

# TYGODNIK EKONOMICZNY

23 – 29 czerwca 2014

„Afera taśmowa” była w Polsce głównym wydarzeniem ubiegłego tygodnia, nie tylko dla mediów, ale również dla rynku finansowego. Wzrosło wyceniane ryzyko polityczne, a ujawnione nagrania z udziałem prezesa NBP wywołały obawy o jego dalszą współpracę z RPP, czy wręcz dymisję. Odreagowanie po informacjach, że premier nie planuje dymisji w rządzie, a prezes NBP nie zamierza ustępować ze stanowiska, było krótkotrwałe, ponieważ pojawiły się sugestie, że mogą być konieczne wcześniejsze wybory, a nowe wypowiedzi członków RPP były mniej stonowane niż komunikat wydany po roboczym posiedzeniu.

Na globalnym rynku finansowym nastroje były początkowo słabe wskutek wybuchu zamieszek w Iraku, wzrostów cen ropy naftowej, zaostrzenia sytuacji na Ukrainie. Dodatkowo wzrost inflacji w USA przybliżył w ocenie inwestorów termin zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed. Z kolei przedstawiciele EBC zasugerowali, że bank centralny może się wstrzymać z dalszymi działaniami. Jednak gołębi ton szefowej Fed Janet Yellen na konferencji po posiedzeniu FOMC wyraźnie poprawił nastroje w drugiej połowie tygodnia, efektem czego były nowe rekordy indeksów na amerykańskiej giełdzie.

W tym tygodniu ważne będą wstępne publikacje indeksów PMI dla Niemiec i strefy euro. W ostatnich miesiącach poruszały się one w trendzie spadkowym, co spowodowało wzrost obaw o ożywienie w gospodarce europejskiej. Ponadto poznamy szereg danych z USA (ostateczny PKB za I kw., dochody i wydatki konsumentów), które mogą mieć wpływ na ocenę perspektyw polityki pieniężnej Fed. W regionie poznamy wyniki posiedzeń banków centralnych Węgier i Czech, a w kraju poznamy dane za maj (sprzedaż detaliczna i bezrobocie), której jednak mogą pozostać w cieniu polityki.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (23 czerwca)</b>							
3:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	VI	pkt	50,0	-	49,4
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	VI	pkt	52,5	-	52,3
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	VI	pkt	52,1	-	52,2
16:00	US	Sprzedaż domów	V	mln	4,74	-	4,65
<b>WTOREK (24 czerwca)</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	VI	pkt	-	-	110,4
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	2,30	-	2,40
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	VI	pkt	83,5	-	83,0
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	V	tys.	442	-	433
<b>ŚRODA (25 czerwca)</b>							
14:30	US	Ostateczny PKB	I kw.	% kw./kw.	-1,8	-	2,6
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	V	% m/m	-0,2	-	0,6
<b>CZWARTEK (26 czerwca)</b>							
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Sprzedaż detaliczna</b>	<b>V</b>	<b>% r/r</b>	<b>6,2</b>	<b>5,4</b>	<b>8,4</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Stopa bezrobocia</b>	<b>V</b>	<b>% r/r</b>	<b>12,5</b>	<b>12,5</b>	<b>13,0</b>
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
14:30	US	Dochody osobiste	V	% m/m	0,4	-	0,3
14:30	US	Wydatki konsumentów	V	% m/m	0,4	-	-0,1
<b>PIĄTEK (27 czerwca)</b>							
15:55	US	Indeks Michigan	VI	pkt	82,0	-	81,9

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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

email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

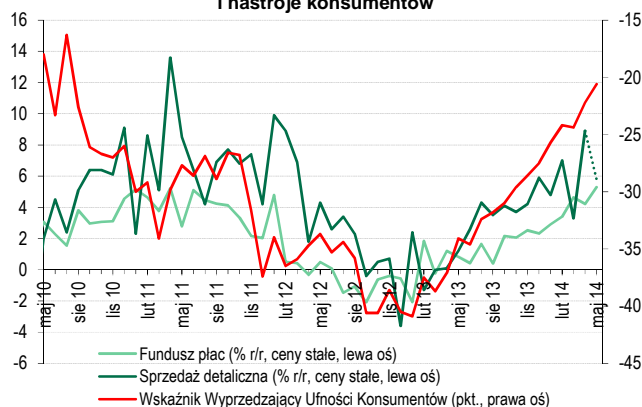
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Sprzedaż w górę, bezrobocie w dół

