

# Tygodnik ekonomiczny

11 – 17 czerwca 2012

Zdecydowanie słabsze od oczekiwań miesięczne dane z rynku pracy USA opublikowane na koniec poprzedniego tygodnia wywołały tylko chwilowe pogorszenie globalnych nastrojów. Dość szybko na rynku pojawił się optymizm, wspierany głównie przez nadzieje, że w obliczu słabnącej gospodarki szef Fed Ben Bernanke ogłosi, podczas swojego przemówienia w Kongresie, dalsze wsparcie dla gospodarki ze strony polityki pieniężnej. Inwestorzy liczyli też, że EBC zapowie gotowość do tego, aby podjąć konkretne działania w celu wsparcia systemu bankowego i zadeklaruje pomoc w rozwiązaniu kryzysu w strefie euro. Oba banki jednak rozczarowały, co przestroniło obniżkę stóp procentowych w Chinach i propozycję utworzenia unii banków w Europie. Dodatkowo, Fitch obniżył rating Hiszpanii do BBB z A (tylko dwa poziomy powyżej oceny „śmieciowej”), co skierowało ponownie uwagę rynku na kłopoty czwartej, największej gospodarki strefy euro. Poza tym, w piątek na rynku pojawiły się nieoficjalne doniesienia, że w weekend Hiszpania poprosi oficjalnie o pomoc dla swoich banków. W wyniku pogorszenia globalnych nastrojów, na koniec tygodnia kurs EURPLN wzrósł do 4,30 z 4,23, osiągniętego w czwartek przy zamkniętym krajowym rynku.

Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będą wybory parlamentarne w Grecji; znaczącego przełożenia na nastroje inwestorów spodziewamy się jednak w drugiej połowie tygodnia. Wcześniej ich uwaga skoncentruje się na sytuacji w Hiszpanii, szczególnie jeśli potwierdzi się piątkowa plotka i kraj ten faktycznie poprosi o pomoc. Poza tym, inwestorzy będą interpretowali napływające dane z amerykańskiej gospodarki w kontekście ostatnich wypowiedzi Bernanke, który stwierdził, że zanim Fed zdecyduje się na dodatkowe działania musi lepiej ocenić jej stan, co może mieć duży wpływ na rynek walutowy. Kurs EURPLN pozostaje pod wpływem notowań EURUSD i w tym tygodniu skutki tej zależności mogą być jeszcze bardziej widoczne. Nasza prognoza majowej inflacji jest poniżej rynku i jej materializacja, naszym zdaniem, będzie miała pozytywny wpływ na krótki koniec krzywej rentowności.

W tym tygodniu drugi mecz na EURO2012 rozegrają polscy piłkarze, którzy zmierzą się z Rosją. W momencie publikacji tego raportu nie wiemy jeszcze czy będzie to „mecz o wszystko” czy też będziemy do niego przystępować jako liderzy grupy, na co wskazywały nasze typy z poprzedniego tygodnia.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (11 czerwca)</b>							
18:00	UA	Mecz EURO2012 Francja – Anglia			-	1:2	
<b>WTOREK (12 czerwca)</b>							
14:30	US	Ceny importu	V	% m/m	-1,0	-	-0,5
18:00	PL	Mecz EURO2012 Grecja – Czechy			-	0:0	-
20:45	PL	Mecz EURO2012 Polska – Rosja			-	0:0	-
<b>ŚRODA (13 czerwca)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	IV	% r/r	-2,3	-	-2,2
14:00	PL	CPI	V	% r/r	3,9	3,7	4,0
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	V	% m/m	0,2	-	0,1
<b>CZWARTEK (14 czerwca)</b>							
11:00	PL	Aukcja zamiany obligacji					
11:00	EZ	HICP	V	% r/r	2,4	-	2,4
14:00	PL	Podaż pieniądza	V	% r/r	10,2	10,3	10,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	377
14:30	US	Bazowy CPI	V	% m/m	0,2	-	0,2
<b>PIĄTEK (15 czerwca)</b>							
14:00	PL	Eksport	IV	mln €	12 011	11 895	12 903
14:00	PL	Import	IV	mln €	12 711	12 681	13 302
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IV	mln €	-924	-1 048	-228
14:30	US	Indeks NY Fed	VI	pkt	15,0	-	17,09
15:15	US	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	0,3	-	1,1
15:15	US	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	V	%	79,2	-	79,2
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	VI	pkt	-	-	79,3

