

# Tygodnik ekonomiczny

5 – 11 sierpnia 2013

Niepewność związana z tonem komunikatu po posiedzeniu FOMC była obecna na rynku od samego początku tygodnia, co było widoczne w zwiększonej zmienności kursów walutowych. Inwestorzy mieli nadzieję, że sygnał z amerykańskiego banku centralnego (oraz EBC), będzie gołębi i ich oczekiwania zostały spełnione. Dużo większy wpływ na rynek niż komunikaty FOMC i EBC miały, znacznie lepsze od konsensu, odczyty indeksów o lipcowej aktywności w przemyśle w strefie euro i w USA (ISM najwyższe od czerwca 2011). Wynik powyżej najbardziej optymistycznych prognoz zanotował także krajowy PMI. Zagraniczne dane wywołały umocnienie dolara do euro, deprecjację złotego i innych walut regionu oraz wzrost rentowności obligacji Niemiec i USA (i w rezultacie też polskich – rentowność 10-latków osiągnęła ok. 4,30%). Wcześniej EURPLN ponownie testował wsparcie na 4,20, ale w wyniku powyższych publikacji drugie podejście do przebicia tego poziomu też było nieudane. Miesięczne dane z rynku pracy USA nie wpisały się w serię optymistycznych odczytów z amerykańskiej gospodarki. Spowodowało to wzrost nadziei, że Fed jednak nie zakończy szybko QE3, co wywołało dynamiczną korektę na rynkach, szczególnie na rynku stopy procentowej.

W minionym tygodniu uwaga inwestorów skupiła się na informacjach napływających z USA, natomiast w najbliższych dniach szczególnie wyczekiwane będą zapewne dane z Niemiec. PMI dla przemysłu największej gospodarki strefy euro wzrósł w ubiegłym miesiącu do najwyższego poziomu od stycznia 2012, co wsparło oczekiwania rynku na realizację powszechnie oczekiwanego scenariusza przyspieszenia wzrostu gospodarczego w drugiej połowie tego roku. W publikowanych w tym tygodniu danych odnośnie produkcji i zamówień przemysłowych w Niemczech rynek będzie oczekiwał potwierdzenia sygnałów płynących z badań koniunktury. Istotną kwestią w Europie może się wkrótce natomiast okazać sytuacja polityczna we Włoszech. Skazanie w minionym tygodniu Silvio Berlusconi na oszustwa podatkowe może zachwiać koalicją rządową w tym kraju. Na ten tydzień zaplanowano też szereg wystąpień członków FOMC, ale tylko jeden – wypowiadający się we wtorek Charles Evans – ma obecnie prawo głosu. Ponadto, w świetle niedawnego posiedzenia Fed, jego wypowiedź nie powinna mieć dużego wpływu na notowania.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (5 sierpnia)</b>							
9:53	DE	PMI – usługi	VII	pkt	52,5	-	50,4
9:58	EZ	PMI – usługi	VII	pkt	49,6	-	48,3
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	VI	% m/m	-0,5	-	1,0
16:00	US	ISM – usługi	VII	pkt	53,0	-	52,2
<b>WTOREK (6 sierpnia)</b>							
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	VI	% r/r	-2,5	-	-2,2
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VI	% m/m	0,9	-	-1,3
<b>ŚRODA (7 sierpnia)</b>							
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	VI	% m/m	0,4	-	-1,0
<b>CZWARTEK (8 sierpnia)</b>							
	CN	Bilans handlowy	VII	mld \$	26,0	-	27,1
8:00	DE	Eksport	VI	% m/m	0,9	-	-2,4
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	335	-	326
<b>PIĄTEK (9 sierpnia)</b>							
3:30	CN	CPI	VII	% r/r	2,8	-	2,7
7:30	CN	Produkcja przemysłowa	VII	% r/r	9,0	-	8,9
9:00	CZ	CPI	VII	% r/r	1,6	-	1,6

Zródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

**Maciej Reluga**

Główny Ekonomista 22 586 8363

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

**Piotr Bielski**

Starszy Ekonomista 22 586 8333

**Marcin Sulewski** Analityk

22 586 8342

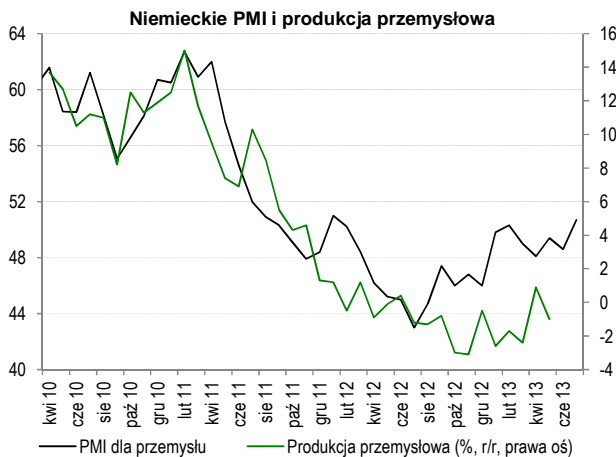
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luziński** Analityk

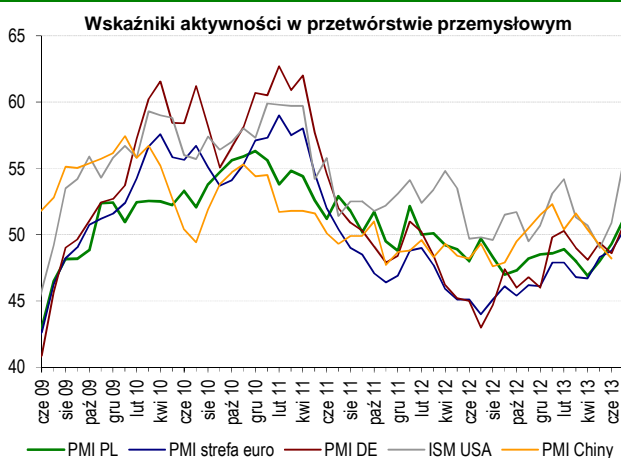
22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Czy dane potwierdzą sygnały PMI?

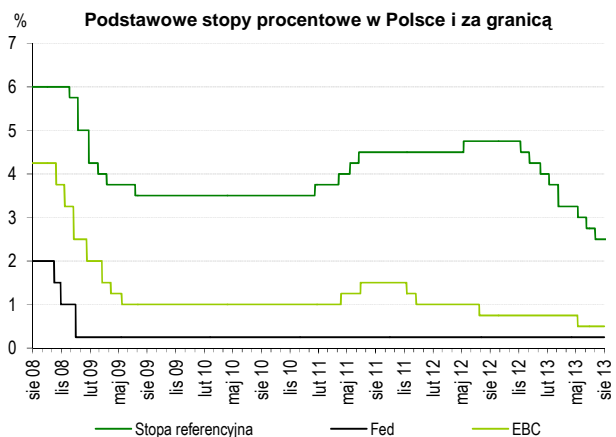


- Podobnie jak ubiegły tydzień, również najbliższy przyniesie publikację szeregu danych istotnych dla oceny perspektyw gospodarczych w strefie euro.
- Pozytywne zaskoczenia w odczytach indeksów dla przemysłu (szczególnie poniżej) mogą wspierać oczekiwania na równie dobre wyniki w indeksach dla sektora usług. Wskaźnik dla strefy euro nie sugerował ostatnio wyraźnego odbicia, zatem powrót powyżej bariery 50 pkt byłby silnym sygnałem ożywienia.
- Mimo dobrych wskaźników PMI, „twarde” dane z niemieckiego przemysłu (zamówienia, produkcja, eksport) były ostatnio raczej rozczarowujące. Niemiecka gospodarka, która była wcześniej motorem wzrostu w strefie euro, w ostatnich kwartałach nieco spowolniła. Dlatego odbicie w danych z niemieckiego przemysłu dopełniłoby obrazu poprawy perspektyw gospodarczych.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Wyraźne sygnały ożywienia w przemyśle



- Krajowy wskaźnik PMI w lipcu wyniósł 51,1 pkt i był powyżej nawet najbardziej optymistycznych oczekiwań (przedział prognoz 49,5-50,9). Wzrost w skali miesiąca oraz osiągnięty poziom były największe od stycznia 2012. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, dalszą poprawę odnotowano w kategoriach zamówienia oraz zamówienia eksportowe. Przerwana została dzięki temu seria 15 miesięcy spadku produkcji w przemyśle. Wg badania, w lipcu produkcja rosła najszybciej od stycznia 2012 i tempo było powyżej długoterminowej średniej. Z drugiej strony, zatrudnienie dalej spadało, ale w umiarkowanym tempie.
- Indeksy PMI dla USA, Niemiec i strefy euro również zaskoczyły w górę. Spośród ośmiu indeksów wchodzących w skład indeksu dla strefy euro już cztery są powyżej 50 pkt, a pozostałe zbliżają się do tej granicy. Oznacza to, że ożywienie nabiera tempa.



- Fed nie zmienił stóp procentowych oraz pozostawił bez zmian program luzowania ilościowego. Wydzwięk komunikatu był bardziej gołębi w porównaniu do czerwowego. To wskazuje, że Fed szybko nie ograniczy programu QE3, chyba że poprawa koniunktury gospodarczej będzie większa niż się obecnie oczekuje.
- EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian. Prezes Draghi podkreślił jednak, że 0,50% to nie jest najniższy poziom na jakim może być stopa refinansowa. Sugestia ta wpisała się w gołębi wydzwięk komunikatu i konferencji. Drugi raz potwierdzono, że stopy pozostaną na obecnym lub niższym poziomie tak długo, jak będzie to konieczne pod warunkiem niskiej oczekiwanej inflacji i wolnego wzrostu.
- Stóp nie zmieniły także Bank Anglii i bank centralny Czech. Podczas posiedzenia banku czeskiego głosowano nad możliwością przeprowadzenia interwencji walutowej.