Sprzedaż detaliczna, fundusz płac w sektorze firm i nastroje konsumentów

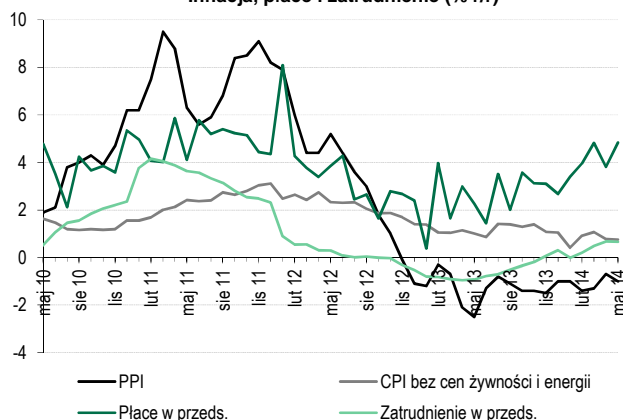


Wzrost sprzedaży detalicznej w maju był zapewne znacznie mniej imponujący niż w kwietniu, chociaż wyraźnie lepszy niż w marcu (wyniki tych dwóch ostatnich miesięcy były zaburzone efektami bazy związanymi z terminem Wielkanocy). Spodziewamy się solidnego wzrostu sprzedaży o ponad 5%, uzasadnionego wyraźnym wzrostem realnych dochodów gospodarstw domowych i wskazującego, że dynamika konsumpcji prywatnej nie słabnie. Jednak konsensus rynkowy jest ponownie powyżej naszej prognozy.

Nasza prognoza stopy bezrobocia jest spójna z szacunkiem Ministerstwa Pracy, zakładającym jej spadek w maju do 12,5%. To nadal o 1 pkt. proc. mniej niż rok wcześniej. Wydaje się jednak, że dynamika pozytywnych zmian na rynku pracy nieco osłabła, o czym świadczą również ostatnie dane o zatrudnieniu w sektorze firm.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Szybszy wzrost płac, wolniejszy produkcji

Inflacja, płace i zatrudnienie (% r/r)

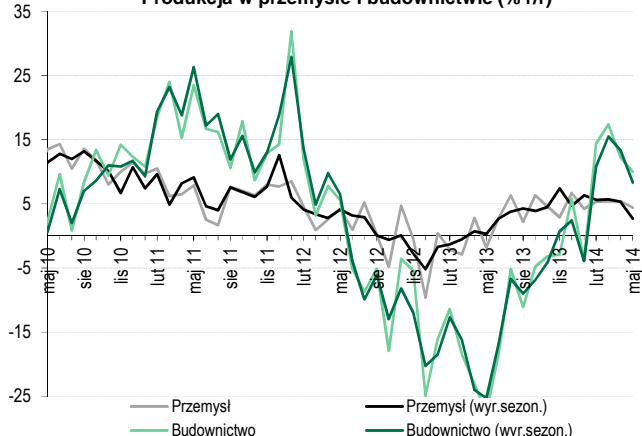


Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył w maju do 4,8% r/r, a wzrost zatrudnienia ustabilizował się na poziomie 0,7% r/r. Realny wzrost dochodów z pracy jest najwyższy od kilku lat, co powinno sprzyjać dalszemu ożywieniu popytu konsumpcyjnego, a w dalszej perspektywie również wzrostowi cen. Warto jednak odnotować, że wzrostowe tendencje w zatrudnieniu wyhamowały, co może być sygnałem ostrzegawczym nt. siły ożywienia w kolejnych kwartałach.

Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła w maju 0,8% r/r, tyle co w kwietniu. Pozostałe miary inflacji bazowej też pozostały na niskich poziomach.