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet

**Maciej Reluga**

Główny Ekonomista 22 586 8363

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

**Piotr Bielski**

Starszy Ekonomista 22 586 8333

**Marcin Sulewski** Analityk

22 586 8342

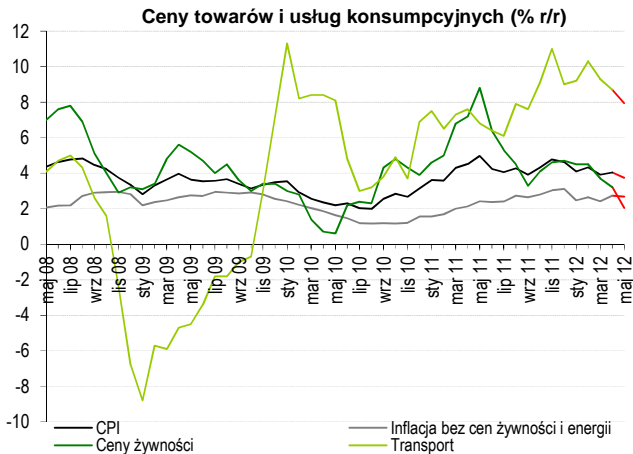
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luziński** Analityk

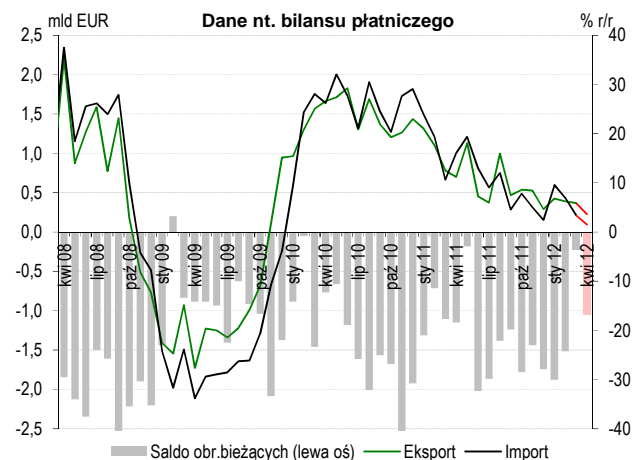
22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Inflacja znowu (chwilowo) niżej, kredyty i handel zagraniczny wolniej



▪ Spodziewamy się, że w maju inflacja CPI spadła do 3,7% r/r z 4,0% r/r w kwietniu, na co wpływ miała wysoka baza z maja zeszłego roku, stabilizacja wzrostu cen żywności (głównie pod wpływem obniżek cen jaj po ich mocnym wzroście w marcu i kwietniu wskutek wprowadzenia nowych regulacji unijnych) oraz spadek cen paliw. Warto jednak podkreślić, że prognozy rynkowe wahają się w przedziale 3,7-4,1%, a konsensus wskazuje 3,9%, co oddaje skalę niepewności co do majowego odczytu. Odczyt zgodny z naszą prognozą może wesprzeć krótki koniec krzywej rentowności.

