sierpnia 2014

Podwyższona zmienność wywołana na koniec poprzedniego tygodnia utrzymywała się też w trakcie kolejnych sesji. Dynamiczne wahania były tym razem efektem kolejnych słabych danych z Europy (szczególnie z Niemiec oraz Włoch), dalszych pozytywnych niespodzianek z USA i wzrostu ryzyka geopolitycznego (wzajemne nałożenie sankcji przez Zachód i Rosję, zgoda prezydenta Obamy na interwencję USA w Iraku). W rezultacie, waluty z rynków wschodzących – w tym złoty – straciły dość wyraźnie na wartości, a zmiany polskich IRS i rentowności obligacji w trakcie sesji przekraczały 10 pb.

Kalendarz na najbliższe dni bogaty jest w istotne publikacje, więc wahania na rynku mogą pozostać znaczne. Niemiecki indeks ZEW zasugeruje czy lipcowe odbicie PMI dla przemysłu ma szanse być czymś więcej niż przejściowym wzrostem, a wstępne PKB pokażą jak głębokie było spowolnienie wzrostu w Europie w II kw. w stosunku do I kw. Oprócz czynników zagranicznych, wpływ na złotego i polski rynek stopy procentowej mogą mieć dane z kraju. Spodziewamy się, że odczyty wskazujące na deflację w lipcu i spadek tempa wzrostu PKB w II kw. wystarczą by podtrzymać rynkowe oczekiwania na obniżki stóp w Polsce jeszcze w tym roku. W ostatnich tygodniach widać było, że negatywny wpływ perspektywy luzowania polityki pieniężnej na złotego był neutralizowany napływem zagranicznego kapitału na polski rynek długu. Zależność ta utrzyma się wg nas w najbliższych dniach.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

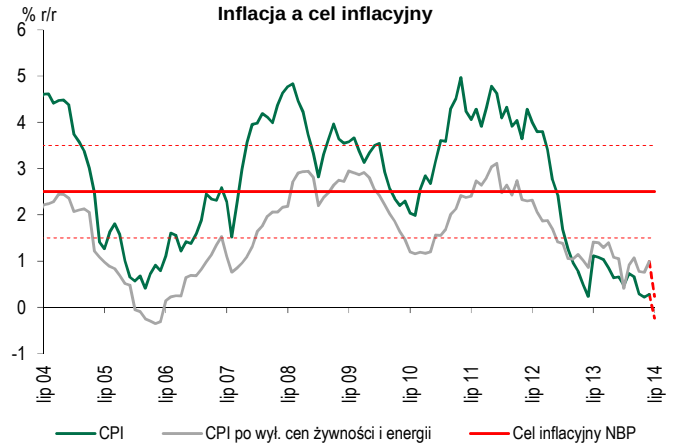
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
		PONIEDZIAŁEK (11 sierpnia)					
9:00	CZ	CPI	VII	% r/r	0,3	-	0,0
		WTOREK (12 sierpnia)					
9:00	HU	CPI	VIII	% r/r	-0,1	-	-0,3
11:00	DE	Indeks ZEW	VIII	pkt	57,0	-	61,8
		ŚRODA (13 sierpnia)					
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VI	% m/m	0,4	-	-1,1
14:00	**PL**	**CPI**	**VII**	**% r/r**	**-0,2**	**-0,2**	**0,3**
14:00	**PL**	**Eksport**	**VI**	**mln €**	**13 751**	**13 933**	**13 642**
14:00	**PL**	**Import**	**VI**	**mln €**	**13 387**	**13 332**	**13 467**
14:00	**PL**	**Saldo obrotów bieżących**	**VI**	**mln €**	**-249**	**-157**	**280**
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	VII	% m/m	0,4	-	0,4
		CZWARTEK (14 sierpnia)					
8:00	DE	Wstępny PKB	II kw.	% r/r	1,4	-	2,5
9:00	HU	Wstępny PKB	II kw.	% r/r	3,4	-	3,5
9:00	CZ	Wstępny PKB	II kw.	% r/r	3,0	-	2,9
10:00	**PL**	**Wstępny PKB**	**II kw.**	**% r/r**	**3,2**	**3,1**	**3,4**
11:00	EZ	Wstępny PKB	II kw.	% r/r	0,6	-	0,9
11:00	EZ	HICP	VII	% r/r	0,4	-	0,5
14:00	**PL**	**Inflacja bazowa**	**VII**	**% r/r**	**0,4**	**0,2**	**1,0**
14:00	**PL**	**Podaż pieniądza**	**VII**	**% r/r**	**5,5**	**5,7**	**5,2**
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	289
		PIĄTEK (15 sierpnia)					
	PL	**Dzień wolny**					
15:15	US	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	0,3	-	0,2
15:55	US	Wstępny Michigan	VIII	pkt	82,5	-	81,8