Dynamika PPI obniżyła się w maju do -1% r/r, wskazując na brak presji kosztowej na producentów.

Produkcja w przemyśle i budownictwie (% r/r)



Wzrost produkcji w przemyśle spowolnił w maju do 4,4% r/r (po eliminacji wahań sezonowych 2,7% r/r), a w budownictwie do 10,0% r/r (po wyrównaniu sezonowym 8,3% r/r). W obu przypadkach wyniki były słabsze od oczekiwań. W samym przetwórstwie przemysłowym tempo wzrostu produkcji wyniosło 5,7% r/r, co nadal można uznać za niezły wynik, chociaż poprzednie miesiące były wyraźnie lepsze.

Słabszy wzrost produkcji może być sygnałem wyhamowania tempa ożywienia gospodarczego w II kwartale, być może pod wpływem negatywnego impulsu ze strony sytuacji w Rosji i na Ukrainie. Naszym zdaniem wzrostu PKB w II kw. powinien być jednak zbliżony do tego z I kwartału, a nawet jeśli się obniży, to nieznacznie, pozostając powyżej 3% r/r. Zakładamy, że drugie półrocze powinno przynieść poprawę wyników przemysłu, w efekcie dalszego ożywienia handlu zagranicznego z krajami strefy euro.

## Cytat tygodnia – RPP pozytywnie ocenia dotychczasową współpracę z Prezesem NBP

## Oświadczenie Rady Polityki Pieniężnej, 17.06, NBP

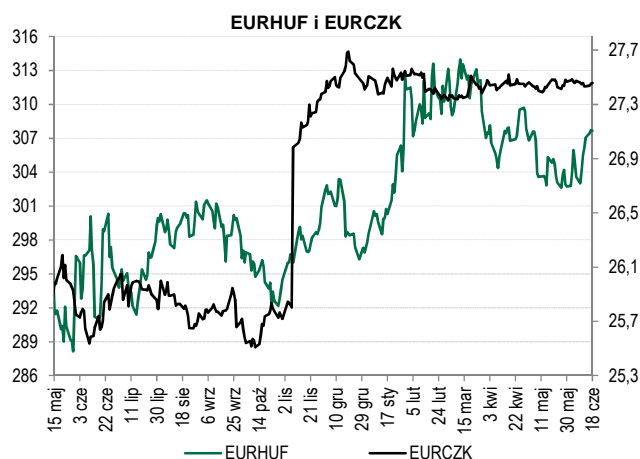
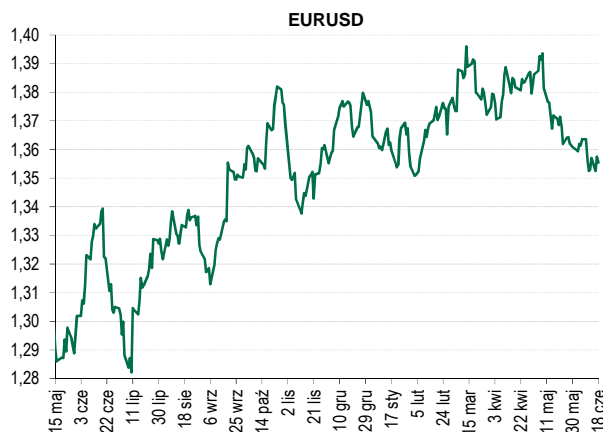
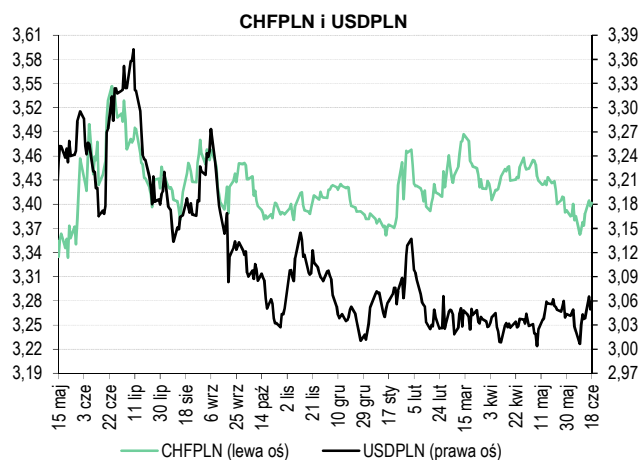
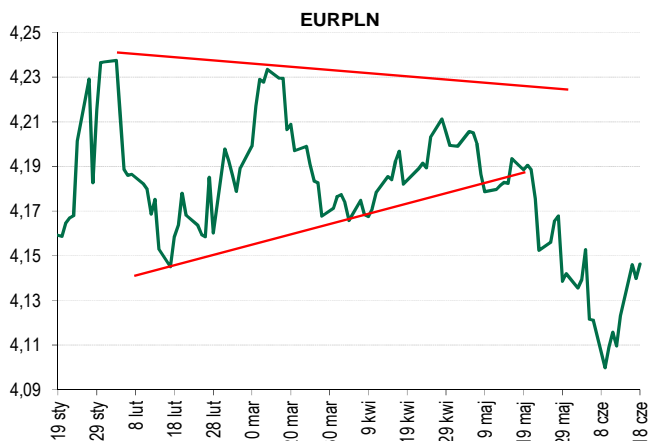
Rada Polityki Pieniężnej pozytywnie ocenia dotychczasową bardzo dobrą współpracę z Prezesem NBP. Rada Polityki Pieniężnej ubolewa, że wypowiedzi Prezesa NBP, zarejestrowane poprzez nielegalny podsłuch, mogą sprawić wrażenie, że Przewodniczący RPP włączył się w polityczny cykl wyborczy. Takie zaangażowanie byłoby niedopuszczalne. Rada Polityki Pieniężnej zapewnia, że z taką samą determinacją jak dotychczas będzie dbać o wartość polskiego pieniądza.

