

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 28 lipca – 3 sierpnia 2014

W minionym tygodniu nastroje na rynkach finansowych były pod wpływem wielu czynników, w tym sytuacji geopolitycznej (Ukraina, Bliski Wschód), publikowanych danych makro oraz wyników finansowych (głównie na giełdach w USA). Nie obyło się bez niespodzianek – bank Węgier zaskoczył głębszą obniżką stóp i deklaracją zakończenia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, bank Rosji podwyżką stóp, choć wpływ tych decyzji był raczej krótkotrwały. W kraju dane o sprzedaży detalicznej, podobnie jak wcześniej dane o produkcji i z rynku pracy, zaskoczyły znacząco niższym odczytem, umacniając oczekiwania na obniżki stóp procentowych jeszcze w tym roku. W połączeniu z bardzo dobrymi wynikami aukcji i spadkiem rentowności na rynkach bazowych dało to impuls do znacznego umocnienia krajowego rynku długu (rentowność 2-latkę osiągnęła najniższy poziom w historii). Reakcja złotego była bardzo ograniczona – EURPLN pozostał w trendzie bocznym, a USDPLN wzrósł w wyniku umocnienia dolara.

Ostatnie dni lipca będą pełne bardzo ważnych informacji z globalnej gospodarki, które mogą istotnie wpłynąć na prognozy nt. tempa ożywienia w USA i w Europie oraz oczekiwania związane z działaniami głównych banków centralnych. Krajowych publikacji nie będzie dużo, ale wskaźnik PMI w przemyśle może mieć istotny wpływ na oczekiwania dot. koniunktury w III kwartale. Po mocnym rozczarowaniu czerwcowymi danymi o aktywności, indeks PMI będzie bacznie obserwowaną wskazówką nt. tego, w jakim kierunku zmierza krajowy przemysł w II półroczu. Nasze modele nie dają jasnej wskazówki nt. tego odczytu, zakładamy więc stabilizację indeksu na dość niskim poziomie czerwcowym.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (28 lipca)</b>							
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VI	% m/m	0,0	-	6,1
<b>WTOREK (29 lipca)</b>							
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	VII	pkt	85,5	-	85,2
<b>ŚRODA (30 lipca)</b>							
14:15	US	Raport ADP	VII	tys.	225	-	281
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	II kw.	% kw./kw.	2,9	-	-2,9
20:00	US	Decyzja FOMC					
<b>CZWARTEK (31 lipca)</b>							
11:00	EZ	Wstępny HICP	VII	% r/r	0,5	-	0,5
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Oczekiwania inflacyjne</b>	<b>VII</b>	<b>% r/r</b>	-	-	<b>0,2</b>
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	
<b>PIĄTEK (1 sierpnia)</b>							
3:45	CN	PMI – przemysł	VII	pkt	52,0	-	50,7
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI – przemysł</b>	<b>VII</b>	<b>pkt</b>	<b>50,5</b>	<b>50,5</b>	<b>50,3</b>
9:55	DE	PMI – przemysł	VII	pkt	52,9	-	52,0
10:00	EZ	PMI – przemysł	VII	pkt	51,9	-	51,7
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	VII	tys.	225	-	288
14:30	US	Stopa bezrobocia	VII	%	6,1	-	6,1
14:30	US	Dochody konsumentów	VI	% m/m	0,4	-	0,4
14:30	US	Wydatki konsumentów	VI	% m/m	0,4	-	0,2
15:55	US	Indeks Michigan	VII	pkt	81,4	-	82,5
16:00	US	ISM – przemysł	VII	pkt	56,0	-	55,3

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 Luzziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

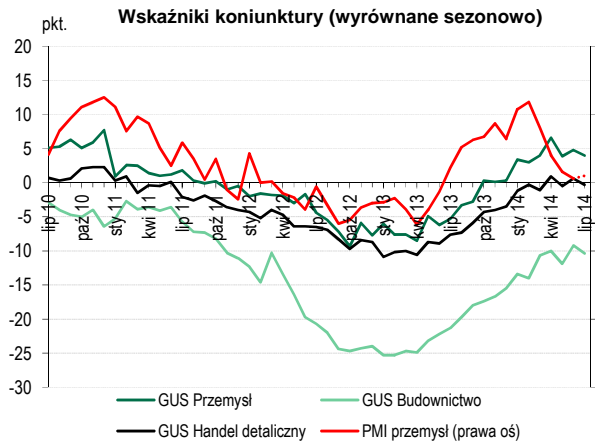
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