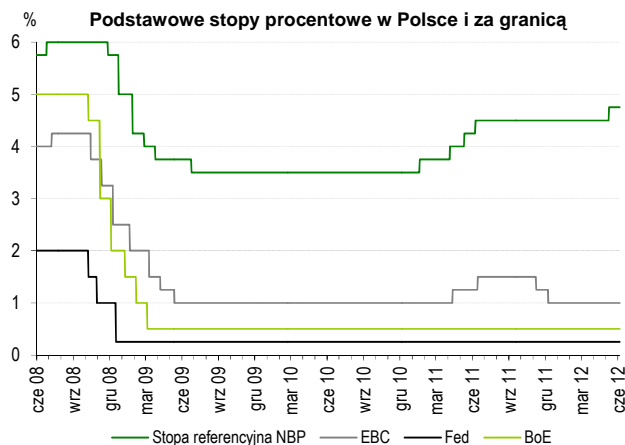
▪ Naszym zdaniem majowe dane będą neutralne dla RPP, a spadek inflacji poniżej 4% będzie chwilowy i w kolejnych miesiącach wzrost cen znowu będzie mocniejszy (m. in. ze względu na Euro2012). Bardziej zdecydowanego spadku inflacji spodziewamy się dopiero na koniec roku (do ok. 3%).



▪ Kwietniowe dane o bilansie płatniczym pokażą naszym zdaniem dalsze spowolnienie eksportu i importu pod wpływem słabnącej aktywności gospodarczej w kraju i w Europie. Deficyt na rachunku bieżącym powinien się rozszerzyć, głównie pod wpływem większego deficytu handlowego oraz mniejszego napływu transferów bieżących z Unii Europejskiej. Słabe dane o eksporcie niemieckim stanowią pewne ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu polskiego eksportu (3,5% r/r).

▪ Roczny wzrost podaży pieniądza M3 pozostanie bez zmian w maju. Spodziewamy się, że dane pokażą dalszy spadek dynamiki kredytów (po korekcie kursowej). Kredyty dla gospodarstw domowych już w kwietniu rosną najwolniej od 2003 r., a dynamika wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw wyraźnie spowolniła.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Rada czeka na nowe projekcje



▪ RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian w czerwcu, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 4,75%, zgodnie z oczekiwaniami. RPP spodziewa się, że w średnim okresie inflacja będzie ograniczana przez spowolnienie wzrostu gospodarczego i dokonane już podwyżki stóp. Ocenę zasadności ponownego dostosowania stóp procentowych mają wg Rady umożliwić kolejne napływające dane i lipcowa projekcja makroekonomiczna NBP. W komunikacie nie było jasnej sugestii nt. możliwych szybkich podwyżek stóp, co wskazuje, że w lipcu również szanse na zacieśnienie polityki pieniężnej nie są zbyt duże.

▪ EBC nie zmienił stóp procentowych na czerwcowym posiedzeniu. Ani europejski, ani amerykański bank centralny nie zasugerowały dalszego wspomaganie gospodarki, co rozczarowało rynki finansowe.