## Andrzej Rzońca, członek RPP, 20.06, Gazeta Wyborcza

Komunikat nie stanowi poparcia dla prezesa Marka Belki. (...) Jeśli prezes - wbrew temu, co teraz mówi - zaangażował się politycznie, to dyskwalifikuje go to jako przewodniczącego Rady Polityki Pieniężnej (...) Niewątpliwie jest to, że za sprawą postępowania prezesa Marka Belki reputacja NBP ucierpiała jak jeszcze nigdy. I to jest dla mnie osobiście bardzo poważny problem.

We wtorek 17 czerwca odbyło się robocze posiedzenie RPP, na którym Marek Belka miał okazję wytłumaczyć się z treści swojej rozmowy z ministrem Sienkiewiczem. Po posiedzeniu RPP wydała oświadczenie, którego treść zdawała się sugerować chęć dalszej współpracy z Prezesem. Jednak ostatnie wydarzenia mogą naszym zdaniem wpłynąć na atmosferę tej współpracy, która w ostatnich miesiącach – jak mówił sam Belka – układała się wyjątkowo dobrze. Sugerują to m.in. ostatnie wypowiedzi Andrzeja Rzońcy. Na posiedzeniu RPP we wtorek zabrakło też Adama Glapińskiego i Jerzego Hausnera, a ten ostatni poinformował, że swoje stanowisko w tej sprawie przedstawi 1 lipca.

## Rynek walutowy – Polityka może przesłonić dane ekonomiczne



## Krajowe wydarzenia i ryzyko geopolityczne osłabiły PLN

▪ Mijający tydzień rozpoczął się od osłabienia złotego w relacji do głównych walut w wyniku ujawnienia tzw. „afery taśmowej” oraz napiętej sytuacji na Ukrainie i Iraku. W efekcie, EURPLN krótkoterminowo wzrósł powyżej 4,15, a USDPLN do 3,07. Znaczące osłabienie odnotowano wobec funta brytyjskiego (GBPPLN wzrósł chwilowo powyżej 5,20, najwyższej od listopada 2012). Pojawiające się kolejne komentarze ws. „afery taśmowej” – m.in. sugestie ze strony premiera Tuska i prezydenta Komorowskiego nt. możliwości przedterminowych wyborów parlamentarnych – sprawiły, że złoty tylko przejściowo skorzystał z lepszego nastroju na rynku i gołębiej retoryki FOMC. Na koniec tygodnia EURPLN wahał się blisko pierwszego oporu na 4,15.