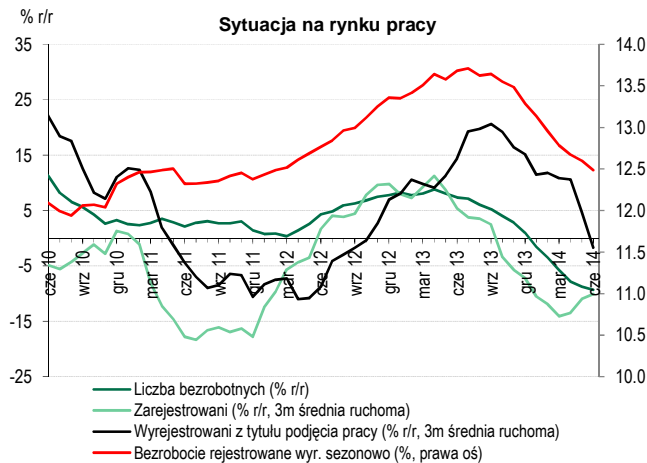
## Wydarzenia nowego tygodnia – Wzrost czy spadek PMI? Chyba trzeba rzucić monetą



■ Po serii rozczarowujących danych za czerwiec, lipcowy indeks aktywności w przemyśle PMI będzie ważną wskazówką, w jakim kierunku zmierza polska gospodarka na progę III kwartału.

■ Z jednej strony spadek wskaźnika Ifo i eskalacja konfliktu na wschodzie ciąży polskiemu przemysłowi. Przeciwny sygnał daje lekkie odbicie PMI w strefie euro (i znacznie mniejsza skala jego spadku w ostatnich miesiącach niż polskiego indeksu) oraz dobry wynik PMI niemieckiego. Do tego dochodzi „rozjazd” pomiędzy wskaźnikiem koniunktury GUS i polskim PMI. Nasze dwa modele również pokazują przeciwne rezultaty dla prognozy lipcowej. Problem w tym, że model, który poprawnie przewidział spadek w ubiegłym miesiącu (a my mu nie uwierzyliśmy), wskazuje na wynik lipcowy poniżej poziomu 50 pkt. Prognoza z drugiego równania jest bardziej optymistyczna. W efekcie, zakładamy stabilizację indeksu. Niestety prognozy PMI zawsze były obciążone dużą niepewnością.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Bezrobocie niżej, ale sprzedaż bardzo kiepsko



■ Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w czerwcu 12,0% i była nieco niższa od prognoz. W ujęciu r/r stopa bezrobocia obniżyła się o 1,2 punktu procentowego. Liczba bezrobotnych wyniosła 1,913 mln, czyli 9,3% mniej niż rok wcześniej. Mimo pozytywnej niespodzianki, czerwcowe dane potwierdzają naszym zdaniem spowolnienie tempa poprawy na rynku pracy, które było już widoczne w poprzednich miesiącach. Obniża się zwłaszcza tempo wyrejestrowań z tytułu podjęcia pracy (-4,5% r/r w czerwcu wobec +1,4% r/r w maju), podczas gdy stopa spadku liczby zarejestrowanych bezrobotnych była dwucyfrowa (-10,1% r/r wobec -5,4% r/r w maju). Oznacza to, że przedsiębiorstwa spowalniają tempo tworzenia nowych miejsc pracy, ale nie likwidują istniejących etatów. Spodziewamy się dalszych spadków stopy bezrobocia w ujęciu odsezonowanym, ale wkrótce powinna się ona zacząć stabilizować w okolicy 12,0%.



■ Sprzedaż detaliczna wzrosła w czerwcu zaledwie o 1,2% r/r, najwolniej od maja 2013 i znacznie poniżej oczekiwań. Spadek sprzedaży w skali m/m odnotowano we wszystkich kategoriach (przy czym największy w kategorii meble, RTV i AGD – o 3,3%), z wyłączeniem kategorii pojazdów mechanicznych, które wzrosły o 0,6%. Obroty w handlu detalicznym (po korekcie sezonowej) zanotowały spadek o 0,6% r/r.

■ Wskaźniki ufności konsumenckiej GUS, które w czerwcu nadal były w mocnym trendzie wzrostowym, w lipcu zanotowały dość wyraźną korektę – miesięczny spadek wskaźnika bieżącego i wyprzedzającego był największy od września 2012. Oslabienie bieżącej oceny wynikało z większego pesymizmu dotyczącego „oceny obecnej sytuacji ekonomicznej kraju i przyszłej sytuacji finansowej gospodarstwa domowego”. Z kolei pogorszenie wskaźnika oczekiwań to wynik bardziej niekorzystnej perspektywy oszczędzania pieniędzy.

## Cytat tygodnia – Na razie nie ma potrzeby zmiany stóp procentowych

**Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 23.07, PAP**

Uważam, że na razie nie ma potrzeby zmiany stóp procentowych. Musimy zobaczyć czy nieco słabsze dane w II kw. są zjawiskiem trwałym czy przejściowym. RPP nie może reagować na pojawiające się pojedyncze dane, RPP działa długofalowo.

**Jerzy Osiatyński, członek RPP, 23.07, PAP**

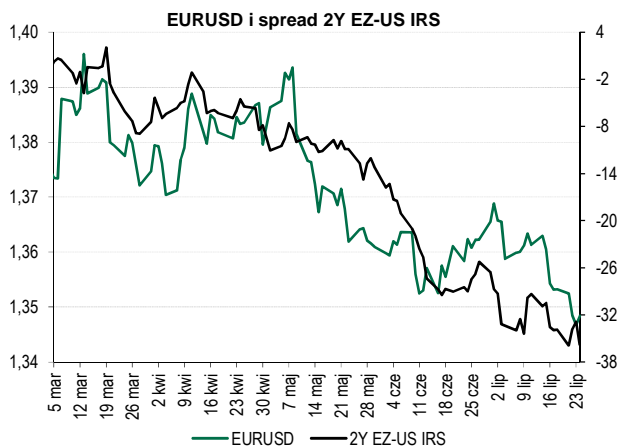
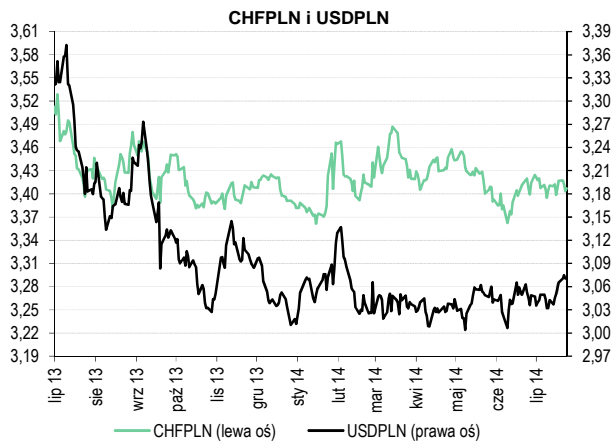
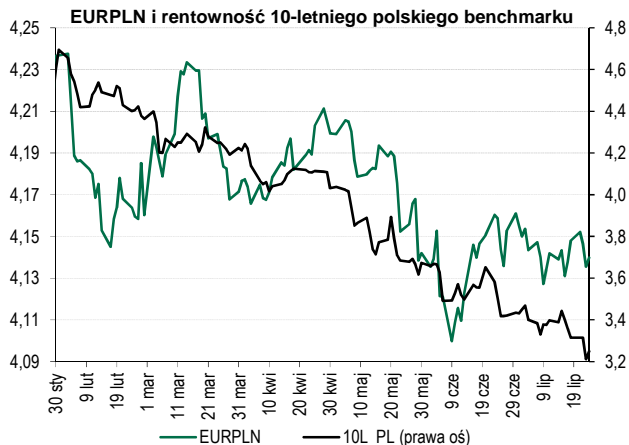
Chciałbym wierzyć, że spowolnienie (danych makro) jest przejściowe, ale tempo w II i III kwartał może być niższe niż w I kwartał.

**Marek Belka, prezes NBP, 23.07, przemówienie w Sejmie**

To właśnie troska o zrównoważony wzrost gospodarczy uzasadnia utrzymywanie względnie wysokich realnych stóp procentowych przy bardzo niskiej inflacji. Uniknęliśmy więc niebezpieczeństwa ultra niskich stóp procentowych.

Dane o PKB za II kw. pokażą zapewne lekkie spowolnienie. Z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej, nie to będzie jednak najważniejsze. Kluczowe jest, czy tendencja spowolnienia będzie kontynuowana w III kwartał. Naszym zdaniem, tylko w takim scenariuszu zobaczymy obniżki stóp procentowych. Druga połowa sierpnia, kiedy to opublikowane będą dane za lipiec i szczegółowe dane o PKB za II kw. zapowiada się niezwykle ciekawie. Potwierdzają to m.in. ostatnie wypowiedzi A. Kaźmierczaka z RPP. Również wypowiedzi M. Belki nie sugerują, aby pod wpływem ostatnio publikowanych danych prezes NBP zmienił swoje nastawienie odnośnie polityki pieniężnej. Po ostatnim posiedzeniu RPP Belka mówił, że cięcia stóp są możliwe, ale nie są dla Rady scenariuszem bazowym.

## Rynek walutowy – Złoty nadzwyczaj stabilny mimo czynników ryzyka



### EURPLN nadal bardzo stabilny

▪ EURPLN wahał się w minionym tygodniu w przedziale 4,125-4,155, a USDPLN przebił 3,08. Mimo zaostrzenia się sytuacji na Ukrainie (zestrzelenie malezyjskiego samolotu, rozpad koalicji rządowej) i słabych danych z kraju, złoty był stabilny do euro.

▪ Jeśli do czwartku kurs nie przebije lipcowego szczytu (4,12) i dołka (4,1656), to miesięczna różnica między maksimum oraz minimum EURPLN będzie najmniejsza od kwietnia 1996, a relacja tej różnicy do poziomu z otwarcia miesiąca będzie najmniejsza od września 1996. Dla kursów EURHUF, USDRUB czy EURUSD nie można mówić o tak spektakularnych rekordach w lipcu, ale faktem jest, że od pierwszej fali kryzysu 2007-2008 tak mierzone wahania kursów wyraźnie spadają, a dla EURUSD są najniższe od lat 90-tych. Wyrażący zmienność na giełdach indeks VIX (zwany także indeksem strachu) wynosi obecnie ok. 12 pkt, podobnie jak w 1996 (w szczycie kryzysu z lat 2007-2008 osiągnął rekordowe prawie 60 pkt, najniżej był w lipcu 2007 i wyniósł 10,42 pkt).

▪ Zmienność na globalnym rynku jest niska, co może się wiązać z nadziejami, iż w razie poważniejszych zagrożeń banki centralne przyjdą z pomocą. W tym tygodniu FOMC ograniczy zapewne program QE3 o kolejne 10 mld \$, ale co ważniejsze – powtórzy, że stopy procentowe pozostaną niskie jeszcze długo po jego zakończeniu. W kraju poznamy lipcowy indeks PMI, ale wydaje się, że istotniejsze mogą być dane z USA. Mocne dane mogą spowodować korektę na rynkach długu i tym samym osłabić nieco krajową walutę. Szczególnie, że złoty nie reagował ostatnio negatywnie na zwiększone ryzyko obniżek stóp, gdyż było to neutralizowane napływem kapitału na rynek obligacji. Dodatkowo, konflikt na Ukrainie wciąż może ciążyć polskiej walucie. Ważne poziomy dla EURPLN to nadal 4,11 i 4,17.

### FOMC i dane z USA kluczowe dla EURUSD

▪ Kurs EURUSD przebił w minionym tygodniu ważne wsparcie na 1,35 i na koniec tygodnia był na najniższym poziomie od listopada 2013 (1,344). Na korzyść dolara w dalszym ciągu działały lepsze od prognoz dane z USA.

▪ W najbliższych dniach uwaga skupi się na sygnałach z USA. Program QE3 zostanie pewnie zmniejszony o 10 mld \$, ale istotniejsza będzie treść komunikatu. Pomimo, że szefowa Fed zapewnia, iż stopy zostaną niskie długo po zakończeniu QE3, to jastrzębi członkowie FOMC wskazują, że podwyżki stóp mogą nastąpić wcześniej niż oczekuje rynek (wcześniej niż w połowie 2015). Bardzo ważne będą także dane makro. Przyrost etatów poza rolnictwem zaskakuje na plus już od 5 miesięcy, a indeks ISM dla przemysłu porusza się w trendzie wzrostowym od początku br. Wydaje się, iż różnica perspektyw dla gospodarki USA i strefy euro (i w rezultacie działań banków centralnych) jest ważnym czynnikiem stojącym za trwającym od maja spadkiem EURUSD. Jeśli dane z rynku pracy i ISM zaskoczą na plus, a komunikat FOMC nie będzie zbyt gołębi, to EURUSD może dalej spadać. Wsparcia to 1,343 i 1,337.

### Forint mocny po decyzji MNB, korona czeka na decyzję

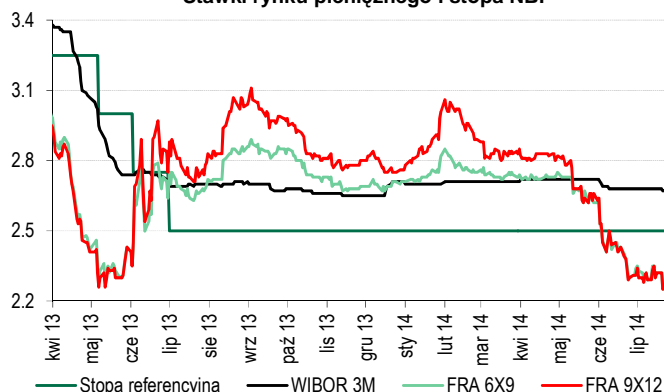
▪ Bank centralny Węgier (MNB) zaskoczył obniżką stóp o 20 pb, stopy głównej do 2,10%, najniżej w historii. Szef banku powiedział, iż stopy będą stabilne do końca 2015, chyba że do wznowienia obniżek skłoni dalszy spadek inflacji. Forint pozytywnie zareagował na tę wiadomość, w skali tygodnia EURHUF spadł przejściowo z 310 do nawet 306,6.

▪ Zaskoczył też bank centralny Rosji, który podniósł stopy o 50 pb (główną do 8%) i zapowiedział, że możliwe są dalsze podwyżki. Przyczyną takiego ruchu była inflacja powyżej celu i możliwy negatywny wpływ na nią sankcji i słabego rubla.

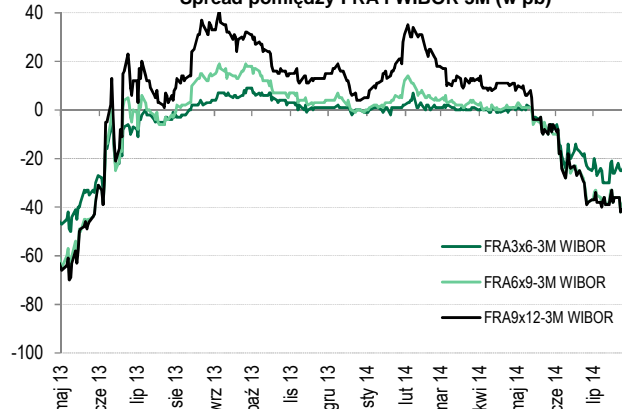
▪ W tym tygodniu uwaga w regionie skupi się na decyzji banku Czech. Ostatnio bank wydłużył obowiązywanie dolnej granicy dla EURCZK do połowy 2015, co było neutralne dla korony.

## Rynek stopy procentowej – Czynniki wewnętrzne i zewnętrzne wspierają dług

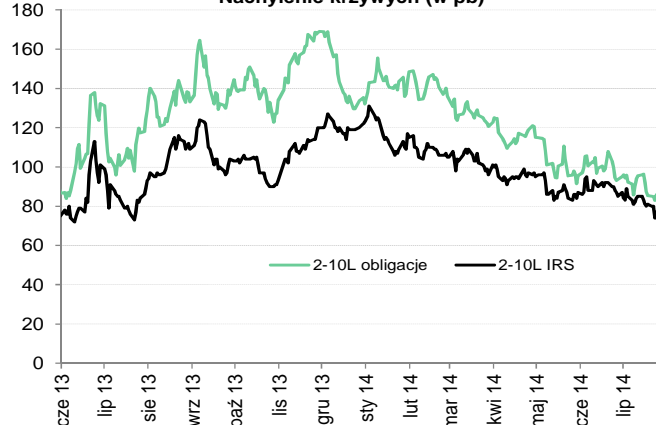
### Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



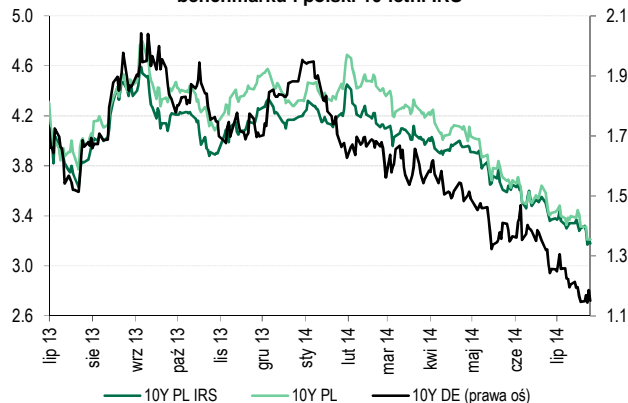
### Spread pomiędzy FRA i WIBOR 3M (w pb)



### Nachylenie krzywych (w pb)



### Rentowności polskiego i niemieckiego 10-letniego benchmarku i polski 10-letni IRS



### Slabe dane makro wzmocniły oczekiwania na obniżki stóp

W minionym tygodniu znacząco słabszy odczyt danych o sprzedaży detalicznej dał silny impuls do umocnienia krajowego rynku stopy procentowej. Wsparciem dla rynku było również umocnienie na rynkach bazowych, a także bardzo dobre wyniki krajowej aukcji. Stawki IRS i FRA oraz rentowności obligacji spadły od 2 do 13 pb. FRA wyceniają redukcję stóp o 25 pb w perspektywie 3 miesięcy oraz o ok. 50 pb w horyzoncie 6-9 miesięcy (z prawdopodobieństwem ok. 85%). W tym samym czasie stawki WIBOR pozostały względnie stabilne (o 1 pb spadła tylko stawka 3M). Po silnym umocnieniu nastąpiła krótkotrwała korekta. Krzywe przesunęły się w górę pod wpływem tendencji panujących na rynkach bazowych – rentowności niemieckich i amerykańskich obligacji wzrosły po lepszych od oczekiwań danych makro. Na koniec tygodnia rynki ponownie nieco się wzmocniły.

Zmiany, jakie zaszły na rynku stopy procentowej w minionym tygodniu spowodowały, że rentowności obligacji i stawki IRS na krótkim końcu osiągnęły nowe historyczne minima (odpowiednio na 2,38% i 2,43%), podczas gdy środek i długi koniec krzywych osiągnęły najniższe poziomy w tym roku. Co więcej, tak jak sugerowaliśmy tydzień wcześniej, słabszy odczyt sprzedaży detalicznej przyczynił się do zawężenia spreadu pomiędzy IRS 5L i WIBOR6M (do 3 pb, najniższego poziomu od końca maja 2013). Zacieśnił się również spread wobec niemieckich obligacji i dla sektora 10L osiągnął najniższy poziom od czerwca 2013.

### Rynki bazowe wciąż kluczowe

Korekta na rynkach bazowych, jaką obserwowaliśmy pod koniec minionego tygodnia, okazała się bardzo krótkotrwała. Wynikało to z wciąż obecnych czynników ryzyka (Ukraina, Bliski Wschód). Przed nami tydzień obfitujący w wiele publikacji danych makro tak ze strefy euro, jak i USA oraz posiedzenie FOMC (29-30 sierpnia). Fed utrzyma bieżący poziom stóp bez zmian i najprawdopodobniej zdecyduje o kontynuacji redukcji programu QE w dotychczasowej skali. Oczekiwane przez nas lepsze odczyty danych tak dla europejskiej gospodarki, jak i amerykańskiej mogą przynieść korektę na rynkach bazowych, co przełoży się również na wycenę krajowego długu, w szczególności na środku i długim końcu krzywej. Przy takim rozwoju sytuacji będzie to skutkowało wystromieniem krzywych.

Krótki koniec krajowych krzywych powinien pozostać względnie stabilny. Silne oczekiwania na redukcję stóp procentowych przez RPP w dalszej części roku będą ograniczały ewentualne wzrosty rentowności w wyniku osłabienia na rynkach bazowych.

### Potrzeby pożyczkowe na ten rok „prawie” sfinansowane

Warunki rynkowe (umocnienie na rynkach bazowych, słabe dane o sprzedaży detalicznej) oraz napływ środków z wykupu obligacji OK0714 i płatności odsetkowych od serii PS/DS/WZ (łącznie ok. 10,5 mld zł) wsparły ostatnią przed miesięczną przerwą aukcję obligacji skarbowych. Przy bardzo wysokim popycie (łącznie zgłoszono oferty kupna o wartości 20 mld zł) resort finansów uplasował obligacje PS0719 za prawie 4,8 mld zł ze średnią rentownością 2,793% i WZ0119 za ok. 1,2 mld zł. Osiągnięte na aukcji ceny były znacząco powyżej rynku wtórnego, co dodatkowo wsparło dobre nastroje na rynku stopy w czasie śródowej sesji.

Łącznie w lipcu Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o wartości 8,4 mld zł. To stanowi 56% planowanej na trzeci kwartał maksymalnej wartości oferty SPW. Po lipcowych aukcjach resort finansów ma pokryte prawie wszystkie tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto. Ograniczona wartość oferty SPW w kolejnych miesiącach powinna wspierać wycenę krajowego długu.

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)