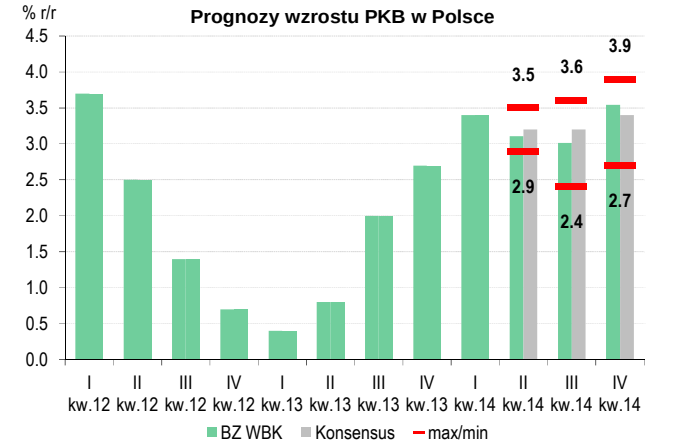
Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

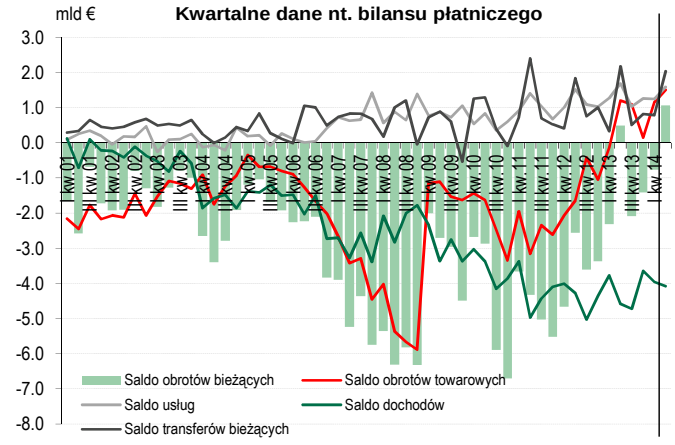
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:
ul. Marszałkowska 142. 00-061 Warszawa fax 22 586 83 40
email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: http://www.bzwbk.pl
Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88
Piotr Bielski 22 534 18 87
Agnieszka Decewicz 22 534 18 86
Marcin Luziński 22 534 18 85
Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:
Poznań 61 856 5814/30
Warszawa 22 586 8320/38
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Ważne dane z krajowej gospodarki







