

# Tygodnik ekonomiczny

17 – 23 czerwca 2013

Miniony tydzień był okresem dynamicznych zmian nastrojów na rynkach finansowych. Pierwsze dni minęły pod znakiem kontynuacji wyprzedaży na rynkach wschodzących, w wyniku czego rentowności polskich obligacji i stopy IRS poszybowały dalej w górę, a złoty szybko otrząsnął się po piątkowej interwencji NBP, ponownie zmierzając w kierunku 4,30 za euro. Oprócz obaw związanych z możliwym ograniczeniem ekspansywnej polityki Fed, wpłynęło na to rozczarowanie decyzją Banku Japonii oraz niepokój przed przesłuchaniem w niemieckim Sądzie Konstytucyjnym w sprawie mandatu EBC. Do poprawy nastrojów w drugiej części tygodnia przyczyniły się lepsze od prognoz dane makro z USA i strefy euro, w połączeniu ze wzrostem przekonania inwestorów, że ostatnie obawy o tempo wycofywania Fed z ultra-luźnej polityki mogły być przedwczesne i nadmierne.

Podobnie jak w ostatnich dwóch tygodniach, to właśnie oczekiwania związane z polityką Fed mogą mieć decydujący wpływ na notowanie rynkowe w najbliższych dniach. Po artykule w Wall Street Journal sugerującym, że amerykański bank centralny może chcieć uspokoić rynki, inwestorzy będą oczekiwali przede wszystkim na komunikat po posiedzeniu Fed i wcześniejsze przemówienie Bena Bernanke przed Kongresem USA. Na krajowym podwórku pojawi się szereg publikacji danych, które w naszej opinii okażą się słabsze od prognoz rynkowych i dlatego mogą znów zwiększyć oczekiwania dot. obniżki stóp w lipcu przez RPP. Już pod koniec ub. tygodnia rynek FRA zaczął ponownie odważniej wyceniać możliwość redukcji stóp, mimo ostatnich dość jastrzębich wypowiedzi członków RPP.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (17 czerwca)</b>							
14:00	PL	Eksport	IV	mln €	12 550	12 710	12 764
14:00	PL	Import	IV	mln €	12 594	12 600	13 037
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IV	mln €	-153	20	-200
<b>WTOREK (18 czerwca)</b>							
11:00	DE	Indeks ZEW	VI	pkt	38,0	-	36,4
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	V	% r/r	2,6	2,7	3,0
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	V	% r/r	-1,0	-1,0	-1,0
14:30	US	Bazowy CPI	V	% m/m	0,2	-	0,1
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	V	tys.	950	-	853
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	V	tys.	978	-	1005
<b>ŚRODA (19 czerwca)</b>							
11:00	PL	Aukcja zamiany obligacji					
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	V	% r/r	-1,9	-2,1	2,7
14:00	PL	Produkcja budowlana	V	% r/r	-21,7	-23,3	-23,1
14:00	PL	PPI	V	% r/r	-2,5	-2,2	-2,0
20:00	US	Decyzja Fed		%	0,0-0,25	-	0,0-0,25
<b>CZWARTEK (20 czerwca)</b>							
3:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	VI	pkt	49,4	-	49,2
9:28	DE	Wstępny PMI – przemysł	VI	pkt	49,9	-	49,4
9:58	EZ	Wstępny PMI – przemysł	VI	pkt	48,5	-	48,3
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	340	-	334
16:00	US	Sprzedaż domów	V	mln	5,0	-	4,97
16:00	US	Indeks Philly Fed	VI	pkt	-1,0	-	-5,2
<b>PIĄTEK (21 czerwca)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, 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

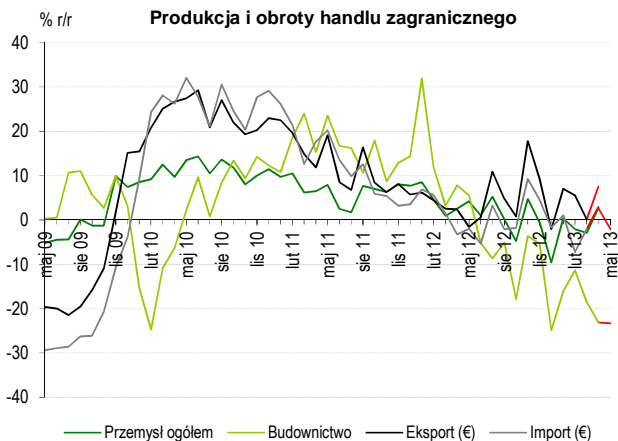
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

