

# Tygodnik ekonomiczny

8 – 14 lipca 2013

Głównymi wydarzeniami minionego tygodnia były posiedzenia banków centralnych w Europie. Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z naszymi oczekiwaniami obniżyła stopy procentowe o 25pb (referencyjną do 2,5%), jednocześnie ogłaszając, że ta decyzja kończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Mimo tego, że nowe projekcje inflacji i PKB okazały się niższe od poprzednich, RPP wierzy, że najgorsze polska gospodarka ma już za sobą. Ciekawe, że gdy Marek Belka wyrażał optymizm odnośnie perspektyw gospodarki i zadowolenie z faktu, że rentowności polskich obligacji wzrosły w ostatnich tygodniach powyżej stopy NBP, dzień później EBC i Bank Anglii podjęły nadzwyczajne kroki w celu powstrzymania wzrostu rynkowych stóp procentowych, które mogłyby zagrozić perspektywom żywienia. Prezesi obu banków wyraźnie sugerowali, że polityka pieniężna jeszcze długo pozostanie akomodacyjna. Ryzyka dla wzrostu gospodarczego niewątpliwie istnieją, ale nasze prognozy wskazują, że aktywność ekonomiczna faktycznie powinna stopniowo rosnać w kolejnych kwartałach. Potwierdzają to m.in. indeksy koniunktury PMI, które w czerwcu zanotowały ponowne wzrosty w większości krajów, w tym w Polsce.

W najbliższym tygodniu liczba pierwszoplanowych publikacji, które mogłyby mieć znaczący wpływ na rynki, będzie ograniczona. W poniedziałek poznamy szczegóły nowej projekcji inflacji i PKB wraz z *Raportem o inflacji*, ale ich wpływ na nastroje inwestorów będzie raczej minimalny. Ważniejszy może być komunikat rządu nt. tego, co dalej z nowelizacją tegorocznego budżetu, który zapowiedział na ten tydzień premier Tusk. Dane o bilansie płatniczym za maj, które pojawią się w piątek, nie będą raczej aż tak pozytywne jak te z kwietnia, ale też nie powinny zaszkodzić krajowej walucie. Za granicą, po ostatnich rozczarowujących danych z Niemiec (PMI, zamówienia w przemyśle), interesujące będą kolejne wskazówki nt. kondycji tamtejszej gospodarki, m.in. informacje nt. eksportu i produkcji.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (8 lipca)</b>							
8:00	DE	Eksport	V	% m/m	-0,4	-	1,9
9:00	PL	Publikacja <i>Raportu o inflacji</i>					
10:30	EZ	Indeks Sentix	VII	pkt	-10	-	-11,6
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	-0,5	-	1,8
<b>WTOREK (9 lipca)</b>							
10:30	UK	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	0,2	-	0,1
<b>ŚRODA (10 lipca)</b>							
16:00	CN	Bilans handlowy	VI	mld \$		-	20,4
	US	Zapasy hurtowników	V	% m/m	0,3	-	0,2
<b>CZWARTEK (11 lipca)</b>							
14:30	US	Ceny importu	VI	% m/m	0,1	-	-0,6
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	340	-	343
<b>PIĄTEK (12 lipca)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	-0,2	-	0,4
14:00	PL	Eksport	V	mIn €	12930	12753	13279
14:00	PL	Import	V	mIn €	12725	12603	12678
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	V	mIn €	-143	-169	468
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	VI	% r/r	6,7	6,5	6,5
15:55	US	Indeks nastrojów konsumentów U. Michigan	VII	pkt	85,0	-	84,1

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

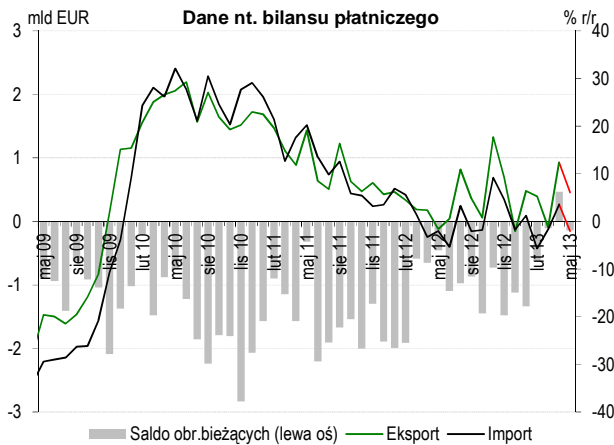
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luźniński** Analityk

22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Nadwyżka obrotów bieżących raczej się nie powtórzy



- Majowe dane o bilansie płatniczym prawdopodobnie nie będą aż tak optymistyczne jak te z kwietnia – wzrost eksportu wg naszych prognoz nieco wyhamował w ślad za produkcją przemysłową (m.in. efekt dni roboczych). Nadwyżka w handlu towarów w maju była pewnie mniejsza niż miesiąc wcześniej, ale naszym zdaniem cały ten rok zamknie się dodatnim saldem towarów (po raz pierwszy od początku lat 90!). Niemniej na rachunku obrotów bieżących może pojawić się w maju lekki deficyt. Mimo rekordowego napływu środków z UE do Polski w maju, tylko niewielka ich część została zaliczona do transferów bieżących.
- Dane o podaży pieniądza pokażą wg nas nieco szybszy wzrost kredytów w czerwcu, ale wynikający w znacznym stopniu z osłabienia złotego. Interesujące będzie, czy wzrost zmienności na rynkach finansowych zatrzymał przepływ oszczędności z depozytów bankowych do funduszy.

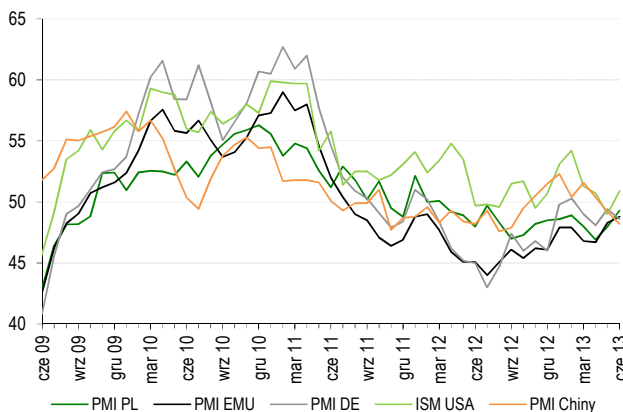
## Ostatni tydzień w gospodarce – RPP optymistyczna, w odróżnieniu od EBC i BoE

### Projekcje NBP kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB			
	Lip 12	Lis 12	Mar 13	Lip 13
<b>2013</b>	1,0-3,2	0,5-2,5	0,6-2,0	0,5-1,7
<b>2014</b>	1,7-4,2	1,1-3,5	1,4-3,7	1,2-3,5
<b>2015</b>	x	x	1,9-4,4	1,6-4,2
	Inflacja CPI			
	Lip 12	Lis 12	Mar 13	Lip 13
<b>2013</b>	2,0-3,4	1,8-3,1	1,3-1,9	0,6-1,1
<b>2014</b>	1,0-2,7	0,7-2,4	0,8-2,4	0,4-2,0
<b>2015</b>	x	x	0,7-2,4	0,7-2,4

- RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb, ogłaszając jednocześnie, że ta decyzja kończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej i teraz Rada przechodzi do neutralnego stanu w polityce pieniężnej. Według prezesa NBP odzwierciedla to optymizm RPP w ocenie perspektyw gospodarki. Jak pisaliśmy przed tygodniem, wydaje się, że właściwszą decyzją byłoby niezamykanie furty do kolejnych obniżek na jesieni, biorąc pod uwagę skalę niepewności w gospodarce. Takie stanowisko uzasadniałaby również nowa projekcja inflacji i PKB (niższa niż poprzednio).
- Z optymizmem polskiej RPP wyraźnie kontrastują komunikaty EBC i Banku Anglii, w których przeważała ostrożność. Prezesa obu banków podkreślali asymetryczne ryzyka dla wzrostu gospodarczego i w niespotykany dotąd sposób zadeklarowali, że stopy procentowe pozostaną jeszcze długo rekordowo niskie.

### Aktywność w przemyśle (wyr. sezonowo)



- Indeks PMI dla polskiego przemysłu wzrósł w czerwcu do 49,3 pkt z 48,0 pkt w maju, osiągnąwszy najwyższą wartość od prawie roku. Odczyt był lepszy od oczekiwań naszych (48,8) i rynkowych (48,3). Subindeks produkcji niemal osiągnął, a nowych zamówień lekko przekroczył poziom 50 pkt, którego przebicie sygnalizuje ożywienie, a firmy uzasadniały poprawę liczby zamówień większym popytem eksportowym. Jednakże, część poprawy łącznego indeksu PMI (naszym zdaniem ok. 0,3-0,4 pkt) wynikała ze wzrostu komponentu czasu dostaw wskutek ostatnich powodzi, czyli nie była efektem lepszej koniunktury, a czynników jednorazowych. Niemniej, uważamy, że w najbliższych miesiącach PMI pozostanie w trendzie wzrostowym, sugerując zbliżające się ożywienie gospodarcze.
- Poprawę zanotowała też większość indeksów PMI w strefie euro (poza Niemcami), co wsparło oczekiwanie na ożywienie gospodarcze w II półroczu.

## Cytat tygodnia – Zakończenie cyklu obniżek stanowi wyraz pewnego optymizmu

### Marek Belka, Prezes NBP, 3.07, konferencja prasowa RPP

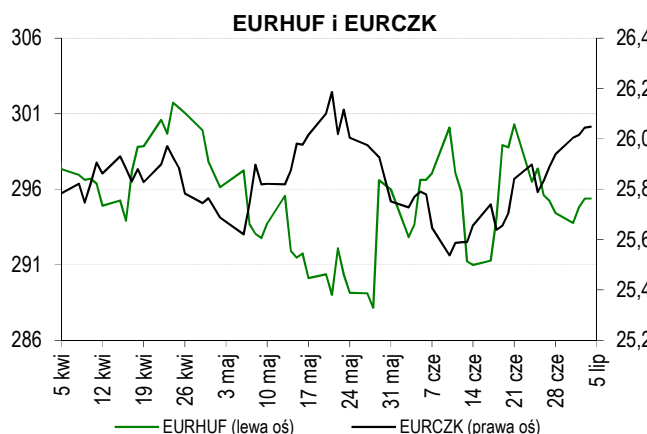
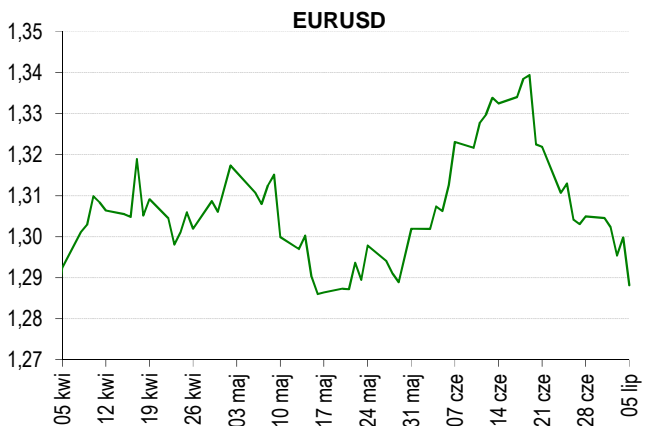
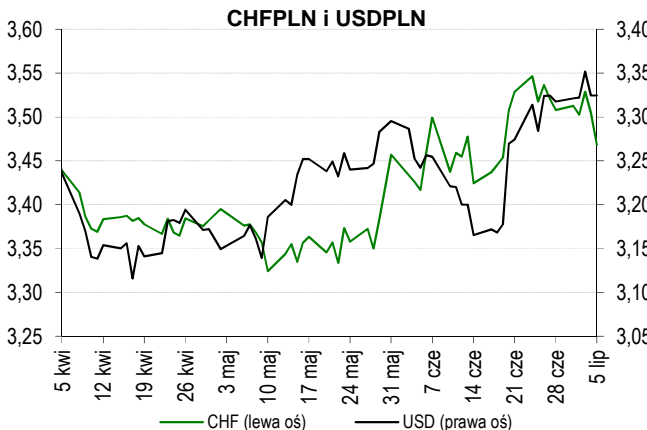
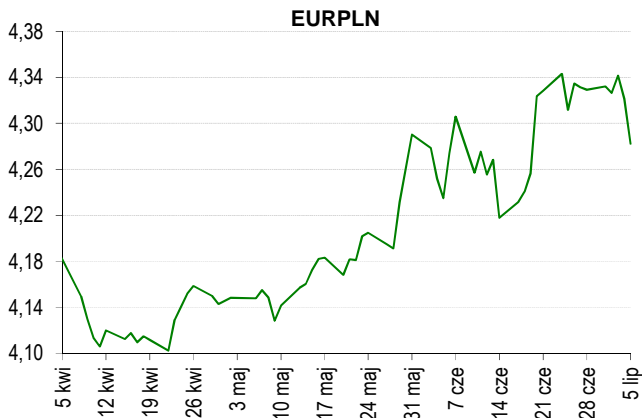
Po obniżeniu stóp o 225 pb kończymy cykl łagodzenia, przechodzimy do stanu, który można nazwać podejściem neutralnym. (...) Moim zdaniem obecny poziom stóp powinien się utrzymać co najmniej do końca br. (...) Jesteśmy przekonani, że najgorsze gospodarka ma za sobą, nastąpi teraz ożywienie koniunktury. Można powiedzieć, że zakończenie cyklu obniżek stanowi wyraz pewnego optymizmu RPP i chciałbym, aby było to traktowane jako sygnał wystany do gospodarki, że droga do ożywienia jest otwarta.

### Andrzej Bratkowski, członek RPP, 3.07, konferencja prasowa RPP

Myszę, że w tej chwili sytuacja dojrzała do tego, żebyśmy mogli powiedzieć, że patrzymy bardziej optymistycznie na to, co się dzieje w gospodarce. Kontynuacja polityki luzowania, obniżania stóp procentowych mogłaby się okazać procykliczna.

Zgadzamy się z oceną Rady Polityki Pieniężnej, że polska gospodarka najgorsze ma już prawdopodobnie za sobą. Jednocześnie, należy sobie zdawać sprawę, że skala niepewności dotyczącej sytuacji w kolejnych kwartalach jest bardzo wysoka – odbicie od dna oparte ma być przede wszystkim na poprawie eksportu, a tymczasem prognozy ożywienia w gospodarce europejskiej obciążone są nadal dużym ryzykiem (na co wskazują m.in. ostatnie komunikaty EBC i BoE). W tej sytuacji ogłoszenie neutralnego nastawienia przez RPP wydaje się nieco przedwczesne. Niemniej, jeśli sytuacja w gospodarce przebiegać będzie zgodnie z naszymi prognozami, to RPP nie powinna mieć powodów, aby wycofywać się z tej deklaracji. Przeciwnie, od lipca inflacja zacznie stopniowo piąć się w górę, a wraz z nią oczekiwania inflacyjne analityków (na które powoływał się ostatnio Marek Belka, a które i tak są już dość wysokie). To z kolei może oznaczać pojawienie się na rynku oczekiwań podwyżek stóp NBP w horyzoncie kilku kwartałów.

## Rynek walutowy – Dane z rynku pracy USA osłabiły ryzykowne aktywa, w tym złotego



### Złoty mocniejszy po posiedzeniach banków centralnych

▪ Początek minionego tygodnia przyniósł osłabienie złotego w wyniku pogorszenia nastrojów globalnych (efekt zawirowań politycznych w Portugalii, Egipcie, ale również słabszych danych z Chin). W kolejnych dniach nastroje na krajowym rynku stopniowo się poprawiały, wspierane komentarzami banków centralnych. Złoty zyskał na sile po ogłoszeniu przez RPP końca cyklu redukcji stóp, a następnie trend ten został wsparty przez gołębi komentarz EBC. W efekcie kurs EURPLN przełamał istotne wsparcie na 4,30 i osiągnął lokalne minimum około 4,26. Kolejna fala przeceny przyszła po publikacji danych z rynku pracy w USA. Lepsze od oczekiwań dane spowodowały testy poziomu oporu na 4,30.

▪ Złoty umocnił się również w relacji do innych walut. W skali tygodnia najbardziej zyskał w relacji do funta (1,5%), podczas gdy nieznacznie (bo o 0,2%) osłabił się do dolara (efekt przeceny wspólnej waluty). Warto zauważyć, że kurs USDPLN wahał się w dość szerokim przedziale 3,30-3,35.

▪ Po dość szybkim ruchu w kierunku 4,26, kurs powrócił w okolice 4,28. Dopiero pokonanie bariery na 4,26 otworzyłoby drogę do dalszego spadku EURPLN w okolice 4,24, a nawet 4,22. Kluczowy opór to 4,30, którego przełamanie mogłoby oznaczać powrót do pasma wahań między 4,30-4,35.

### Euro pod presją sytuacji na peryferiach i działań EBC

▪ W minionym tygodniu wspólna waluta znalazła się pod presją sytuacji na peryferiach strefy euro (głównie zawirowań politycznych w Portugalii), ale również komentarza EBC. O ile wskaźniki wyprzedzające koniunkturę (indeksy PMI) nieco zbilansowały efekt portugalski, to gołębi komentarz EBC (czego rynek nie oczekiwał) spowodowały dość gwałtowne osłabienie euro. Po publikacji lepszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy kurs EURUSD zbliżył się do istotnego wsparcia na 1,28.

▪ Bardziej gołębi niż się spodziewano był również komentarz Banku Anglii; posiedzeniu po raz pierwszy przewodniczył nowy prezes Mark Carney. W komentarzu zasugerowano, że oczekiwana przez rynek przyszła ścieżka stóp nie ma uzasadnienia w kondycji gospodarki. Był to impuls do osłabienia funta.

▪ Rosnące rozbieżności między polityką ECB i Fed mogą doprowadzić do dalszego osłabienia euro wobec dolara. Po ostatnich zmianach na wykresie, poziom 1,30 stał się silnym oporem dla kursu EURUSD, podczas gdy 1,28 to istotne wsparcie. Przełamanie 1,28 otworzyłoby drogę w kierunku 1,2745.

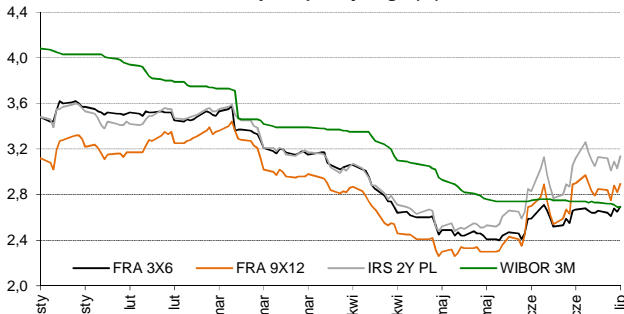
### Dane w regionie w cieniu komentarzy EBC

▪ Po dość słabym otwarciu tygodnia kolejne dni przyniosły, podobnie jak w przypadku złotego, umocnienie walut regionu. Największe przełożenie na zachowanie się kursów miał bardziej gołębi niż oczekiwano komentarz EBC. W efekcie kurs EURCZK obniżył się z 26 do 25,75, a EURHUF spadł z 296 do 292,5. W piątek forint oddał część zysku wobec wspólnej waluty po publikacji słabszych danych o produkcji przemysłowej (spadek o 2,1% r/r w maju). Natomiast czeska korona pozostała dość stabilna, wspierana nieco lepszym odczytem sprzedaży detalicznej. Lepsze od oczekiwań dane z rynku pracy w USA dały impuls do przeceny ryzykownych aktywów.

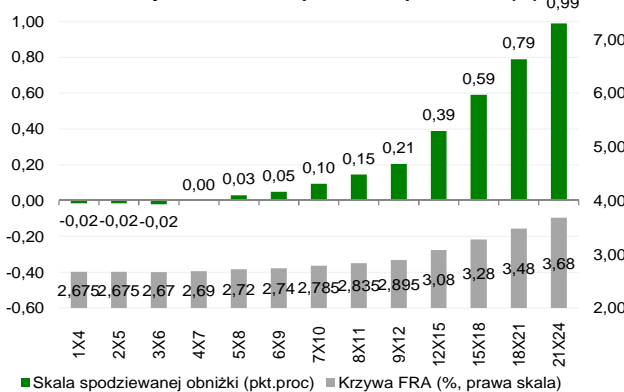
▪ Sytuacja w regionie, podobnie jak na rynku złotego będzie silnie zależna od czynników zewnętrznych. Krajowe dane raczej pozostaną w cieniu czynników zewnętrznych. Reakcja rynku na lepsze od oczekiwań dane z rynku pracy w USA, po których HUF i CZK osłabiły się, świadczy o tym, że to przyszła polityka Fed będzie grała pierwsze skrzypce przy ustalaniu strategii dla rynków wschodzących, w tym walut CEE3.

## Rynek stopy procentowej – Pod wpływem banków centralnych

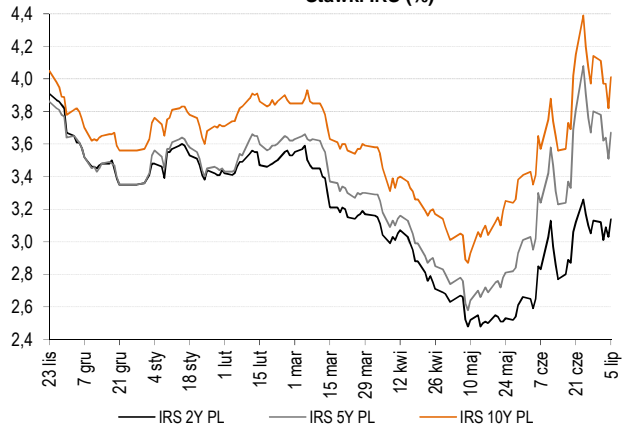
Stawki rynku pieniężnego (%)



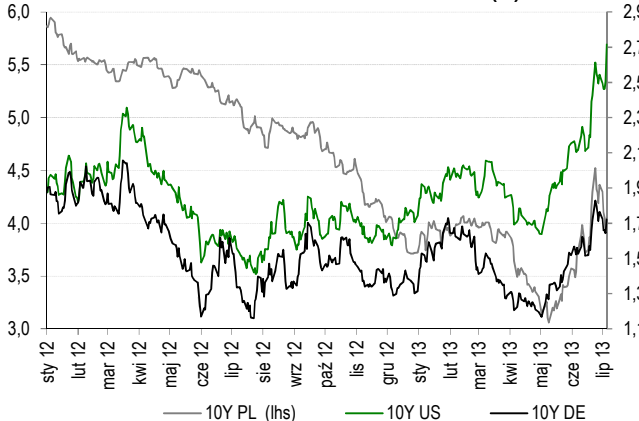
Zmiany WIBOR 3M implikowane przez FRA (%)



Stawki IRS (%)



Rentowność 10-letnich benchmarków (%)



## Ograniczony spadek krótkich stawek WIBOR po RPP

▪ Najważniejszym wydarzeniem dla rynku pieniężnego było ogłoszenie RPP. Antycypując redukcję stóp miesięczna stawka WIBOR kontynuowała spadek, podczas gdy pozostałe stawki były stabilne. Redukcja stóp o 25 pb dała impuls do kontynuacji spadku stawek miesięcznych i 3-miesięcznych, gdy stawki na dłuższe terminy powróciły do stopniowego wzrostu.

▪ Zwiększoną zmiennością charakteryzowały się natomiast stawki FRA. Ogłoszenie końca cyklu przez RPP dało impuls do wzrostu stawek FRA, które po gołębich komentarzach EBC po raz kolejny spadły. W długiej perspektywie rynek pozostaje dość jastrzębi, wyceniając podwyżki stóp rzędu 100 pb w horyzoncie do 2 lat.

▪ W tym tygodniu nie będą publikowane istotne dane (bilans płatniczy za maj poznamy dopiero na koniec tygodnia). Stawki WIBOR i FRA będą bardziej zależne od sytuacji na rynku IRS i obligacji. O ile stawki WIBOR 1M mogą kontynuować spadek, to stawka WIBOR 3M powinna się już zacząć konsolidować, chociaż dane inflacyjne za czerwiec (publikacja 15 lipca) mogą dać impuls do nieznacznego spadku tej stawki.

## EBC wsparł długi koniec krzywych

▪ Miniony tydzień przyniósł sporo niespodzianek. RPP, po redukcji stóp o 25 pb (zgodnie z oczekiwaniami), ogłosiła koniec cyklu łagodzenia polityki monetarnej. Taki scenariusz nie był brany pod uwagę przez rynkowych graczy. W efekcie nastąpił wzrost rentowności na krótkim końcu krzywej, przy stabilizacji (IRS), a nawet spadku (obligacje) długiego końca krzywej. Kolejną niespodziankę dostarczył EBC, który zadeklarował kontynuację akomodacyjnej polityki, a nawet nie wykluczył możliwości dalszych obniżek stóp. To dało impuls do kontynuacji umocnienia na długim końcu krzywych (spadek na krótkim końcu był bardziej ograniczony). W konsekwencji krzywe dość znacząco się wypłaszczyły (spread 2-10L zawężił się średnio o 35 pb dla obligacji i IRS wciągu ostatnich dwóch tygodni).

▪ Dodatkowym wsparciem dla umocnienia krajowego długu był spadek rentowności niemieckich obligacji. W efekcie rentowność 10-latk spadła poniżej 4%, po raz pierwszy od czerwcowej decyzji Fed. Sytuację na rynku zmieniła publikacja danych z rynku pracy w USA. Oslabienie niemieckich obligacji spowodowało, że krajowa 10-latka ponownie testowała poziom 4,0%.

▪ Pomimo odreagowania rynku stopy po komentarzach EBC, stawka IRS 2Y pozostała powyżej 3%. To odzwierciedla oczekiwania rynku na podwyżki stóp, które już są dyskontowane przez stawki FRA na dłuższe terminy (w horyzoncie 9 miesięcy).

## Nastroje wciąż pod wpływem czynników globalnych

▪ W tym tygodniu poznamy więcej szczegółów odnośnie projekcji inflacyjnej (publikacja Raportu o Inflacji 8 lipca). W komentarzu do lipcowej decyzji Rada zdystansowała się do prognoz, wykazując większy optymizm co do zachowania się krajowej gospodarki, co stało za decyzją o zakończeniu cyklu. W naszej ocenie, najbliższe dane inflacyjne pokażą spadek w okolice 0% (nasza prognoza czerwcowego wskaźnika na poziomie 0,3% r/r), co powinno dać impuls do nieznacznego odreagowania na krótkim końcu krzywej.

▪ Rentowności na środku i długim końcu krzywej pozostaną pod wpływem czynników globalnych, głównie zachowania się niemieckich obligacji (współczynnik korelacji od początku maja kształtuje się powyżej 90%). Reakcja rynku po danych o zatrudnieniu w USA świadczy o tym, że to Fed będzie w centrum uwagi, a publikowane dane z USA będą zwiększały zmienność na rynku.

---

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