- Publikacja lipcowego wskaźnika inflacji CPI będzie bardzo istotna dla nastrojów rynkowych. Naszym zdaniem inflacja CPI w lipcu spadła poniżej zera, po raz pierwszy w historii. Nasza prognoza (-0,2% r/r) jest zgodna z oczekiwaniami rynkowymi. Spodziewamy się jednak, że będzie to zjawisko tylko tymczasowe (najprawdopodobniej dwumiesięczne, choć wprowadzenie przez Rosję embarga na polskie warzywa i owoce może nieco wydłużyć ten okres). Jeśli chodzi o inflację bazową po wyłączeniu cen żywności i energii, to również prognozujemy spadek, do 0,2% r/r z 1,0% r/r miesiąc wcześniej.
- Wstępne PKB za II kw., obok danych o inflacji CPI, będzie najbardziej wyczekiwanym odczytem spośród krajowych danych w tym tygodniu. Rozczarowujące dane makro (PMI, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna) w maju i czerwcu wskazują, że wzrost gospodarczy w II kw. spowolnił w porównaniu do I kw., ale naszym zdaniem utrzymał się nieco powyżej 3% r/r.
- Naszym zdaniem, pierwsze miesięczne dane w III kw. mogą okazać się ważniejsze dla perspektyw wzrostu, pokazując czy gospodarka zwalnia dalej czy też nie. Niedawne rozszerzenie sankcji gospodarczych i finansowych przeciwko Rosji przez UE i USA są głównymi czynnikami ryzyka dla ożywienia gospodarczego w Europie i w Polsce. Wciąż wierzymy, że spowolnienie aktywności gospodarczej w II kw. – III kw. 2014 będzie tymczasowe i w kolejnych kwartałach aktywność ekonomiczna będzie rozwijać się w niezłym tempie.
- Oczekujemy w czerwcu deficytu na rachunku obrotów bieżących, głównie za sprawą głębszego (w porównaniu do poprzednich miesięcy) deficytu na rachunku dochodów i znacząco mniejszej nadwyżki w transferach bieżących. Nasza prognoza deficytu n a poziomie 157 mln € jest poniżej średniej oczekiwań rynkowych (-249 mln €).
- Spodziewamy się utrzymania nadwyżki w handlu zagranicznym (szósty miesiąc z rzędu), głównie w wyniku wciąż silnej dynamiki eksportu (wzrost o 2,1% m/m i 9,1% r/r). W przypadku importu spodziewamy się spadku o 1% m/m, co oznacza jednak wzrost o 9,3% r/r (efekt niskiej bazy statystycznej z zeszłego roku).
- Jeśli nasze oczekiwania się zmaterializują, to w II kw. br. zanotujemy nadwyżkę na w wysokości nieco ponad 1 mld € (najlepszy wynik od momentu publikacji danych). Natomiast skumulowany za 12 miesięcy deficyt na rachunku obrotów bieżących obniży się do 0,8% PKB z ok. 1% PKB na koniec I kw.
- W lipcu spodziewamy się wzrostu podaży pieniądza M3 o 5,7% r/r (wobec wzrostu o 5,2% r/r w czerwcu). Po stronie głównych agregatów monetarnych spodziewamy się wzrostu depozytów o 6,4% r/r (nieco mocniej niż w poprzednich miesiącach). W naszej ocenie powinny też utrzymać się pozytywne tendencje po stronie czynników kreacji pieniądza. Prognozujemy wzrost kredytów ogółem o 5,8% r/r.

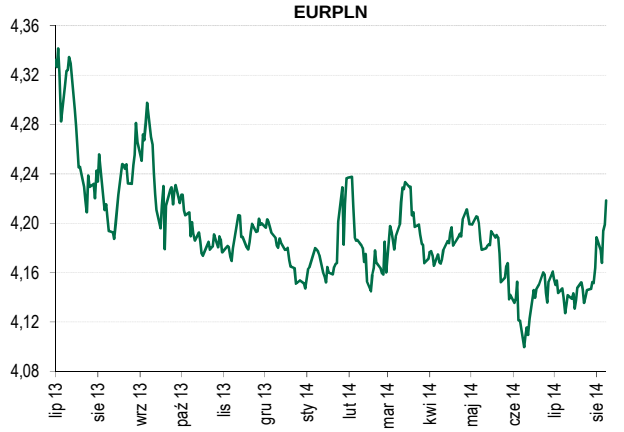
Cytat tygodnia – Czy sankcje wobec Rosji spowolnią wzrost PKB o 0,6pp?

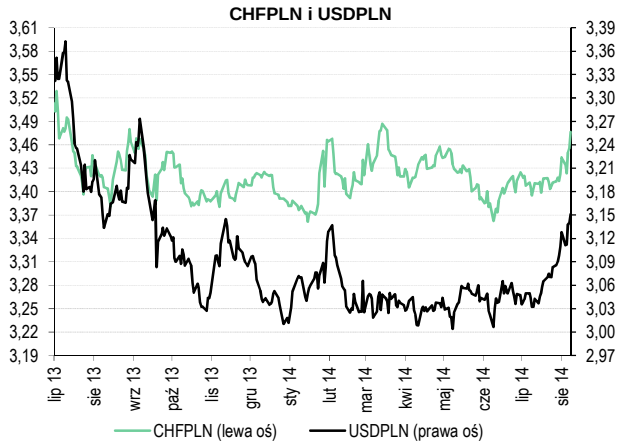
Janusz Piechociński, wicepremier i minister gospodarki, 1-5.08, PAP

