

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 4 – 10 sierpnia 2014

Mimo niezbyt bogatego kalendarza publikacji danych, ostatni tydzień lipca był niezwykle ciekawy i ważny z punktu widzenia perspektyw gospodarki i rynków finansowych. Po pierwsze, USA i UE zdecydowały o nałożeniu sektorowych sankcji ekonomicznych i finansowych na Rosję w reakcji na eskalację walk na Ukrainie. Szerszy niż można było przypuszczać zakres restrykcji pogłębił obawy o ich wpływ na europejską gospodarkę, tym bardziej, że Rosja zagroziła działaniami odwetowymi (np. wyższe ceny energii), a wobec Polski już je podjęła (zakaz eksportu owoców i warzyw). Po drugie, wyraźnie lepsze od prognoz dane z USA w połączeniu z nieco bardziej jastrzębim tonem Fed wywołały falę awersji do ryzyka i korektę na rynkach rozwijających się, w obawie przed możliwą szybszą podwyżką stóp procentowych za oceanem. Po trzecie, pierwsza istotna wskazówka nt. sytuacji w polskiej gospodarce w III kwartale, tj. indeks PMI w sektorze przetwórczym, mocno rozczarował, spadając w lipcu poniżej 50 pkt. To już kolejny wskaźnik, który pogłębia wątpliwości co do tego, jak głębokie i jak trwałe może być spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce.

Przy braku istotnych krajowych publikacji i wydarzeń (Rada Polityki Pieniężnej tradycyjnie ma w sierpniu wakacyjną przerwę), najbliższe dni upłyną zapewne pod dyktando wydarzeń na rynkach zagranicznych. Inwestorzy będą m.in. oczekiwali na wynik posiedzenia EBC, ale nie spodziewamy się, aby po spotkaniu pojawiły się jakieś istotne zmiany w i tak już gołębiem nastawieniu banku centralnego. EBC będzie chciał zaczekać z wszelkimi decyzjami na efekty operacji TLTRO rozpoczynającej się we wrześniu, szczególnie w świetle nieco bardziej optymistycznych ostatnich informacji z Europy o aktywności ekonomicznej i kredytowej. Po ostatnich niespodziankach ze strony danych z USA, niezwykle istotne dla nastrojów będą kolejne wskaźniki z amerykańskiej gospodarki, kształtujące oczekiwania nt. możliwego terminu pierwszej podwyżki stóp.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (4 sierpnia)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							
<b>WTOREK (5 sierpnia)</b>							
9:55	DE	PMI – usługi	VII	pkt	56,6	-	54,6
10:00	EZ	PMI – usługi	VII	pkt	54,4	-	52,8
16:00	US	ISM – usługi	VII	pkt	56,5	-	56,0
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VI	% m/m	0,6	-	-0,5
<b>ŚRODA (6 sierpnia)</b>							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VI	% m/m	0,5	-	-1,7
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	VI	% r/r	8,0	-	2,5
<b>CZWARTEK (7 sierpnia)</b>							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	VI	% m/m	1,3	-	-1,8
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,15	-	0,15
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	302
<b>PIĄTEK (8 sierpnia)</b>							
8:00	DE	Eksport	VI	% m/m	1,3	-	-1,1

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

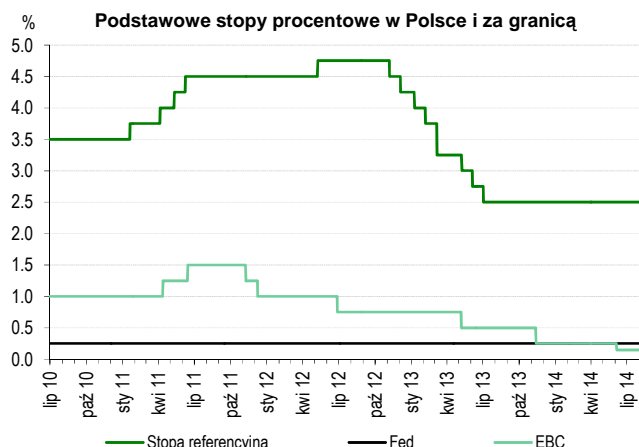
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Uwaga na wydarzenia za granicą