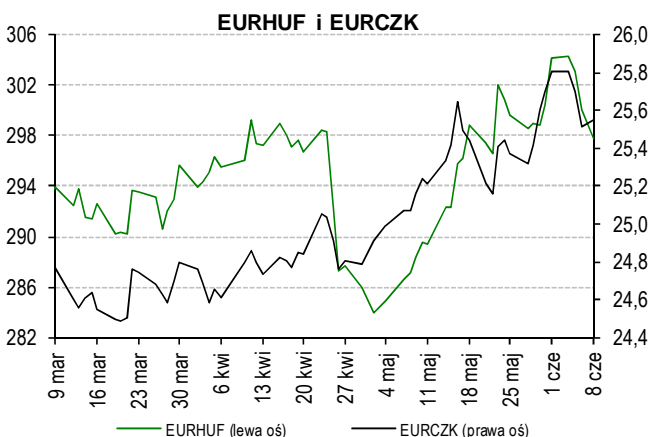
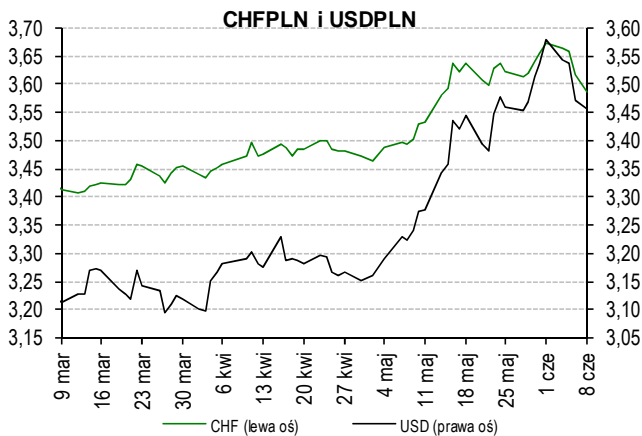
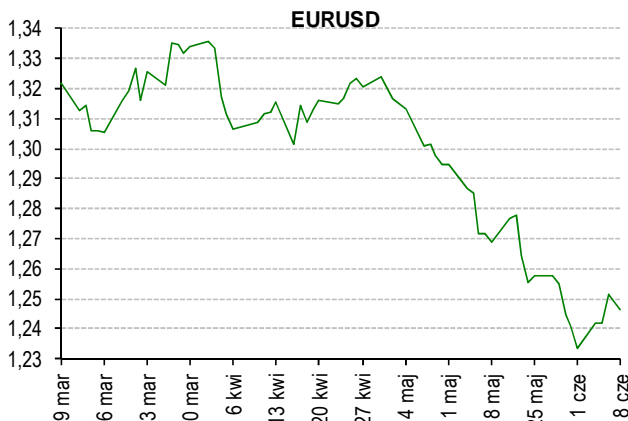
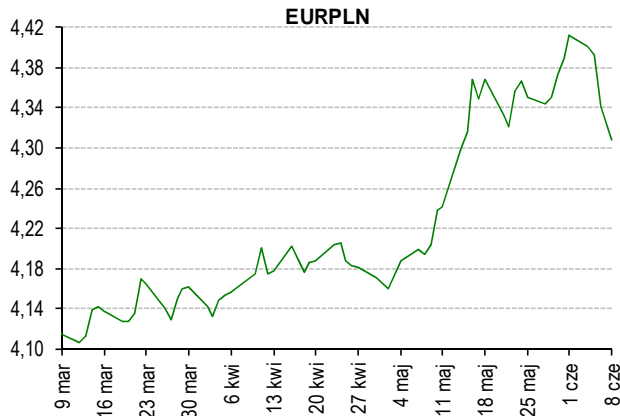
## Cytat tygodnia – Czy wzrośnie konsumpcja szampana?

**Marek Belka, prezes NBP, 6 czerwca, konferencja prasowa**

Myslę, że większy wpływ na inflację będzie miało zwycięstwo Polski w EURO2012 i wzmożona konsumpcja szampana.

Na konferencji prasowej po czerwcowym posiedzeniu Rady, Marek Belka zapytany o możliwy wpływ EURO2012 na gospodarkę i inflację, przede wszystkim wyraził nadzieję, że wzrośnie konsumpcja szampana. Oczywiście po sukcesie polskiej reprezentacji. Też mamy taką nadzieję. A co do wpływu mistrzostw na inflację, jakkolwiek on będzie (naszym zdaniem dość znacząco wzrosnąć mogą ceny hoteli w miastach-gospodarzach EURO2012), to będzie miał charakter przejściowy i nie powinien spędzać snu z powiek bankierom centralnym.