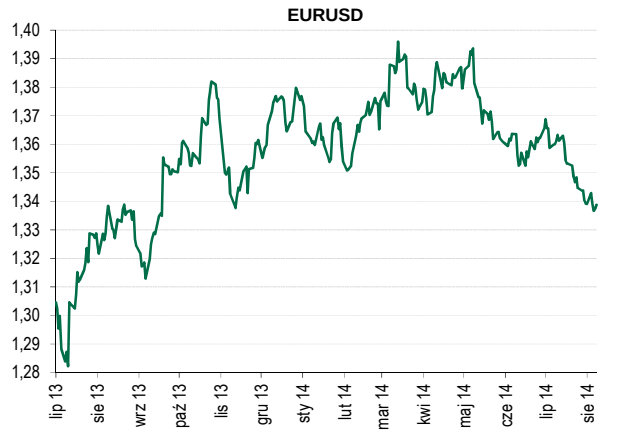
- Na pytanie "Rzeczpospolitej" jaki będzie koszt sankcji nałożonych na Rosję dla gospodarki Polski Piechociński powiedział: 0,6 proc. PKB do końca roku. Obecnie mamy spadek eksportu na rynek rosyjski o 7%, a na Ukrainę o 26-29%. Druga połowa roku utrwali trendy spadku i jeszcze je wzmocni.
- Gdyby nie sytuacja na Ukrainie wzrost PKB w Polsce wynosiłby w tym roku 3,5%, eksport sięgnąłby 170 mld USD, odnotowalibyśmy też nadwyżkę handlową. Miejmy świadomość, że spór wokół Ukrainy może spowodować, że nie będziemy mieli ożywienia gospodarczego w Europie.

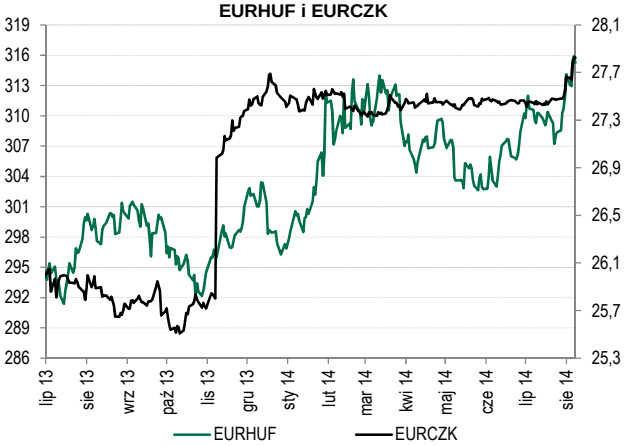
Ekonomiczne skutki nałożonych na Rosję kolejnych sankcji przez USA i UE i wprowadzenia przez Rosję embarga na polskie owoce i warzywa są trudne do oszacowania. Dane o handlu zagranicznym po pięciu miesiącach wskazują, że do tej pory słabość handlu z Rosją i Ukrainą jest łagodzona lepszym wynikiem eksportu do strefy euro (wzrost o nieco ponad 11% r/r). Przyjmując do wyliczeń prognozy Ministerstwa Gospodarki odnośnie spadku eksportu do Rosji i na Ukrainę (odpowiednio o 20% r/r i 40% r/r), szacujemy, że w tym roku spowolnienie PKB z tytułu sankcji może wynieść 0,4-0,6 pp, podczas gdy w przyszłym roku może to być 0,65-1,15 pp. Nasza prognoza wzrostu PKB na 2014 (3,3% r/r) tylko częściowo uwzględnia wpływ sankcji. Dane o PKB za II kw. mogą być czynnikiem, który skłoni nas do rewizji wzrostu PKB w tym i w przyszłym roku, jeśli będą one znacząco odbiegać od naszej prognozy.