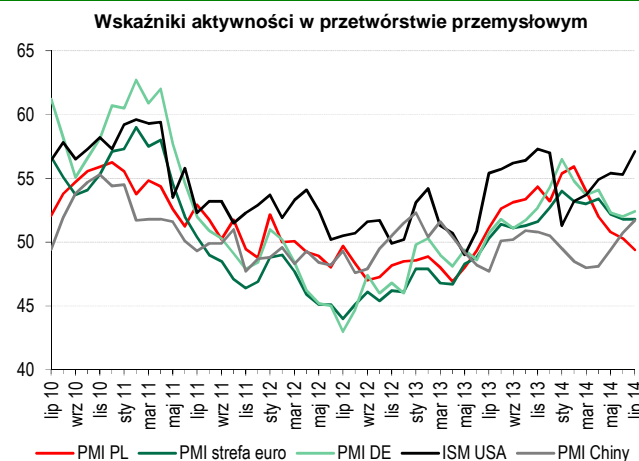


■ Przy braku krajowych publikacji i wydarzeń (Rada Polityki Pieniężnej tradycyjnie ma w sierpniu wakacyjną przerwę), pierwszy tydzień drugiego miesiąca wakacji upłynie zapewne pod dyktando wydarzeń na rynkach zagranicznych.

■ Inwestorzy będą m.in. oczekiwali na wynik posiedzenia EBC, ale nie spodziewamy się, aby po spotkaniu pojawiły się jakieś istotne zmiany w i tak już gołym nastawieniu banku centralnego. EBC będzie chciał zaczekać z wszelkimi decyzjami na efekty operacji TLTRO rozpoczynającej się we wrześniu, szczególnie w świetle nieco bardziej optymistycznych ostatnich informacji z Europy o aktywności ekonomicznej i kredytowej.

■ Po ostatnich niespodziankach ze strony danych z USA, istotne dla nastrojów będą kolejne wskaźniki z amerykańskiej gospodarki, kształtujące oczekiwania nt. możliwego terminu pierwszej podwyżki stóp.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Aktywność w przemyśle maleje, ale na rynku pracy trwa poprawa

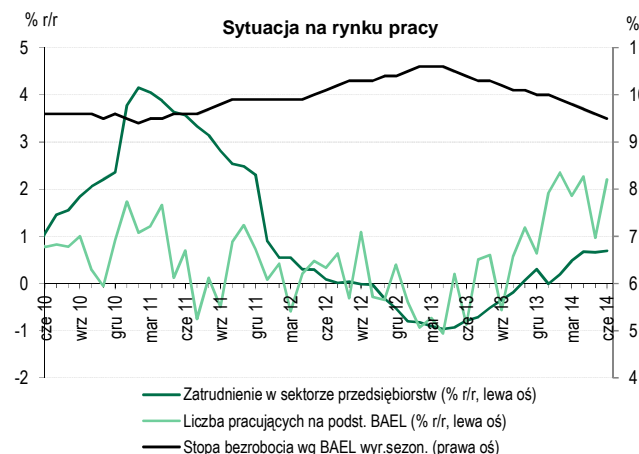


■ Indeks PMI dla polskiego przemysłu spadł w lipcu po raz piąty z rzędu, do poziomu 49,4 (najniżej od 13 miesięcy). Do obniżenia głównego wskaźnika przyczyniły się cztery z jego pięciu komponentów. Główną przyczyną pogorszenia ocen koniunktury był spadek zamówień, zarówno całkowitych jak i eksportowych. Tempo spadku zamówień eksportowych przyspieszyło i było największe od października 2012. W efekcie, odnotowano stagnację produkcji przemysłowej, spadek zaległości produkcyjnych i zapasów.

■ Co ciekawe, indeksy aktywności w przetwórstwie przemysłowym dla większości innych krajów zanotowały w lipcu odbicie – wzrosły m.in. wskaźniki dla Czech, Węgier, Rosji, Niemiec i Chin. Poprawę zanotowały też indeksy nastrojów ekonomicznych Komisji Europejskiej dla strefy euro. Można mieć jednak obawy, że po ogłoszeniu nowych sankcji wobec Rosji indeksy nastrojów w kolejnych miesiącach będą znów spadać.