## Rynek walutowy – Wybory w Grecji i dane z USA nadadzą kierunek złotemu



### Znaczne umocnienie złotego

W minionym tygodniu krajowa waluta zanotowała wyraźne umocnienie w stosunku do głównych walut. Było to możliwe dzięki pojawieniu się nadziei na działania ze strony Fed po bardzo słabych piątkowych danych z rynku pracy USA oraz pozytywnych informacjach napływających ze strefy euro ws. rozwiązywania kryzysu zadłużeniowego. Trend aprecjacyjny złotego wyraźnie przyspieszył w czwartek, kiedy to rynek w Polsce był zamknięty. Na koniec tygodnia część zysków zanotowanych w poprzednich dniach została zniwelowana. Na rynku zaczęło bowiem dominować rozczarowanie tym, że Ben Bernanke nie zapowiedział kolejnej rundy stymulacji gospodarki USA, a dzień wcześniej EBC nie dał nadziei na kolejną rundę LTRO. Z tego powodu EURPLN odbił z 4,23 do 4,30 na koniec tygodnia.

Wyraźny trend spadkowy dominował również na rynku USDPLN. Kurs spadał, dzięki mniejszym obawom o strefę euro (które pchnęły w górę EURUSD), tymczasowo do 3,36, a więc aż 24 grosze poniżej szczytu z początku miesiąca.

Notowania EURPLN pozostają bardzo zależne od tego, co dzieje się na rynku EURUSD i w tym tygodniu skutki tej relacji mogą być jeszcze bardziej widoczne. Uwaga rynku skupi się bowiem zarówno na wyborach w Grecji, jak i na danych z USA, których interpretacja może bardzo wyraźnie wpłynąć na ocenę szans na QE3 za oceanem. Kluczowe poziomy dla EURPLN na ten tydzień to 4,26 i 4,32 (kolejny opór to 4,35).

### Spore wahania EURUSD

Od początku minionego tygodnia euro zyskiwało do dolara dzięki nadziejom na zrobienie kroku w kierunku rozwiązania kryzysu zadłużeniowego strefy euro oraz oczekiwaniom, że Ben Bernanke zapowie trzecią rundę stymulacji gospodarki USA. W konsekwencji kurs EURUSD osiągnął 1,2625. Na koniec tygodnia nastąpiła jednak korekta do 1,248, bowiem przemówienie szefa Fed przed amerykańskim Kongresem rozczarowało inwestorów.

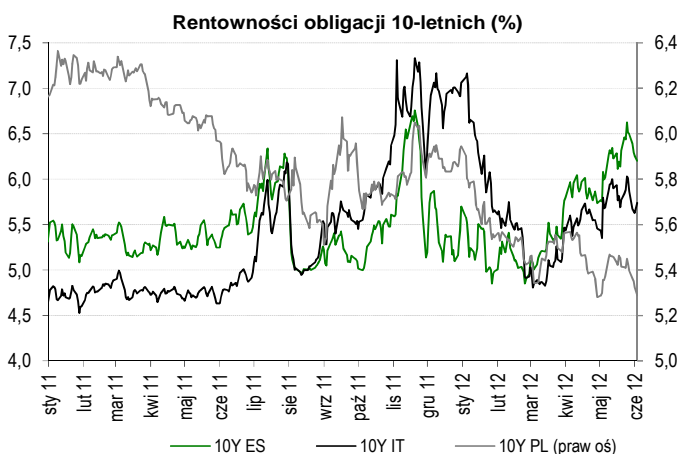
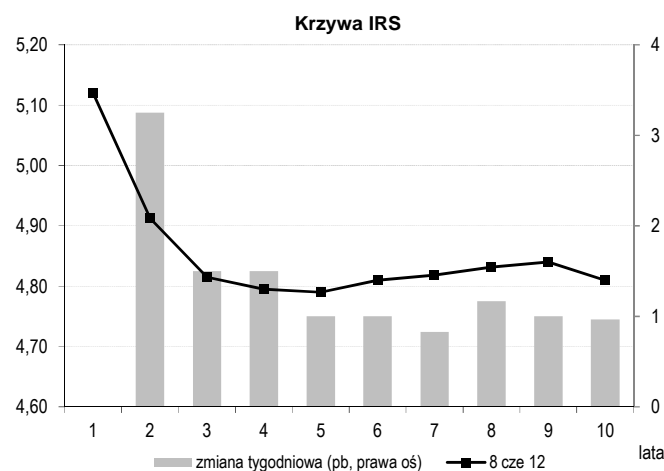
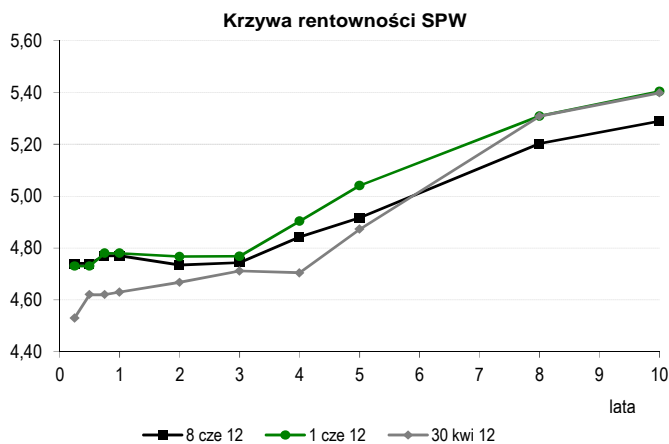
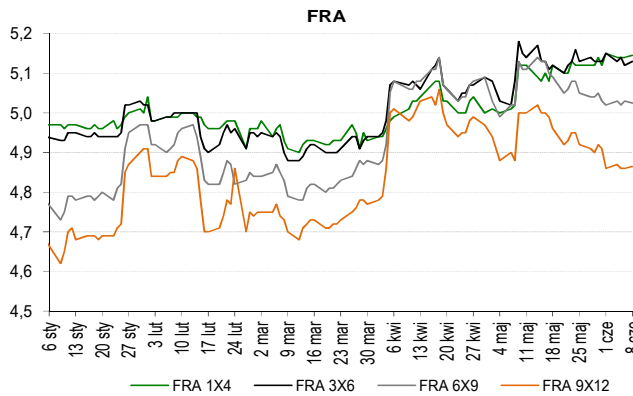
W tym tygodniu opublikowany zostanie szereg danych z USA i w kontekście ostatniego przemówienia prezesa Fed mogą mieć one duży wpływ na notowania kursu EURUSD. Jeśli dane te będą lepsze od oczekiwań, to wówczas jest ryzyko, że korekta zapoczątkowana pod koniec tygodnia będzie dalej trwała w wyniku ograniczenia oczekiwań na QE3 w USA. Ten tydzień będzie ostatnim przed wyborami w Grecji i im bliżej końca tygodnia tym większy wpływ na rynek FX będą miały nadzieje lub obawy związane z ich wynikami. Z tych powodów zmienność kursu EURUSD pozostanie wysoka i fakt, że mecze EURO2012 rozgrywane są po zakończeniu europejskiej sesji nie ograniczy aktywności inwestorów.

Momentami bardzo dynamiczne wzrosty kursu EURUSD z minionego tygodnia sugerowały, że aprecjacja euro była w pewnym stopniu związana z zamykaniem krótkich pozycji w tej walucie. Można więc podejrzewać, że potencjał kursu EURUSD do dalszych spadków jest nieco większy niż na koniec poprzedniego tygodnia, kiedy to liczba sprzedanych kontraktów na euro była największa w historii (230 tys.).

### Forint i korona w takt zmian globalnego nastroju

Notowania forinta i korony przebiegały podobnie do tego, co działo się na krajowym rynku walutowym. Dzięki temu, że przez większą część tygodnia na rynku panował dobry nastrój, EURHUF spadł do 293 z 305, a EURCZK do 25,1 z 28,5. W piątek, podobnie jak w przypadku EURPLN, oba kursy wzrosły do odpowiednio 296 i 25,6.