Rynek walutowy – Geopolityka i dane kluczowe









Złoty znowu pod presją czynników zewnętrznych

- Ostatnie pięć sesji stało pod znakiem dalszego gwałtownego osłabienia złotego. Krajowa waluta zanotowała deprecjację już drugi tydzień z rzędu do euro, franka i funta i już czwarty do dolara. Kurs EURPLN przebił 4,22, CHFPLN 3,48, natomiast GBPPLN 5,31 (najwyżej od września 2012). Wciąż największą presję na złotego wywierało rosnące z każdym dniem napięcie geopolityczne (Ukraina, Irak). Na koniec tygodnia EURPLN spadł szybko do 4,19, na rynku był podobno aktywny BGK.
- Od kiedy w czerwcu EBC obciął stopy procentowe i EURPLN osiągnął dzięki temu 4,09 (najniżej od kwietnia 2013), kurs jest w trendzie wzrostowym. Złoty jest piątą najsłabszą walutą z rynków rozwijających się (ustępuje jedynie ukraińskiej hrywnie, rublowi, forintowi oraz chilijskiemu peso).
- Najbliższe dni również mogą upłynąć pod znakiem znacznych zmian. W Europie poznamy szereg ważnych danych – indeks ZEW dla Niemiec i wstępne odczyty PKB dla państw Starego Kontynentu. Rynek liczy się z tym, że kwartalne dane pokażą spowolnienie w stosunku do I kw. i kluczowa będzie jego skala. Komunikat z ostatniego posiedzenia EBC wskazał, że prace nad programem skupu aktywów stały się intensywniejsze. W naszej ocenie, nawet jeżeli najbliższe publikacje rozczarują, to wiara w zapewnienie niezbędnego wsparcia przez EBC i inne banki centralne może sprawić, że nastrój rynku nie ulegnie znacznemu pogorszeniu. Nieco bardziej gołębia retoryka EBC z ostatniego posiedzenia jest więc szansą dla krajowej waluty na odrobienie przynajmniej części strat. Wpływ na sytuację na rynku może mieć też perspektywa wejścia na rynek BGK, w przypadku dalszej deprecjacji złotego. Pewnym wsparciem dla złotego mogłyby być także dane o saldzie obrotów bieżących (w naszej ocenie czerwcowy deficyt był niższy niż oczekuje tego rynek), ale wydaje się, że kluczowe pozostaną wydarzenia zagraniczne z sytuacją geopolityczną na czele. Ważne poziomy dla EURPLN to opór na 4,23 i wsparcie na 4,16.

EURUSD stosunkowo stabilny

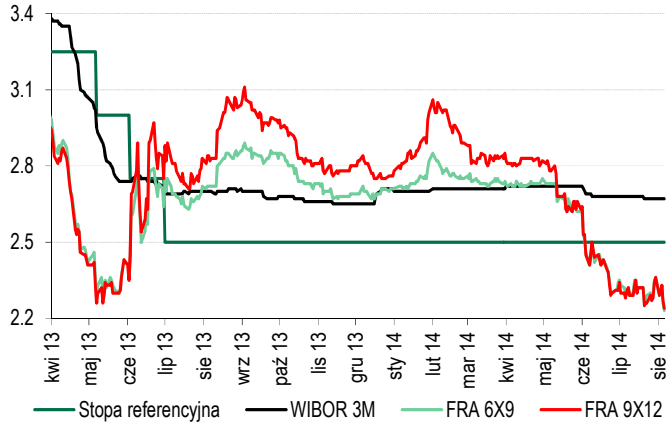
- Gdy na globalnym rynku indeksy giełdowe notowały solidne spadki, 10-letnie obligacje Niemiec osiągały rekordowe poziomy a waluty państw rozwijających się gwałtownie traciły na wartości, EURUSD pozostawał stosunkowo stabilny. Euro straciło co prawda nieco do dolara (EURUSD osiągnął 1,333, najniższy poziom od listopada 2013), ale dynamika zmian była niewielka. Za deprecjacją wspólnej waluty stały głównie słabe dane z Niemiec i retoryka EBC. W komunikacie zaznaczono, że bank intensywniej pracuje nad programem skupu obligacji i że polityka pieniężna w strefie euro i USA będzie zapewne podążać w przeciwnym kierunku przez najbliższe kilka lat.
- Kurs nie reagował zbyt mocno na pogorszenie nastrojów na Ukrainie czy Bliskim Wschodzie. Jeżeli dane z Europy będą słabsze od prognoz, wzmocnić mogą się nadzieje na działania EBC – szczególnie w kontekście ostatnich sugestii o intensywniejszych pracach nad programem QE – co może mieć negatywny wpływ na notowania euro do dolara.

