

# Tygodnik ekonomiczny

9 – 15 lipca 2012

Optymizm związany z unijnym szczytem uległ w minionym tygodniu lekkiemu ograniczeniu. Przyczyniły się do tego wypowiedzi przedstawicieli Holandii oraz Finlandii, które wprowadziły wątpliwości odnośnie możliwości wykorzystania ESM do kupowania obligacji zagrożonych państw na rynku wtórnym w celu ograniczenia ich kosztów finansowania. Spowodowało to wzrost niepewności odnośnie tego czy ustalenia z ostatniego szczytu UE zostaną zaimplementowane oraz czy w rezultacie faktycznie zostanie zrobiony krok w celu opanowania sytuacji w strefie euro. EBC zgodnie z oczekiwaniami obniżył główną stopę o 25 pb, do najniższego poziomu w historii (0,75%). Dodatkowo, do 0,0% z 0,25% obniżono stopę depozytową, co nie było tak powszechnie spodziewane. W reakcji na tę decyzję kurs EURUSD gwałtownie spadł. Z kolei krajowa waluta chwilowo wyraźnie zyskała dzięki oczekiwaniom, że w wyniku obniżenia stopy depozytowej banki w Europie będą bardziej skłonne do lokowania środków m.in. w krajowe aktywa. Polskie obligacje nie skorzystały ze wzrostu popytu na ryzykowne aktywa z powodu dużej podaży na aukcji zamiany. Jednak powiew optymizmu na polskim rynku walutowym związany z decyzją EBC był krótkotrwały. Na konferencji prasowej Mario Draghi powiedział, że ryzyka dla wzrostu, jakie były wskazywane w poprzednich miesiącach, materializują się i że trzeba jeszcze poczekać na ocenę skutków dwóch LTRO. Zostało to przez rynek odczytane jako zmniejszenie szans, że wkrótce pojawią się kolejne długoterminowe pożyczki. Słabsze od oczekiwań miesięczne dane z rynku pracy USA również przyczyniły się do tego, że tydzień kończył się w słabych nastrojach.

Obniżone stopy procentowe w strefie euro zaczną obowiązywać od środy. Ciekawie mogą się prezentować dane EBC o tym jak dużo środków zostało tego dnia wpłacone przez banki na jednodniowe depozyty. W ostatnich tygodniach kwota ta była bliska 800 mld €. Tymczasem za oceanem sezon publikacji kwartalnych wyników spółek otworzy oficjalnie koncern Alcoa i publikowane sprawozdania na pewno zwrócą uwagę inwestorów. Istotna może być także publikacja minutes z ostatniego posiedzenia Fed, na którym zdecydowano o wydłużeniu terminu trwania „Operacji Twist”. Na koniec tygodnia opublikowany zostanie szereg danych z kraju na czele z czerwcową inflacją. Spodziewamy się, że tempo wzrostu cen może negatywnie zaskoczyć rynek. W oczekiwaniu na dane inflacyjne oczekujemy nieznacznych zmian w rentowności na krótkim końcu krzywej. Jednak materializacja naszego scenariusza inflacyjnego może dać silny impuls do realizacji zysków. Długi koniec krzywej rentowności pozostanie pod wpływem czynników globalnych. EURPLN testował w poprzednim tygodniu istotną strefę wsparcia na ok. 4,20. Perspektywa dalszego umocnienia dolara do euro sugeruje, że obszar ten nie będzie przeбит.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (9 lipca)</b>						
3:30	CN	CPI	VI	% r/r	2,3	- 3,0
8:00	DE	Eksport	V	% m/m	0,3	- -1,7
10:00	EZ	Indeks Sentix	VII	pkt	-26,6	- -28,9
<b>ŚRODA (11 lipca)</b>						
14:30	US	Bilans handlowy	V	mld \$	-48,7	- -50,1
20:00	US	Minutes Fed				
<b>CZWARTEK (12 lipca)</b>						
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	-0,1	- -0,8
14:30	US	Ceny importu	VI	% m/m	-1,5	- -1,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	- 374
<b>PIĄTEK (13 lipca)</b>						
3:30	CN	PKB	II kw.	% r/r	7,6	- 8,1
14:00	PL	CPI	VI	% r/r	4,1	4,4 3,6
14:00	PL	Podaż pieniądza	VI	% r/r	11,5	11,6 11,4
14:00	PL	Eksport	V	mIn €	12 076	12 196 11 582
14:00	PL	Import	V	mIn €	12 605	12 811 12 001
14:00	PL	Bilans płatniczy	V	mIn €	-258	-246 -573
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	VII	pkt	-	- 73,2