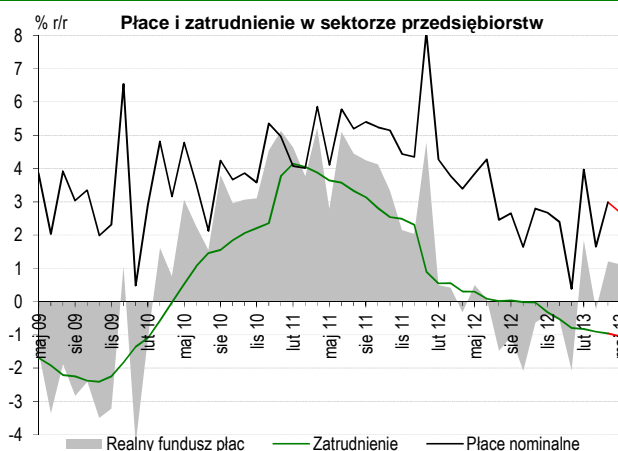
**Marcin Luźniński** Analityk

22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Słabe dane krajowe w cieniu Fed

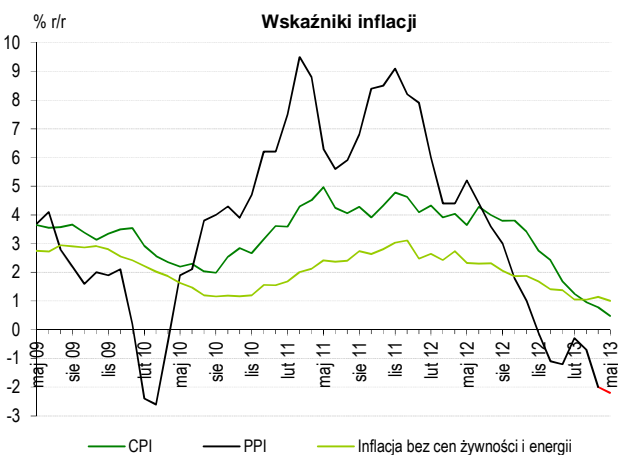


- Większość publikacji danych z krajowej gospodarki, które pojawią się w najbliższym tygodniu, będzie miała raczej mało optymistyczny wydźwięk, wspierając oczekiwania na obniżkę stóp procentowych w lipcu.
- Wyjątkiem mogą być dane o bilansie płatniczym, które powinny pokazać sporą poprawę dynamiki eksportu w kwietniu. Dane GUS opublikowane kilka dni temu sugerują wyraźne ryzyko w górę dla naszej prognozy obrotów w handlu zagranicznym.
- Oczekujemy wyraźnego pogorszenia dynamiki produkcji przemysłowej, m.in. dlatego, że różnica w liczbie dni roboczych będzie oddziaływała w przeciwnym kierunku niż w kwietniu. Pogłębieniu spadku w budownictwie powinna zapobiec znaczna poprawa warunków atmosferycznych.
- Dane z rynku pracy dalej będą wskazywały słabą sytuację, bez sygnałów poprawy.



- W tym tygodniu uwaga światowych rynków skoncentruje się na posiedzeniu Fed. Obawy o to, że amerykański bank centralny wycofa się z QE3 lub zacznie podnosić stopy wcześniej niż dotychczas zapowiadał, były najważniejszym czynnikiem odpowiedzialnym za pogorszenie nastrojów w poprzednich tygodniach. Nie było to celem Fed, stąd pojawiły się plotki, że na najbliższym posiedzeniu bank centralny będzie chciał uspokoić rynki.
- W Europie ważne też będą wstępne odczyty indeksów PMI dla przetwórstwa w strefie euro i w Niemczech. W poprzednim miesiącu wskaźnik dla największej gospodarki w Europie był blisko 50 pkt. Przekroczenie tej wartości będzie sugerowało, że Niemcy powoli wracają na ścieżkę wzrostową.
- Minutes z czerwcowego posiedzenia RPP pomogą ocenić szanse na kolejną obniżkę stóp w lipcu.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja blisko dołka



- Inflacja CPI w Polsce spadła w maju do 0,5% r/r, zgodnie z naszą prognozą i poniżej oczekiwań rynku. Obok słabego popytu, w spadku cen pomogły taniejące paliwa oraz nowe taryfy u operatorów telefonii i telewizji kablowej i cyfrowej. Oczekujemy, że w czerwcu inflacja osiągnie dołek i dopiero w II półroczu zacznie stopniowo rosnąć, pozostając jednak dalej wyraźnie poniżej celu NBP. Dane sprzyjają oczekiwanej przez nas obniżce stóp przez RPP o 25 pb w lipcu (prawdopodobnie ostatniej w cyklu).
- Inflacja bazowa po wyłączeniu cen paliw i energii spadła w maju do 1,0% r/r. Pozostałe miary inflacji bazowej również obniżyły się.
- Tempo wzrostu podaży pieniądza M3 wyniosło 6,5% r/r. Dane pokazały drugi miesiąc z rzędu spadku depozytów gospodarstw domowych i znaczny wzrost depozytów firm. Wzrost kredytów wynikał głównie z osłabienia złotego.

## Cytat tygodnia – Cykl obniżek stóp generalnie dobiega końca

**Elżbieta Chojna-Duch, członek RPP, 13.06, PAP**

Lipcowa obniżka stóp jest możliwa, ale nie jest przesądzona (...) możemy zostawić sobie otwartą furtkę na kolejne miesiące.

**Andrzej Bratkowski, członek RPP, 12.06, Reuters**

Cykl obniżek stóp procentowych generalnie dobiega końca (...) moim zdaniem można jeszcze myśleć o obniżce do poziomu 2,25-2,5%.

**Anna Zielińska-Głębocka, członek RPP, 10.06, PAP**

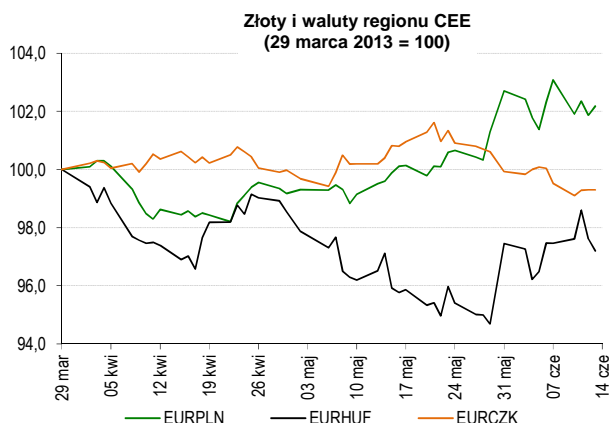
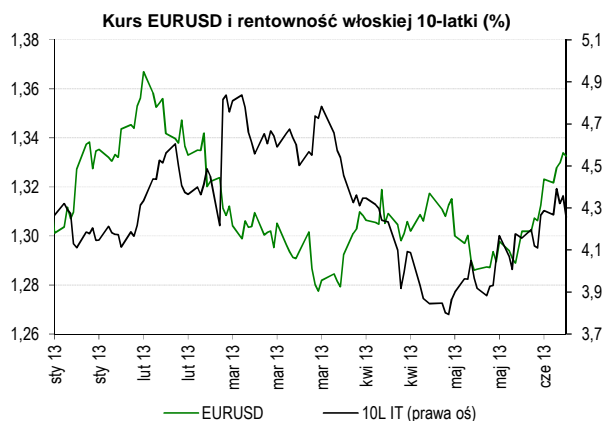
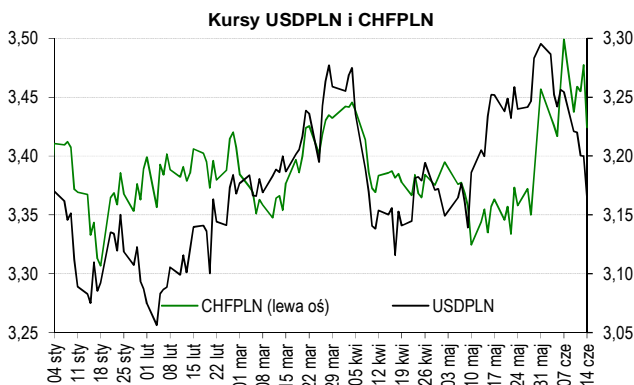
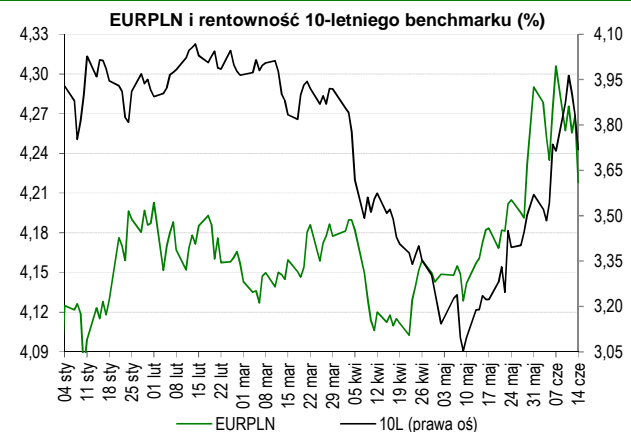
Lipiec to jest taki czas, kiedy można jeszcze dokonać niewielkiej korekty dostosowującej poziom stóp.

**Adam Glapiński, członek RPP, 10.06, PAP**

Moim zdaniem cykl luzowania polityki monetarnej w Polsce zakończył się. (...) Dalsze obniżki nie dadzą żadnego dodatkowego impulsu gospodarce. Zwiększą jedynie ryzyko odpływu kapitału.

Ostatnie wypowiedzi tych członków RPP, którzy do tej pory należeli do największych zwolenników łagodzenia polityki pieniężnej (Bratkowski, Chojna-Duch) wyraźnie schłodziły oczekiwania na dalsze obniżki stóp. Inwestorzy zaczęli nawet rozważać ryzyko tego, że w lipcu stopy NBP pozostaną bez zmian, co odbiło się na wzrostach stawek rynku pieniężnego. Naszym zdaniem w lipcu dojdzie do redukcji stóp o 25pb, która zakończy cykl łagodzenia polityki, choć decyzja zapewne ponownie zapadnie stosunkiem głosów 5:5, przy poparciu Prezesa NBP. W decyzji RPP pomogą nie tylko publikacje słabych danych makro za maj, ale też nowa projekcja NBP – wg członka zarządu NBP Andrzeja Raczkę dokument pokaże niższy niż poprzednio wzrost PKB i inflację w tym roku. Rada może rozważyć sygnalizację przejścia do neutralnego nastawienia, co sugerował m.in. Marek Belka na ostatniej konferencji RPP.

## Rynek walutowy – Czy FOMC uspokoi rynki i da impuls do większego odreagowania?



### Odreagowanie na złotym...

▪ Początek tygodnia przyniósł ponowne osłabienie złotego w relacji do głównych walut, co było efektem kontynuacji wyprzedaży na rynku długu. Wpływ interwencji NBP okazał się więc bardzo krótkotrwały; warto jednak zauważyć, że zmiany złotego nie były już tak gwałtowne jak wcześniej. Kurs EURPLN na krótko wzrósł w okolice 4,29, co zbiegło się ze wzrostem rentowności 10L nieco powyżej 4%. Koniec wtorkowej sesji przyniósł odreagowanie i stopniową poprawę obserwowaliśmy w kolejnych dniach. W czasie piątkowej sesji kurs EURPLN zbliżył się do 4,20. Znacząca poprawa nastrojów na rynkach mogła wynikać z pogłoski o tym, że Fed może niebawem zaprzeczyć spekulacjom rynkowym nt. wczesnego wycofywania się z QE3.

▪ Korzystając z poprawy nastrojów złoty najbardziej zyskał w relacji do amerykańskiej waluty (ok. 3% w skali tygodnia). To po części efekt umocnienia euro (wzrost kursu EURUSD w okolice 1,34). W nieco mniejszej skali złoty umocnił się w relacji do CHF oraz GBP (w obu przypadkach złoty zyskał ok 2% w skali tygodnia).

▪ Na wykresie EURPLN powstała formacja „głowy i ramion”. W efekcie kluczowe dla EURPLN będzie pokonanie wsparcia na 4,20, co otworzyłoby drogę w kierunku 4,17, a nawet jeszcze niżej. Piątkowa sesja pokazała, że osłabły obawy o szybkie ograniczenie (a nawet wyjście z) QE. Niemniej jest to wciąż główny czynnik ryzyka, a w związku z tym czerwcowe posiedzenie FOMC i komentarz będą istotne. Z drugiej strony poznamy szereg danych z krajowej gospodarki, które w naszej ocenie pozostaną słabe, wzmacniając oczekiwania na kolejne redukcje stóp. W konsekwencji nawet przy poprawie nastrojów globalnych potencjał do umocnienia złotego jest ograniczony.

### ... stopniowe umocnienie euro ...

▪ Miniony tydzień przyniósł stopniowe umocnienie wspólnej waluty. Jednak nie powiodły się testy oporu na 1,34 i kurs EURUSD powrócił w okolice 1,33 (efekt lepszych od oczekiwań danych makro m.in. o sprzedaży detalicznej).

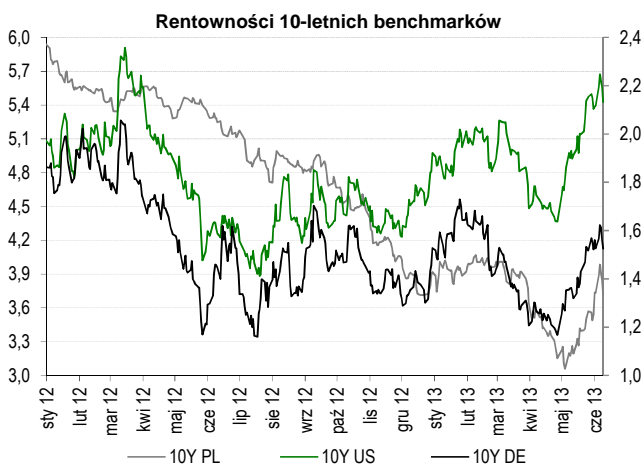
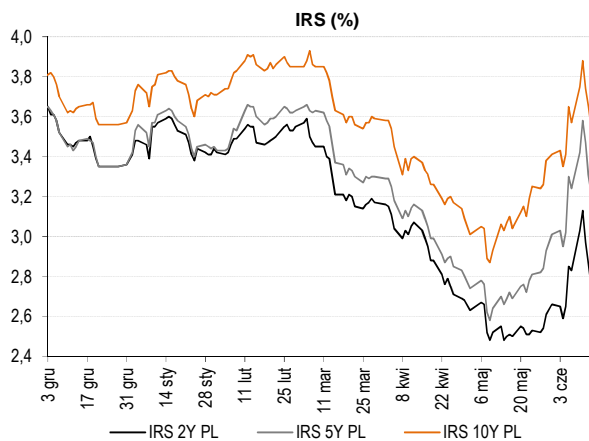
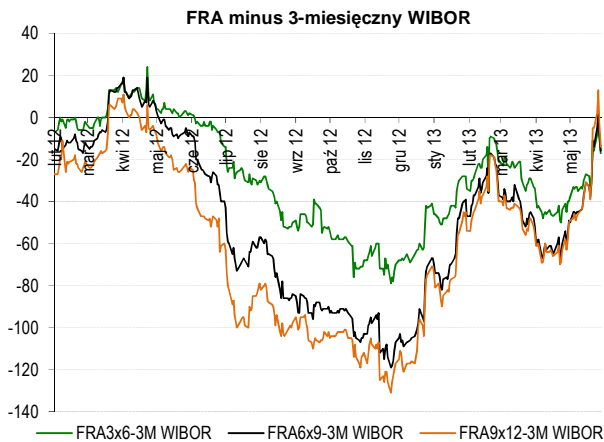
▪ Wprawdzie nieco zmniejszyły się obawy o przyszłe działania Fed, jednak jest to wciąż główny czynnik ryzyka, zwiększający nerwowość na rynku. W tym tygodniu uwaga skoncentruje na posiedzeniu FOMC, a wcześniej na wystąpieniach prezesa Fed przed Kongresem. Jeśli Fed faktycznie rozwieje obawy rynku związane z jego przyszłą polityką monetarną (ograniczenie QE) to możemy zobaczyć bardziej wyraźne umocnienie wspólnej waluty i przełamanie przez EURUSD oporu w okolicach 1,34.

### ... i pozostałych walut w regionie

▪ Forint i czeska korona, podobnie jak i złoty, również zyskiwały na wartości. Spośród tych krajów najbardziej umocniła się węgierska waluta (patrz wykres obok), wspierana wypowiedziami premiera Orbana, który stwierdził, że ożywienie gospodarki będzie większe niż wcześniej prognozowano. Z drugiej strony zawirowania polityczne w Czechach (afery korupcyjna w czeskim rządzie) zahamowały umocnienie tamtejszej waluty. Kurs EURCZK ponownie skierował się na północ w kierunku 26.

▪ W tym tygodniu uwaga będzie skierowana na rynki bazowe, w szczególności posiedzenie FOMC. Sytuacja polityczna w Czechach będzie negatywnie oddziaływała na tamtejszą walutę, podczas gdy EURHUF może powrócić po raz kolejny do testów wsparcia na 290.

## Rynek stopy procentowej – Fed i dane z kraju mogą pchnąć IRS w dół



## Nieśmiałe wzrosty WIBOR-ów

▪ Rozwijająca się korekta wzrostowa IRS oraz rentowności obligacji w reakcji na globalne trendy i retorykę RPP miała bardzo wyraźny wpływ na WIBOR-y i stawki FRA. 6- oraz 9-miesięczny koszt pieniądza na rynku międzybankowym w trakcie trzech kolejnych sesji minionego tygodnia rósł o 1 pb. W przypadku pozostałych stawek zmiany były mniej zauważalne – roczna oraz 3-miesięczna wzrosły mniej, miesięczna była stabilna. Wskutek dalszych wzrostów FRA, stawki 6x9 oraz 9x12 były chwilowo tuż powyżej 3-miesięcznego WIBOR-u (po raz pierwszy od maja 2012). Na koniec tygodnia, m.in. dzięki danym o CPI nastąpiła całkiem wyraźna korekta na rynku FRA (średnio o 10 pb).

▪ Jeśli w lipcu RPP obniży stopy NBP o 25 pb do 2,50% (co jest naszym bazowym scenariuszem), wtedy dla bieżących poziomów stawek WIBOR, spread do głównej stopy NBP będzie wynosił 35 pb dla 1 miesiąca oraz ok. 20-25 pb dla stawek od 3 do 12 miesięcy. Od 2008 średni dodatni spread dla 1-miesięcznego WIBOR-u wynosi 18 pb, 45 pb dla 3 miesięcy i 60-70 pb dla stawek od 6 do 12 miesięcy. Od 2011 średnie spready wynoszą odpowiednio 15 pb, 30 pb i 38-44 pb. Jeżeli RPP faktycznie zakończy cykl luzowania polityki pieniężnej już w lipcu (czego się spodziewamy), wówczas będzie przestrzeń na dostosowanie się w dół 1-miesięcznego WIBOR-u i niewielka przestrzeń do spadku dłuższych stawek.

## Wysoka zmienność na rynku obligacji i IRS

▪ Po osiągnięciu przez 5- oraz 10-letnie IRS najwyższych poziomów od pierwszej połowy marca, a przez 2-letnią od początku kwietnia (odpowiednio 3,58%, 3,88% i 3,13%) w drugiej połowie tygodnia odnotowano wyraźną korektę (o ok. 25 pb dla stawek od 2 do 10 lat). Podobnie dynamiczne zmiany zachodziły na rynku obligacji, lecz ich skala była bardziej zróżnicowana dla krótkiego i długiego końca. W konsekwencji, spread 2-10 wzrósł w ciągu tygodnia z 88 pb do 112 pb (do najwyższego poziomu od początku 2012).

▪ W tym tygodniu odbędzie się aukcja zamiany obligacji. Z powodu bardzo wyraźnego odreagowania, szczególnie na długim końcu, odnotowanego na koniec tygodnia uważamy, że Ministerstwo Finansów może zaoferować do sprzedaży obligację 10-letnią w zamian za odkupywane OK0713 i DS1013. Nie spodziewamy się natomiast oferty długu z krótkiego końca krzywej.

## Fed i dane mogą pchnąć IRS i rentowności długu w dół

▪ W tym tygodniu kluczowym dniem dla globalnego, a więc i krajowego rynku okaże się zapewne środa. Inwestorzy z pewnością będą doszukiwać się w komunikacie i konferencji prasowej po posiedzeniu Fed wskazówek odnośnie tego, co amerykański bank centralny zamierza zrobić z QE3. Także tego dnia opublikowane zostaną w Polsce dane o majowej krajowej produkcji przemysłowej.

▪ Za pomocą pieniężnej stymulacji gospodarki Fed chciał obniżyć długoterminowe stopy procentowe oraz sprawić, by amerykańscy konsumenci poczuli się bogatsi (dzięki rosnącym cenom akcji na giełdach). Sądzymy, że ostatnie wydarzenia na rynku (spadek S&P500 z rekordowego poziomu w kulminacyjnym momencie nawet o ponad 5% od ostatniej dekady maja, wzrost rentowności 10-letnich obligacji USA od początku maja z 1,62% do nawet 2,29%) skłonią Fed do wysłania uspokajającego komunikatu do rynku. Razem z danymi z kraju – które wg nas będą nieco gorsze od oczekiwań – powinno to korzystnie wpłynąć na wycenę krajowego długu i wesprzeć korektę spadkową IRS.

---

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 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl