

# Tygodnik ekonomiczny

27 sierpnia – 2 września 2012

Pojawiające w pierwszej części tygodnia medialne doniesienia mówiące o tym, że EBC planuje ustalić maksymalny akceptowany poziom rentowności obligacji z peryferii strefy euro korzystnie wpływały na globalne nastroje. Nawet komunikat z banku centralnego mówiący o tym, że doniesienia te tylko wprowadzają w błąd nie zmienił sytuacji. Poza tym, minutes z ostatniego posiedzenia FOMC okazały się gołębie, choć w kolejnych dniach Bullard z Fed-u powiedział, że w kontekście ostatnich niezłych danych z gospodarki są one już nieco nieaktualne. Ponadto, pojawiła się plotka, że rząd Hiszpanii prowadzi rozmowy na temat obniżenia rentowności obligacji za pomocą działań EFSF. Krajowe aktywa niezbyt korzystały z panującego optymizmu, kurs EURUSD wzrósł za to do niemal 1,26. Na koniec tygodnia na rynku nastąpiło pogorszenie nastrojów w wyniku publikacji słabych danych z Europy oraz Japonii i złoty znacznie się osłabił. Tak jak oczekiwaliśmy dane makroekonomiczne z Polski były powyżej oczekiwań rynkowych. Niespodzianką dla wszystkich uczestników rynku była natomiast informacja o tym, że na lipcowym posiedzeniu RPP złożono dwa wnioski o obniżkę stóp (o 25 i o 50 pb).

Ostatni tydzień wakacji zapowiada się ciekawie zarówno jeśli chodzi o dane krajowe, jak i wydarzenia na świecie. Według nas w II kw. tempo wzrostu PKB spadło bardziej niż się tego spodziewa rynek. Z tego powodu, odczyt zgodny z naszą prognozą może mieć wpływ na rynek stopy procentowej oraz na walutę. Już na koniec minionego tygodnia kurs EURPLN testował ważny w skali dziennej opór na 4,10, a rozczarowujące dane z kraju mogą zainicjować ruch w górę w kierunku 4,14. Dla polskich obligacji odczyt o PKB może być natomiast impulsem do kontynuacji umocnienia. Uwaga zagranicznych inwestorów będzie się natomiast kolejno skupiać na niemieckim indeksie Ifo, drugim szacunku PKB za II kw. w USA, aukcji 5- i 10-letnich włoskich obligacji i wreszcie na kończącym tydzień przemówieniu prezesa Fed na konferencji w Jackson Hole. Ben Bernanke w poprzednich kilku latach wykorzystywał tę okazję do zasugerowania dalszych działań banku centralnego w kwestii wspierania wzrostu gospodarczego w USA i dlatego należy oczekiwać, że inwestorzy będą się wsłuchiwać w to, co powie tym razem. Wyniki aukcji włoskiego długu mogą być z kolei ważne w kontekście oczekiwań na konkretne rozwiązania ze strony EBC.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (27 sierpnia)</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	VIII	pkt	102,6	-	103,3
<b>WTOREK (28 sierpnia)</b>							
8:00	DE	Indeks GfK	IX	pkt	5,9	-	5,9
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	VI	% m/m	0,6	-	0,9
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	VIII	pkt	66,0	-	65,9
<b>ŚRODA (29 sierpnia)</b>							
14:30	US	Drugi szacunek PKB	II kw.	% kw/kw	1,7	-	2,6
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VII	% m/m	1,1	-	-1,4
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
<b>CZWARTEK (30 sierpnia)</b>							
10:00	PL	PKB	II kw.	% r/r	2,9	2,6	3,5
10:00	PL	Spożycie indywidualne	II kw.	% r/r	1,9	1,7	2,1
10:00	PL	Inwestycje w środki trwałe	II kw.	% r/r	5,5	6,5	6,7
14:30	US	Wydatki konsumentów	VII	% m/m	0,4	-	0,0
14:30	US	Dochody osobiste	VII	% m/m	0,3	-	0,5
14:30	US	Bazowy PCE	VII	% m/m	0,1	-	0,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	370	-	372
<b>PIĄTEK (31 sierpnia)</b>							
11:00	EZ	Wstępny HICP	VIII	% r/r	2,5	-	2,4
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	VIII	% r/r	-	-	3,5
15:45	US	Indeks Chicago PMI	VIII	pkt	53,5	-	53,7
15:55	US	Indeks Michigan	VIII	pkt	73,6	-	73,6
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VII	% m/m	1,2	-	-0,5

Zródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet

**Maciej Reluga**

Główny Ekonomista 22 586 8363

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

**Piotr Bielski**

Starszy Ekonomista 22 586 8333

**Marcin Sulewski** Analityk

22 586 8342

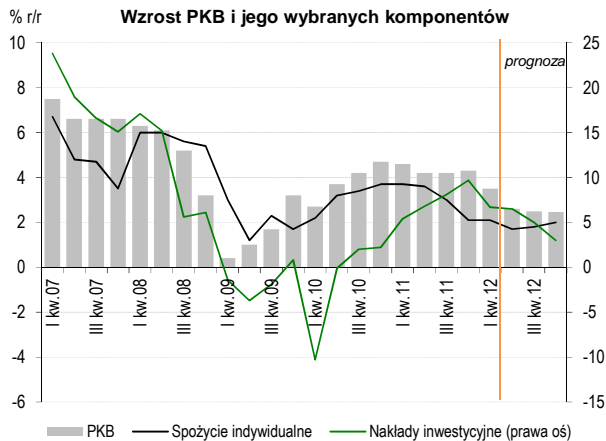
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luziński** Analityk

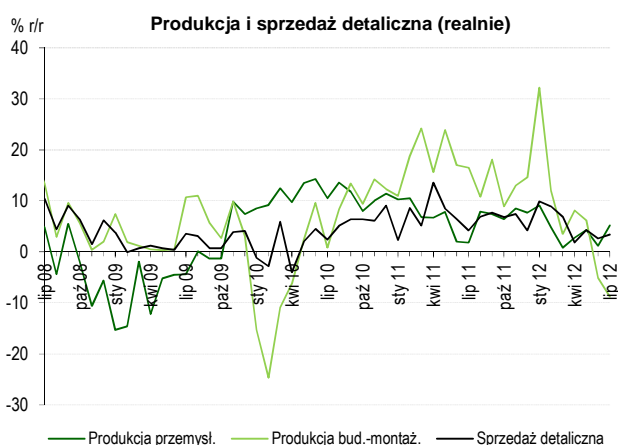
22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Spowolnienie tempa wzrostu PKB

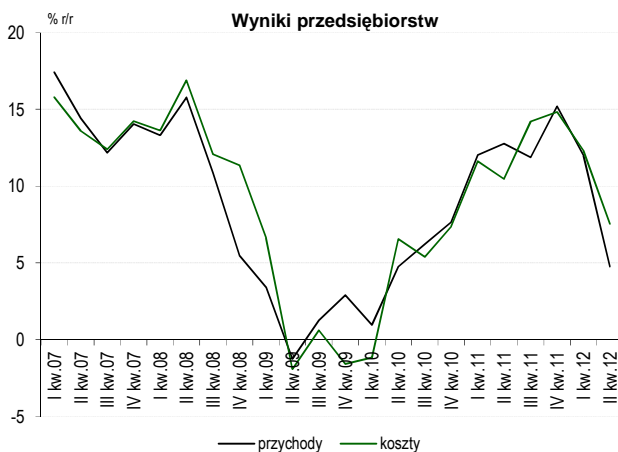


- W tym tygodniu poznamy wartość polskiego PKB w drugim kwartale. Naszym zdaniem wzrost gospodarczy spowolnił znacząco (do 2,6% r/r z 3,5% r/r w pierwszym kwartale), na co decydujący wpływ miało osłabienie wzrostu spożycia indywidualnego, przy wciąż dobrym wzroście inwestycji oraz dodatnim wkładzie eksportu netto. W kwestii wzrostu gospodarczego w drugim kwartale jesteśmy najbardziej pesymistyczni wśród analityków rynkowych (przedział prognoz: 2,6-3,3% przy medianie 2,9%), ale widzimy pewne ryzyko w górę dla naszej prognozy po lepszych od oczekiwań danych o deficycie handlowym w czerwcu.
- Spodziewamy się, że miara oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych może zanotować dość znaczny wzrost ze względu na zmianę bazy obliczeń.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Mieszane dane z polskiej gospodarki