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

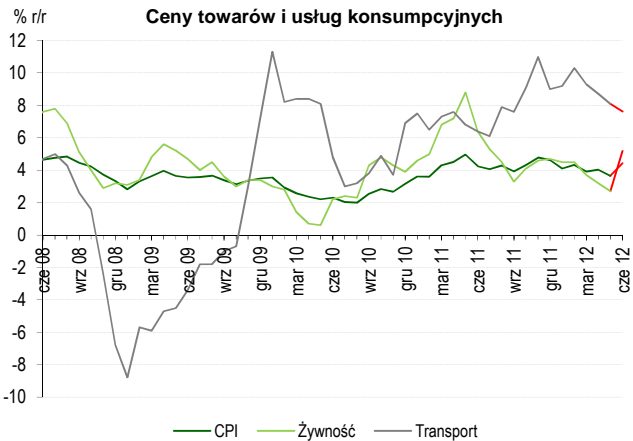
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

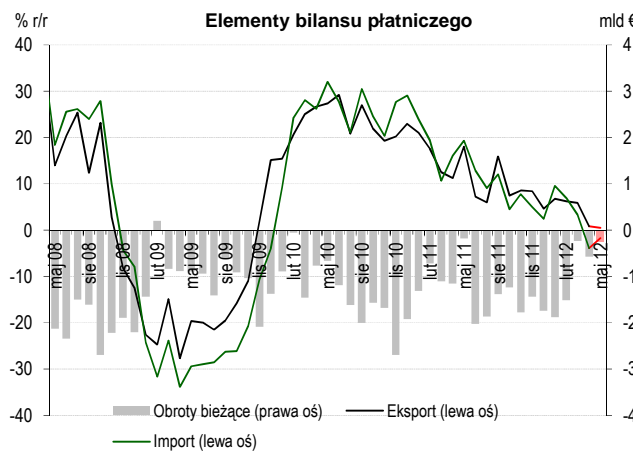
**Marcin Luziński** Analityk

22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Inflacja znowu wzrosła, ale gospodarka spowalnia



- Dane o czerwcowej inflacji mogą być impulsem do korekty dla rynku krótkiej stopy procentowej. Wskaźnik CPI wzrósł naszym zdaniem do 4,4% r/r (z ryzykiem w górę), wyraźnie przekraczając konsensus rynkowy na poziomie 4,1% (przedział prognoz analityków jest dość szeroki: 3,7-4,6%).
- Głównym czynnikiem popychającym w górę CPI były ceny żywności – z danych o cenach produktów rolnych udostępnianych przez Ministerstwo Rolnictwa wynika, że w czerwcu nastąpił mocny wzrost cen owoców, warzyw i mięsa, w efekcie czego zamiast sezonowego spadku cen żywności miały miejsce podwyżki.
- Dodatkowym czynnikiem podwyższającym inflację (przejściowo) był wzrost cen usług związany z EURO2012 oraz efekt niskiej bazy z ub.r. Taniały natomiast paliwa na stacjach benzynowych.