Tracą forint, rubel a nawet korona

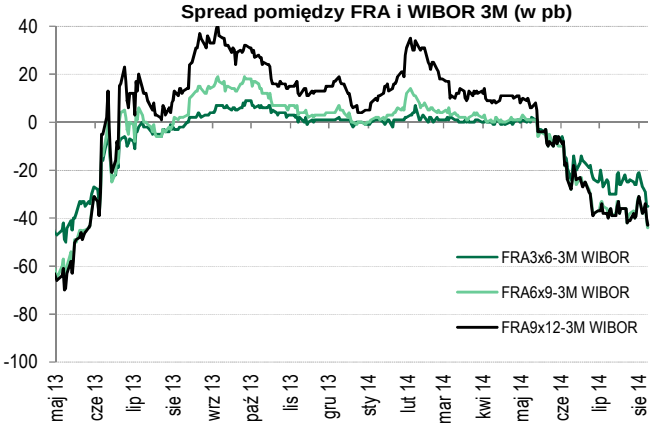
- Dynamiczne osłabienie odnotowano też w przypadku forinta, rubla, a nawet czeskiej korony. EURHUF wzrósł z 312,5 do tuż powyżej 317, a USDRUB osiągnął 36,55 (najwyżej od marca i tylko nieznacznie poniżej najwyższego poziomu w historii na 36,73). Korona zaczęła już lekko tracić w zeszłym tygodniu, a ostatnie dni przyniosły wzrost EURCZK nieznacznie powyżej 28,0 (najwyżej od marca 2009). Do tej pory, EURCZK wahał się wokół 27,4 od kiedy w listopadzie 2013 czeski bank centralny wprowadził dolną granicę dla kursu na 27,0.
- W tym tygodniu poznamy dane o lipcowej inflacji w Czechach oraz na Węgrzech. Wydaje się jednak, iż kluczowe dla forinta, korony i rubla będą nastroje w regionie związane z sytuacją na Ukrainie.

Rynek stopy procentowej – Duża zmienność na rynku utrzyma się

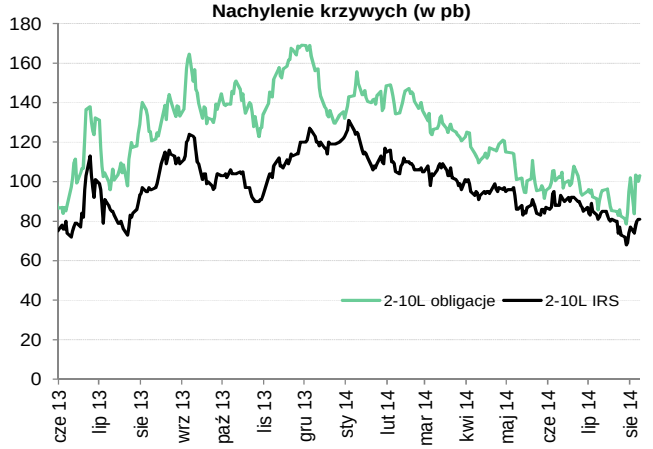
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



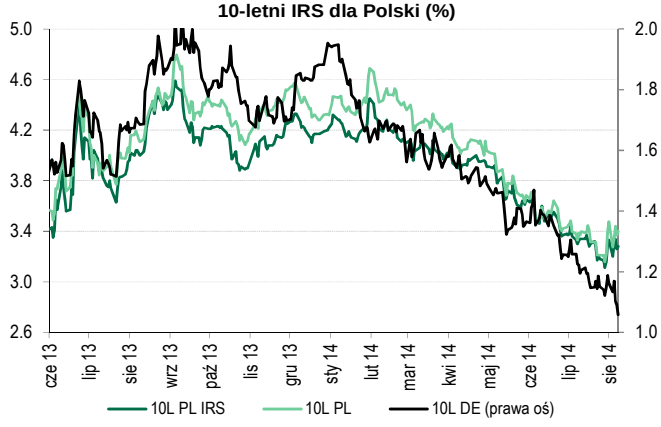
Spread pomiędzy FRA i WIBOR 3M (w pb)



Nachylenie krzywych (w pb)



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



WIBORy stabilne …

- W minionym tygodniu stawki WIBOR pozostały stabilne, podczas gdy stawki FRA „falowały" w ślad za zmianami na rynku IRS i obligacji. Oczekiwania na obniżki stóp procentowych w tym roku utrwaliły się, a co więcej, rynek dyskontuje głębszy niż wcześniej oczekiwał spadek WIBOR 3M w perspektywie 3 miesięcy (FRA3x6 blisko 2,30% wobec 2,46% na zamknięciu poprzedniego tygodnia).
- Przed nami tydzień obfitujący w publikacje krajowych danych, w tym lipcowej inflacji CPI i wstępnego PKB za II kw. Uważamy, że w bieżącej wycenie FRA jest już uwzględniona deflacja w miesiącach letnich (w tym w lipcu) oraz spowolnienie wzrostu PKB w II kw. (co jest powszechnie oczekiwane). Dlatego też tylko znaczne odchylenie faktycznych danych od konsensus może wywołać większą reakcję rynku. Pod koniec tygodnia należy oczekiwać spadku aktywności krajowych inwestorów ze względu na długi weekend (w piątek krajowy rynek jest zamknięty ze względu na święto).

… duża zmienność na obligacjach i IRS

- Miniony tydzień charakteryzował się dużą zmiennością na krajowym rynku stopy procentowej. Na początku tygodnia nastąpiło silne odreagowanie IRS i obligacji po gwałtownym osłabieniu na przełomie lipca i sierpnia. W kolejnych dniach zmiany na środku i długim końcu krzywej w czasie sesji przekraczały nieco 10 pb, podczas gdy krótki koniec krzywych pozostał względnie stabilny. Oczekiwania na poluzowanie polityki pieniężnej przez RPP w dalszej części roku zakotwiczyły krótkie końce krzywych blisko bieżących poziomów. W efekcie po znacznym spłaszczeniu krzywych na otwarciu tygodnia, w kolejnych dniach spread 2-10L pozostawał powyżej 100 pb dla obligacji i 80 pb dla IRS.
- Czynnikiem, który dość istotnie wpływał na wycenę krajowego długu i IRS było zachowanie się niemieckich obligacji. Podwyższone ryzyko geopolityczne powodowało, że niemiecki dług wciąż cieszył się dużym zainteresowaniem inwestorów, co doprowadziło do spadku rentowności 10-latki do prawie 1% na zamknięcie tygodnia (najniżej w historii). Z drugiej strony słabsze odczyty danych makro z peryferii strefy euro (głównie Włoch) dały impuls do dość znaczącej korekty – rentowność włoskiej 10-latki wzrosła powyżej 2,70%, a hiszpańska do 2,50% (w obu przypadkach najwyżej od połowy lipca).

Nastroje pod wpływem danych makro i rynków bazowych

- W tym tygodniu oczekujemy, że wysoka zmienność na rynku utrzyma się głównie na środku i długim końcu krzywych ze względu na wciąż duże ryzyko geopolityczne. Sądzimy, że po słabszym zakończeniu minionego tygodnia, początek nowego po raz kolejny powinien przynieść odreagowanie na obu krajowych krzywych. O sile odreagowania zadecyduje sytuacja na rynkach bazowych; warto pamiętać, że zarówno IRS, jak i obligacje są silnie pozytywnie skorelowane z niemieckimi 10-latkami. W związku z tym każde sygnały zmniejszenia ryzyka geopolitycznego mogą doprowadzić do korekty na niemieckich obligacjach (po ostatnim silnym umocnieniu), choć nie spodziewamy się, aby było ono długotrwałe.
- Przed długim weekendem w centrum uwagi znajdą się publikacje krajowych danych makro (głównie inflacja i PKB). W naszej ocenie dane te nie powinny wpłynąć na zmianę oczekiwań rynkowych odnośnie przyszłej polityki monetarnej (spadek inflacji CPI poniżej zera, spowolnienie wzrost PKB jest już w cenach), zakotwiczając jeszcze mocniej krótki koniec blisko bieżącego poziomu. Umocnienie oczekiwań na obniżki stóp może ponownie uaktywnić popyt ze strony zagranicznych inwestorów (ich popyt głównie skupia się na środku i długim końcu krzywej), co mogłoby skutkować zawężeniem spreadu 2-10L.

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