- Dane opublikowane w poprzednim tygodniu miały raczej mieszany wydźwięk. O ile produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna były lepsze od oczekiwań, to słabe były dane nt.: produkcji budowlanej, bezrobocia, wyników przedsiębiorstw i dochodów gospodarstw domowych.
- Produkcja przemysłowa przyspieszyła w lipcu do 5,2% r/r, (1,2% r/r w czerwcu). Odsezonowany wzrost również był solidny i wyniósł niemalże 5% (3,5% w II kwartale). Niemniej, nie spodziewamy się, aby lipcowy wynik miał się powtórzyć w najbliższych miesiącach i podtrzymujemy nasze oczekiwania na dalsze hamowanie przemysłu.
- Sprzedaż detaliczna zanotowała w lipcu solidny wzrost nominalnie o 6,9% r/r i realnie o 3,4% r/r. Słabe były dane o sprzedaży samochodów i żywności, natomiast dobre wyniki zanotowała sprzedaż paliw i dóbr trwałych.
- Produkcja budowlana mocno rozczarowała spadkiem o 8,8% r/r. Spadek nastąpił również po uwzględnieniu wahań sezonowych i we wszystkich działach sektora.
- Przedsiębiorstwa niefinansowe osiągnęły bardzo słabe wyniki w II kw. Roczny spadek zysku netto wyniósł prawie 34% (najwięcej od I kw. 2009) znacznie wyhamowało także tempo wzrostu przychodów (do 4,8% r/r z 12%).
- W I kw. realne dochody do dyspozycji brutto spadły o 1,9% r/r a stopa oszczędności gospodarstw domowych zeszła poniżej zera. To oznacza, że gospodarstwa domowe konsumują swoje oszczędności.
- Stopa bezrobocia spadła w lipcu do 12,3%. Miesięczny spadek liczby bezrobotnych był najmniejszy od 2002 r. (z pominięciem kryzysowego 2009), co potwierdza wcześniejsze informacje o słabości polskiego rynku pracy.
- Inflacja PPI spadła w lipcu do 3,7% r/r z 4,4% r/r w czerwcu, a inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii utrzymała się na 2,3% r/r.



## Cytat tygodnia – Nie idźcie tą drogą

## Jan Winiecki, członek RPP, 20.08, TVN CNBC

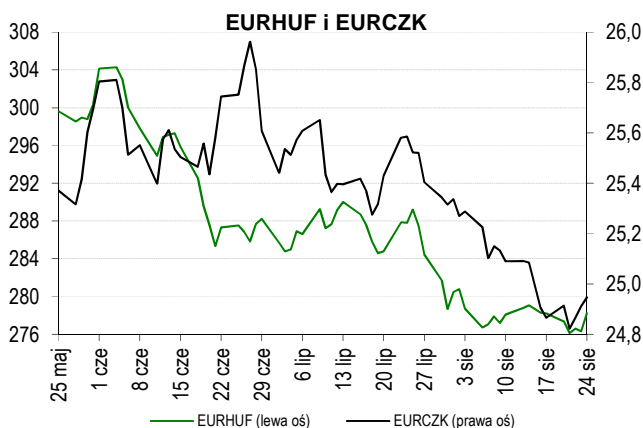
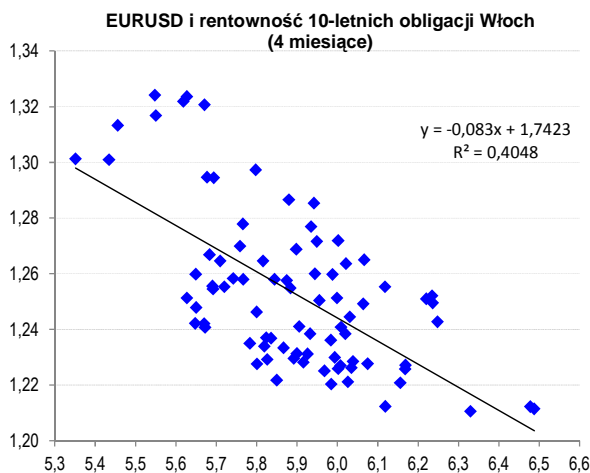
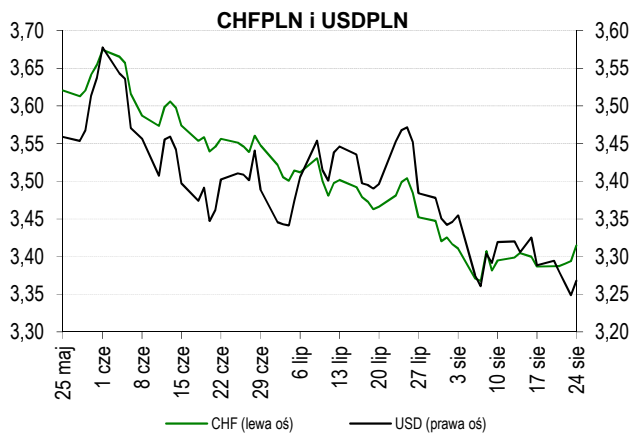
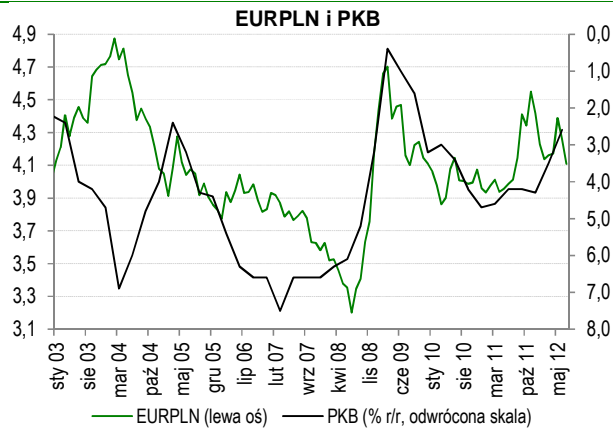
Nie uważam, żeby istniała taka potrzeba [obniżki stóp]. Obniżenie stóp proc. w naszej gospodarce w obecnej sytuacji tak wysokiej niepewności bardzo niewiele jest w stanie wpłynąć na tę gospodarkę z punktu widzenia jej pobudzenia. [Gdyby obniżyć stópę od razu o 50 lub 75 pb] to byśmy poszli tą drogą w kierunku katastrofy gospodarczej, w którą idzie świat zachodni. Co pomaga niska stopa proc. poniżej 1,0 proc. krajom strefy euro? Co pomaga stopa proc. poniżej ćwierć proc. w USA? Nie pomaga. (...) Mamy iść tą drogą?

## Minutes z posiedzenia RPP, 23.08, NBP

Dane oraz prognozy, z którymi zapoznana się Rada od czasu poprzedniego posiedzenia, nie uzasadniają potrzeby dalszego podwyższania stóp procentowych NBP, choć jej zupełnie nie wykluczają. W ich ocenie obecna, a także prognozowana sytuacja makroekonomiczna, nie uzasadnia obniżenia stóp procentowych.

Minutes z lipcowego posiedzenia RPP pokazują, jak duże były różnice w ocenie sytuacji gospodarczej między poszczególnymi członkami Rady. Niektórzy uważają, że dane wskazują jedynie na nieznaczne spowolnienie, a ryzyko efektów drugiej rundy jest wciąż istotne. Inni argumentowali, że spowolnienie może być mocniejsze niż zakładane w projekcji NBP, a aktualny poziom stóp procentowych jest zbyt wysoki i może szkodzić wzrostowi. Mimo że wg minutes obniżki są nieuzasadnione, a podwyżki nie są wykluczone, to na posiedzeniu złożono dwa wnioski o obniżenie stóp o 50pb i o 25pb. Warto podkreślić, że od lipcowego posiedzenia napłynęło wiele danych, w większości słabych. Uważamy, że o ile możliwe są kolejne wnioski o obniżki stóp, to w najbliższym czasie nie znajdzie się większość w RPP do podjęcia takiej decyzji, na co wskazuje także wypowiedź J. Winieckiego. Mamy także nadzieję, że RPP w końcu jednak złagodzi ton swoich komunikatów i wykluczy pójście drogą podwyżek stóp procentowych.