## Rynek stopy procentowej – Rynek obligacji pozostaje silny, oczekiwania na CPI i wybory w Grecji



### Stawki rynku pieniężnego stabilne

Miniony, krótszy tydzień na rynku pieniężnym nie przyniósł większych zmian. Stawki WIBOR pozostały relatywnie stabilne; WIBOR 3M wzrósł o 1pb do 5,12%. Nieznaczne zmiany zaszyły również na rynku FRA. Decyzja RPP była zgodna z oczekiwaniami. Mimo, iż Rada była bardziej ostrożna w formułowaniu swoich oczekiwań co do przyszłych decyzji odnośnie stóp procentowych, to rynek nie zareagował. Można to wiązać z tym, że już wcześniej inwestorzy uznali mającą podwyżkę stóp za jednorazową, rozpoczynając dyskontowanie poluzowania w polityce monetarnej w perspektywie trzech kwartałów. Wskazują na to notowania FRA 9x12 na poziomie 4,86% (bez zmian w skali tygodnia).

W tym tygodniu kluczowe dla nastrojów rynkowych będą dane inflacyjne (13.06). Materializacja naszego scenariusza (inflacja CPI na poziomie 3,7% r/r) powinna wesprzeć rynek FRA. W naszej ocenie potencjał do spadków jest jednak ograniczony, gdyż ryzyko kolejnej podwyżki stóp istnieje (lipcowa projekcja inflacji i PKB mogą dostarczyć dla RPP dodatkowych argumentów).

### Znaczące umocnienie na długim końcu krzywej

Początek nowego miesiąca przyniósł znaczące umocnienie na środku i długim końcu krzywej rentowności. Podobnie jak miesiąc wcześniej, przy niskiej płynności rentowność obligacji 5-letnich zbliżyła się do istotnego wsparcia na 4,90%, a 10-letnich do 5,30%. Wsparciem dla rynku był wzrost apetytu na ryzyko. Krótki koniec krzywej zachowywał się nieco bardziej stabilnie. W skali tygodnia krzywa rentowności przesunęła się w dół o 1-12pb, w tym największy spadek dotyczył sektora 5 lat.

Rynek IRS, w przeciwieństwie do rynku obligacji, zachowywał się bardzo stabilnie. IRS 10Y oscylował wokół 4,80%. Krzywa IRS pozostaje relatywnie płaska, ze spreadem 2-10Y na poziomie -8pb. Natomiast w wyniku spadku rentowności obligacji asset swap spread zawężył się dla wszystkich sektorów, w tym dla 5-letniego osiągnęły najniższy poziom od połowy maja.

### Inflacja CPI i wybory w Grecji kluczowe dla rynków

Przed nami interesujący tydzień: publikacja pierwszych danych makroekonomicznych, w tym najważniejszych danych inflacyjnych oraz wybory parlamentarne w Grecji oraz we Francji. Spadek inflacji w maju do 3,7% r/r powinien wesprzeć krótki koniec krzywej; nie wykluczamy, że 2-letni benchmark przetestuje wsparcie na 4,70%. Dane inflacyjne mogą również stanowić wsparcie dla 5-letniego sektora. Wsparcie na 4,90% może być testowane.

Długi koniec krzywej pozostanie pod wpływem czynników globalnych – głównie wybory w Grecji i Francji oraz napływ informacji z Hiszpanii. Wzrost niepewności, w szczególności w drugiej połowie tygodnia może wygenerować impuls do realizacji zysków po ostatnim dość znaczącym umocnieniu. W naszej ocenie poziom 5,30% powinien efektywnie zatrzymać trend spadkowy rentowności 10-latk.

Na rynku IRS nie spodziewamy się znaczących zmian. Obecnie 4,80% jest kluczowym wsparciem dla 10Y IRS. Do jego przełamania niezbędne są dodatkowe czynniki (np. spadek inflacji CPI), które wygenerowałyby impuls do testów tego poziomu.

---

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., Pion Skarbu, Zespół Głównego Ekonomisty, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl