Biuro Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 66
ernest.pytlarczyk@brebank.pl

Marcin Mazurek
starszy analityk
tel. +48 22 829 01 83
marcin.mazurek@brebank.pl

Paulina Ziembińska
analityk
tel. +48 22 829 02 56
paulina.ziembinska@brebank.pl

Andrzej Torój
analityk
tel. +48 22 526 70 34
andrzej.toroj@brebank.pl

BRE Bank SA
Senatorska 18
00-950 Warszawa
tel. +48 22 829 00 00
fax. +48 22 829 00 33
http://www.brebank.pl

Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

Godzina	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				BRE	konsensus		
9.07.2012 PONIEDZIAŁEK							
3:30	CHN	CPI r/r (%)	cze		2.3	3.0	2.2
9:00	POL	Projekcja inflacyjna NBP	lip				
	EA	Spotkanie Eurogrupy w Brukseli					
10.07.2012 WTOREK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
11.07.2012 ŚRODA							
8:00	GER	ĆPI r/r (wstępnie, %)"	cze		1.7	1.7	
9:00	CZE	CPI r/r (%)	cze		3.5	3.2	
9:00	CZE	Stopa bezrobocia (%)	cze		8.1	8.2	
14:30	USA	Bilans handlowy (mld USD)	maj		-48.4	-50.1	
20:00	USA	Minutes z posiedzenia Fed	cze				
12.07.2012 CZWARTEK							
11:00	EA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		-0.1	-1.1 (r)	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	7.07.			374	
13.07.2012 PIĄTEK							
4:00	CHN	PKB r/r (%)	q2		7.7	8.1	
14:00	POL	CPI r/r (%)	cze	3.9	4.1	3.6	
14:00	POL	M3 r/r (%)	cze	11.6	11.5	11.4	
14:00	POL	CA (M EUR)	maj	301	-258	-573	
14:30	USA	PPI r/r (%)	cze		-0.4	0.7	
14:30	USA	PPI r/r bez żywności i energii (%)	cze		2.6	2.7	
15:55	USA	Wskaźnik nastrojów U. of Michigan (wstępnie)	lip		73.5	73.2	

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• W średnim okresie, wraz z postępującym spowolnieniem wzrostu gospodarczego oraz pogorszeniem sytuacji na rynku pracy, inflacja obniży się do poziomu zbliżonego do celu inflacyjnego NBP – wynika z lipcowej projekcji inflacji NBP (więcej w sekcji komentarze).
• Chojna-Duch (RPP): obecnie nie należy mówić o podwyżce stóp procentowych, Rada Polityki Pieniężnej powinna się głęboko zastanowić nad obniżeniem stóp w tym roku.
• Ministerstwo Finansów chce, aby dług publicznych w przypadku przekroczenia progów ostrożnościowych z ustawy o finansach publicznych 50 i 55 proc. PKB był przeliczany po średnich kursach walut NBP z danego roku, a wyliczona kwota była pomniejszona o środki na prefinansowane potrzeb pożyczkowych na następny rok (więcej w sekcji komentarze).
• Koziński (NBP): Kurs złotego staje się bardziej stabilny i obecne jego wahania nie są dla banku centralnego niepokojące. Stabilizacji sprzyja uspokojenie w Europie, gdzie sytuacja się poprawia.
• Nowy grecki rząd uzyskał w niedzielę wieczorem w parlamencie wotum zaufania.
• KE: Tak szybko jak strefa euro powoła nową instytucję nadzorującą banki, bezpośrednia rekapitalizacja banków wspólnoty nie będzie wymagać gwarancji rządowych.
• Węgierski parlament zatwierdził w poniedziałek podatek od transakcji finansowych, który od 2013 będzie dotyczył zarówno banków komercyjnych, jak i banku centralnego. Może się to stać kwestią sporną w rozmowach z międzynarodowymi pożyczkodawcami.
• Niemcy sprzedały na aukcji 6-miesięczne zerokuponowe bony skarbowe warte 3,29 mld euro o rekordowo niskiej rentowności – minus 0,0344 proc.

Decyzja RPP (5.09.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	**stopy bez zmian**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.329	0.009
USAGB 10Y	1.515	0.000
POLGB 10Y	5.187	0.009

Dotyczy benchmarków Reuters

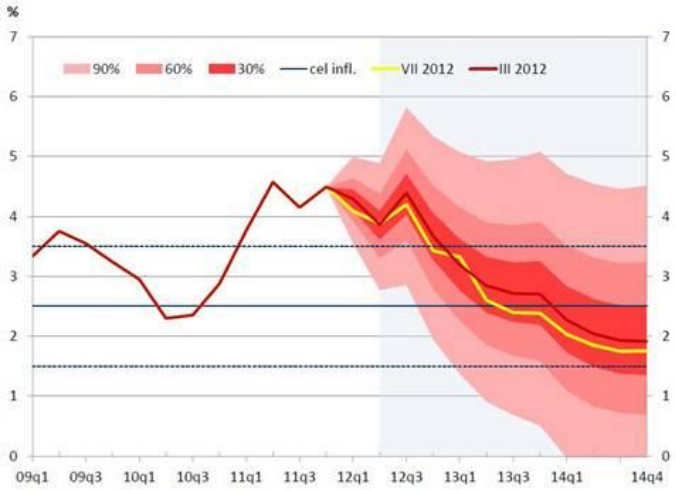
Nieznacznie niższa projekcja inflacyjna

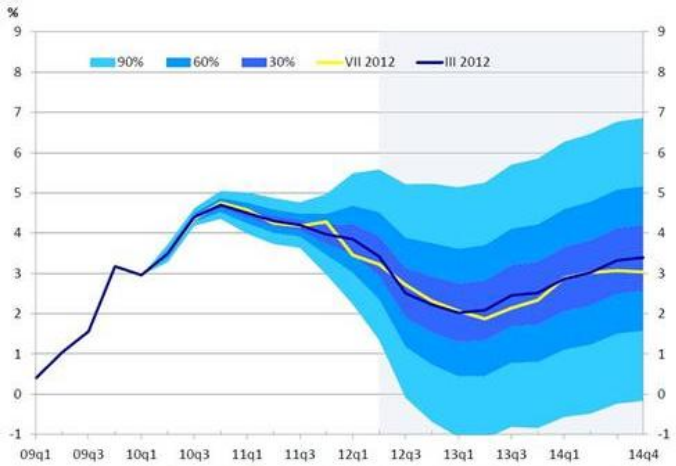
Projekcja inflacyjna wskazuje na jedynie nieznaczne zmiany prognoz inflacji i PKB w stosunku do przedstawionych w marcu (okres po cut-off date został skrócony do poniżej miesiąca - prognozy w lipcu uwzględniają dane do 15.06). Główne zmiany w założeniach do projekcji to silniejsza aprecjacja złotego, obniżenie cen surowców energetycznych oraz wzrost stopy procentowej NBP (o podwyżkę wprowadzoną przez RPP w maju).

Punktowa prognoza inflacji jest nieznacznie niższa (o 0,2 pp. w horyzoncie 2012-14), jednak monotoniczna spadkowa ścieżka zmian CPI została utrzymana. Na szybszy spadek inflacji mają wpływ niższe prognozowane ceny energii (związane z obniżającymi się cenami surowców i umocnieniem złotego) oraz inflacja bazowa; in plus oddziałują natomiast wyższe od wcześniej zakładanych ceny żywności. Ponadto założono, że spadek inflacji w 2013 roku będzie ograniczany przez skutki wprowadzenia pakietu energetyczno-klimatycznego, zaś w 2014 roku wspierany przez obniżenie stawki VAT. Według bieżącej projekcji inflacja powróci do celu w połowie 2013 roku.

Ścieżka PKB uległa jedynie nieznacznym zmianom (w latach 2013-14 obniżyła się o 0,1-0,2pp.) głównie ze względu na niższy oczekiwany poziom konsumpcji prywatnej w 2012 i 2013 roku oraz niższy poziom inwestycji w 2014 roku. W 2013 roku założono także niższą o 1,5pp. kontrybucję konsumpcji publicznej (ze względu na nowe założenia fiskalne dot. m.in. zamrożenia płac w sferze budżetowej). Ścieżka inwestycji NBP jest bardzo zbliżona do naszych prognoz i zakłada ich ujemną kontrybucję do wzrostu PKB w 2013 roku ze względu na ujemne dynamiki inwestycji publicznych (niższa absorpcja środków unijnych dla sektora finansów publicznych, malejąca dynamika wydatków inwestycyjnych samorządów związana z wprowadzanymi regułami fiskalnymi). Inwestycje prywatne będą ciągle wspierane środkami unijnymi, dobrą sytuacją finansową przedsiębiorstw oraz relatywnie krótkim cyklem inwestycyjnym (kontynuacja inwestycji odtworzeniowym widoczna w rosnącym stopniu wykorzystania mocy produkcyjnych). Niższa ścieżka PKB jest zatem wynikiem oddziaływania czynników wewnętrznych, podczas gdy kontrybucja eksportu netto pozostanie dodatnia (zmniejszana gradualnie przez aprecjację złotego). Ocena sytuacji na rynku pracy tylko nieznacznie pogorszyła się w stosunku do marcowej projekcji i choć wyższa stopa bezrobocia oraz niższe płace niewątpliwie nie będą wsparciem dla konsumpcji, to skala osłabienia pozostaje ograniczona. Zgodnie z projekcją od połowy 2012 roku do końca 2013 roku wzrost PKB będzie niższy niż produkt potencjalny, co stwarza przestrzeń do obniżek stóp procentowych (w samym modelu NECMOD pokazana jest płaska ścieżka stóp).

W komentarzu wskazano, że obserwowane spowolnienie gospodarcze w strefie euro przekłada się z opóźnieniem (ok. 3 kwartałów) na pogorszenie koniunktury w Polsce, zaś czynnikami łagodzącymi pozostają fundusze unijne, relatywnie stabilna sytuacja w Niemczech i wpływ słabszego złotego. Czynniki te będą jednak powoli wygasać - projekcja zakłada jedynie nieznacznie wyższy od zera wzrost gospodarki niemieckiej, spadek transferów unijnych w 2013-14 roku (oraz wydatków publicznych przeznaczonych na ich współfinansowanie) oraz aprecjację złotego (silniejszą niż w marcowej projekcji). Został także odnotowany negatywny wpływ majowej podwyżki stóp procentowych na krajowe inwestycje, zapasy i konsumpcję. W horyzoncie projekcji bilans czynników ryzyka dla dynamiki PKB i inflacji jest symetryczny - zarówno dla ryzyk zewnętrznych (tj. m.in. skala spowolnienia w strefie euro i kształtowanie się kursu złotego), jak i wewnętrznych.





Nieznacznie niższa projekcja wskazująca na bardziej długoterminowe osłabienie komponentów wewnętrznych jest zbieżna z naszym scenariuszem gradualnego spowolnienia polskiej gospodarki. Uważamy, że utrzymanie jastrzębiej retoryki RPP na lipcowej konferencji wynika przede wszystkim z czynników wizerunkowych po majowej podwyżce. Realizacja scenariusza z projekcji inflacyjnej, a zatem zejście inflacji do przedziału wahań NBP oraz obniżenie stopy wzrostu PKB do nieznacznie powyżej 2% już w III-IV kwartale 2012 roku zmieni nastawienie RPP. Złagodzenia retoryki można spodziewać się już we wrześniu (tuż po wynikach projekcji głos zabrała tylko jak zwykle gołębia Chojna-Duch) – szczególnie w sytuacji luzowania polityki pieniężnej w strefie euro, zaś w ostatnich miesiącach roku należy spodziewać się obniżki stóp procentowych.

MinFin: spokojny Sylwester na rynku FX, gotówka zmniejszy dług

Ministerstwo Finansów opublikowało założenia projektu ustawy, której celem byłoby „uelastycznienie" aktualnie obowiązującej metody liczenia długu publicznego. MinFin planuje, aby ustawa weszła w życie od 1. stycznia 2013 r. i znalazła po raz pierwszy zastosowanie do danych za rok 2012. Zmiany miałyby

potencjalnie wpływ na (nie)przekroczenie przez relację długu do PKB progów ostrożnościowych 50 i 55%, przewidzianych w ustawie o finansach publicznych i związanych z wdrożeniem odpowiednich procedur ostrożnościowych.

Po pierwsze - zgodnie z dotychczasowymi zapowiedziami - dług w walutach obcych byłby przeliczany na PLN za pomocą kursu średniorocznego NBP, a nie kursu w ostatnim dniu roboczym roku. Rozwiązanie ma zasadniczą wadę - stan długu liczony na koniec okresu (zmienna typu stock) będzie wirtualnie przeliczany średnią z okresu (co odpowiadałoby zmiennej typu flow). Oznacza to zaniżenie długu na koniec roku, w którym złoty doznawał systematycznej i znaczącej deprecjacji (i odwrotnie w przypadku aprecjacji). Wydaje się to jednak mniejszym złem w porównaniu z argumentacją MF, że zastosowanie kursu z konkretnego dnia generuje potężne ryzyko spekulacji, zwłaszcza w sytuacji balansowania na krawędzi progów. Trudno przy tym nie zauważyć, że broń jest obosieczna - MinFin wiąże sobie ręce i czyni niecelowymi interwencje MF/NBP w ostatnich dniach roku (co można uznać za korzystny bodziec dla polityki fiskalnej w dłuższej perspektywie).

Po drugie, od długu będą odliczane wolne środki na kontach MF na koniec roku, prefinansujące potrzeby pożyczkowe w roku kolejnym. W latach 2007-2011 wolne środki z poprzedniego roku sięgały od 0,3 do 0,8% PKB. Biorąc pod uwagę obecne korzystne dla MF warunki rynkowe, w tym roku mogłyby to być więcej (do czerwca sfinansowanych zostało 80% potrzeb pożyczkowych). Gdy zmiana wejdzie w życie, rząd będzie zwolniony z wyboru: umarzać dług (mimo sprzyjających warunków rynkowych), aby zmniejszać ryzyko przekroczenia progów ostrożnościowych albo wykorzystywać te warunki, zwiększając ryzyko otarcia się o 55% PKB.

Obie zmiany mają wspólny mianownik - zwiększają odporność MinFinu na bieżącą sytuację na rynku FX i długu, stwarzając mechanizm „rolowania" korzystnych warunków finansowania na przyszłe okresy. Jednocześnie nie wydają się one kluczowe dla relacji dług/PKB w 2012 r. Szacujemy, że przy zwolnieniu dynamiki PKB do 2,5% r/r dochody podatkowe mogłyby zostać uszczuplone o 0,5% PKB, co zostałoby w całości zrekompensowane (nieprzewidzianą w ustawie budżetowej) czerwcową wpłatą zysku z NBP, a więc dystans do ustawowych progów ostrożnościowych pozostałby pod kontrolą.

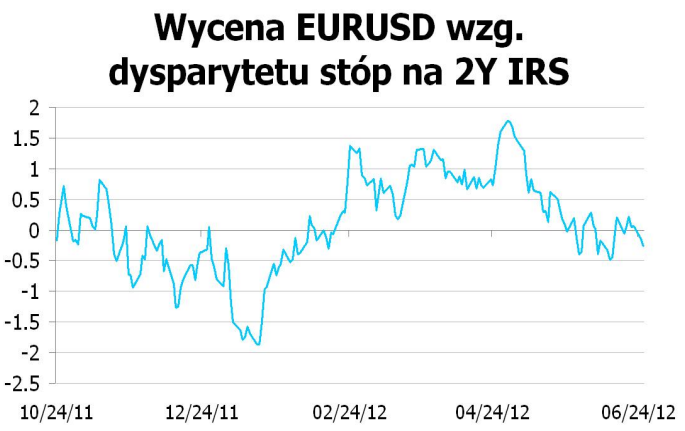
EURUSD fundamentalnie

EURUSD nieznacznie wyżej po wczorajszej sesji, jednak dziś od rana dolar umacnia się kontynuując ponad tygodniowy trend wzmocniony decyzją EBC. Spotkanie ministrów strefy euro decydujących o sposobach wprowadzenia uzgodnionych na szczycie 28-29 czerwca zmian przyniosło pierwsze rezultaty - w nocy uzgodniono, że pierwsza transza 30 mld euro pomocy dla Hiszpanii zostanie wypłacona do końca lipca, okres spłaty ustalono na 15 lat, wydłużono także termin wyznaczony dla Hiszpanii na redukcję deficytu do 3% PKB do 2014 roku. Dalsze szczegóły pakietu dla Hiszpanii zostaną ustalone na kolejnym spotkaniu eurogrupy 20 lipca. Pozostałe ważne wydarzenia z wczoraj to aukcja 3- i 6-cio miesięcznych bonów francuskich, których rentowności spadły po raz pierwszy w historii poniżej zera, zaś równolegle rentowności 10-letnich obligacji hiszpańskich przekroczyły 7%. Niższa inflacja w Chinach także wpisuje się w scenariusz globalnego spowolnienia. EURUSD pzoostanie pod wpływem oczekiwanych postanowień eurogrupy i na razie problemy Europy silniej ważą na sentymencie niż oczekiwania na kolejną rundę poluzowania w USA.

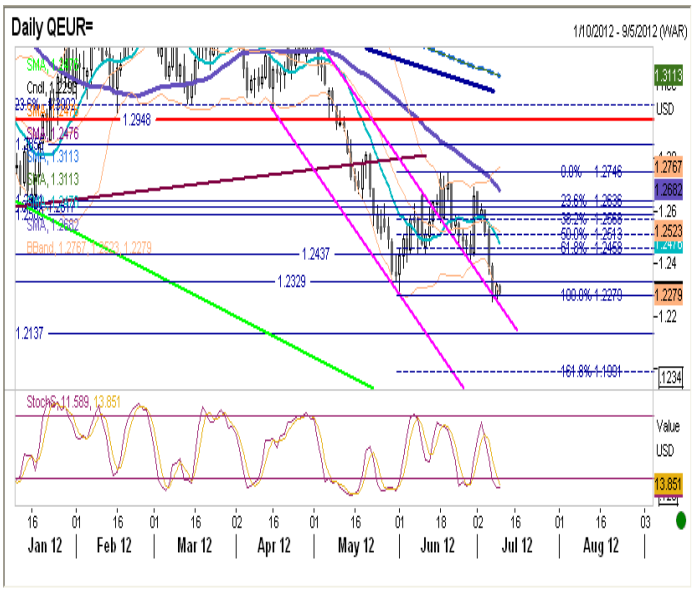
EURUSD technicznie

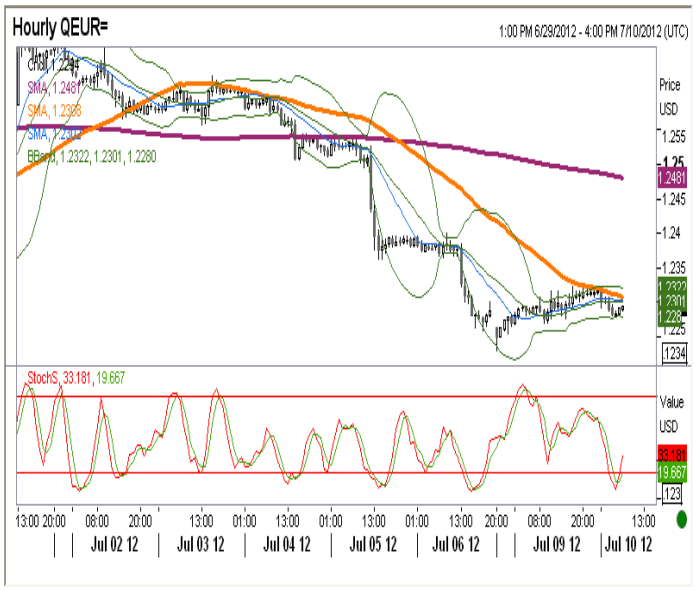
EURUSD walczy z naporem podaży w okolicach majowo-czerwcowych minimów i górnej granicy kanału deprecjacyjnego. Na żadnym wykresie nie widać dywergencji z oscylatorem (dotyczy to zarówno 1h jak i 4h) i biorąc pod uwagę wcześniejszą erozję wspomnianego poziomu wsparcia, w poszukiwaniach kolejnego należałoby chyba jednak wrócić w czasie aż do wiosny 2010 r. (1,1877), a nieco wcześniej do 61,8% przedłużenia Fibo (około 1,20 - wygląda nieźle także jako poziom psychologiczny).

Wsparcie	Opór
1,2280	1,2570/80
1,2220/30	1,2407
1,1877	1,2327



* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Ta sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.





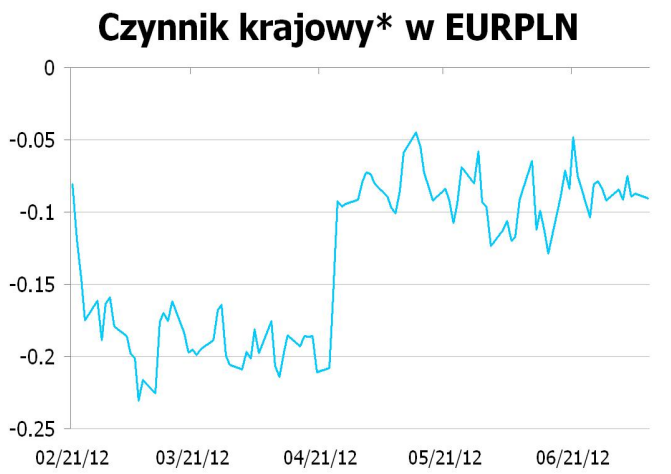
EURPLN fundamentalnie

Złoty po wczorajszej sesji powrócił do poziomu z piątkowego otwarcia (a zatem odrobił straty wywołane przez słabe dane z amerykańskiego rynku pracy). Opublikowana wczoraj projekcja inflacyjna pozostała właściwie bez wpływu na kurs - jej wydźwięk nieznacznie przybliża perspektywę obniżek stóp procentowych pod koniec roku (więcej czytaj w sekcji analizy). Podobnie (już tradycyjnie) bez wpływu pozostała gołębia wypowiedź Chojny-Duch. Wczorajsze niewielkie odreagowanie na EURUSD przeszło już do historii i rynek walutowy pozostaje ciągle w oczekiwaniu na dalsze postanowienia eurogrupy (więcej czytaj w komentarzu do EURUSD) - przestrzeń do umocnienia PLN pozostaje ograniczona. Zaproponowany przez MF projekt aktualizacji metody liczenia długu publicznego (zmiana kursu przeliczeniowego na średnioroczny, odliczanie od długu wolnych środków pozostałych na kontach MF na koniec roku - więcej czytaj w sekcji analizy) to pozytywny sygnał dla złotego w średnim terminie i powinien ograniczyć ruchy spekulacyjne na koniec roku.

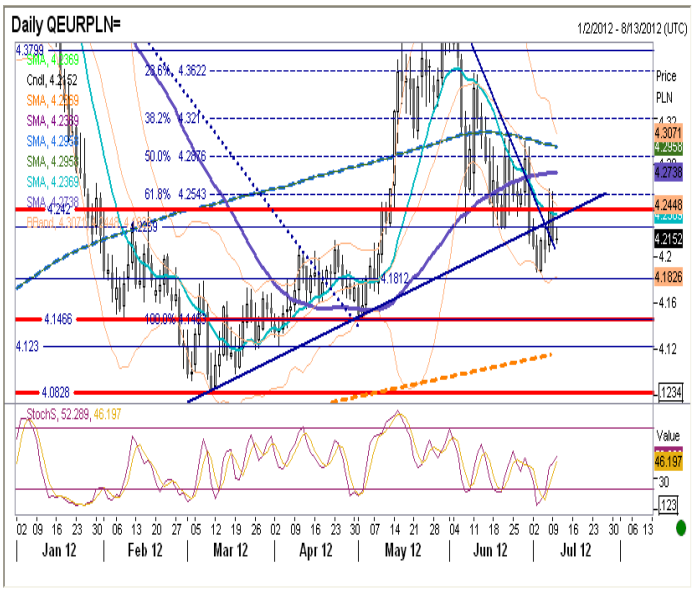
EURPLN technicznie

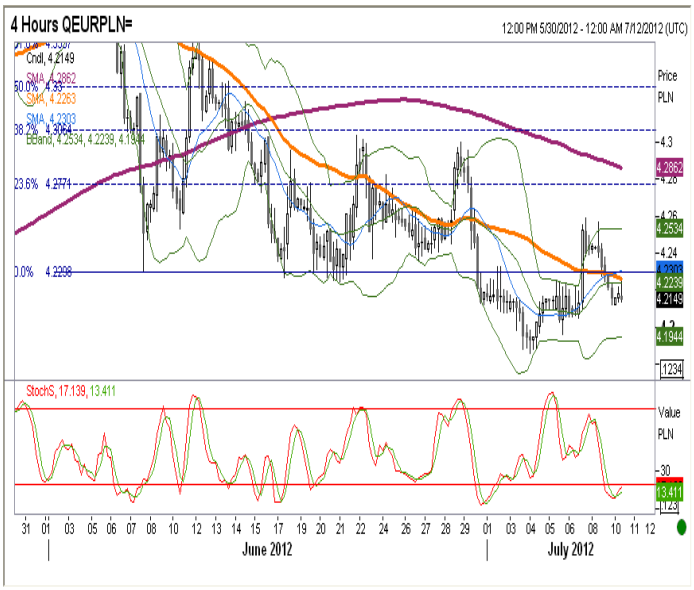
Złoty nadal poniżej linii trendu deprecjacyjnego a ruchy w górę są skutecznie powstrzymywane przez 61,8% Fibo (4,2543). Całkiem formalnie zatem ruch spełnia wszystkie wymogi zmiany trendu (a nie tylko korekty z 4,4336). Do pełnego przekonania brakuje jeszcze przełamanie 4,1466, jednak zanim to nastąpi notowania będą musiały się uporać z 4,1860, obecnie lokalnym minimum.

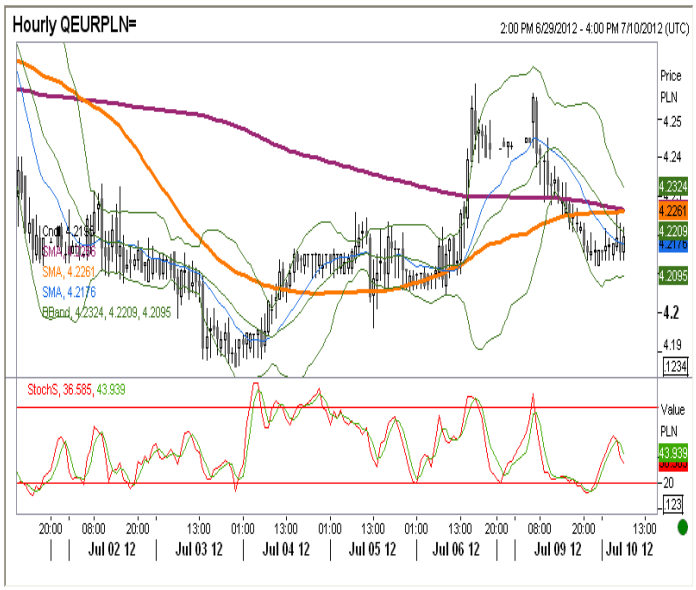
Wsparcie	Opór
4,2030	4,2543
4,1860	4,2420
4,1466	4,2259



* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.







IRS	BID	ASK
1Y	4.975	5.01
2Y	4.7	4.73
3Y	4.59	4.63
4Y	4.565	4.61
5Y	4.57	4.61
6Y	4.599	4.63
7Y	4.62	4.65
8Y	4.644	4.67
9Y	4.663	4.69
10Y	4.655	4.70

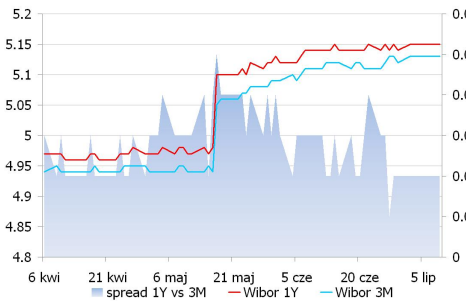
depo	BID	ASK
ON	4.4	4.6
1M	4.9	5.1
3M	4.6	5.1

FRA	BID	ASK
1x2	4.89	4.93
1x4	5.10	5.16
3x6	5.06	5.11
6x9	4.83	4.86
9x12	4.62	4.65

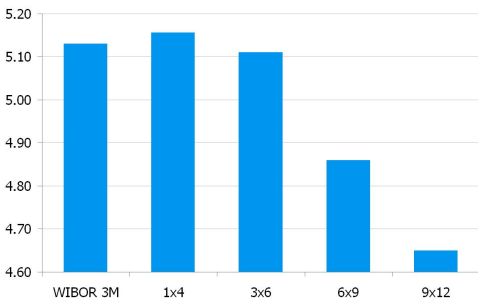
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2401
USD/PLN	3.4538
CHF/PLN	3.5305

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2314
EUR/JPY	97.96
EUR/PLN	4.2155
USD/PLN	3.4231
CHF/PLN	3.5091

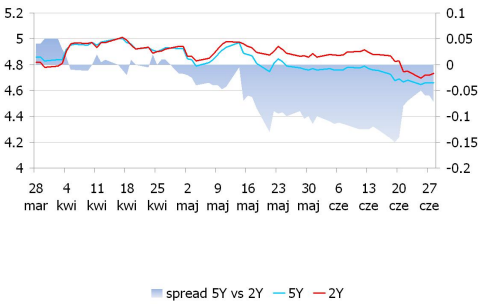
WIBOR 3M i 1Y



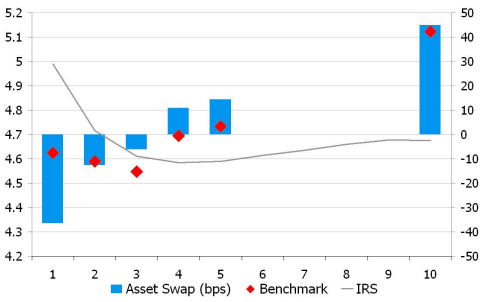
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y

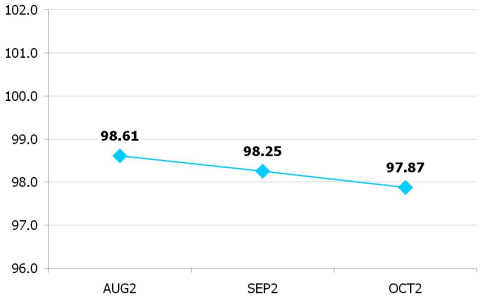


Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej

Brent, krzywa



UWAGA!

NINIEJSZA PUBLIKACJA ZOSTAŁA PRZYGOTOWANA W CELU PROMOCJI I REKLAMY ZGODNIE Z DEFINICJĄ ZAWARTĄ W PARAGRAFIE 9, USTĘP 1 ROZPORZĄDZENIA MINISTRA FINANSÓW Z DNIA 20. LISTOPADA 2009 W SPRAWIE TRYBU I WARUNKÓW POSTĘPOWANIA FIRM INWESTYCYJNYCH, BANKÓW, O KTÓRYCH MOWA W ART. 70 UST. 2 USTAWY O OBROCIE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI, ORAZ BANKÓW POWIERNICZYCH. OPRACOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW POPARTEJ INFORMACJAMI Z KOMPETENTNYCH RYNKOWYCH ŹRÓDEŁ, JEDNAKŻE NIE MOŻEMY GWARANTOWAĆ ICH PEŁNEJ WIARYGODNOŚCI I KOMPLETNOŚCI. WSZELKIE OCENY ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE WYRAŻAJĄ NASZE OPINIE W DNIU WYDANIA RAPORTU I MOGĄ BYĆ ZMIENIONE PRZEZ AUTORÓW BEZ UPRZEDNIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRACOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRACOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE NALEŻY ICH TAK TRAKTOWAĆ. PROGNOZY WSKAZANE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE GWARANTUJĄ OSIĄGNIĘCIA ZYSKÓW PRZEZ INWESTORA DZIAŁAJĄCEGO NA ICH PODSTAWIE. BRE BANK S.A. (LUB JEGO PRACOWNICY) MOŻE POSIADAĆ NA RACHUNKU WŁASNYM LUB MOŻE ZAWIERAĆ TRANSAKCJE KUPNA/SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW OPISANYCH W NINIEJSZEJ PUBLIKACJI. AUTORZY OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.