- Dane o bilansie płatniczym NBP za maj pokażą kontynuację tendencji hamowania aktywności w handlu zagranicznym, za którą stoi słabnący napływ zamówień z dotkniętej kryzysem Europą. Ostatnie raporty PMI potwierdziły, że spadek indeksu aktywności w polskim przemyśle do najniższego poziomu od trzech lat w dużym stopniu wynikał z malejącej liczby zamówień eksportowych, „szczególnie z krajów zachodnich”.
- Deficyt obrotów bieżących powinien jednak być w maju niewielki, m.in. dzięki napływowi dużej kwoty funduszy z UE sklasyfikowanych w transferach bieżących.
- Dane o podaży pieniądza będą jak zwykle mniej istotne dla rynku. Spodziewamy się dalszego spowolnienia na rynku kredytowym, zarówno w przypadku gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Banki za granicą łagodzą politykę, RPP nie wyklucza podwyżek

### Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB			
	Lip 11	Lis 11	Mar 12	Lip 12
2012	1,9-4,5	2,0-4,1	2,2-3,8	2,3-3,6
2013	1,5-4,3	1,5-4,0	1,1-3,5	1,0-3,2
2014	x	x	1,9-4,4	1,7-4,2
	Inflacja CPI			
	Lip 11	Lis 11	Mar 12	Lip 12
2012	2,1-3,4	2,5-3,9	3,6-4,5	3,6-4,2
2013	1,8-3,4	2,2-3,7	2,2-3,6	2,0-3,4
2014	x	x	1,2-3,0	1,0-2,7

- RPP utrzymała stopy bez zmian w lipcu i choć nadal „nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby perspektywy powrotu inflacji do celu uległy pogorszeniu”, nie sądzimy, aby miało to nastąpić.
- Scenariusz ekonomiczny przedstawiony w nowej projekcji NBP (tabela obok), a także ostatnie dane i działania banków centralnych, wspierają nasze oczekiwania, że stopy NBP pozostaną bez zmian przynajmniej do końca tego roku. Wydaje nam się, że w 2013 r. możliwa byłaby obniżka stóp procentowych w scenariuszu spowolnienia gospodarki do ok. 2%.
- W odróżnieniu od RPP, inne banki centralne na świecie dość aktywnie reagują na szybko pogarszające się perspektywy światowej gospodarki – EBC i Bank Chin obniżyły stopy, Bank Anglii zwiększył program ilościowego łagodzenia polityki.

## Cytat tygodnia – Większe obawy o wzrost PKB, mniejsze o inflację

### Marek Belka, Prezes NBP, 04.07, konferencja prasowa RPP

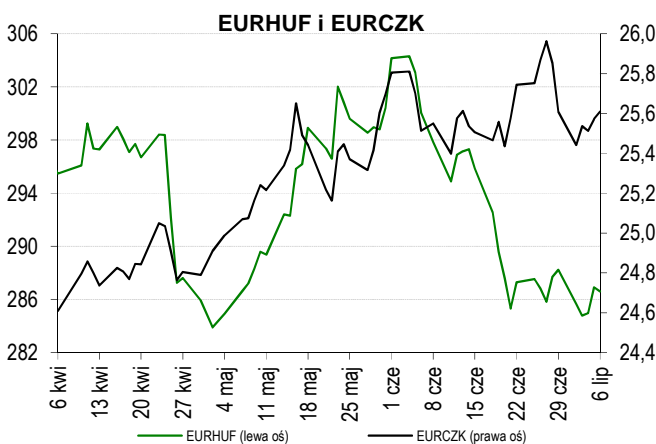
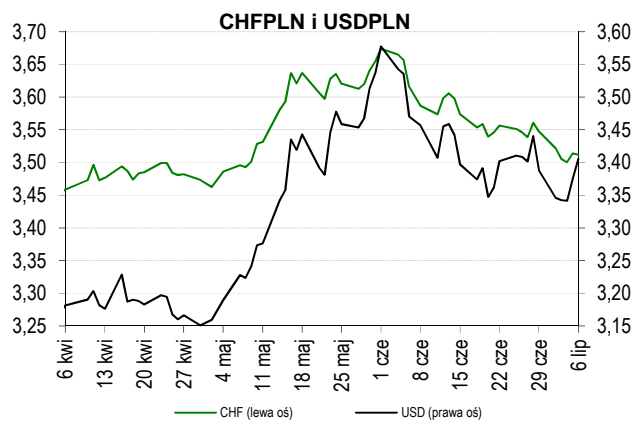
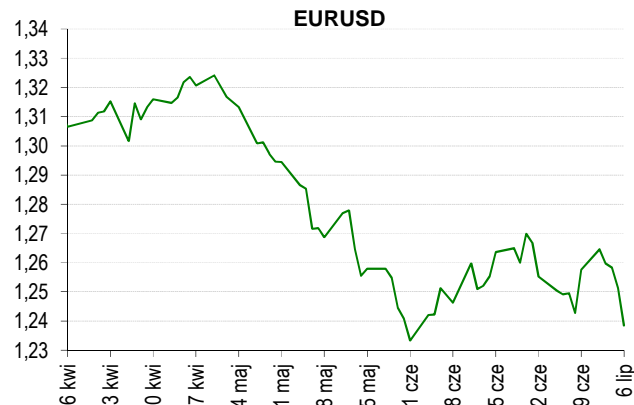
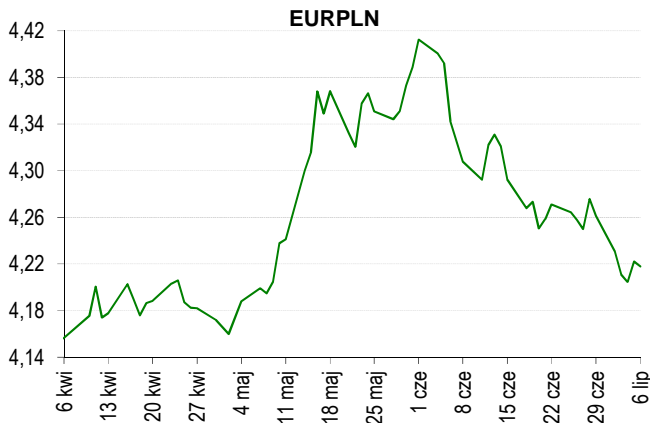
Nie mogę tego wykluczyć (zmiany nastawienia), bo nie jesteśmy ślepi na to, co się dzieje. Ostatnia podwyżka była krokiem ku normalizacji, pewnie jeszcze trochę do tej normalizacji brakuje, ale nie jesteśmy ślepi na sytuację. Perspektywy dojścia do celu się poprawiają, więc z normalizacją możemy poczekać. (...) Jeśli porównamy sytuację dziś z sytuacją sprzed dwóch miesięcy (gdy Rada podniosła stopy), to mam większe obawy o tempo wzrostu gospodarczego, a mniejsze obawy o inflację.

### Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 04.07, konferencja prasowa RPP

Nie zmieniamy nastawienia. Jeżeli spadek inflacji będzie miał charakter trwały, to możliwe są obniżki stóp. Ale musimy uznać, że spadek jest trwały.

Mimo nadal obecnych w języku RPP pewnych „jastrzębich” akcentów (sugestia w komunikacie o niewykluczonym dalszym dostosowaniu polityki, stwierdzenie Prezesa NBP, że do pełnej normalizacji stóp jeszcze trochę brakuje), wygląda na to, że informacje napływające ostatnio z krajowej i światowej gospodarki zmieniają stopniowo punkt widzenia Rady. Świadczy o tym m.in. stwierdzenie Belki o mniejszych dziś obawach o inflację, a większych o wzrost. Jednocześnie wypowiedź Kaźmierczaka wskazuje, że o obniżkach stóp nie ma na razie co myśleć, dopóki o trwałości trendu spadkowego inflacji RPP nie przekona się na własne oczy (najpierw musi nastąpić przynajmniej kilka miesięcy spadku wskaźnika CPI).

## Rynek walutowy – EURPLN nie powinien przebić 4,20



### EURPLN najniżej od maja

W minionym tygodniu EURPLN dwukrotnie spadał poniżej 4,20. Najpierw aprecjacja krajowej waluty wspierana była przez relatywnie dobry nastrój jaki utrzymywał się na rynku po szczycie UE i oczekiwania na dodatkowe działania ze strony EBC. Dzięki temu EURPLN spadł do niemal 4,18, najniższej od pierwszej połowy maja. Po krótkiej korekcie do 4,22 nastąpił ponowny spadek, tym razem w reakcji na obniżenie stopy depozytowej EBC do 0%. Ostatecznie, w wyniku rozczarowania inwestorów brakiem dodatkowych niestandardowych działań EBC na koniec tygodnia kurs EURPLN był blisko 4,22, a więc tam gdzie znalazł się zaraz po szczycie UE. Warto zaznaczyć, że jak na skalę i dynamikę spadków EURUSD, zmiany na rynku złotego przebiegały raczej spokojnie i krajowa waluta nie traciła znacznie w okresach pogorszenia nastrojów. Być może pomagała mu perspektywa napływu świeżych środków w wyniku obniżenia stopy depozytowej EBC.

Tymczasowe było też umocnienie w stosunku do dolara. USDPLN testował w trakcie tygodnia poziom 3,31, ale w wyniku znacznego spadku EURUSD po posiedzeniu EBC na koniec tygodnia za dolara trzeba było zapłacić ok. 3,40 zł, nieco drożej niż zaraz po szczycie UE.

EURPLN testował w poprzednim tygodniu istotną strefę wsparcia na ok. 4,20. Perspektywa dalszego umocnienia dolara do euro sugeruje, że obszar ten nie będzie przeбит. Ostatnie tygodnie pokazały jednak, że potrzeba istotnego negatywnego czynnika, by deprecjacja złotego trwała długo i miała wyraźny zasięg. Pierwszy opór to 4,24 (kolejny 4,30).

### Gwałtowny spadek EURUSD po decyzji EBC

Euro nie zdołało utrzymać zysków jakie zanotowało po szczycie UE, na przestrzeni całego tygodnia w notowaniach EURUSD dominował trend spadkowy. Wspierany był on przez wypowiedzi płynące z Holandii i Finlandii dotyczące wątpliwości wykorzystania ESM do wspierania rynku obligacji. Nasilenie deprecjacji euro nastąpiło w wyniku decyzji banku centralnego o obniżeniu stopy depozytowej do 0%. Trend był kontynuowany po nieco gorszych od prognoz miesięcznych danych z rynku pracy USA i w konsekwencji kurs EURUSD spadł na przestrzeni tygodnia z niemal 1,27 jakie osiągnął po szczycie UE do prawie 1,23, najniżej od początku czerwca.

W tym tygodniu uwaga rynku skupi się częściowo na tym jakie kwartalne wyniki pokażą amerykańskie spółki oraz jak przebiegała dyskusja na ostatnim posiedzeniu Fed. Wpływ na notowania mogą mieć także dane o depozytach jakie w EBC złożą banki po obniżeniu ich oprocentowania do 0%.