## Rynek walutowy – EURPLN najwyżej od początku sierpnia



## EURPLN testował 4,10

▪ Złoty stracił w minionym tygodniu do euro w wyniku obaw o globalny wzrost gospodarczy, spadku nadziei na QE3 i braku perspektyw na ustępstwa na rzecz Grecji ze strony Niemiec i Francji. W wyniku wzrostu awersji do ryzyka na koniec tygodnia EURPLN testował ważny w skali dziennej opór na 4,10.

▪ Krajowa waluta zyskała za to nieznacznie do dolara dzięki wyraźnym wzrostom EURUSD. USDPLN testował wsparcie na 3,24, ale tydzień zakończył blisko 3,28.

▪ Wykres przedstawiający notowania kursu EURPLN na tle dynamiki PKB pokazuje, że zwłaszcza od momentu wybuchu kryzysu finansowego w 2008 zależność pomiędzy tymi zmiennymi jest bardzo silna (złoty jest walutą cykliczną). Nasza prognoza PKB za II kw. 2012 jest najniższa na rynku, stąd odczyt zgodny z naszymi oczekiwaniami może rozczarować inwestorów i mieć negatywny wpływ na notowania złotego. Spodziewane już nie tylko przez nas pogłębienie spadku dynamiki wzrostu PKB w przyszłym roku wspiera nasze prognozy osłabienia złotego w stosunku do obecnych poziomów szczególnie w pierwszej połowie przyszłego roku. Jeśli EURPLN utrzyma się na dłużej powyżej 4,10, to kolejnym oporem jest 4,14.

## EURUSD chwilowo najwyżej od początku lipca

▪ Pojawiające się w pierwszej części minionego tygodnia w mediach plotki o tym, że EBC zamierza ustanowić górne ograniczenie dla rentowności obligacji państw z peryferii strefy euro miały wyraźny pozytywny wpływ na notowania euro do dolara. Zwycze EURUSD nie przeszkodził nawet komunikat z banku centralnego mówiący, że takie sugestie wprowadzają tylko inwestorów w błąd. Poza tym, minuty z sierpniowego posiedzenia FOMC były zaskakująco gołębnie oraz pojawiła się plotka, że rząd Hiszpanii prowadzi rozmowy ws. uruchomienia EFSF co przesądziło o tym, że kurs EURUSD osiągnął na chwilę prawie 1,26, najwyższy poziom od początku lipca. Na koniec tygodnia w wyniku realizacji zysków nastąpiła korekta do 1,25.

▪ Po zapowiedzi Mario Draghiego o gotowości ze strony EBC do podjęcia działań stabilizujących sytuację na rynku i późniejszym rozczarowaniu rynku brakiem konkretnych kroków, obligacje Włoch szybciej odrabiały straty niż euro do dolara. 4-miesięczna korelacja pomiędzy EURUSD a rentownością 10-letniej obligacji Włoch osłabła z niemal -0,8 przed sierpniowym posiedzeniem EBC do -0,65, ale dalej jest to całkiem silna zależność. Perspektywa śródrodowej aukcji obligacji Włoch i zbliżające się posiedzenie EBC sprawiają, że wyniki sprzedaży papierów mogą być jednym z czynników wpływających na notowania EURUSD w tym tygodniu. Na koniec tygodnia uwaga rynku skupi się na przemówieniu Bena Bernanke.

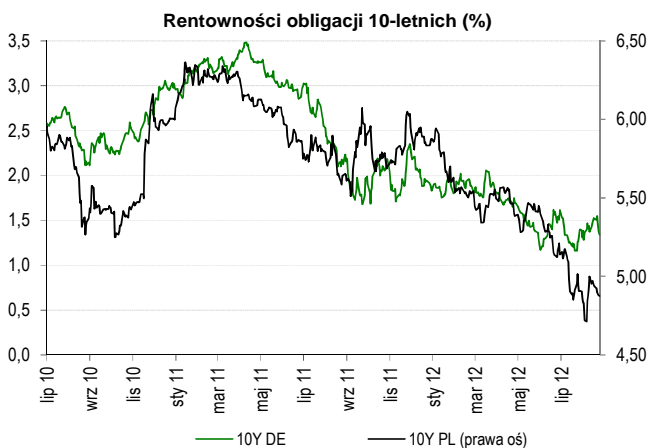
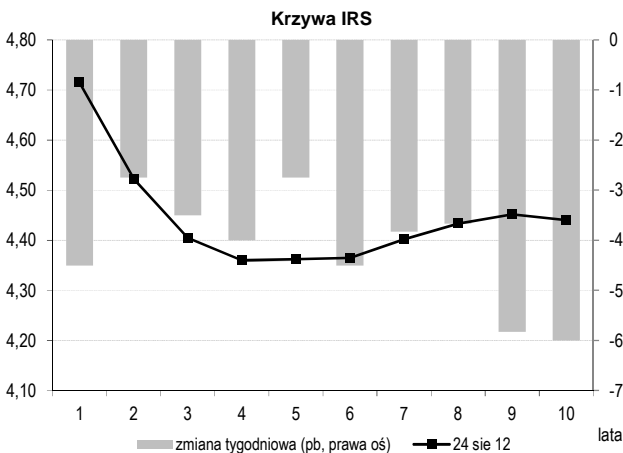
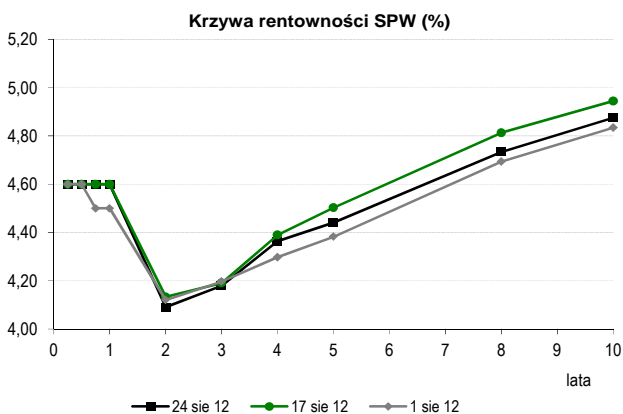
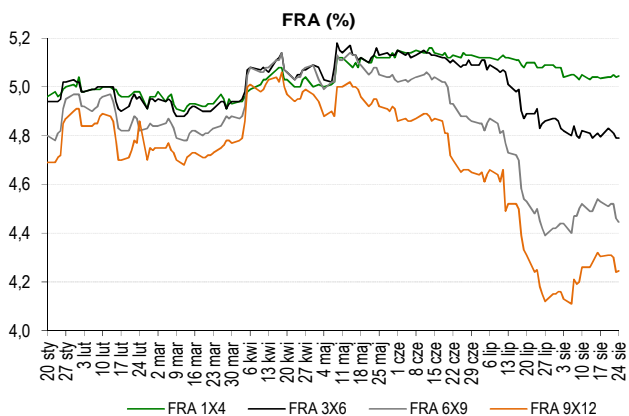
▪ Z punktu widzenia analizy technicznej, EURUSD oddalił się na koniec tygodnia od górnego ograniczenia kanału trendu spadkowego trwającego od połowy 2011. Gdyby ta tendencja była utrzymana, to na koniec br. kurs mógłby się znaleźć blisko 1,20, co jest zgodne z naszą obecną prognozą dla EURUSD.

## EURHUF i EURCZK na chwilę lokalnych blisko minimów

▪ Kurs EURCZK zbliżył się na początku minionego tygodnia do najniższego poziomu od końca kwietnia (24,68), ale w wyniku nasilenia się pesymizmu na światowym rynku na koniec tygodnia nastąpił powrót do 24,9.

▪ Również EURHUF testował swoje lokalne minimum (275 z pierwszego początku sierpnia) i tak samo jak dla korony i złotego na koniec tygodnia forint oddał prawie całe zyski (kurs odbił do prawie 279).

## Rynek stopy procentowej – Wzmocnione oczekiwania na obniżki stóp



## Minutes z lipca wsparły oczekiwania na redukcje stóp

Miniony tydzień upłynął w wakacyjnej atmosferze na rynku stopy procentowej. Publikowane dane makro z krajowej gospodarki miały bardzo ograniczony wpływ na notowania tych instrumentów. Stawki FRA, po wcześniejszych wzrostach, pozostawały relatywnie stabilne. Dopiero informacja, że w lipcu były głosowane dwa wnioski o obniżkę stóp dała impuls do spadku FRA.

Notowania FRA wskazują, że rynek w pełni dyskontuje 3 obniżki stóp (o 25pb każda) w perspektywie roku. Warto jednak zauważyć, że rynkowi gracze wahają się między październikiem a listopadem jako terminem rozpoczęciem cyklu. W naszej ocenie bardziej prawdopodobnym terminem rozpoczęcia cyklu jest początek 2013 r., na najbliższych posiedzeniach oczekujemy zmiany nastawienia na neutralne.

W minionym tygodniu krótki koniec krzywej znacząco stracił na wartości. Wzrost rentowności 2-latków w kierunku 4,20% odbył się przy niskich obrotach. Po części ten ruch mógł być efektem rewizji w dół oczekiwań co do skali przyszłych redukcji stóp. Przy relatywnie stabilnych rentownościach na środku i długim końcu krzywej spread 2-10Y zawężał się o ponad 10pb w skali tygodnia.

Stawki IRS przez większą część minionego tygodnia były stabilne. Dopiero informacja o głosowaniu dwóch obniżek stóp na lipcowym posiedzeniu wygenerowała większy ruch w dół tych stawek (o 3-4pb wzdłuż krzywej). Tygodniowe zmiany na rynku IRS w porównaniu z obligacjami spowodowały zawężenie spreadów asset swap, głównie dla sektora 2Y.

## Dane o PKB i podaży na wrzesień kluczowe dla rynku

Rynek stopy procentowej pozostanie pod wpływem oczekiwań na redukcje stóp procentowych. Dopelnieniem obrazu sytuacji gospodarczej będzie publikacja PKB za II kwartał (30.08). Materializacja naszego scenariusza wzrostu (2,6%) może wygenerować impuls do spadku rentowności na krótkim końcu krzywej (głównie stawek FRA). To może wzmocnić efekt oczekiwań na redukcje stóp procentowych jeszcze w tym roku, które na nowo silnie ożyły po publikacji opisu dyskusji z lipcowego posiedzenia RPP.

Długi koniec krzywej pozostanie pod wpływem globalnych nastrojów. W krótkim terminie utrzymanie tendencji spadkowej rentowności niemieckich obligacji może okazać się wspierające dla krajowej 10-latki. Kluczowe wsparcie znajduje się na 4,80%.

Od strony podaży, w tym tygodniu na rynek wpłyną środki z wykupu bonów skarbowych (29.08) w wysokości około 2 mld zł. Środki te prawdopodobnie zasilą głównie sektor bankowy, który jest obecnie największym posiadaczem tych instrumentów – na koniec czerwca wartość bonów będących w posiadaniu krajowych banków wyniosła ok. 7 mld zł, tj. prawie 60% zadłużenia w tych instrumentach ogółem.

MF przedstawi również podaż SPW na wrzesień. Spodziewamy się, że oferta nie będzie znacząco odbiegała od planów przedstawionych w kalendarzu na cały III kwartał, obejmujących dwie aukcje: (1) zamiany (06.09) oraz (2) aukcję standardową obligacji o wartości 2,0-4,0 mld zł – dobór z koszyka PS/DS/WS/WZ/IZ w zależności od sytuacji rynkowej. W ramach aukcji zamiany do odkupu mogą zostać zaoferowane, obok obligacji październikowych, obligacje o zapadalności styczeń 2013, co oznaczałoby rozpoczęcie prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych.

---

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Pion Skarbu, Zespół Głównego Ekonomisty, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl