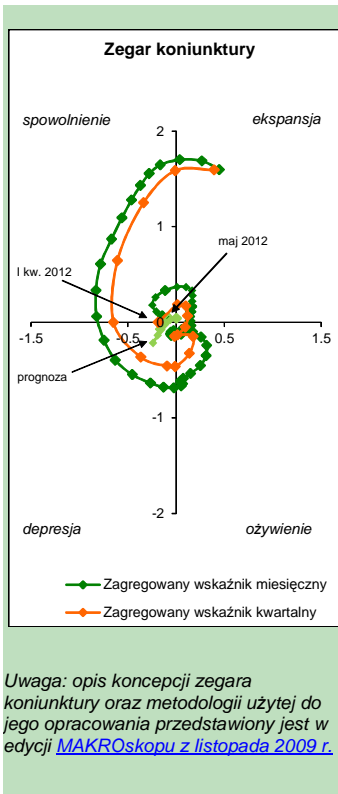


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Lipiec-Sierpień 2012



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
Co wpływa na krajową krzywą?	
Gospodarka Polski	5
Pod lupą: polityka pieniężna	7
Pod lupą: polityka fiskalna	9
Rynek walutowy	10
Rynek stopy procentowej	11
Monitor rynku	12
Kalendarz makroekonomiczny	13
Dane i prognozy ekonomiczne	14

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
22 586 8363

Piotr Bielski
22 586 8333

Agnieszka Decewicz
22 586 8341

Marcin Luziński
22 586 8362

Marcin Sulewski
22 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Kolejne gorące lato

▪ **Nasz dwumiesięczny raport wakacyjny z ubiegłego roku nosił tytuł „Nerwowe wakacje” i rzeczywiście nastąpiło wówczas nasilenie problemów w strefie euro. Naszym zdaniem istnieje ryzyko, że tym razem będzie podobnie i lato będzie gorące nie tylko pod względem temperatury powietrza, ale również z punktu widzenia sytuacji na rynkach finansowych.** Szczyt unijny przyniósł poprawę nastrojów na rynkach, choć trzeba przyznać, że zbyt dużych podstaw do tego nie było. Główne problemy strefy euro wciąż pozostają nierozwiązane (unia fiskalna, bankowa czy polityczna to pieśń przyszłości), a kiepskie perspektywy gospodarcze (kolejne spadki wskaźników koniunktury) powodować będą narastanie długu publicznego. Biorąc to pod uwagę, w perspektywie kilku tygodni spodziewamy się, że na rynki powróci niepewność i zwiększona awersja do ryzyka, która skutkować będzie ponownym osłabieniem złotego.

▪ **Lipcowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie przyniosło zmiany stóp procentowych a gdyby doszło do kolejnej podwyżki to wyglądałaby ona jeszcze dziwniej niż majowa, biorąc pod uwagę, że dzień później Europejski Bank Centralny stopy procentowe obniżył.** Rada ponownie nie wykluczyła dalszego dostosowania polityki pieniężnej, „gdyby perspektywy powrotu inflacji do celu uległy pogorszeniu”, nie sądzimy jednak, aby miało to nastąpić. Tym bardziej, że nowa projekcja Narodowego Banku Polskiego nie uzasadnia zacieśnienia polityki pieniężnej – głębsze niż poprzednio zakładano spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego oraz spadek inflacji do celu w średnim terminie. Nasze prognozy są zbliżone do wyliczeń NBP. Na końcu raportu przedstawiamy szczegółowe prognozy kwartalne, również na rok przyszły. Jeśli chodzi o stopy NBP, zakładamy, że pozostaną bez zmian do końca tego roku. Wydaje nam się, że w przyszłym roku możliwa byłaby obniżka stóp procentowych w scenariuszu spowolnienia gospodarki do ok. 2%. Dla rynku stopy procentowej kluczowe będą nadchodzące dane o inflacji, które naszym zdaniem mogą przynieść „jastrzębią” niespodziankę, a co za tym idzie dalszą korektę na rynku FRA. Prognozujemy wyraźny wzrost inflacji do 4,4% (konsensus 4,1%). W sierpniu RPP ma przerwę wakacyjną w posiedzeniach decyzyjnych, więc nawet gdyby tymczasowo wysoka czerwcową inflacja mogła ich ponownie wystraszyć (czyt. pogorszyć perspektywy powrotu do celu), to na szczęście nie będzie szansy na zbyt pospieszną reakcję Rady.

▪ **Pomimo przedłużającego się kryzysu zadłużeniowego w strefie euro pierwsza połowa 2012 r. przyniosła znaczące umocnienie na polskim rynku długu.** Obligacje polskiego rządu pozostawały stosunkowo odporne na negatywne informacje napływające z krajów peryferyjnych strefy euro. Chcąc określić, które czynniki w największym stopniu wpływają na kształt krzywej zdecydowaliśmy się na przeprowadzenie bardziej szczegółowej analizy sytuacji na krajowym rynku długu, m.in. przy wykorzystaniu modeli ekonometrycznych. Szczegóły przedstawiamy w Temacie miesiąca „Co wpływa na krajową krzywą?” (strony 2-4).

Na rynku finansowym 10 lipca 2012 r.:

Stopa depozytowa NBP	3,25	WIBOR 3M	5,13	EURPLN	4,2041
Stopa referencyjna NBP	4,75	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,59	USDPLN	3,4145
Stopa lombardowa NBP	6,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,71	CHFPLN	3,5004

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.07.2012 r.

Temat miesiąca

Co wpływa na krajową krzywą?

Czynniki istotne dla rentowności krajowych obligacji

Pierwsza połowa 2012 r. przyniosła znaczące umocnienie na polskim rynku obligacji rządowych, pomimo przedłużającego się kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. W efekcie wysokiego popytu na polskie obligacje, generowanego przede wszystkim ze strony zagranicznych inwestorów, krzywa obligacji przesunęła się w dół o 17-74pb w porównaniu z końcem 2011 r. Najbardziej na wartości zyskały obligacje z długiego końca krzywej, których rentowność na koniec czerwca znajdowała się na najniższym poziomie od początku 2007 r. Korekcyjne wzrosty rentowności wzdłuż krzywej (wynikające głównie z czynników globalnych, jak problemy z utworzeniem rządu w Grecji po majowych wyborach, czy też obniżki ratingu dla Hiszpanii i oficjalna prośba o pomoc dla hiszpańskich banków) były wykorzystywane przez inwestorów do kupna obligacji.

Analizując sytuację na rynku obligacji w okresie styczeń-czerwiec 2012 warto zwrócić uwagę, że polskie aktywa dłużne zachowują się zdecydowanie lepiej niż obligacje wielu krajów strefy euro i są relatywnie odporne na negatywne informacje napływające z krajów peryferyjnych. Te czynniki w połączeniu ze wzrostem portfela zagranicznych inwestorów wskazują, że Polska postrzegana jest jako „bezpieczna przystań” regionu. Chcąc określić, które czynniki w największym stopniu wpływają na kształt krzywej zdecydowaliśmy się na przeprowadzenie bardziej szczegółowej analizy sytuacji na krajowym rynku długu, m.in. przy wykorzystaniu modeli ekonometrycznych (szczegóły techniczne dotyczące modeli i zmiennych zamieszczamy w aneksie technicznym na str. 4). Wyniki modeli wyraźnie wskazują, że stawki FRA, które obrazują oczekiwania rynku co do przyszłej polityki monetarnej silnie wpływają na rentowności obligacji z krótkiego końca i środka krzywej rentowności. Istotny wpływ na zachowanie rynku długu ma również kurs walutowy. Niemniej, najbardziej wrażliwy na zmiany kursu jest długi koniec krzywej. Z naszych wyliczeń wynika, że długi koniec krzywej jest również bardziej wrażliwy na zmiany zaangażowania zagranicznych inwestorów na krajowym rynku długu niż na oczekiwania odnośnie zmiany parametrów polityki monetarnej. Warto tutaj wspomnieć, że na koniec maja zaangażowanie nierezydentów wzrosło do 167,7 mld zł, osiągając tym samym najwyższy poziom w historii. Udział zagranicy w rynkowych papierach skarbowych na koniec maja stanowił nieco powyżej 31% wobec średniej na poziomie ok. 22% w okresie 2009-2011.



Źródło: MF, BZ WBK

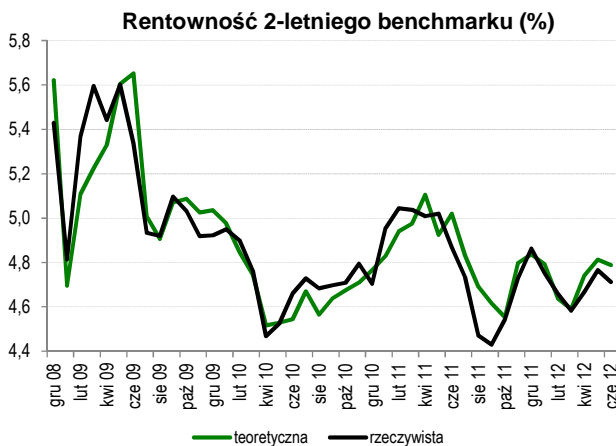
Wśród czynników, które istotnie wpływają na zachowanie się rentowności krajowych obligacji znalazły się również indeks PMI - wskazujący na oczekiwania odnośnie perspektyw gospodarczych oraz rentowności niemieckich obligacji, które są „bezpieczną przystanią” na europejskim rynku. Wyniki przeprowadzonych przez nas analiz wyraźnie wskazują, że wpływ oczekiwań dotyczących wzrostu gospodarczego rośnie wraz ze wzrostem terminu zapadalności obligacji, wskazując największy wpływ na zachowanie się rentowności 10-latek. Środek i długi koniec krzywej są bardziej wrażliwe niż krótki koniec krzywej na zachowanie się rentowności niemieckich benchmarków.

Obok powyższych wymienionych czynników istotny wpływ na kształtowanie się krzywej rentowności ma Ministerstwo Finansów. Pierwsze półrocze resort finansów może zaliczyć do bardzo udanych. Realizacja potrzeb pożyczkowych na poziomie około 80% na koniec czerwca (po uwzględnieniu zysku z NBP) przewyższała ubiegłoroczną realizację na poziomie około 75% oraz średnią za ostatnie trzy lata (2009-2011) oscylującą na poziomie około 65%. Zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami w drugim półroczu oferta SPW jest ograniczona; w III kwartale wartość podaży wynosi 6-13 mld zł wobec sprzedaży na poziomie około 22 mld zł w II kwartale (tylko aukcje standardowe). We wrześniu, tak jak i w ub. r. MF najprawdopodobniej rozpocznie proces prefinansowania potrzeb pożyczkowych w 2013 poprzez aukcje zamiany.

Czy RPP poluzuje politykę monetarną?

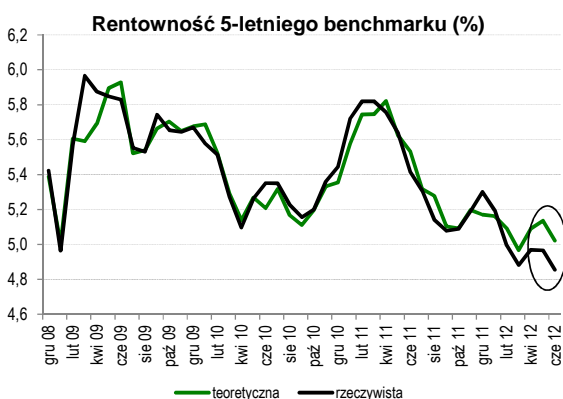
Od początku roku rentowności obligacji z krótkiego końca krzywej pozostawały pod presją jastrzębiej retoryki RPP, a następnie podwyżki stóp procentowych na majowym posiedzeniu Rady. Dopiero ożywienie oczekiwań na obniżki stóp procentowych po wypowiedziach członków RPP (Chojna-Duch, Bratkowski) oraz słabszych danych z krajowej gospodarki (sygnały spowolnienia aktywności

gospodarczej przy spadku inflacji do 3,6%/r w maju) dały impuls do bardziej głębokiego spadku rentowności 2-latki.



Źródło: BZ WBK

Koniec pierwszego półrocza przyniósł zmianę oczekiwań rynku co do ścieżki stóp procentowych. Na koniec czerwca rynek dyskutował dwie redukcje stóp procentowych w horyzoncie 9 miesięcy, w tym możliwość pierwszej obniżki stóp w IV kwartale. Biorąc pod uwagę bieżącą retorykę RPP, w naszej ocenie trudno jest oczekiwać złagodzenia polityki monetarnej jeśli nie nastąpi znaczące spowolnienie wzrostu gospodarczego, a inflacja nie powróci na ścieżkę spadku do celu NBP. Nasze prognozy wskazują, że w najbliższych miesiącach inflacja będzie pozostawała w okolicach 4%, spodziewamy się, że stopy pozostaną na niezmiennym poziomie do końca br. Bazując na tym scenariuszu oczekujemy, że rentowność 2-latki zakotwiczy się w okolicach 4,70%, z możliwością bardziej wyraźnego spadku pod koniec tego roku dzięki spadkowi inflacji do pasma wahań wokół celu oraz mocnym sygnałom spowolnienia gospodarczego.



Źródło: BZ WBK

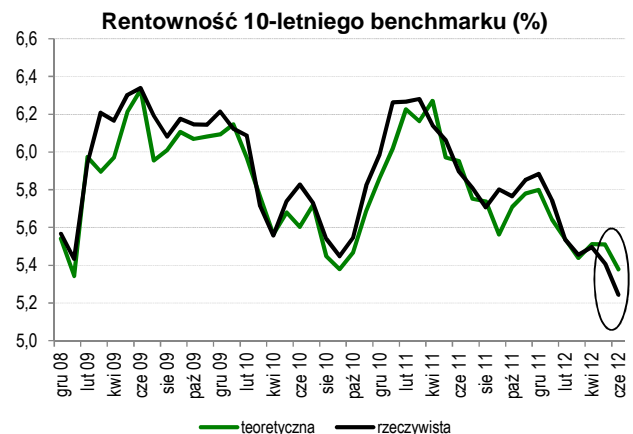
W przypadku 5-letnich obligacji, otrzymaliśmy dobre dopasowanie modelu do rzeczywistych danych. Jednak ostatnie 3-4 miesiące pokazały dużą rozbieżność (patrz wykres). Wartości teoretyczne dość znacząco przewyższały faktyczne poziomy (średnio nieco ponad 15pb). Mogło to po części wynikać z wprowadzenia nowego benchmarku 5Y, który od pierwszej aukcji

przyciągnął znaczący popyt. Po wzroście rentowności na początku maja (głównie efekt problemów politycznych w Grecji) kolejne tygodnie przyniosły spadek rentowności 5-latki do najniższego poziomu od 2006.

W nadchodzących miesiącach oczekujemy, że rentowność 5-latki będzie wahała się w przedziale 4,70-4,80%, z możliwością testów zarówno górnego, jak i dolnego poziomu ograniczeń. Przy znaczącym wzroście awersji do ryzyka nie wykluczamy ponownego wzrostu rentowności 5-letniego benchmarku w kierunku 5%.

Długi koniec krzywej pozostaje silny

W pierwszej połowie 2012 długi koniec krzywej rentowności zyskiwał więcej niż pozostałe benchmarki. Wsparciem dla 10-letniego sektora okazały się przede wszystkim silne fundamenty polskiej gospodarki, ograniczona podaż oraz poprawa nastrojów na rynkach globalnych. W naszej ocenie powyższe czynniki odpowiadają za niedopasowanie teoretycznych wartości wynikających z modelu do danych rzeczywistych (wykres poniżej) – wartości teoretyczne przewyższały średnio o ponad 10pb faktyczną rentowność 10-latki.



Źródło: BZ WBK

Wyniki czerwowego szczytu UE pozytywnie zaskoczyły rynkowych graczy, co spowodowało zwiększony popyt na ryzykowne aktywa, w tym polskie. Niemniej, w naszej ocenie, zaobserwowany entuzjazm ponownie może okazać się krótkoterminowy. Świadczyć może o tym chociażby fakt, że część inwestorów zdecydowała się na realizację zysków po informacjach o braku porozumienia odnośnie wykorzystania funduszy pomocowych EFSF/ESM. Spodziewamy się, że polskie obligacje pozostaną stosunkowo odporne (np. w porównaniu z EURPLN) i rentowność 10-latki będzie konsolidowała się w relatywnie szerokim przedziale 5,10-5,35% do końca roku, z możliwością testów dolnego i górnego ograniczenia.

Aneks techniczny

Według teorii ekonomii i rynków finansowych rentowności obligacji zależą od kilku czynników:

- (1) Oczekiwania co do stop procentowych
- (2) Oczekiwania inflacyjne
- (3) Krajowe ryzyko fiskalne
- (4) Ryzyko kursowe
- (5) Podaż obligacji
- (6) Płynność rynku międzybankowego
- (7) Oczekiwany zysk z alternatywnych inwestycji
- (8) Koszt pieniądza na międzynarodowym rynku finansowym i globalna awersja do ryzyka

Uwzględniając powyższe czynniki, wybraliśmy szereg zmiennych makroekonomicznych i finansowych, które mogą je odzwierciedlać. Wybrane zmienne zostały użyte jako zmienne egzogeniczne w modelach objaśniających zmienność rentowności polskich obligacji 2, 5 i 10-letnich. Istotnymi statystycznie okazały się:

- Polskie stawki FRA3x6 i 6x9 (FRA3x6, FRA6x9), które opisują czynnik (1)
- Inflacja CPI (CPI), która opisuje czynnik (2)
- Udział procentowy wartości polskich obligacji w portfelu inwestorów zagranicznych (FOREIGN_HOLDING), odzwierciedlający czynnik (3)
- Polski indeks PMI dla przetwórstwa (PMI), opisujący czynnik (3)
- Kurs walutowy EURPLN, odzwierciedlający czynnik (4)
- Indeks WIG20 (WIG20), opisujący czynnik (7)
- Rentowności niemieckich obligacji 2, 5 i 10-letnich ((DE2Y, DE5Y, DE10Y), reprezentujące czynnik (8))
- Indeks VIX (VIX), opisujący czynnik (8)

Nie udało nam się uwzględnić czynników (5) i (6), ale z pewnością są one istotne dla polskich rentowności.

Rentowności obligacji były modelowane za pomocą modeli korekty błędem, które są często używane przy tego rodzaju zagadnieniach. Typowy model korekty błędem składa się z dwóch równań: jedno opisuje długookresową równowagę zmiennej endogenicznej, drugi opisuje krótkookresową zmienność wokół równowagi. Oszacowane parametry modeli są ukazane w tabeli 1. (wszystkie są istotne statystycznie na poziomie istotności 5%, stałe są pominięte, operator D(.) oznacza pierwszy przyrost. Wszystkie zmienne zostały wystandaryzowane, zatem wartości parametrów nie mogą być interpretowane w zwyczajowy sposób, ale za to mogą być porównywane ze sobą.

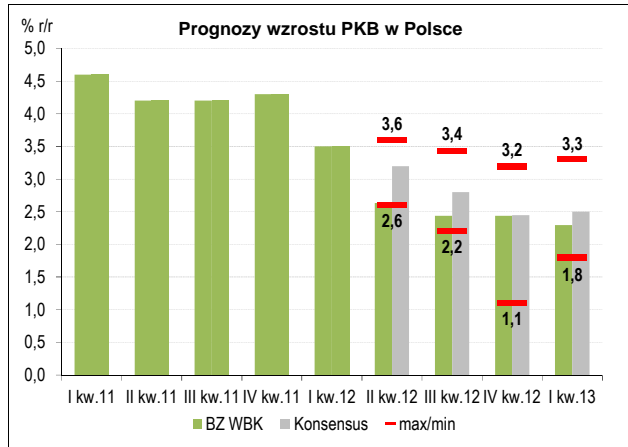
Oszacowane parametry mają znaki zgodne z teorią (rentowności rosną na skutek wyższych stop procentowych, oczekiwań inflacyjnych, deprecjacji złotego, wzrostu oprocentowania niemieckich obligacji, wyższej awersji do ryzyka i niższego popytu ze strony inwestorów), z wyjątkiem parametrów przy zmiennych PMI i WIG20. Pierwsza z tych zmiennych opisuje bieżącą koniunkturę. Wysoka aktywność gospodarcza jest korzystna dla wpływów podatkowych, co powinno wywierać na rentowności presję w dół. Z drugiej strony, druga ze zmiennych reprezentuje oczekiwany zysk z alternatywnych inwestycji, zatem rosnący rynek akcji powinien powodować wzrost rentowności. Jednak, warto zauważyć, że obie zmienne są traktowane jak wskaźniki wyprzedzające dla gospodarki i przenoszą podobny ładunek informacyjny, a zatem jest możliwe, że w modelu opisują odwrotne zjawiska – wysoka wartość WIG20 oznacza wysokie dochody podatkowe a wysoki PMI reprezentuje dobrą koniunkturę, kiedy można inwestować w inne aktywa.

Ponadto, nasze modele wyłapały istotną zależność teoretyczną: rentowności dla dłuższych tenorów są mniej podatne na oczekiwaną ścieżkę stop procentowych, ale zależą mocniej od globalnej awersji do ryzyka i zmian kursu walutowego.

Tabela 1. Oszacowane parametry modeli

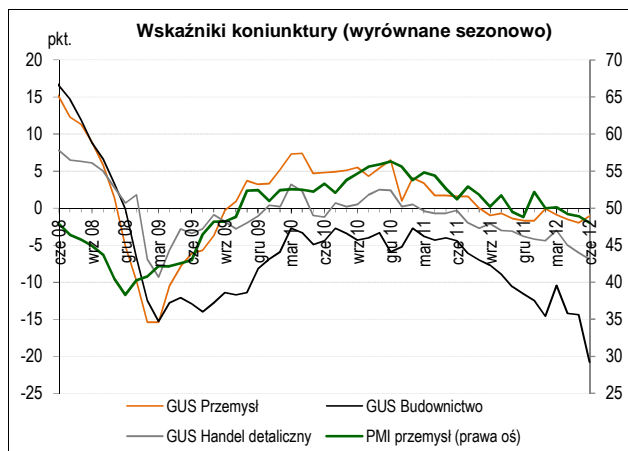
Zmienna objaśniająca	Zmienna objaśniana		
	PL2Y	PL5Y	PL10Y
RÓWNANIE DŁUGOOKRESOWE			
FRA3x6/6x9	0.9379	0.8951	0.3499
CPI			0.6276
FOREIGN_HOLDING	-0.4156	-0.3577	-0.4500
PMI	0.2061	0.1617	0.3578
EURPLN	0.2448	0.3081	0.4387
WIG20	-0.1273	-0.1625	
DE2Y/5Y/10Y	0.1098	0.2532	0.2422
RÓWNANIE KRÓTKOOKRESOWE			
ERROR TERM	-0.3018	-0.1782	-0.1252
D(FRA3x6/6x9)	1.0561	0.9025	0.7127
D(FOREIGN_HOLDING)	-0.1829	-0.2853	-0.4443
D(EURPLN)	0.2439	0.2473	0.3322
D(DE2Y/5Y/10Y)		0.2292	0.4564
D(VIX)		0.1888	0.2246

Gospodarka Polski



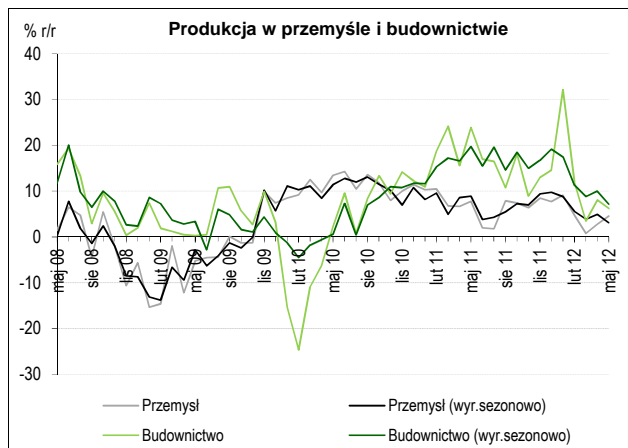
Duża rozpiętość prognoz wzrostu gospodarczego

- Prognozy rynkowe dot. perspektyw wzrostu gospodarczego na kolejne kwartały charakteryzują się dużą rozpiętością. Niektórzy analitycy zakładają mocne wyhamowanie PKB jeszcze w tym roku.
- Warto zwrócić uwagę na fakt, że liczba optymistów, zakładających przyspieszenie wzrostu PKB w 2013 r. wyraźnie stopniała w ostatnim okresie, zapewne pod wpływem informacji napływających z gospodarki światowej. W efekcie, mediana prognoz wzrostu PKB w 2013 r. (2,75%) wyraźnie zbliżyła się do naszych oczekiwań, które jednak nadal pozostają mniej optymistyczne niż konsensus.
- Wydaje się prawdopodobne, że kolejne aktualizacje prognoz dla gospodarki światowej publikowane przez kluczowe instytucje (MFW, KE, OECD) również przyniosą rewizję w dół. Ostatnio zostało to zresztą wprost zasugerowane przez szefową MFW.



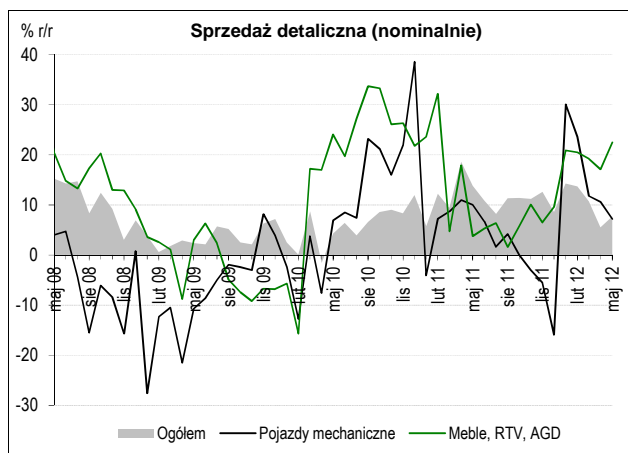
Indeksy koniunktury spadają

- Wskaźniki wyprzedzające wyraźnie wskazują, że druga połowa tego roku będzie okresem poważnego schłodzenia aktywności ekonomicznej w głównych sektorach krajowej gospodarki.
- Indeks PMI dla polskiego przemysłu obniżył się w czerwcu do najniższego poziomu od trzech lat, m.in. za sprawą kontynuacji szybkiego spadku zamówień. Spadają nie tylko zamówienia eksportowe (wg respondentów „szczególnie z krajów zachodnich”), ale również krajowe, co wskazuje na pogarszającą się sytuację popytu krajowego.
- Potwierdzają to wyniki badań koniunktury opublikowane przez GUS, które pokazują stopniowe pogorszenie sytuacji w handlu detalicznym oraz bardzo gwałtowne załamanie w budownictwie (wyrównany sezonowo indeks najniższy, od kiedy dostępne są porównywalne dane, tj. połowy lat 90.).



Sezonowo wyrównana produkcja spowalnia

- Wzrost produkcji przemysłowej wyniósł w maju 4,6% r/r, więcej niż oczekiwano. Wprawdzie roczna dynamika przyspieszyła w porównaniu z dwoma poprzednimi miesiącami, ale wynikało to głównie z efektów kalendarzowych (rozkład dni wolnych i świąt w tym i poprzednim roku). Wzrost produkcji oczyszczony z wahań sezonowych wg GUS spowolnił w maju do 3,1% r/r (najmniej od października 2009).
- Produkcja budowlano-montażowa również wyraźnie hamuje (wzrost w maju po korekcie sezonowej najniższy od sierpnia 2010).
- W kolejnych miesiącach nie należy się spodziewać poprawy sytuacji w krajowym przemyśle, ponieważ dekonunktura w krajach strefy euro nadal pogłębia się szybkim tempie. Z kolei na wynikach budownictwa zaciąży finalizacja prac związanych z EURO2012 i problemy finansowe firm budowlanych.



EURO2012 (tyczasowo) wsparło handel detaliczny

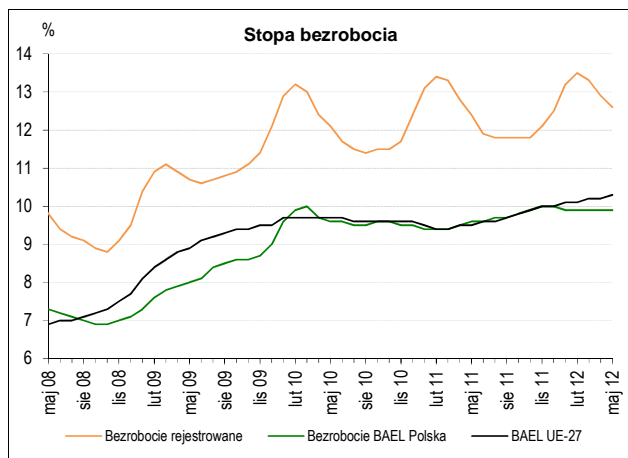
- Sprzedaż detaliczna wzrosła w maju o 7,7% r/r (realnie o 4,3% r/r), nieco szybciej niż w kwietniu. Lekkie przyspieszenie można częściowo wiązać z efektem EURO2012 (wzrosła m.in. sprzedaż sprzętu RTV), co będzie zapewne widoczne również w czerwcowych danych, ale także z „normalizacją” dynamiki zaburzonej w poprzednich miesiącach efektami kalendarzowymi. Niemniej, dynamika handlu, mimo że nieco wyższa niż w kwietniu, była wyraźnie niższa od średniej z I kwartału, co świadczy o słabnięciu popytu konsumpcyjnego.
- Czerwcowe dane o sprzedaży nie będą dobrą miarą tendencji w ramach popytu konsumentów ze względu na efekt mistrzostw w piłce nożnej i związany z tym ruch turystyczny. Dane z rynku samochodowego, wskazujące na mocne załamanie sprzedaży w czerwcu, nie napawają jednak optymizmem na kolejne miesiące.

Źródło: GUS, Reuters, BZ WBK

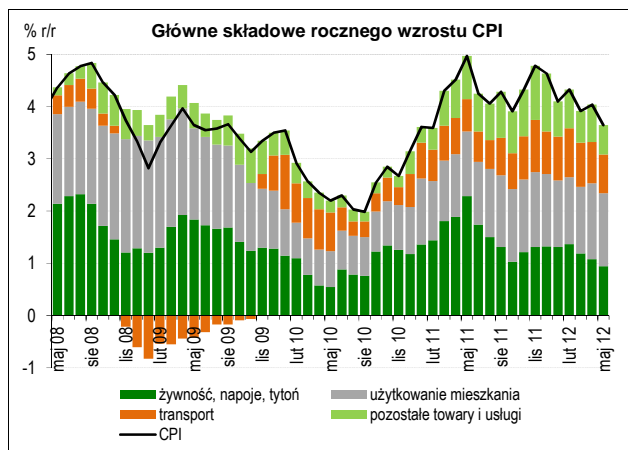
Gospodarka Polski

**Słaby popyt na pracę, mizerny wzrost płac realnych**

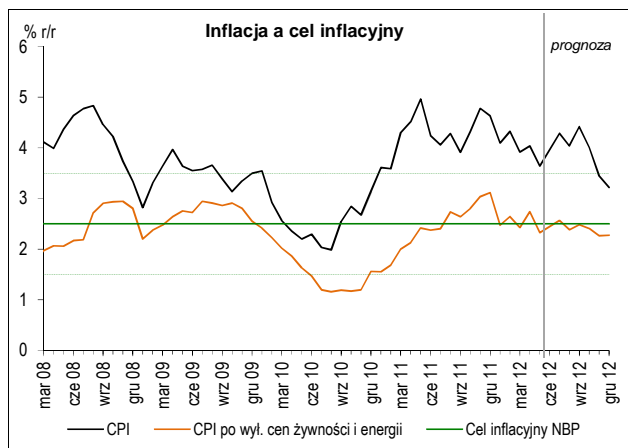
- Tempo wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw utrzymało się w maju na poziomie z kwietnia (0,3% r/r) i było zgodne z konsensusem i nieco lepsze od naszych oczekiwań (0,2% r/r). W ujęciu miesięcznym liczba zatrudnionych spadła o niecały tysiąc, zaś od stycznia w sektorze przedsiębiorstw ubyło już ponad 21 tys. miejsc pracy. Krajowy popyt na pracę jest bardzo słaby, na co wg nas wpływ ma spowolnienie za granicą, oraz kiepska sytuacja w sektorze budowlanym.
- Wynagrodzenia wzrosły o 3,8% r/r, mniej więcej zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami (3,9% r/r). Po raz pierwszy od lutego zaobserwowaliśmy dodatni realny wzrost płac (0,2% r/r), na co wpływ miał spadek wskaźnika inflacji CPI. Wzrost realnych płac jest jednak mizerny, co wspiera naszą prognozę dalszego spowolnienia konsumpcji prywatnej w II kw. br.

**Bezrobocie niższe ze względów sezonowych**

- Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w maju do 12,6%, a wg przewidywań Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej w kolejnym miesiącu może się obniżyć do 12,4%. Niemniej, jest to efekt głównie wynikający z czynników sezonowych oraz – w mniejszym stopniu – z EURO2012. Przewidujemy, że pod koniec roku stopa bezrobocia ponownie wróci powyżej 13%.
- Stopa bezrobocia wg BAEL, oczyszczona z wahań sezonowych, utrzymała się piąty miesiąc z rzędu bez zmian, na poziomie 9,9%. Warto zwrócić uwagę, że od początku roku narasta rozdziewiek między sytuacją na rynku pracy w Polsce i całej Unii Europejskiej, gdzie bezrobocie powiększa się w szybszym tempie, głównie za sprawą krajów peryferyjnych strefy euro.

**CPI znów (chwilowo) poniżej 4%**

- Majowa stopa inflacji obniżyła się do 3,6% r/r (z 4,0% w kwietniu) i okazała się niższa od prognoz. Wzrost cen żywności był niższy niż przed rokiem o tej porze, ale dość wysoki; podniesiono zwłaszcza ceny warzyw i owoców, przy spadku cen jajek. Inne czynniki, które spowodowały znaczący spadek inflacji to spadek cen paliw (o 0,2% m/m), obniżka cen odzieży (o 0,5% m/m) oraz cen w kategorii rekreacja i kultura (o 1%, w tym najbardziej, bo o ponad 8% potaniały opłaty za telewizję cyfrową i kablową w wyniku promocji na rynku operatorów telewizji cyfrowej).
- W maju spadły również wszystkie miary inflacji bazowej, w tym CPI po wyłączeniu cen żywności i energii do 2,3% (najniżej od roku).
- Nasze szacunki wskazują, że po majowym znacznym spadku inflacji, w czerwcu nastąpiło jeszcze mocniejsze odbicie w przeciwnym kierunku. 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.
- Podtrzymujemy prognozę, zgodnie z którą główny wskaźnik inflacji pozostanie w pobliżu 4% (lub powyżej) do późnej jesieni. Jednocześnie, inflacja bazowa powinna oscylować wokół celu inflacyjnego na poziomie 2,5%.



Źródło: GUS, NBP, Reuters, BZ WBK

Pod lupą: polityka pieniężna

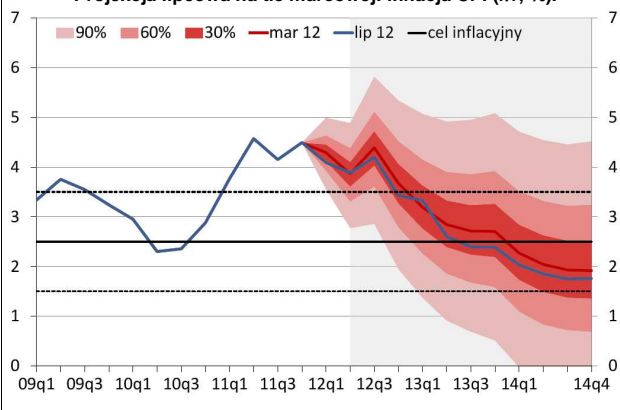
Fragmenty lipcowego komunikatu RPP

W Polsce dane o produkcji i sprzedaży detalicznej w maju były lepsze od oczekiwań. Jednak łączna dynamika produkcji i sprzedaży w pierwszych miesiącach II kw. była niższa niż w poprzednim kwartale, co wraz z utrzymywaniem się relatywnie niskich wskaźników koniunktury przedsiębiorstw potwierdza, że następuje dalsze stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego.

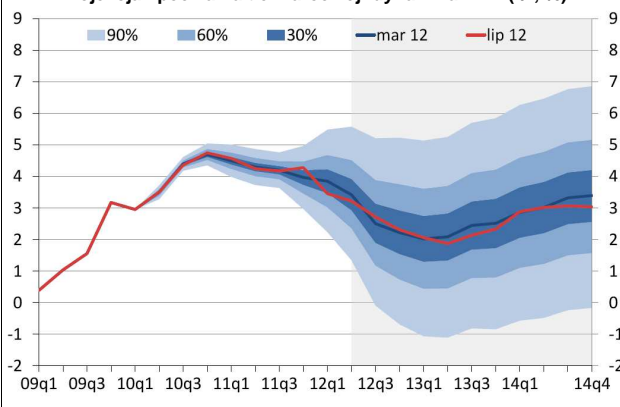
W ocenie Rady, w najbliższych miesiącach inflacja prawdopodobnie przejściowo wzrośnie, utrzymując się powyżej górnej granicy odchyłań od celu inflacyjnego. Jednak w średnim okresie spowolnienie wzrostu gospodarczego następujące w warunkach zacieśnienia polityki fiskalnej oraz dokonanego w tym i ubiegłym roku podwyższenia stóp procentowych NBP będzie sprzyjało powrotowi inflacji do celu. Taką ocenę wspiera również lipcowa projekcja inflacji i PKB. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie.

Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby perspektywy powrotu inflacji do celu uległy pogorszeniu.

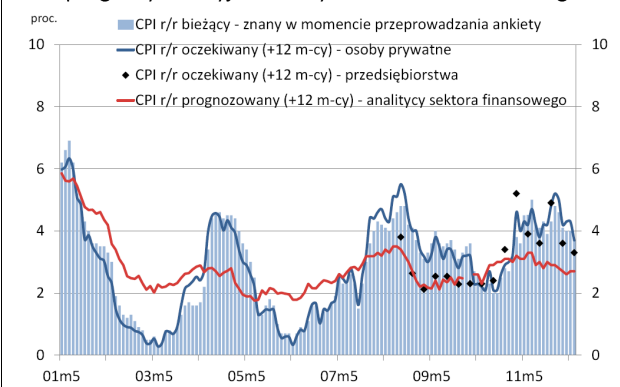
Projekcja lipcowa na tle marcowej: inflacja CPI (r/r, %).



Projekcja lipcowa na tle marcowej: dynamika PKB (r/r, %).



Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i przedsiębiorstw oraz prognozy inflacyjne analityków sektora finansowego.



Źródło: NBP, Reuters, BZ WBK

Stopy procentowe ponownie bez zmian

▪ Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy bez zmian w lipcu, zgodnie z oczekiwaniami. W komunikacie Rada zwróciła uwagę na dalsze stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego, a nowe projekcje PKB i CPI przygotowane przez NBP pokazały nieco niższą ścieżkę wzrostu gospodarczego i spadek inflacji do celu w średnim terminie (szczegóły poniżej). W takich warunkach trudno oczekiwać zacieśnienia polityki pieniężnej. Tym bardziej, że Prezes NBP potwierdził, że inne prognozy (eksperskie) pokazują podobny scenariusz do nowej projekcji inflacji.

▪ Wprowadzie RPP nadal „nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby perspektywy powrotu inflacji do celu uległy pogorszeniu”, jednak naszym zdaniem, pomimo wciąż jeszcze obecnych w retoryce Rady „jastrzębich” akcentów, stopy procentowe pozostaną bez zmian w kolejnych miesiącach roku. Przybierające na sile spowolnienie w krajowej gospodarce i widoczny zastój na rynku pracy powodują, że ryzyko efektów drugiej rundy jest niewielkie, a jednocześnie zwiększa się ryzyko realizacji bardziej negatywnych niż do tej pory przewidywano scenariuszy wzrostu na świecie. Wydaje nam się, że w przyszłym roku możliwa byłaby obniżka stóp procentowych w scenariuszu spowolnienia gospodarki do ok. 2%.

▪ W sierpniu RPP ma tradycyjnie już zaplanowaną przerwę w pracach i nie spotyka się na posiedzeniu decyzyjnym. W związku z tym, nawet jeśli czerwcowo inflacja okaże się wyższa od prognoz, co mogłoby część członków Rady ponownie wystraszyć (czyt. pogorszyć perspektywy powrotu do celu), nie będzie okazji, aby zareagować na to (zbyt) pospieszną decyzją.

Projekcja NBP zakłada powrót inflacji do celu w 2013 r.

▪ Nowe projekcje NBP przewidują wolniejszy wzrost gospodarczy oraz niższą ścieżkę inflacji niż zakładane w poprzedniej wersji prognoz.

▪ Według projekcji, poczynając od połowy 2013 r. dynamika CPI znajdzie się poniżej 2,5% z prawdopodobieństwem powyżej 50%, a pod koniec horyzontu prognozy spadnie nawet poniżej 2%. Będzie miało na to wpływ spowolnienie gospodarcze, aprecjacja polskiej waluty, spadek cen surowców oraz obniżka VAT w 2014 r. W przeciwną stronę działać będzie efekt wprowadzenia pakietu klimatycznego (analitycy NBP szacują jego wpływ na inflację na 0,3 w 2013 i 0,1 w 2014 r.).

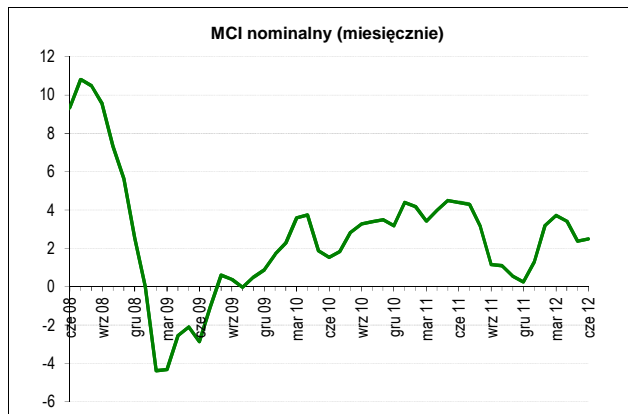
▪ Analitycy NBP spodziewają się znacznego spowolnienia wzrostu inwestycji, głównie pod wpływem zmniejszenia inwestycji publicznych (ich wartość będzie spadać od ostatniego kwartału 2012) oraz osłabienia konsumpcji indywidualnej. Według prognoz NBP, wzrost polskiego PKB będzie najniższy w II kw. 2013 (ok. 2%), po czym nastąpi pewne przyspieszenie (do 3%).

Stopniowa poprawa oczekiwań inflacyjnych

▪ Miara oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych obniżyła się w czerwcu do 3,7%, najniższego poziomu od 17 miesięcy. Było to częściowo efektem spadku wskaźnika bieżącej inflacji, który był podstawą wyliczeń, ale struktura odpowiedzi również się poprawiła – odsetek osób spodziewających się, że wzrost cen nie spowolni w przyszłości obniżył się i jest obecnie najniższy od trzech kwartałów.

▪ Obniżają się również oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw (do 3,3% w II kw.) po ich wcześniejszym dość wyraźnym wzroście (do 4,9% w IV kw. 2011). Wg najnowszego *Raportu o inflacji* „spadek oczekiwań (firm), podobnie jak ich wcześniejszy wzrost, wynikał w większym stopniu ze zmian struktury odpowiedzi przedsiębiorstw na pytanie ankietowe niż ze zmian bieżącej inflacji”.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Lekki wzrost indeksu restrykcyjności monetarnej

- Wbrew naszym obawom nominalny indeks restrykcyjności polityki pieniężnej nie obniżył się w czerwcu, a zanotował bardzo nieznaczny wzrost. Wynikało to z faktu, że – mimo okresowego wzrostu awersji do ryzyka na światowych rynkach – średni kurs złotego do euro pozostał na zbliżonym poziomie jak w maju, a jednocześnie przeciętna stawka WIBOR była nieco wyższa niż przed miesiącem.
- Widzimy ryzyko osłabienia złotego w miesiącach wakacyjnych pod wpływem powrotu globalnej awersji do ryzyka. Jeżeli jednak skala wyprzedaży nie będzie nadmiernie duża, indeks restrykcyjności powinien ustabilizować się blisko obecnych poziomów.

Za wcześnie na neutralne nastawienie...

Zarówno w oficjalnym komunikacie RPP, jak i w czasie konferencji prasowej po posiedzeniu Rady znalazło się kilka „jastrzębich” elementów, które wskazują, że na razie łagodzenie polityki pieniężnej nie jest w obszarze rozważań banku centralnego. Prezes NBP Marek Belka powiedział w czasie konferencji po posiedzeniu, że za wcześnie, aby można było mówić o neutralnym nastawieniu w polityce pieniężnej. Belka dodał wręcz, że do pełnej normalizacji stóp procentowych (czyt. możliwej kolejnej podwyżki) trochę jeszcze brakuje, jednak sytuacja makroekonomiczna wymaga, aby z tą normalizacją poczekać.

... choć wzrosły obawy o wzrost PKB, zmalały obawy o inflację

Nam nieustannie wydaje się, że można (trzeba) było również poczekać z krokiem w kierunku normalizacji, który nastąpił na posiedzeniu majowym. Niemniej, mimo wciąż nieco „jastrzębiej” retoryki, wygląda na to, że informacje napływające ostatnio z krajowej i światowej gospodarki zmieniają stopniowo punkt widzenia Rady Polityki Pieniężnej. Świadczy o tym m.in. stwierdzenie Marka Belki w czasie konferencji prasowej: „jeśli porównamy sytuację dzisiaj do tej sprzed dwóch miesięcy, to obecnie mamy większe obawy o tempo wzrostu gospodarczego, a mniejsze obawy o inflację”. Naszym zdaniem, otoczenie gospodarcze w ciągu najbliższych kwartałów będzie uzasadniać obniżenie stóp procentowych. Trudno jest jednak powiedzieć, czy Rada na takowy krok się zdecyduje i czy też będzie tkwiła w przekonaniu, że normalizacja stóp była dobrym pomysłem. Zbyt szybko obniżki stóp zapewne nie będzie, gdyż byłoby to przyznaniem się do błędnej decyzji w maju.

Dwoje najbardziej „gołębic” członków już mówi o obniżkach...

Fakt, że dwoje przedstawicieli RPP napomknęło na tydzień przed posiedzeniem Rady o możliwości złagodzenia polityki pieniężnej w przyszłości, skłonił rynek do bardziej agresywnego wyceniania obniżek stóp w horyzoncie 2-3 kwartałów. Warto jednak zauważyć, że jest to dwójka członków Rady, którzy znajdują się na „gołębic” końcu w naszej klasyfikacji restrykcyjności, a którzy jednocześnie jako jedyni nie poparli wniosku o podwyżkę stóp w maju. Ich poglądy nie przesądziły o decyzji Rady dwa miesiące temu i podobnie może być w przyszłości, o ile opinie pozostałych członków RPP nie ewoluują w stronę bardziej łagodnych pod wpływem nowych danych oraz projekcji inflacji i PKB.

... a inni potrzebują do tego trwałego spadku inflacji

Ta ewolucja poglądów innych członków Rady Polityki Pieniężnej powoli się rozpoczyna. Wspominaliśmy powyżej o wypowiedzi Prezesa NBP odnośnie obaw o wzrost i inflację. Obecny również na konferencji prasowej po czerwcowym posiedzeniu Andrzej Kaźmierczak powiedział z kolei, że o obniżkach stóp nie ma na razie co myśleć, dopóki o trwałości trendu spadkowego inflacji RPP nie przekona się na własne oczy. Oznaczać to może, że najpierw musi nastąpić przynajmniej kilka miesięcy spadku wskaźnika CPI. Biorąc pod uwagę nasze prognozy inflacji (wyraźniejszy spadek dopiero pod koniec roku), ewentualna obniżka stóp byłaby możliwa (w zależności od perspektyw wzrostu PKB) dopiero w pierwszym, a być może drugim kwartale 2013. Swoją drogą, wypowiedź Kaźmierczaka potwierdza, że niektórzy członkowie Rady stosują politykę backward-looking. Gdyby byli bardziej skoncentrowani na przyszłości i oczekiwanych scenariuszach ekonomicznych (np. zarysowanych w projekcji inflacji, już poprzedniej), to być może obniżki mogłyby nastąpić już teraz. A przede wszystkim nie byłoby podwyżki stóp w maju.

Glapiński (1,07)

Kaźmierczak (1,14)

Gilowska (1,14)

Rzońca (1,50)

Winiecki (1,38)

Hausner (1,38)

Zielińska-Głębocka (1,36)

Belka (1,00)

Bratkowski (1,29)

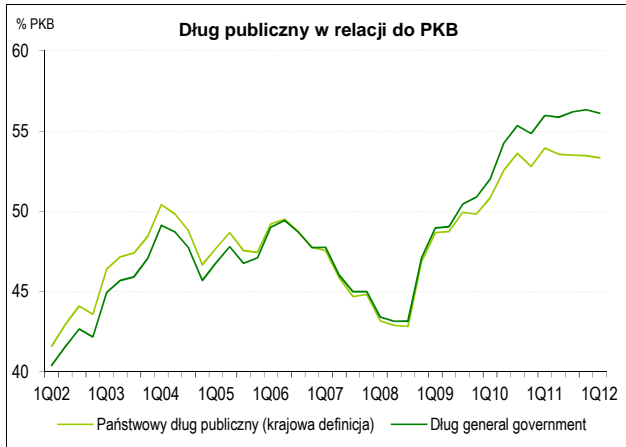
Chojna-Duch (0,71)

Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z podjętą decyzją przyznawany jest 1 pkt., za głosowanie za bardziej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane są 2 pkt., a za głosowanie za mniej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane jest 0 pkt. Średnia punktów za wszystkie głosowania to wartość indeksu dla danego bankiera centralnego.

Liczby przy nazwisku danego członka to wartości indeksu liczone od początku obecnej kadencji Rady i prezesa NBP.

Kierunek osi restrykcyjności wskazuje oczekiwany przez nas kierunek zmian stóp procentowych w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

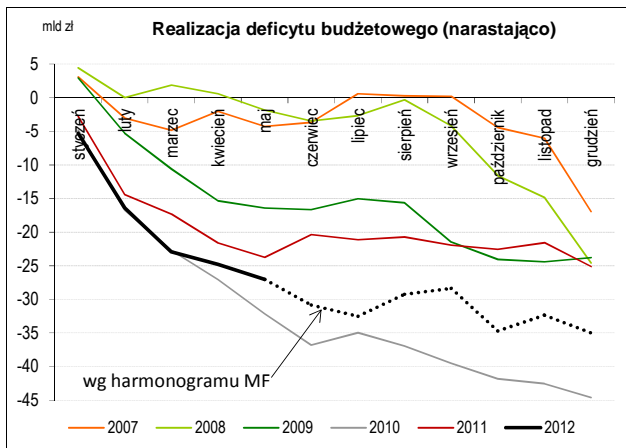
Pod lupą: polityka fiskalna



Fragmenty projektu założeń projektu ustawy o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz ustawy o podatku od towarów i usług

Państwowy dług publiczny w przypadku przekroczenia przez relację państwowego długu publicznego do PKB 50% lub 55%, byłby przeliczany przez Ministra Finansów na złote z zastosowaniem średniej arytmetycznej ze średnich kursów walut obcych ogłaszanych przez NBP i obowiązujących w dni robocze z roku budżetowego za który ogłaszana jest relacja. Następnie tak wyliczona kwota byłaby pomniejszona o wolne środki finansowe Ministerstwa Finansów na koniec roku budżetowego służące finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w następnym roku budżetowym.

Jeśli w wyniku powyższego przeliczenia wartość relacji tak obliczonej kwoty do PKB byłaby mniejsza niż odpowiednio 50% lub 55%, nie stosowałyby się ograniczeń ustawowych zawartych w art. 86 ust. 1 pkt 1 lub 2 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych. Zatem nowa relacja nie zastępowałaby relacji PDP do PKB ogłaszanej zgodnie z art. 38 ustawy o finansach publicznych, a jedynie stanowiłaby dodatkowy miernik gdy zostaną przekroczone przez relację PDP do PKB proggi: 50% lub 55%.



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	10.07	zmiana od 11.06.12	zmiana od 30.12.11	10.07	zmiana od 11.06.12	zmiana od 30.12.11
Polska	378	-18	-26	214	-31	-65
Czechy	147	-38	-29	134	-6	-39
Węgry	669	-53	-138	508	-66	-102
Grecja	2456	-273	-910	37030	0	26799
Hiszpania	546	37	219	581	-7	205
Irlandia	499	-105	-168	544	-133	-191
Portugalia	919	-28	-253	851	-245	-319
Włochy	458	-8	-60	518	-31	33
Niemcy	-	-	-	98	-8	-2

Zmiany w sposobie liczenia długu publicznego

Ministerstwo Finansów zaproponowało zmiany w ustawie o finansach publicznych dotyczące sposobu liczenia długu publicznego. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami wskaźnik długu do PKB będzie obliczany według średnich kursów walutowych z danego roku, a nie według kursu fixingowego z końca grudnia. Co ciekawe jednak, nie nastąpi definitywne przejście z kursu na koniec roku na kurs średnioroczny, ale ten drugi sposób będzie używany w przypadku przekroczenia przez wskaźnik długu do PKB progów ostrożnościowych 50% i 55%.

Proponowane zmiany dotyczą tylko progów ostrożnościowych 50% i 55%. Oznacza to, że w skrajnym scenariuszu, gdybyśmy mieli do czynienia z naprawdę dużym osłabieniem złotego, które zwiększałoby ryzyko przekroczenia progu konstytucyjnego 60%, te nowe zasady by nie działały i nie ograniczałyby wcale spekulacji na rynku walutowym pod koniec roku.

Drugą proponowaną zmianą jest wyłączenie z nowego miernika długu publicznego „wolnych środków finansowych Ministerstwa Finansów na koniec roku służących finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w następnym roku budżetowym”.

O ile można zrozumieć zmiany w definicji dotyczące kursu walutowego (mniejsze ryzyko spekulacji pod koniec roku), to jednak w ich rezultacie będziemy już mieli trzy różne wskaźniki długu do PKB: 1. Eurostatu (general government), porównywalny międzynarodowo; 2. Liczony wedle metodologii krajowej tak jak do tej pory; 3. Nową miarę liczoną wtedy gdyby ta druga przekroczyła 50% i/lub 55%. Wydaje nam się, że istnieje ryzyko, że inwestorzy zaczną interpretować te zmiany jako służące bieżącym potrzebom Ministerstwa Finansów, a nie jako mające na celu przejrzystość i stabilność finansów publicznych.

Sytuacja płynnościowa budżetu wspiera krajowy dług

Po maju deficyt budżetowy wyniósł ok. 27 mld zł, co stanowiło 77,1% rocznego planu. W czerwcu do budżetu wpłynął zysk z NBP w wysokości 8,2 mld zł. To pozwoliło na ograniczenie deficytu po pierwszej połowie roku do około 21,2 mld zł (poniżej 30,8 mld zł założonych w harmonogramie).

Wpływy z dywidend są bliskie realizacji tegorocznego planu na poziomie około 8,2 mld zł. Wynika to z faktu, że spółki płacą wyższe dywidendy niż pierwotnie planowały.

Sytuacja płynnościowa budżetu po półroczu jest bardzo korzystna. MF sfinansowało około 80% tegorocznych potrzeb pożyczkowych (po uwzględnieniu wpływów z zysku NBP). W drugiej połowie roku resort ma do pozyskania około 37 mld zł, gdy na rynek wpłynie ok. 53 mld zł (łącznie z tytułu wykupu obligacji krajowych i zagranicznych oraz spłaty kredytów).

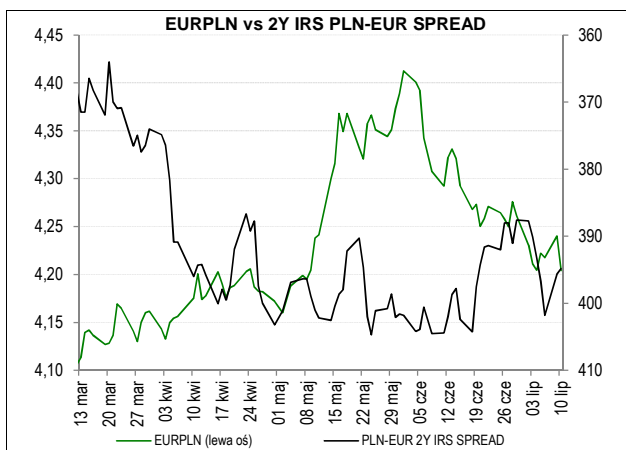
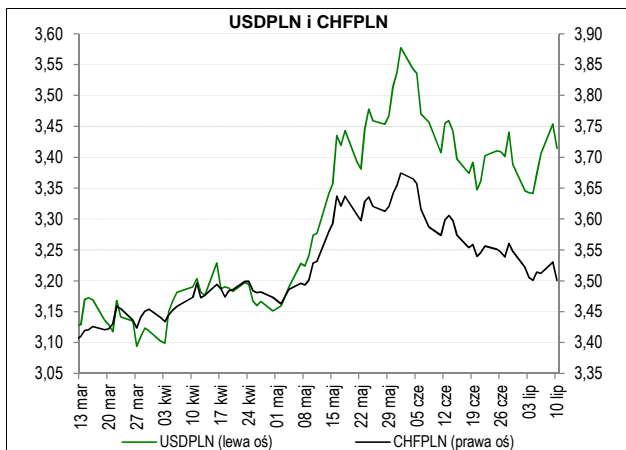
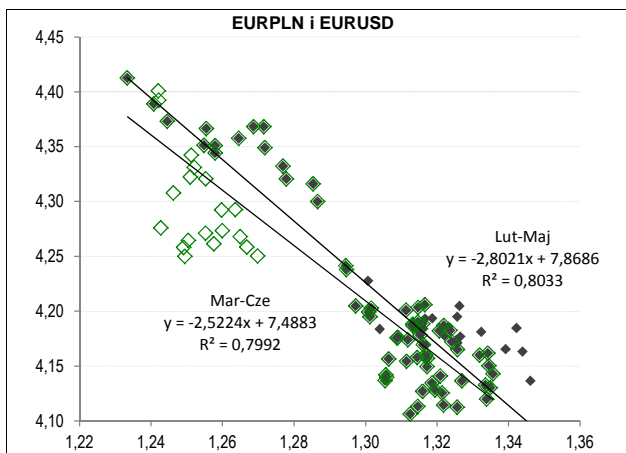
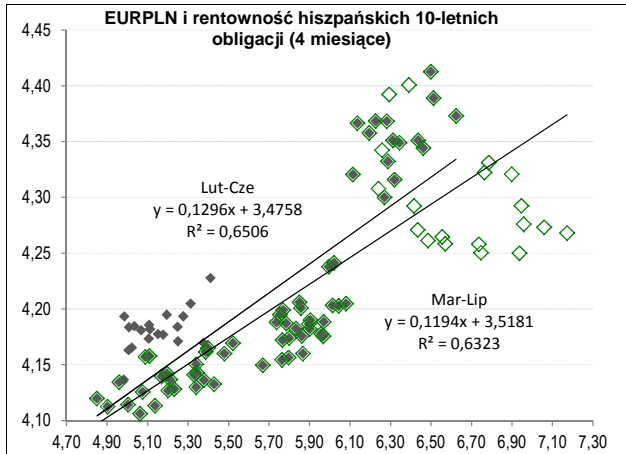
Decyzje UE i EBC wsparły dług peryferyjny

W czerwcu uwaga inwestorów skierowana była na Hiszpanię. Obniżka ratingu, ale przede wszystkim oficjalna prośba o pomoc dla hiszpańskich banków spowodowała, że hiszpańskie obligacje znalazły się pod presją (wzrost rentowności 10-latki powyżej 7%). Znacząco wzrosły również rentowności włoskiego długu.

Ustalenia czerwcowego szczytu UE wsparły dług krajów peryferyjnych strefy euro (rentowności hiszpańskiej i włoskiej 10-latki spadły odpowiednio o 80 i 40pb), ale również inne ryzykowne aktywa. Optymizm po czerwcowym szczycie UE, ale również decyzji EBC o redukcji stóp okazał się jednak krótkotrwały.

Rentowności niemieckich obligacji nieznacznie wzrosły w czerwcu (z 1,17% na początku miesiąca w okolice 1,60% na koniec). Natomiast amerykańskie 10-latki były notowane w wąskim przedziale 1,48-1,66%.

Rynek walutowy

**EURPLN stopniowo coraz niżej**

▪ Pomimo nasilającej się presji związanej z sytuacją na peryferiach strefy euro złoty umocnił się do głównych walut w czerwcu. Zyskał 3,4% do euro, 5,3% do dolara i 3,5% do franka.

▪ W minionym miesiącu złoty był w mniejszym stopniu zależny od tendencji zachodzących na peryferiach strefy euro (EURUSD, rentowności obligacji), choć korelacje pozostały na wysokim poziomie (patrz wykresy obok). Na początku czerwca liczba krótkich pozycji w euro wyniosła 214 tys., co było kolejnym rekordem. Odbicie kursu EURUSD z 1,23 do 1,275 nie było wywołane żadnym pozytywnym czynnikiem, ale tym, że inwestorzy dostosowywali swoje pozycje przed wyborami parlamentarnymi w Grecji. Umocnienie euro do dolara miało pozytywny wpływ na notowania złotego, który zyskał także dlatego, że żywe były nadzieje rynku na dalsze działania ze strony banków centralnych. Z tego powodu, rosnące rentowności obligacji Hiszpanii oraz Włoch nie miały zbyt dużego wpływu na krajową walutę i kurs EURPLN spadł z 4,36 do 4,22.

▪ Tuż przed unijnym szczytem zaplanowanym na koniec czerwca zakres wahań EURPLN zawężał się w znacznym stopniu, na krótko nawet do 2 groszy (4,24-4,26), a w przypadku USDPLN do ok. 3 groszy. Stabilny był także EURUSD. Podczas szczytu zmienność na rynku wyraźnie wzrosła. Kurs EURPLN osiągnął najpierw 4,29, ale złoty zyskał, kiedy okazało się, że liderzy UE zgodzili się wesprzeć Włochy i Hiszpanię, borykające się z wysokimi kosztami obsługi długu oraz umożliwili (pod warunkiem powstania unii bankowej) rekapitalizację banków bezpośrednio przez ESM. Na koniec czerwca kurs EURPLN był blisko 4,26 (znacznie poniżej 4,40 z początku miesiąca).

Możliwy wzrost zmienności w lipcu

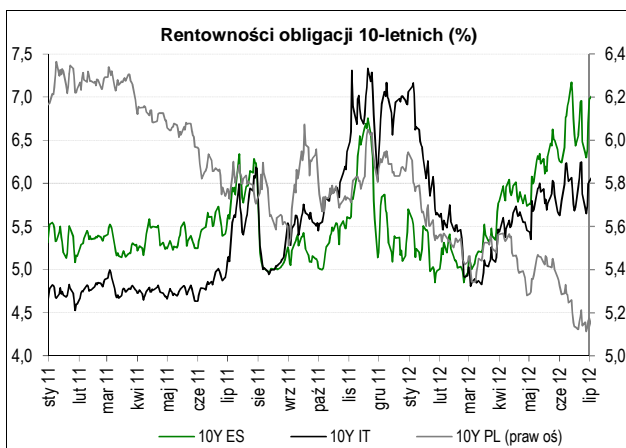
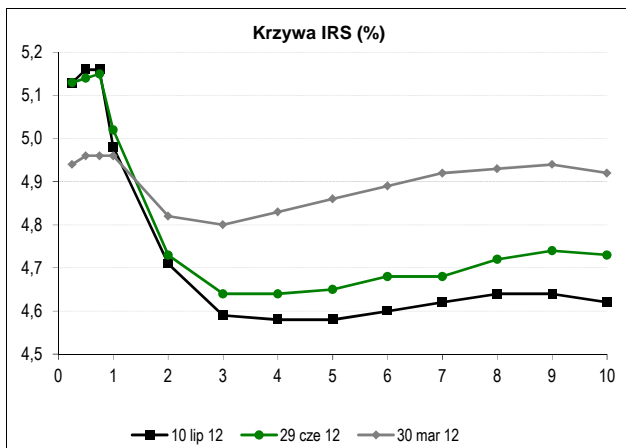
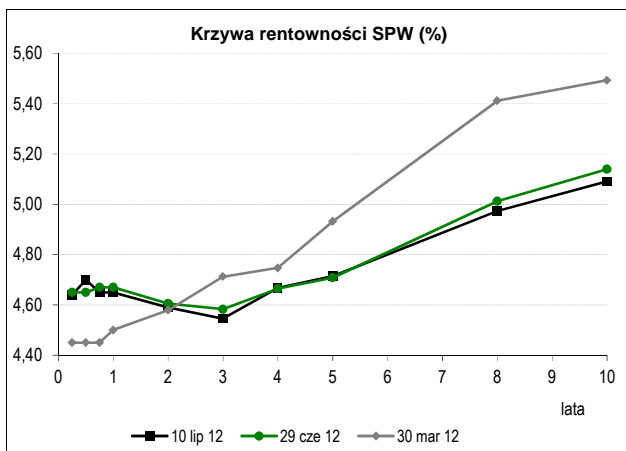
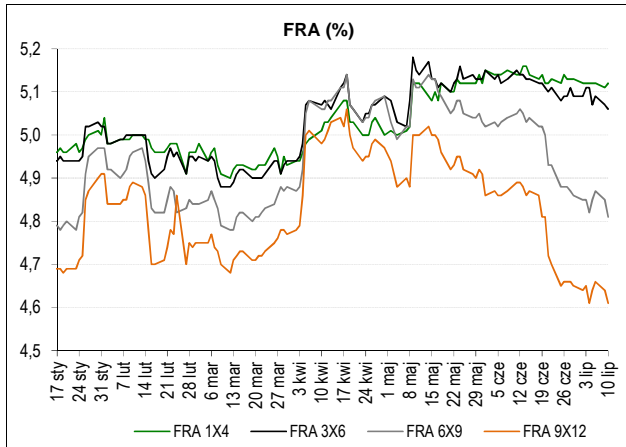
▪ Miesięczne dane od 1999 wskazują, że średni zakres wahań EURPLN jest w lipcu największy w trakcie całego roku (22 grosze w porównaniu do 19 groszy dla pozostałych miesięcy). Z drugiej strony, warto też zauważyć, że kalendarz na ten (i kolejny) miesiąc nie jest bogaty w tak ważne wydarzenia jak to było w czerwcu. W pierwszym tygodniu lipca złoty, na fali optymizmu po szczycie EU, obniżył się do 4,18 w relacji do euro.

▪ Dynamiczne wzrosty EURUSD w reakcji na wynik szczytu EU (z 1,24 do 1,27) zakończyły się po dwóch dniach. Nawet lepsze od oczekiwań PMI dla przemysłu Niemiec oraz strefy euro nie zdołały pchnąć kursu wyżej. Kombinacja negatywnych danych gospodarczych ze strefy euro oraz luzowania polityki monetarnej przez EBC przy relatywnie neutralnych danych z USA przyniosły spadek kursu EURUSD z okolic 1,27 do poniżej 1,23.

▪ Na rynku utrzymuje się niepewność odnośnie tego czy ustalenia z ostatniego szczytu UE zostaną zaimplementowane (po wypowiedziach przedstawicieli Holandii oraz Finlandii nt. możliwości wykorzystania ESM do kupowania obligacji zagrożonych państw na rynku wtórnym). To może wywierać negatywną presję na wspólną walutę. Analiza techniczna wskazuje, że w kolejnych tygodniach EURUSD może spadać w kierunku 1,215 i biorąc pod uwagę utrzymującą się zależność złotego od sytuacji na rynku EURUSD nie wróży to dobrze krajowej walucie.

▪ W miesiącach wakacyjnych oczekujemy większej zmienności na rynku. W naszej ocenie, ryzyko deprecjacji złotego w najbliższych dwóch miesiącach jest dość wysokie, chociaż skala osłabienia złotego może być ograniczona przez oczekiwania na dalsze działania ze strony banków centralnych (szczególnie istotne dla rynku może okazać się sierpniowe posiedzenie FOMC) jeśli nastroje się pogorszą. W perspektywie do końca sierpnia oczekujemy osłabienia złotego w relacji do głównych walut. Spodziewamy się wzrostu kursu EURPLN do 4,28 na koniec lipca, a następnie powyżej 4,30 na koniec sierpnia.

Rynek stopy procentowej



Źródło: Reuters, MF, BZ WBK

Schłodzenie oczekiwań na obniżki w tym roku

- Stawki WIBOR o terminie zapadalności 3-miesiące i powyżej utrzymywały się na podwyższonym poziomie. W skali miesiąca ich wzrost był jednak nieznaczny (o 1-2pb). Niemniej, stawki WIBOR nie zareagowały na zmianę oczekiwań co do perspektyw polityki monetarnej.
- Zmiana oczekiwań odnośnie stóp była wyraźnie widoczna w notowaniach FRA. O ile zmiany stawek FRA 1x4 i 3x6 były raczej kosmetyczne (o 1-4pb w skali miesiąca), to FRA 6x9 i 9x12 obniżyły się o 17-26pb, dyskontując w perspektywie 9 miesięcy dwie obniżki stóp NBP (łącznie o 50pb), w tym pierwsze poluzowanie polityki monetarnej w IV kw. br.
- Lipcowy komunikat RPP schłodził nieco oczekiwania na redukcję stóp w tym roku. To spowodowało korekcyjny wzrost stawek FRA (głównie 6x9 i 9x12); oczekiwania zostały przesunięte na początek 2013 r. przy niezmienną skali ewentualnych redukcji stóp.
- W perspektywie nadchodzących 2-3 miesięcy oczekujemy nieznacznych zmian stawek WIBOR. Większą zmiennością będą charakteryzować się stawki FRA, których notowania będą silnie zależne od publikacji danych inflacyjnych. Ponowny wzrost wskaźnika inflacji powyżej 4% r/r może wygenerować silny impuls wzrostu stawek FRA, w szczególności 6x9 i 9x12.