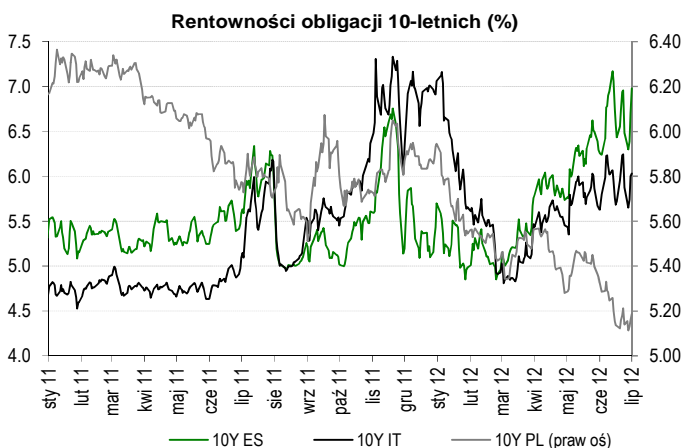
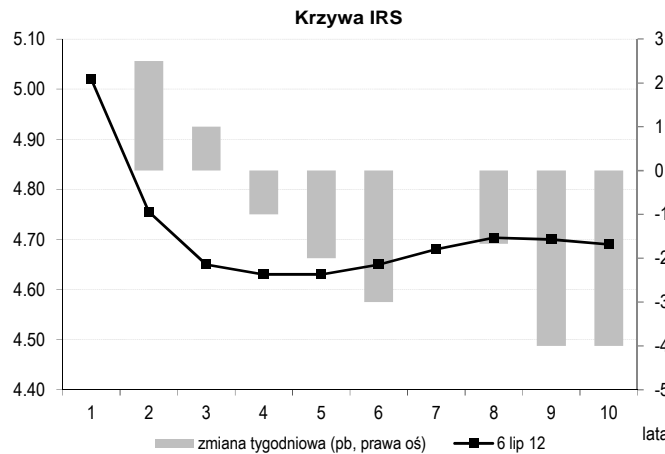
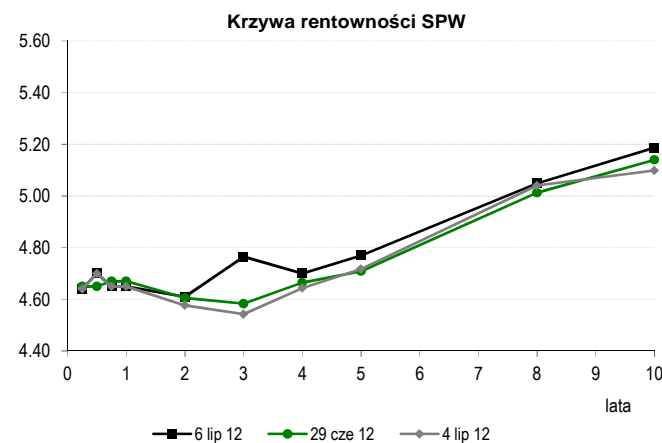
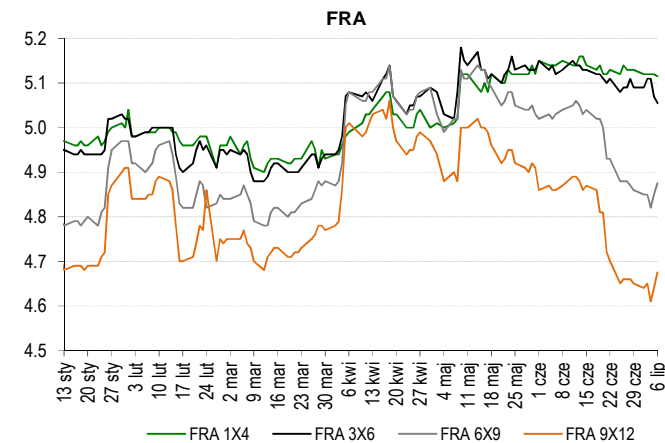
Analiza techniczna sugeruje, że jeśli kurs pozostanie na dłużej poniżej 1,24 (co jest całkiem realne po ostatnich spadkach), to w kolejnych tygodniach może osiągnąć 1,215. Zakładając utrzymanie relacji z kursem EURPLN, nie jest to dobrym znakiem dla krajowej waluty.

### EURCZK nadal w trendzie wzrostowym

W notowaniach czeskiej korony nie zaszły przełomowe zmiany. Waluta ta straciła pod koniec tygodnia solidarnie ze złotym oraz forintem w wyniku pogorszenia nastrojów. Kurs EURCZK od już połowy marca jest w trendzie wzrostowym.

Zakres wahań EURHUF zmalał w minionym tygodniu. Kurs w dalszym ciągu jest blisko 285, najniższego poziomu od początku maja. Węgierski parlament przyjął zmiany w prawie dot. banku centralnego, o których pisaliśmy tydzień temu. Jest to istotny krok na drodze do wznowienia rozmów z MFW oraz UE ws. pomocy finansowej i może wspierać węgierską walutę w relacji do euro.