▪ Ryzyko polityczne pozostanie zapewne istotnym czynnikiem wpływającym na złotego w najbliższych dniach (tygodnik Wprost zapowiedział ujawnienie kolejnych nagrań). W tym tygodniu ważne będą też odczyty wstępnych PMI/ISM dla strefy euro i USA za czerwiec. Kolejne słabsze dane mogą ponownie wzbudzić obawy o trwałość ożywienia w strefie euro, co mogłoby wygenerować dodatkową negatywną presję na krajową walutę. Istotne poziomy dla EURPLN to 4,09 (dołek po czerwcowym posiedzeniu EBC) i 4,15 (testowany już na koniec tygodnia, kolejne ważne opory to 4,17 i 4,20). Nie zmieniamy jednak naszych prognoz zakładających spadek kursu do 4,0 na koniec roku.

## Bank Anglii zapowiada zacieśnienie monetarne

▪ Wspólna waluta zyskała nieco w tym tygodniu do dolara. Na korzyść euro działały zwłaszcza anonimowe wypowiedzi urzędników EBC (mówiące, że bank centralny wstrzyma się zapewne z dalszymi działaniami w perspektywie najbliższych miesięcy) i gołębi wydzwięk posiedzenia FOMC. W rezultacie, pod koniec tygodnia EURUSD przebił nieznacznie 1,36. Skala i dynamika notowań nie była jednak zbyt duża i rynek czeka na impuls, który wyznaczy kierunek na kolejne dni i tygodnie.

▪ Na uwagę zasługuje znaczące umocnienie funta, które było efektem wypowiedzi szefa Banku Anglii. Mark Carney zasugerował, że podwyżki stóp procentowych mogą mieć miejsce wcześniej niż jest to obecnie wyceniane przez rynek. Wsparciem dla tych wypowiedzi był opis dyskusji władz monetarnych banku na czerwcowym posiedzeniu. W efekcie, EURGBP spadł do 0,796, najniższej od prawie 2 lat.

▪ W tym tygodniu kluczowe dla perspektyw gospodarczych będą wstępne odczyty PMI/ISM dla strefy euro i USA. Słaby indeks ZEW dla Niemiec sugeruje, że możemy zobaczyć dalszy spadek tych wskaźników dla strefy euro. Jeśli taki scenariusz się zmaterializuje, to euro może stracić do amerykańskiej waluty. Istotne wsparcie znajduje się na 1,35.

## Posiedzenia banków centralnych w centrum uwagi

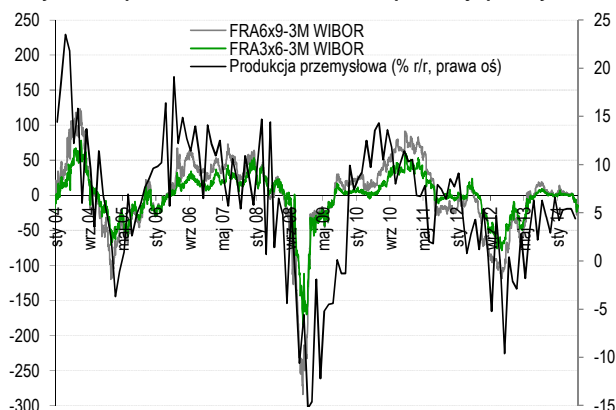
▪ Forint i czeska korona nie zareagowały na osłabienie złotego. EURHUF wahał się w przedziale 306-308 (z lekką tendencją wzrostową), a EURCZK znajdował się między 27,4 a 27,5. Szef banku centralnego Czech powiedział, że działania banku w listopadzie 2013 w celu osłabienia korony dały większy od oczekiwań impuls do wzrostu sprzedaży detalicznej.

▪ W tym tygodniu uwaga inwestorów skupi się na posiedzeniach banków centralnych Czech i Węgier. Spodziewamy się, że bank Czech potwierdzi kontynuację dotychczasowej polityki monetarnej. Natomiast w przypadku Węgier nie wykluczamy kolejnej obniżki stóp o 10 pb do 2,30%, co jest zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. W związku z tym reakcja forinta na decyzję może być ograniczona. Ważniejszy może być komunikat, którego treść będzie zależała m.in. od nowych prognoz, jakie bank centralny będzie miał do dyspozycji. Rynek będzie wrażliwy na (nie)zamieszczenie sugestii o końcu cyklu obniżek stóp.

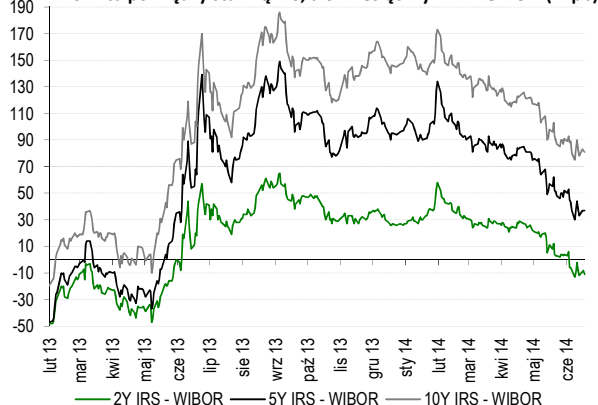


## Rynek stopy procentowej – Ryzyko polityczne wpływa na wycenę długu

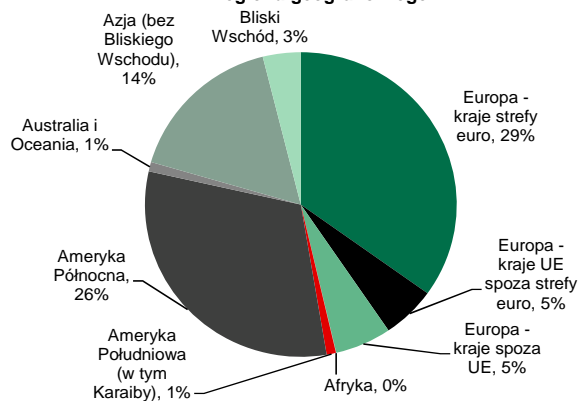
Wyceniana przez FRA zmiana 3M WIBOR i produkcja przemysłowa



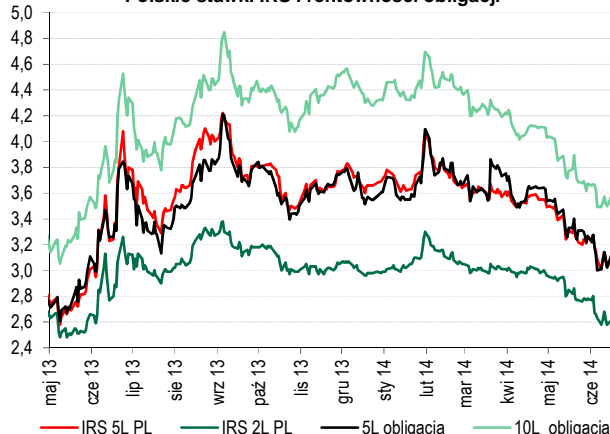
Różnica pomiędzy stawką IRS, a 6-miesięcznym WIBOR-em (w pb)



Podział zagranicznych posiadaczy polskich obligacji pod kątem regionu geograficznego



Polskie stawki IRS i rentowności obligacji



### Rynek nadal wycenia obniżkę stóp o 25 pb za 6-9 miesięcy

▪ Od ostatniego piątku stawki WIBOR dla 9 i 12 miesięcy spadły o 1 pb, krótsze (1, 3 i 6 miesięcy) nie uległy zmianie. W wyniku afery podsłuchowej, rynek FRA zrewidował nieco oczekiwania odnośnie możliwych obniżek stóp NBP, ale dzięki słabszemu od prognoz danym o produkcji przemysłowej za maj, rynek wciąż wycenia cięcie stóp o 25 pb w perspektywie 6-9 miesięcy.

▪ Afera taśmowa rozwija się i w poniedziałek mogą pojawić się jej kolejne wątki, więc rynek może nie reagować zbyt mocno na krajowe dane makro. Choć w naszej ocenie ponownie mogą one być poniżej prognoz rynkowych (i podtrzymać oczekiwania na cięcia stóp NBP), to istotny jest też czynnik związany z ryzykiem politycznym. Rynek obligacji negatywnie reaguje na perspektywę wcześniejszych wyborów i wzrost rentowności może pociągnąć za sobą wzrost stawek FRA.

### IRS i dług pod wpływem czynników krajowych

▪ Początek tygodnia przyniósł wzrost IRS i rentowności obligacji nawet o 15-20 pb w reakcji na nagrania opublikowane w sobotę przez tygodnik Wprost. Brak dymisji w rządzie i oświadczenie szefa NBP, iż nie planuje się podawać do dymisji pomogły w uspokojeniu sytuacji oraz przyniosły lekkie odreagowanie na rynku. Kolejne wydarzenia, zapowiedź publikacji nowych nagrań i sugestie premiera i prezydenta nt. możliwych wcześniejszych wyborów wzmocniły przekonanie, że kryzys polityczny może nie zostać tak łatwo zażegnany i na koniec tygodnia IRS były wyżej o 3-4 pb, a rentowności obligacji o 8-13 pb w stosunku do poziomów z poprzedniego piątku.

▪ Na aukcji zamiany Ministerstwo Finansów sprzedało PS0719 oraz WZ0119 za odpowiednio 3,02 mld zł i 3,1 mld zł. Resort przedstawił też dane o zaangażowaniu nierezzydentów w polskie obligacje w podziale na region oraz rodzaj podmiotu na koniec kwietnia. Pod kątem podmiotu, największymi udziałowcami są fundusze inwestycyjne (17% wszystkich rynkowych, złotych obligacji Polski, 42% papierów posiadanych przez zagranicę). Udział rządu 6-7% w obligacjach posiadanych przez zagranicę i 2,5-3% całkowitego zadłużenia mają banki komercyjne, banki centralne, fundusze emerytalne czy podmioty niefinansowe. Fundusze hedgingowe posiadają 0,02% polskich, złotych obligacji rynkowych (0,05% obligacji posiadanych przez zagranicę). W podziale na region, liczącymi się inwestorami zagranicznymi są ci z krajów strefy euro (ponad 29% stanu posiadania nierezzydentów), Ameryki Północnej (26%) i Azji (bez Bliskiego Wschodu – prawie 14%). Spośród zagranicznych banków centralnych, największy udział w stanie posiadania nierezzydentów mają europejskie instytucje spoza UE (prawie 53%) i azjatyckie (bez Bliskiego Wschodu – ok. 34%).

### Kolejna odsłona „afery taśmowej” kluczowa

▪ Początek tygodnia może przynieść kolejną odsłonę „afery taśmowej”. Kryzys polityczny może się więc utrzymywać oraz zwiększać w ocenie rynku ryzyko głębszej destabilizacji. Choć w ostatnich dniach opublikowano w kraju gołębie dane makro i podobny wydzwięk miał wynik posiedzenia FOMC, to poziomy IRS oraz obligacji na koniec minionego tygodnia pokazują dość jasno, co jest teraz głównym czynnikiem zainteresowania inwestorów. Nasza prognoza sprzedaży detalicznej, tak jak w przypadku produkcji, jest poniżej konsensusu i mogłaby w „normalnych warunkach” wspierać oczekiwania na poluzowanie polityki pieniężnej przez RPP, ale obecnie rynek może ostroźniej wyceniać taką możliwość.

▪ Potencjalnym wsparciem dla polskiego długu mogą się okazać wstępne PMI dla Niemiec i strefy euro oraz indeks Ifo. Jeśli pokażą one spadek głębszy od oczekiwań, to nasilić się mogą oczekiwania na dalsze działania EBC i negatywny wpływ czynnika krajowego może zostać nieco zmniejszony.

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 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)