## Cytat tygodnia – Czekają nas dłuższy okres stabilnych stóp

**Andrzej Bratkowski, członek RPP, 30.07, Reuters**

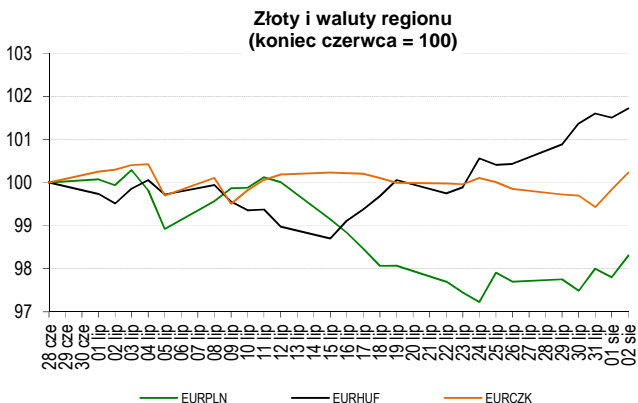
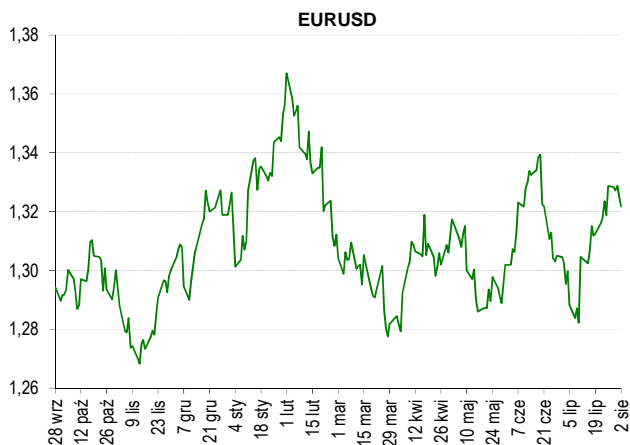
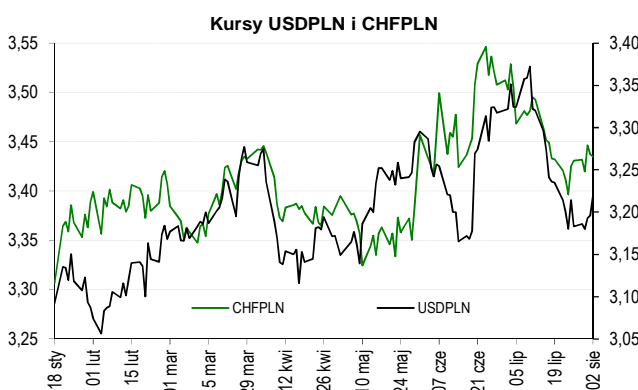
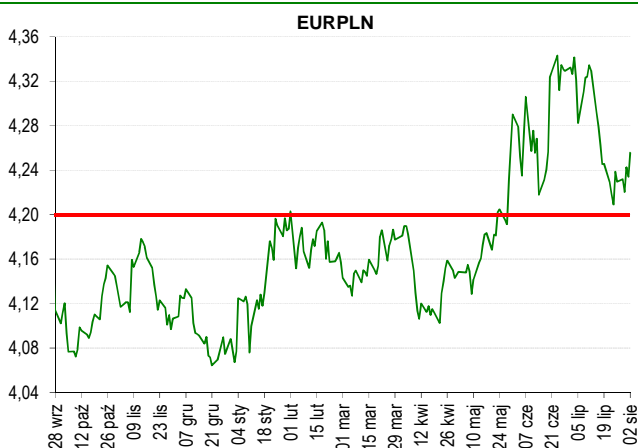
Uważam, że drugi kwartał będzie podobny do pierwszego kwartału jeśli chodzi o wzrost gospodarczy, czy to będzie 0,1-0,2 punktu różnicy to nie ma znaczenia z punktu widzenia polityki pieniężnej. (...) Trzeci kwartał będzie trochę lepszy od drugiego i gospodarka będzie szła w tym kierunku. (...) Do końca kadencji tej Rady sytuacja gospodarcza będzie się powoli poprawiała. (...) Czekają nas dłuższy okres stabilnych stóp procentowych.

**Jan Winiecki, członek RPP, 1.08, TVN CNBC**

Dwa, trzy kwartały, to jest ten okres, w którym być może znacznie zmienić się podejście przedsiębiorców do inwestycji, bo ewidentnie im nic to nie dawało przy obecnej sytuacji gospodarczej, że stopy procentowe zeszyły do najniższych w historii poziomów.

Wypowiedź Andrzeja Bratkowskiego, kolejna już w takim tonie, potwierdza, że grono zwolenników kontynuowania cyklu luzowania polityki pieniężnej w RPP maleje. W ocenie Bartkowskiego stopy mogą pozostać stabilne przez dłuższy okres. Inny członek RPP, Jan Winiecki (znany z niechęci do obniżania stóp) swoją wypowiedzią przybliżył okres, w którym stopy mogą pozostać stabilne. Obecnie nie widzi on konieczności zacieśnienia polityki pieniężnej i wg jego oceny stabilne stopy NBP możemy obserwować przez 2-3 kwartały. Wypowiedzi te wspierają nasz bazowy scenariusz, który zakłada brak dalszych obniżek stóp i pierwszą podwyżkę za około rok. Taki scenariusz jest również wyceniany przez rynek.

## Rynek walutowy – Duża zmienność, 4,20 kluczowym wsparciem dla EURPLN



### Druga próba przebicia 4,20 też nieudana

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, na fali optymizmu na globalnych rynkach, złoty na początku minionego tygodnia ponownie testował 4,20 w relacji do euro. Ostatni tydzień lipca i początek sierpnia przyniósł jednak osłabienie krajowej waluty. Reakcja złotego na komentarze FOMC, ale i również EBC, (które były zgodne z oczekiwaniami) wskazuje, że „gołębia retoryka” była już w cenach, więc dało to impuls do realizacji zysków. Większe przełożenie miała publikacja lipcowego indeksu PMI dla krajowego sektora przemysłowego. Po publikacji tych danych kurs EURPLN podjął próbę stabilizacji w okolicach 4,23, która była krótkotrwała. Pod koniec tygodnia doszło do testów 4,26 (górne ograniczenie przedziału wahań kursu), który to poziom nie został na trwale przełamany. Negatywnie na notowania krajowej waluty przekładało się pogorszenie nastrojów w regionie, głównie osłabienie węgierskiego forinta (o czym piszemy poniżej). Złoty zyskał na wartości po słabszych danych z rynku pracy w USA. Kurs EURPLN spadł poniżej 4,24 na zamknięcie tygodnia.

W minionym tygodniu złoty tracił również w relacji do franka szwajcarskiego i dolara (w efekcie spadku kursu EURUSD), przy czym w relacji do ostatniej z tych walut osłabił się o 1,2% w skali tygodnia. Natomiast w relacji do funta złoty nieznacznie zyskał (0,4% w skali tygodnia).

Sytuacja na wykresie EURPLN nie uległa zmianie. Przedział 4,20-4,26 jest wciąż obowiązujący dla EURPLN. Ostatnie zmiany kursu wskazują, że 4,20 staje się kluczowym wsparciem. W tym tygodniu nie będzie istotnych krajowych publikacji, więc złoty pozostanie pod wpływem nastrojów na rynkach światowych, głównie danych z Niemiec i Chin. Przy niskiej aktywności inwestorów, wahania złotego pozostaną prawdopodobnie wysokie.

### EURUSD ponownie w dół

Początek minionego tygodnia był dość obiecujący dla europejskiej waluty. Euro na fali optymizmu jeszcze z poprzedniego tygodnia umocniło się, a kurs EURUSD wzrósł na chwilę powyżej 1,33. Decyzje banków centralnych wpisały się w oczekiwania rynkowe, a lepsze od oczekiwań odczyty danych makro z USA wsparły amerykańską walutę. Kurs EURUSD stabilizował się blisko 1,32 w oczekiwaniu na lipcowe dane z rynku pracy. Dane te okazały się słabsze od oczekiwań, co dało impuls do wzrostu EURUSD do ok. 1,33.

Kurs EURUSD pozostaje w przedziale 1,32-1,335. Publikowane w tym tygodniu dane z niemieckiej gospodarki mogą dać impuls do wzrostu w kierunku górnego ograniczenia pasma wahań kursu.

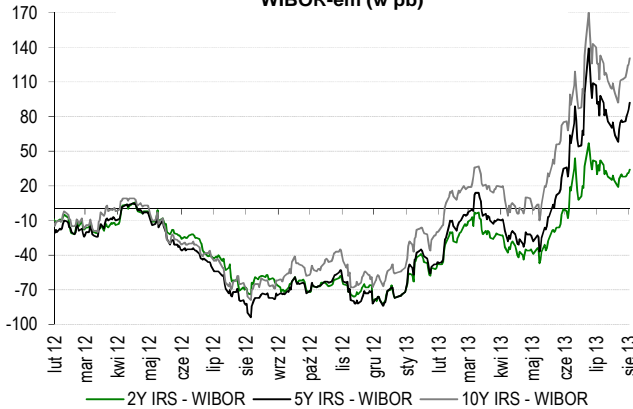
### Dość słabe nastroje w regionie

W minionym tygodniu naj słabszą walutą w regionie okazał się forint. Deprecjacja forinta była efektem obaw o działania rządu dotyczące długu w walutach obcych oraz słabszego od oczekiwań odczytu indeksu PMI za lipiec (poniżej 50 pkt). W efekcie kurs EURHUF na chwilę wzrósł powyżej 300 (tygodniowe maksimum wyniosło 300,5). Czeska korona była natomiast pod wpływem oczekiwań na wyniki posiedzenia banku centralnego. Informacja, że głosowano nad wnioskiem o interwencję, dała impuls do osłabienia korony. Wzrost kursu EURCZK powyżej 26 był jednak krótkotrwały i kurs kończył tydzień bliżej 25,95.

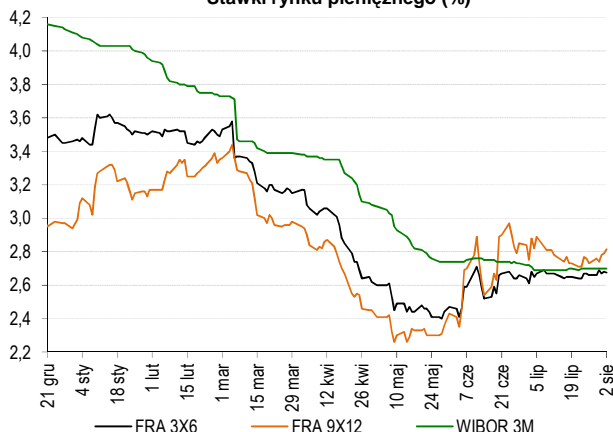
W tym tygodniu forint i korona, podobnie jak złoty, pozostaną pod wpływem czynników globalnych. Dane o lipcowej inflacji, a przede wszystkim produkcji przemysłowej za lipiec będą miały istotny wpływ na notowania korony.

## Rynek stopy procentowej – Kontynuacja korekty jeśli dane z Niemiec rozczarują

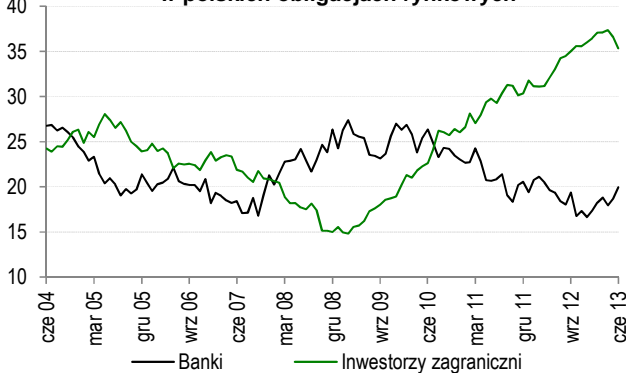
Różnica pomiędzy stawką IRS, a 3-miesięcznym WIBOR-em (w pb)



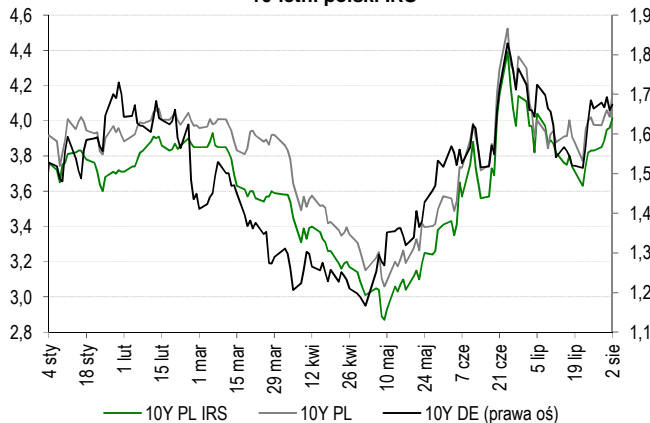
Stawki rynku pieniężnego (%)



Udziały krajowych banków i inwestorów zagranicznych w polskich obligacjach rynkowych



Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni polski IRS



### Dalej bez zmian na najkrótszej krzywej

▪ Jedyna zmiana, jaka zaszła w notowaniach WIBOR-ów w minionym tygodniu to wzrost rocznej stawki o 1 pb. Pozostałe w segmencie 1-9 miesięcy kontynuowały stabilizację. Także w przypadku FRA wyraźniejsze zmiany zaszły tylko dla nieco dłuższych stawek (9x12 w górę o 9 pb, 6x9 i 4 pb). Było to wynikiem znacznego osłabienia obligacji i wzrostu IRS.

▪ Stabilizacja najkrótszych stawek FRA sugeruje, że rynek wierzy w deklaracje RPP, że stopy procentowe NBP nie będą już spadać. Z kolei FRA12x15 na poziomie ok. 3% po ruchu w górę z minionego tygodnia wskazuje, że rynek widzi ryzyko pierwszej podwyżki stóp za rok (zgodnie z naszym scenariuszem). Spodziewamy się, że kolejny impuls do wzrostu FRA może przyjść w drugiej połowie miesiąca, kiedy to rozpoczną się publikacje danych makro z kraju. Uważamy, że będą to dane wspierające oczekiwania ożywienia wzrostu gospodarczego w drugiej połowie roku.

### IRS i rentowności długu w górę po danych z przemysłu

▪ Publikacje lipcowych indeksów aktywności w przemyśle w Europie i USA oraz miesięczne dane z amerykańskiego rynku pracy miały największy wpływ na polskie obligacje oraz IRS. Przekraczające oczekiwania odczyty PMI oraz ISM wywołały osłabienie długu i wzrost IRS. Rentowność 10-latk znalazła się na chwilę na poziom 4,30%, a IRS 4,10%. Ruchu tego nie zdołali powstrzymać nawet gołębie komunikaty FOMC i EBC. Dopiero lipcowe, gorsze od oczekiwań, miesięczne dane z rynku pracy USA wywołały wyraźną korektę, rzędu 10 pb na długim końcu krzywych. Krótki koniec radził sobie całkiem dobrze przez cały tydzień, co skutkowało znacznym wystromieniem krzywych obligacyjnej i IRS. Spread 2-10 wzrósł odpowiednio ze 117 pb do 136 pb i z 84 pb do 97 pb.

▪ Dane Ministerstwa Finansów pokazały, że zaangażowanie inwestorów zagranicznych w polskie obligacje rynkowe spadło w czerwcu o ok. 2,5% m/m do 201,8 mld zł. Jest to najniższy stan posiadania od stycznia br. Był to efekt redukcji posiadania polskich obligacji rządowych przez pozabankowy sektor finansowy (spadek o 6,1 mld zł). Natomiast krajowe banki zwiększyły zaangażowanie o ponad 8 mld zł, najmocniej od lutego 2012. Pozostali krajowi gracze na rynku obligacji (TFI, OFE) nie zmienili znacząco wielkości swojego portfela.

▪ Dyrektor Departamentu Długu w Ministerstwie Finansów, Piotr Marczak, powiedział, iż czerwcowy odpływ został w lipcu z nawijką zniwelowany. Dodał, że zwiększone w wyniku nowelizacji budżetu potrzeby pożyczkowe na 2013 zostaną pokryte środkami walutowymi posiadanymi przez resort (na koniec lipca było to 48 mld zł), kredytami z zagranicznych instytucji i ewentualnymi emisjami na rynek zagraniczny. Sprzedaż obligacji na rynek krajowy będzie uzależniona od warunków rynkowych.

▪ W poniedziałek Ministerstwo ogłosi czy odbędzie się warunkowa aukcja zaplanowana na środę. Po dynamicznych wzrostach rentowności, które nastąpiły w ostatnich dniach należy raczej oczekiwać braku emisji nowego długu w tym tygodniu, chyba, że korekta spadkowa rentowności rozpoczęta pod koniec tygodnia zostałaby wzmocniona.

### Uwaga na kolejne dane z Niemiec

▪ W tym tygodniu poznamy kolejne dane z Niemiec. Ostatnie miesiące stały pod znakiem rozczarowań twardymi danymi z największej gospodarki strefy euro. Po silnych sygnałach z minionego tygodnia rynek będzie oczekiwał potwierdzenia, że sytuacja w Niemczech poprawia się w II połowie roku. Jeśli dane rozczarują, wtedy będzie miejsce na kontynuację korekty po dużym osłabieniu z minionego tygodnia.

---

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

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