## Rynek stopy procentowej – Korekcyjny wzrost rentowności, rynek czeka na inflację



### Stawki FRA nieco w górę po RPP

Najważniejszym wydarzeniem mijającego tygodnia było posiedzenie RPP. O ile sama decyzja nie przyniosła większych zaskoczeń, to komunikat i konferencja prasowa dały rynkowi więcej do myślenia. Rada utrzymała relatywnie jastrzębi ton komunikatu, wskazując na możliwość dalszych dostosowań „gdyby perspektywy powrotu inflacji do celu uległy pogorszeniu”. To nieco schłodziło oczekiwania rynku na obniżki stóp już w tym roku.

W skali tygodnia stawki WIBOR zachowywały się dość stabilnie; wzrosły o 1pb stawki WIBOR o terminie od 6M do roku (do 5,16% każda). Po posiedzeniu RPP stopniowo rosły również stawki FRA, niemniej skala wzrostu (o 1-2pb w skali tygodnia) sugeruje, że w perspektywie 9 miesięcy mamy do czynienia z oczekiwaniami na obniżki stóp (łącznie o ok. 50pb), w tym pierwsza możliwa na przełomie roku.

### Lekka korekta na rynku obligacji

Początek tygodnia przyniósł spadek rentowności wzdłuż krzywej do nowych tegorocznych minimów, w tym rentowność 10-latkę osiągnęła poziom w okolicach 5,07%. Był to efekt głównie silnego popytu ze strony zagranicznych inwestorów. Komunikat i konferencja prasowa RPP przyniosła realizację zysków. Korekcyjny wzrost utrzymał się do końca tygodnia. W skali tygodnia krzywa rentowności przesunęła się o 4-7pb na środku i długim końcu krzywej (w tym najbardziej wzrosła rentowność 5-latkę do 4,78%), podczas gdy krótki koniec pozostał dość stabilny.

Wyniki aukcji zamiany można uznać za sukces Ministerstwa Finansów. Resort odkupił obligacje OK0712 i OK1012 o łącznej wartości ok. 5,2 mld zł. Po aukcji zamiany realizacja potrzeb pożyczkowych przekroczyła 80% tegorocznego planu. To daje duży komfort dla MF przy oferowaniu SPW na kolejnych aukcjach. Po aukcji rentowności nieznacznie wzrosły wzdłuż krzywej.

Na rynku IRS w ciągu tygodnia dominowała spora zmienność. Tydzień kończy się ze stawkami niższymi w porównaniu do poziomów z poprzedniego tygodnia, w tym IRS3-5Y na poziomie nieco powyżej 4,60% i IRS 10Y nieco poniżej 4,70%.

### Dane inflacyjne ustalają kierunek rynku

W tym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na publikacji czerwcowego wskaźnika inflacji (piątek, 13-go). Do tego czasu spodziewamy się oscylowania rentowności wokół bieżących poziomów.

W naszej ocenie, czerwcowy odczyt cen konsumentów może zaskoczyć negatywnie. Nasza prognoza (4,4%/r) przewyższa oczekiwania rynkowe (4,1%/r). Materializacja takiego scenariusza może dać wyraźny impuls do wzrostu stawek FRA oraz rentowności w sektorze 2Y (w kierunku 4,70%). Korekcyjny wzrost możemy również zaobserwować w sektorze 5Y.

Długi koniec krzywej pozostanie przede wszystkim pod wpływem czynników globalnych. Niemniej warto zauważyć, że polska krzywa pozostaje ostatnio dość odporna na zmiany rentowności obligacji krajów peryferyjnych strefy euro (głównie hiszpańskich, gdzie rentowność 10-latkę ponownie rośnie w kierunku 7,0%, gdy włoski odpowiednik ponownie wzrósł powyżej 6,0%). Kluczowe wsparcie dla krajowej 10-latkę DS1021 pozostaje na 5,10%, a pierwszy opór to 5,20%.

---

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