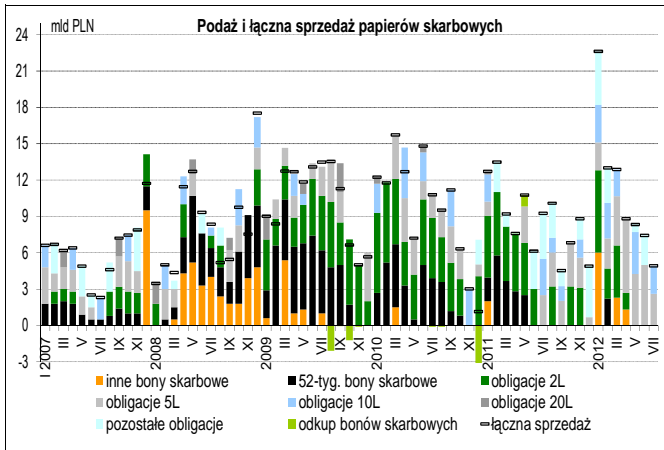
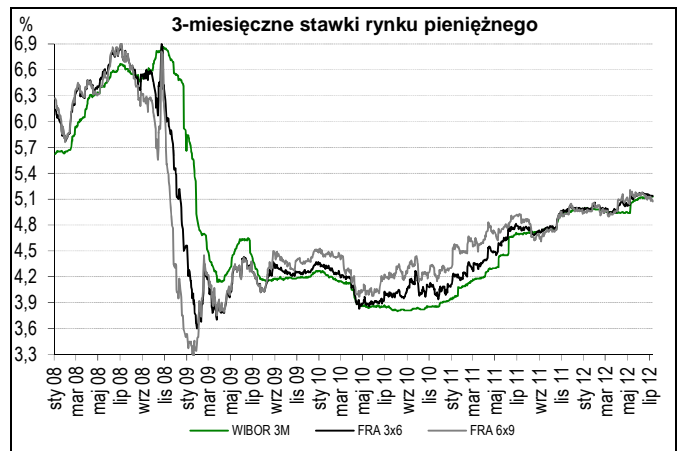
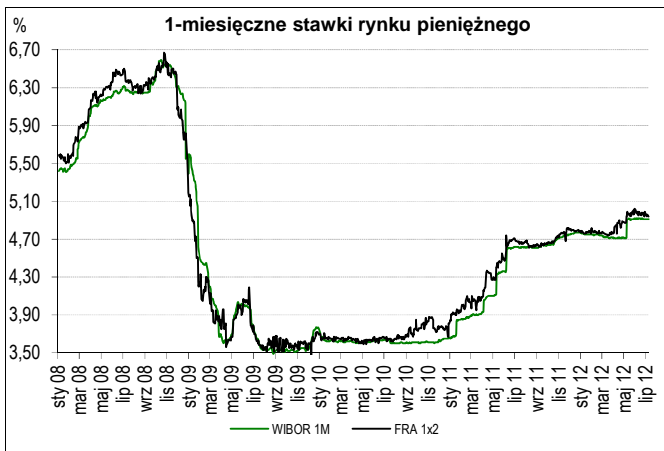
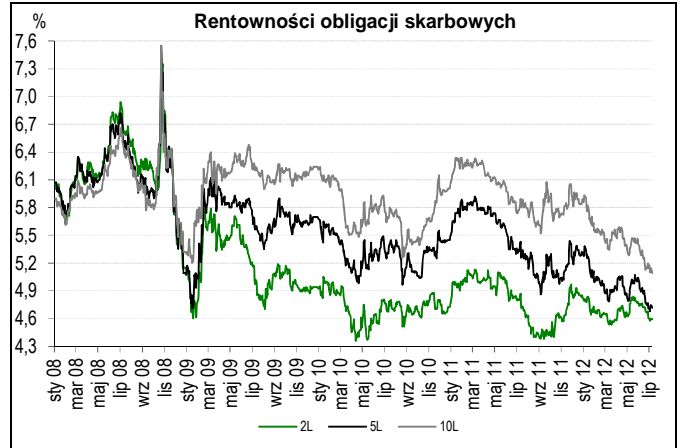
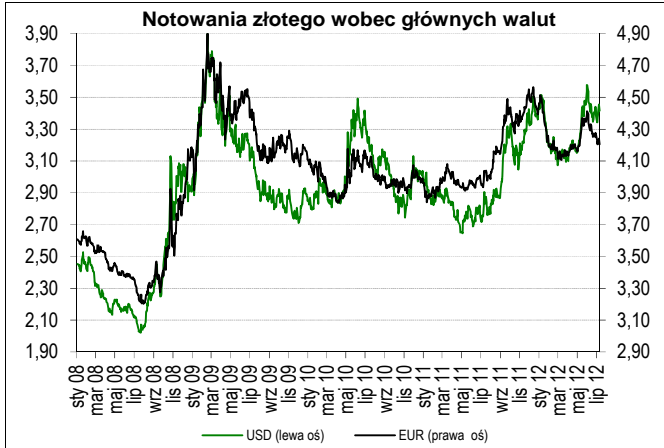
Kolejne tegoroczne minima osiągnięte

- W czerwcu utrzymał się dość silny popyt na krajowy dług ze strony przede wszystkim zagranicznych inwestorów. W skali miesiąca krzywa rentowności przesunęła się w dół o 17-31pb, przy czym najbardziej na wartości zyskał środek i długi koniec krzywej.
- Wsparciem dla rynku okazały się plany emisyjne na III kw., które zgodnie z oczekiwaniami przyniosły dość znaczące ograniczenie oferty w okresie lipiec-wrzesień. To wygenerowało dodatkowy impuls popytowy wzdłuż krzywej na koniec czerwca i w pierwszych dniach lipca. Rentowność 10-latki osiągnęła nowe tegoroczne minimum nieco poniżej 5,10%. Jednak relatywnie jastrzębia retoryka RPP na lipcowym posiedzeniu skłoniła część inwestorów do realizacji zysków.
- Czerwiec przyniósł również spadek stawek IRS, głównie w wyniku silnych oczekiwań na redukcję stóp. Krzywa IRS przesunęła się w dół o 7-16pb, przede wszystkim na krótkim końcu i środku krzywej, co przy spadku rentowności obligacji o 17-31pb w tym okresie spowodowało zawężenie spreadów asset swap, w tym do około 40pb w sektorze 10-letnim.

Polski dług relatywnie odporny na zawirowania globalne

- Zachowanie rynku obligacji w czerwcu pokazuje, że polski dług pozostaje dość odporny na zmiany nastrojów na rynkach globalnych. Korekty wzrostowe są coraz płytsze, a wzrosty rentowności są wykorzystywane do zakupów obligacji. Fakt ten w połączeniu z rosnącym zainteresowaniem zagranicy (w maju miesięczny przyrost ich portfela był największy w tym roku) wyraźnie wskazuje, że krajowe obligacje postrzegane są jako „bezpieczna przystań” w regionie.
- Krótki koniec krzywej pozostanie pod wpływem publikowanych danych makro (głównie inflacji CPI) oraz oczekiwań co do perspektyw stóp procentowych. Oczekiwany przez nas wzrost inflacji w czerwcu do 4,4% r/r oraz utrzymanie wskaźnika cen powyżej 4% w kolejnych miesiącach powinno zakotwiczyć rentowność 2-latki w okolicach 4,70%. Dane inflacyjne mogą wygenerować ruch w górę również na środku krzywej w okolice 4,80%.
- Długi koniec krzywej pozostanie pod wpływem czynników globalnych. Obawy o wzrost gospodarczy w strefie euro oraz ogólne pogorszenie nastrojów na rynkach globalnych może spowodować wzrost 10-latki, której rentowność powinna się stabilizować w przedziale 5,10-5,25% w horyzoncie 2 miesięcy.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych w 2011/2012 r. (mln zł)

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
26.05.2011	Przetarg odkupu	1444/940
30.05.2011	52-tyg.: 500-600	2667/505
20.06.2011	Przetarg odkupu	356/256
11.07.2011	Przetarg odkupu	2498/724
19.12.2011	Przetarg odkupu	4331/2247
27.12.2011	Przetarg odkupu	2939/2486
09.01.2012	49-tyg.: 1000-2000	5402/2223
30.01.2012	30-tyg.: 1000-2000	3249/1997
30.01.2012	51-tyg.: 1000-2000	4225/1592
27.02.2012	52-tyg.: 1000-2000	6711/2190
26.03.2012	52-tyg.: 1000-3000	5402/2223
23.04.2012	31-tyg.	3116,5/1332,1

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2011/2012 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzed	data	obligacje	sprzedaż
sierpień'11	10.08	OK/PS/OK	2000-3000	6008,7	-	-	-	-	3.08	WZ/DZ	WZ/DS
wrzesień	22.09	WZ0115/WZ0121	1000-3000	1273,5	-	-	-	-	8.09	WZ/DZ/OK	PS0416/DS1021
październik	19.10	PS1016	1000-3500	3638	-	-	-	-	2.10	OK/PS/DZ	OK01/4
listopad	16.11	PS1016	1000-2500	2500	-	-	-	-	10.11	DZ/OK/PS	OK/NWZ/DS/WS
grudzień'11	-	-	-	-	-	-	-	-	14.12	OK/PS	WZ/I/PS
styczeń'12	12.01	IZ/PS/WS	1000-4000	4067	19.01	OK0114	3000-6000	6753	4.01	OK/PS/OK	WZ/WZ/DS
luty	9.02	OK0114/PS1016	3500-5500	5049	16.02	WZ0117	1000-3000	3518	1.02	DS1021: 1000-3000	2937
marzec	14.03	OK0114	1500-3500	-	21.03	DS1021/WS0429	1000-2500	-	8.03	PS1016: 1500-3000	4080
kwiecień	19.04	OK0714/PS1016	5000-9000	7511,8	-	-	-	-	5.04	PS/OK	WZ
maj	10.05	DS1021/WS0429	2000-4000	4092,3	16.05	PS0417	2000-4000	4248,4	-	-	-
czerwiec	20.06	PS0417	2000-4000	4973,7	-	-	-	-	14.06	OK0712/OK1012	WZ/I/PS
lipiec	19.07	OK0714	2000-5000	-	-	-	-	-	5.07	OK0712/OK1012	PS0417/DS1021
sierpień	1.08	PS0417	2000-4000	-	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja zwykła, *** oferta/sprzedaż, **** w lutym 2012 zamiast aukcji zamiany odbyła się standardowa aukcja DS1021

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
16 lipca EZ: HICP (VI) US: Sprzedaż detaliczna (VI)	17 PL: Place i zatrudnienie (VI) DE: Indeks ZEW (VII) US: Bazowy CPI (VI) US: Produkcja przemysłowa (VI)	18 PL: Produkcja przemysłowa (VI) PL: PPI (VI) US: Rozpoczęte budowy domów (VI) US: Pozwolenia na budowę domów (VI)	19 US: Sprzedaż domów (VI) US: Wskaźniki wyprzedzające (VI)	20 PL: Inflacja bazowa (VI)
23 EZ: Indeks nastrojów konsumentów (VII)	24 CN: Wstępny PMI-przemysł (VII) DE: Wstępny PMI-przemysł (VII) EZ: Wstępny PMI-przemysł (VII)	25 DE: Indeks Ifo (VII) US: Sprzedaż nowych domów (VI)	26 DE: Indeks GfK (VIII) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (VI) US: Niezakończona sprzedaż domów (VI)	27 US: Pierwszy szacunek PKB (II kw.) US: Indeks Michigan (VII)
30 EZ: Indeks nastrojów konsumentów (VII)	31 PL: Oczekiwania inflacyjne (VII) EZ: Wstępny HICP (VII) US: Wydatki konsumentów (VI) US: Dochody osobiste (VI) US: Bazowy PCE (VI) US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (V) US: Indeks Chicago PMI (VII) US: Indeks nastrojów konsumentów (VII)	1 sierpnia PL: PMI-przemysł (VII) DE: PMI-przemysł (VII) EZ: PMI-przemysł (VII) CN: PMI-przemysł (VII) US: ISM-przemysł (VII) US: Decyzja Fed	2 GB: Decyzja BoE EZ: Decyzja EBC US: Zamówienia przemysłowe (VI)	3 DE: PMI-usługi (VII) EZ: PMI-usługi (VII) EZ: Sprzedaż detaliczna (VI) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VII) US: Stopa bezrobocia (VII)
6 EZ: Indeks Sentix (VIII)	7 DE: Zamówienia przemysłowe (VI)	8 DE: Eksport (VI) DE: Produkcja przemysłowa (VI)	9 US: Bilans handlowy (VI)	10 US: Ceny importu (VII)
13 PL: Bilans płatniczy (VI)	14 PL: CPI (VII) PL: Podaż pieniądza (VII) DE: Indeks ZEW (VIII) DE: Wstępny PKB (II kw.) EZ: Wstępny PKB (II kw.) EZ: Produkcja przemysłowa (VI) US: Sprzedaż detaliczna (VII)	15 PL: Dzień wolny US: Bazowy CPI (VII) US: Produkcja przemysłowa (VII)	16 EZ: HICP (VII) US: Rozpoczęte budowy domów (VII) US: Pozwolenia na budowę domów (VII)	17 PL: Place i zatrudnienie (VII) US: Wst. indeks Michigan (VIII) US: Wskaźniki wyprzedzające (VII)
20 PL: Produkcja przemysłowa (VII) PL: PPI (VII)	21 PL: Inflacja bazowa (VII)	22 US: Sprzedaż domów (VII)	23 PL: Minutes RPP CN: Wstępny PMI-przemysł (VIII) DE: Wstępny PMI-przemysł (VIII) EZ: Wstępny PMI-przemysł (VIII) US: Sprzedaż nowych domów (VII)	24 US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (VII)
27 DE: Indeks Ifo (VIII)	28 DE: Indeks GfK (IX) US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (VI)	29 US: Drugi szacunek PKB (II kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (VII)	30 PL: PKB (II kw.) US: Wydatki konsumentów (VII) US: Dochody osobiste (VII) US: Bazowy PCE (VII)	31 PL: Oczekiwania inflacyjne (VIII) EZ: Wstępny HICP (VIII) US: Indeks Chicago PMI (VIII) US: Indeks Michigan (VIII)
3 września PL: PMI-przemysł (VIII) DE: PMI-przemysł (VIII) EZ: PMI-przemysł (VIII) CN: PMI-przemysł (VIII)	4 US: ISM-przemysł (VIII)	5 PL: Decyzja RPP DE: PMI-usługi (VIII) EZ: PMI-usługi (VIII) EZ: Sprzedaż detaliczna (VII)	6 GB: Decyzja BoE EZ: Decyzja EBC EZ: Rewizja PKB (II kw.)	7 DE: Eksport (VII) DE: Produkcja przemysłowa (VII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VIII) US: Stopa bezrobocia (VIII)
10 EZ: Indeks Sentix (IX)	11 PL: Bilans płatniczy (VII) US: Bilans handlowy (VII)	12 EZ: Produkcja przemysłowa (VII) US: Ceny importu (VIII)	13 PL: CPI (VIII)	14 PL: Podaż pieniądza (VII) EZ: HICP (VIII) US: Bazowy CPI (VIII) US: Sprzedaż detaliczna (VIII) US: Produkcja przemysłowa (VIII) US: Wst. indeks Michigan (IX)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		cze 11	lip 11	sie 11	wrz 11	paź 11	lis 11	gru 11	sty 12	lut 12	mar 12	kwi 12	maj 12	cze 12	lip 12
PMI	pkt.	51,2	52,9	51,8	50,2	51,7	49,5	48,8	52,2	50,0	50,1	49,2	48,9	48,0	47,7
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,0	1,8	7,9	7,4	6,4	8,5	7,7	9,1	4,8	0,8	2,8	4,6	1,9	8,5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	17,0	16,5	10,8	18,1	8,9	13,0	14,6	32,2	12,0	3,5	8,1	6,2	2,9	6,6
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	10,9	8,2	11,3	11,4	11,2	12,6	8,6	14,3	13,7	10,7	5,5	7,7	9,0	8,3
Stopa bezrobocia	%	11,9	11,8	11,8	11,8	11,8	12,1	12,5	13,2	13,5	13,3	12,9	12,6	12,3	12,3
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	5,8	5,2	5,4	5,2	5,1	4,4	4,4	8,1	4,3	3,8	3,4	3,8	3,8	3,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	3,6	3,3	3,1	2,8	2,5	2,5	2,3	0,9	0,6	0,6	0,3	0,3	0,1	0,1
Eksport (w euro)	% r/r	7,2	6,0	15,9	7,5	8,6	8,4	4,7	6,8	6,2	5,9	0,9	0,5	0,1	1,5
Import (w euro)	% r/r	12,9	9,1	12,0	4,5	7,8	5,0	2,4	9,5	6,9	3,3	-3,9	-1,7	-4,7	-3,8
Bilans handlowy	mln EUR	-1 203	-1 189	-903	-211	-722	-964	-1 122	-844	-830	-399	-419	-642	-596	-566
Rachunek bieżący	mln EUR	-2 023	-1 865	-1 382	-1 241	-1 779	-1 436	-1 744	-1 879	-1 516	-228	-573	-246	-846	-1 114
Rachunek bieżący	% PKB	-4,9	-4,9	-4,7	-4,6	-4,7	-4,3	-4,3	-4,5	-4,7	-4,5	-4,3	-4,3	-4,0	-3,8
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-20,4	-21,1	-20,7	-21,9	-22,5	-21,6	-25,1	-5,3	-16,4	-23,0	-24,8	-27,0	-30,8	-32,5
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	50,7	52,5	51,6	54,5	56,1	53,6	62,5	15,1	46,8	65,6	70,9	77,2	88,1	92,9
Inflacja (CPI)	% r/r	4,2	4,1	4,3	3,9	4,3	4,8	4,6	4,1	4,3	3,9	4,0	3,6	4,4	4,3
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,4	2,4	2,7	2,6	2,8	3,0	3,1	2,5	2,6	2,4	2,7	2,3	2,7	2,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	5,6	5,9	6,8	8,4	8,5	9,1	8,2	7,9	6,0	4,4	4,4	5,0	4,8	4,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	7,2	7,4	8,8	10,2	10,5	11,8	12,5	13,7	12,5	9,3	10,3	11,4	11,6	12,0
Zobowiązania	% r/r	7,7	7,7	8,8	9,5	9,4	11,2	11,7	12,8	12,5	8,5	10,0	11,0	11,0	11,9
Należności	% r/r	9,9	13,9	13,2	14,7	14,8	14,6	14,4	14,5	13,0	12,8	13,4	13,0	12,3	10,9
EUR/PLN	PLN	3,97	3,99	4,12	4,33	4,35	4,43	4,48	4,37	4,18	4,14	4,18	4,30	4,30	4,28
USD/PLN	PLN	2,76	2,80	2,87	3,15	3,18	3,27	3,40	3,39	3,16	3,13	3,17	3,36	3,43	3,41
CHF/PLN	PLN	3,28	3,39	3,68	3,61	3,54	3,60	3,65	3,61	3,47	3,43	3,47	3,58	3,58	3,56
Stopa referencyjna ^b	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75
WIBOR 3M	%	4,61	4,70	4,72	4,75	4,80	4,94	4,98	4,99	4,97	4,95	4,94	5,05	5,12	5,13
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,63	4,61	4,53	4,48	4,48	4,48	4,55	4,51	4,50	4,48	4,58	4,75	4,75	4,70
Rentowność obligacji 2L	%	4,87	4,72	4,47	4,43	4,54	4,73	4,86	4,75	4,66	4,58	4,67	4,77	4,71	4,65
Rentowność obligacji 5L	%	5,42	5,30	5,14	5,08	5,09	5,19	5,30	5,20	5,00	4,88	4,97	4,97	4,85	4,75
Rentowność obligacji 10L	%	5,90	5,81	5,71	5,80	5,76	5,85	5,88	5,74	5,53	5,45	5,50	5,41	5,24	5,15

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK; ^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2010	2011	2012	2013	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
PKB	mld PLN	1 416,4	1 524,7	1 614,7	1 690,3	370,5	392,2	399,2	452,9	389,6	409,4	417,5	473,8
PKB	% r/r	3,9	4,3	2,7	2,5	3,5	2,6	2,4	2,4	2,3	2,4	2,6	2,6
Popyt krajowy	% r/r	4,6	3,7	1,2	1,3	2,7	0,7	0,8	0,9	1,3	1,3	1,2	1,3
Spożycie indywidualne	% r/r	3,2	3,1	1,9	2,3	2,1	1,7	1,8	2,0	2,0	2,2	2,4	2,6
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,2	8,3	4,9	-1,8	6,7	7,0	5,0	3,0	1,0	-1,0	-4,0	-2,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,0	7,7	3,4	2,8	4,9	3,1	3,3	2,7	1,1	3,5	3,7	2,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,6	16,3	5,8	-2,6	13,8	5,4	3,8	4,6	2,1	-3,0	-2,1	-4,7
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	6,1	11,2	7,9	6,8	12,6	7,3	6,9	5,7	6,1	5,5	7,5	7,8
Stopa bezrobocia ^b	%	12,4	12,5	13,4	13,4	13,3	12,3	12,5	13,4	13,8	12,5	12,8	13,4
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,3	5,0	3,8	4,0	5,3	3,7	3,2	3,1	1,7	4,3	4,9	4,9
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,8	3,2	0,4	0,1	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1
Eksport (w euro)	% r/r	22,8	11,4	3,4	6,6	5,7	0,5	3,0	4,5	4,5	5,0	8,0	9,0
Import (w euro)	% r/r	24,9	11,5	1,2	4,0	6,2	-3,4	0,5	2,0	2,5	2,5	5,0	5,8
Bilans handlowy	mln EUR	-8 893	-10 112	-7 212	-3 634	-2 165	-1 657	-1 399	-1 991	-1 505	-812	-386	-931
Rachunek bieżący	mln EUR	-16 493	-15 974	-12 206	-7 703	-4 344	-1 665	-2 663	-3 534	-3 073	-970	-1 407	-2 253
Rachunek bieżący	% PKB	-4,7	-4,3	-3,2	-1,9	-4,7	-4,2	-3,7	-3,2	-2,8	-2,6	-2,3	-1,9
Wynik general government	% PKB	-7,8	-5,1	-3,0	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,6	4,3	4,0	2,6	4,1	4,0	4,2	3,6	2,9	2,3	2,4	2,6
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	3,1	4,6	3,2	2,6	3,9	4,4	4,4	3,2	2,7	2,2	2,5	2,6
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,6	2,4	2,5	2,2	2,5	2,6	2,5	2,3	2,4	2,1	2,2	2,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,1	7,6	4,1	2,3	6,1	4,7	3,8	1,9	2,2	2,2	2,3	2,7
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,8	12,5	7,5	5,2	9,3	11,6	9,8	7,5	8,4	8,2	6,6	5,2
Zobowiązania ^b	% r/r	9,1	11,7	7,9	5,3	8,5	11,0	10,3	7,9	8,1	8,5	6,8	5,3
Należności ^b	% r/r	9,2	14,4	3,8	4,2	12,8	12,3	9,0	3,8	5,1	4,4	3,4	3,8
EUR/PLN	PLN	3,99	4,12	4,26	4,15	4,23	4,26	4,31	4,24	4,20	4,15	4,15	4,10
USD/PLN	PLN	3,02	2,96	3,37	3,38	3,23	3,32	3,45	3,48	3,47	3,39	3,36	3,29
CHF/PLN	PLN	2,90	3,34	3,54	3,34	3,50	3,55	3,59	3,53	3,43	3,32	3,32	3,28
Stopa referencyjna ^b	%	3,50	4,50	4,75	4,75	4,50	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75
WIBOR 3M	%	3,94	4,54	5,07	5,05	4,97	5,04	5,14	5,15	5,08	5,02	5,02	5,07
Rentowność bonów 52-tyg.	%	3,96	4,51	4,61	4,49	4,50	4,69	4,68	4,57	4,57	4,52	4,47	4,42
Rentowność obligacji 2L	%	4,72	4,81	4,67	4,54	4,66	4,71	4,70	4,62	4,62	4,57	4,52	4,47
Rentowność obligacji 5L	%	5,31	5,44	4,86	4,64	5,02	4,93	4,77	4,73	4,72	4,67	4,62	4,57
Rentowność obligacji 10L	%	5,74	5,98	5,35	5,18	5,58	5,38	5,21	5,22	5,22	5,19	5,15	5,15

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK; ^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.07.2012 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax 22 586 83 40

Email: ekonomia@bzwbk.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.bzwbk.pl>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 22 586 83 63, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski	22 586 83 33
Agnieszka Decewicz	22 586 83 41
Marcin Luziński	22 586 83 62
Marcin Sulewski	22 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań
tel. 61 856 58 14/30
fax 61 856 44 56

Warszawa

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa
tel. 22 586 83 20/38
fax 22 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław
tel. 71 369 94 00
fax 71 370 26 22

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. 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. 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.