■ Praktycznie jedynym pozytywnym zaskoczeniem ze strony lipcowego raportu PMI był wzrost indeksu zatrudnienia, wskazujący, że tempo tworzenia nowych miejsc pracy w przemyśle było najwyższe od trzech miesięcy.

■ Kontynuację poprawy na rynku pracy potwierdzają dane Eurostatu – stopa bezrobocia w Polsce wg metodologii BAEL (po eliminacji wahań sezonowych) spadła w czerwcu do 9,5%, najniżej od kwietnia 2011. Dane sugerują, że tempo tworzenia nowych miejsc pracy utrzymuje się na niezłym poziomie (wzrost liczby pracujących o 2,2% r/r). Również Wskaźnik Rynku Pracy instytutu BIEC, informujący z wyprzedzeniem o przyszłych zmianach w wielkości bezrobocia, utrzymał tendencję spadkową, chociaż tempo jego spadku zmalało, sugerując, że poprawa w kolejnych miesiącach może być wolniejsza.



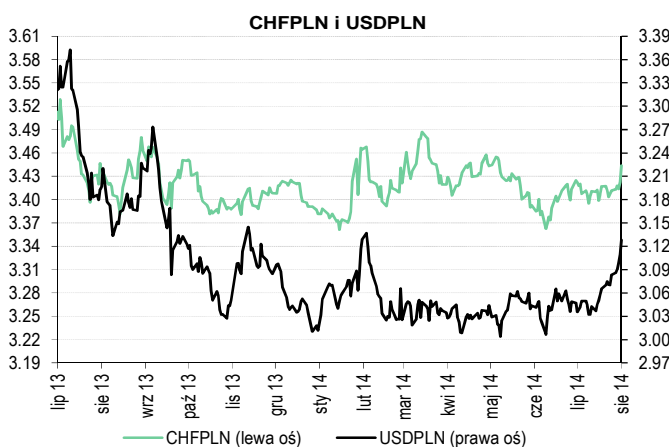
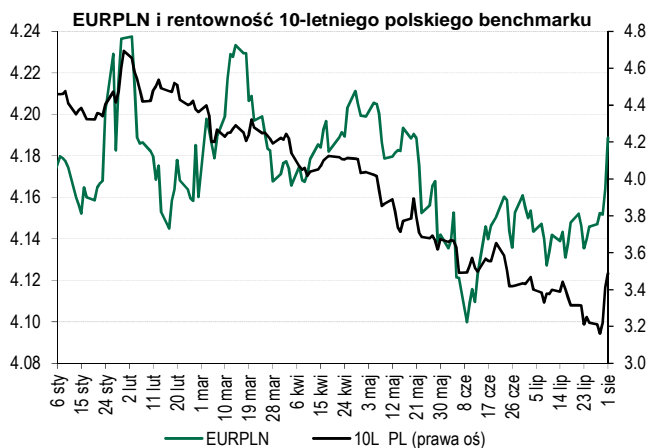
## Cytat tygodnia – Spowolnienie przyszło wcześniej i będzie głębsze

**Jerzy Osiatyński, członek RPP, 31.07, Wall Street Journal**

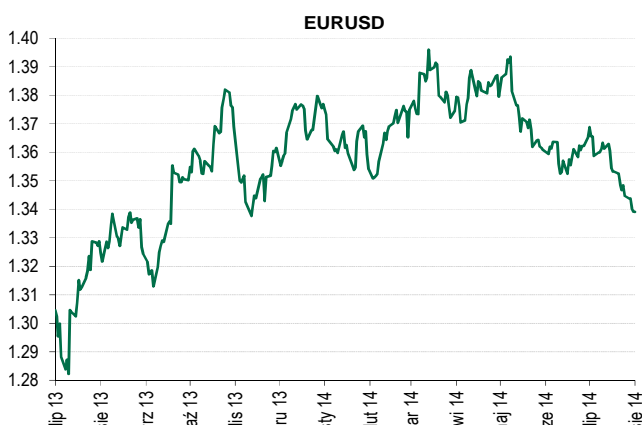
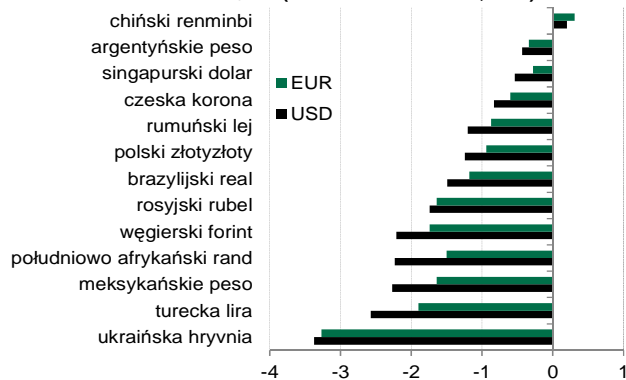
Początkowo bardziej martwiłem się o III i IV kwartał tego roku niż o II kwartał. Niestety, jest teraz jasne, że spowolnienie przyszło wcześniej, niż się spodziewałem i będzie głębsze. Wynik pomiędzy 2,8 a 3,2 proc. (w całym 2014 r.) nie będzie zaskoczeniem. (...) Perspektywy inflacji oraz wykorzystania mocy produkcyjnych nie uzasadniają tak wysokich stóp procentowych. (...) (Z drugiej strony) obniżenie stóp procentowych zbyt mocno niesie ze sobą ryzyko powstania baniek spekulacyjnych na rynku nieruchomości lub rynku finansowym.

Ostatnie gorsze od oczekiwań dane z krajowej gospodarki z pewnością nie umknęły uwadze członków Rady Polityki Pieniężnej i zapewne skłonią ich do głębszego przemyślenia możliwości obniżek stóp na najbliższym posiedzeniu. Dotychczasowe wypowiedzi świadczą o tym, że Rada na razie nie jest przekonana do luzowania polityki pieniężnej – nawet Jerzy Osiatyński, w naszej opinii jeden z najbardziej gołych członków, sugeruje, że zbyt niskie stopy mogą prowokować powstawanie baniek spekulacyjnych. Przed najbliższym posiedzeniem decyzyjnym we wrześniu Rada pozna jeszcze komplet danych za sierpień oraz PKB za drugi kwartał. Jeśli dane ponownie okażą się słabe, to obniżka stóp będzie zapewne poważnie brana pod uwagę.

## Rynek walutowy – Waluty regionu tracą w wyniku wzrostu awersji do ryzyka



### Tygodniowe zmiany kursów wybranych walut wobec \$ i € (za okres 25.07-01.07, w %)



### Znaczące osłabienie złotego...

Miniony tydzień przyniósł dość znaczące osłabienie złotego w relacji do głównych walut. EURPLN i USDPLN osiągnęły najwyższe poziomy odpowiednio od maja i stycznia br. Osłabienie krajowej waluty wynikało m.in. z lepszych od oczekiwań danych w USA i mniej gołębiej retoryki FOMC po lipcowym posiedzeniu, ale również z obaw o konsekwencje sankcji nałożonych na Rosję i informacji o bankructwie Argentyny. Krajowa waluta traciła również w wyniku wyraźnej korekty na rynku długu (rentowność 10-latkę wzrosła do najwyższego poziomu od połowy lipca). Znacząco słabszy od oczekiwań odczyt lipcowego PMI nie zmienił sytuacji na rynku złotego; EURPLN na chwilę osiągnął 4,193, a USDPLN zbliżył się do 3,13.

Koniec tygodnia przyniósł wybiecie się kursu EURPLN z kanału konsolidacji pomiędzy 4,12 i 4,17, który obowiązywał od połowy czerwca. Kurs na chwilę zbliżył się do strefy oporu na 4,19-4,20. Przełamanie tej strefy oznaczałoby możliwość wzrostu do 4,22-4,23. Z drugiej strony uspokojenie sytuacji na rynkach globalnych powinno wspierać złotego, co mogłoby owocować powrotem EURPLN do kanału konsolidacji, tj. poniżej 4,17.

### ... i walut krajów rozwijających się na koniec miesiąca

Na wartości tracą również pozostałe waluty krajów rozwijających się. Osłabienie było wynikiem tak czynników zewnętrznych (ryzyko geopolityczne, oczekiwania na szybsze podwyżki stóp przez Fed), jak i wewnętrznych, specyficznych dla poszczególnych krajów. Dla przykładu rosyjski rubel tracił w wyniku kolejnych sankcji nałożonych na Rosję przez USA i UE, które niosą ze sobą znaczące pogorszenie perspektyw dla tamtejszej gospodarki. Osłabienie czeskiej korony (która wydawała się być odporna na nastroje globalne) wynikało z decyzji banku centralnego Czech. W lipcowym komentarzu napisano, że bank nie zaprzestanie wykorzystywania kursu walutowego, jako dodatkowego instrumentu polityki monetarnej przed 2016 r. (co oznacza mocniejsze niż oczekiwano wydłużenie okresu utrzymywania kursu EURCZK na poziomie 27). Lepsze odczyty lipcowego PMI dla Rosji, Węgier i Czech w krótkim terminie wsparły notowania kursów walut tych państw.

W skali tygodnia najbardziej na wartości straciła węgierska waluta (zarówno w relacji do dolara, jak i euro), podczas gdy czeska korona straciła najmniej (patrz wykres obok).

W tym tygodniu waluty krajów rozwijających będą wciąż pod wpływem globalnych nastrojów, które może ukształtować komunikat po posiedzeniu EBC. Wpływ publikacji krajowych danych w poszczególnych krajach może być ograniczony.

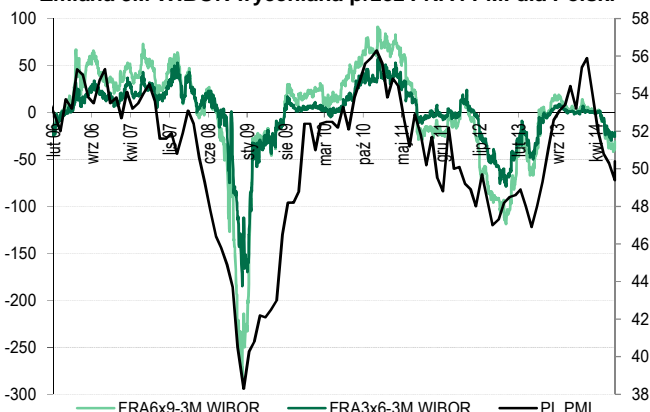
### Dolar mocny dzięki lepszym od oczekiwań danym makro

Miniony tydzień przyniósł kontynuację trendu spadkowego EURUSD, który przełamał wsparcie na 1,34 i osiągnął prawie 1,337 (najniższy poziom od listopada 2013). Impulsem były pozytywne dane z USA (w szczególności wyższe od prognoz wstępne PKB za II kw.), które – w połączeniu z nieco mniej gołębią retoryką Fed (już nie wszyscy członkowie FOMC popierają utrzymanie niskich stóp długo po zakończeniu QE3) – zaczęły skłaniać inwestorów do rozważania szybszych podwyżek stóp za oceanem.

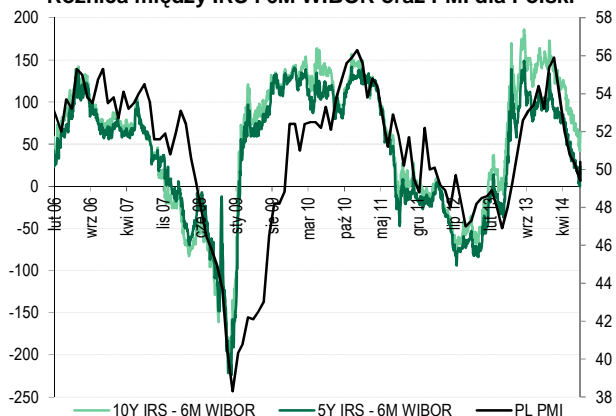
Nieco słabszy odczyt danych z rynku pracy w USA (niższy przyrost liczby zatrudnionych, wzrost stopy bezrobocia) dał impuls do krótkoterminowej korekty na EURUSD. Kurs na chwilę wzrósł powyżej 1,34, by dość szybko powrócić w okolice 1,339. W oczekiwaniu na decyzję EBC możliwa jest konsolidacja EURUSD w przedziale 1,338-1,35. Podobnie jak rynek nie spodziewamy się większych niespodzianek ze strony EBC, pomimo nieco słabszego odczytu wstępnego HICP za lipiec. To może skutkować trendem bocznym, chyba że dane z Niemiec zaskoczą pozytywnie.

## Rynek stopy procentowej – Retoryka EBC raczej nie wywoła odrealizowania

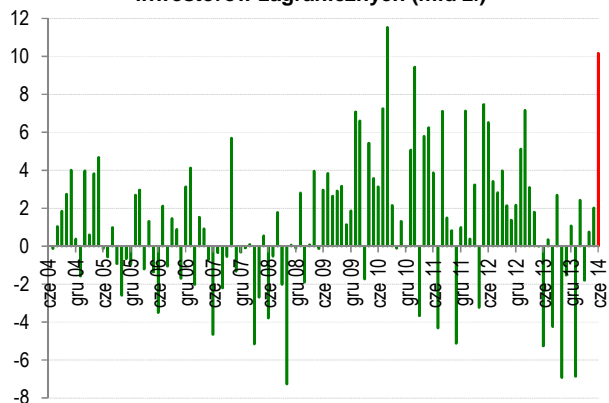
### Zmiana 3M WIBOR wyceniana przez FRA i PMI dla Polski



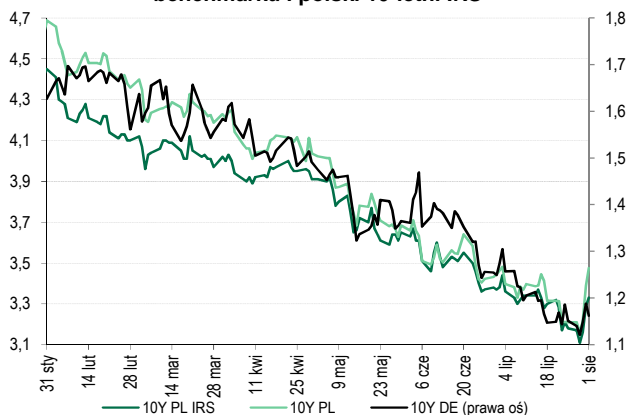
### Różnica między IRS i 6M WIBOR oraz PMI dla Polski



### Miesięczne zmiany stanu posiadania polskich obligacji przez inwestorów zagranicznych (mld zł)



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



### Gwałtowne wzrosty IRS i rentowności obligacji...

Ubiegły tydzień był bardzo dynamiczny na polskim rynku stopy procentowej. W pierwszych dniach IRS i rentowności obligacji notowały dość wyraźne spadki w ślad za umacniającymi się do rekordowych poziomów 10-letnimi Bundami. Zaskakująco silne wstępne dane o amerykańskim PKB w II kw. i jastrzębie wątki w komunikacie z posiedzenia FOMC zainicjowały na globalnym rynku gwałtowną korektę. Poddał się jej też polski rynek, IRS i rentowności długu od 2 do 10 lat wzrosły w ciągu trzech sesji o 10-35 pb przy bardzo wysokich obrotach na rynku obligacji. W górę powędrowały też dłuższe stawki FRA, ale rynek w dalszym ciągu wyceniał spadek 3-miesięcznego WIBOR-u o 20-30 pb w najbliższych 3-6 miesiącach. Spośród stawek WIBOR od 1 do 12 miesięcy, w minionym tygodniu najdłuższa spadła o 1 pb.

Dane Ministerstwa Finansów pokazały, że nierezydenci kupili w czerwcu polskie, złotowe, rynkowe obligacje o nominalnej wartości 10,2 mld zł. Był to największy miesięczny napływ od sierpnia 2010. Tym samym, stan posiadania polskich obligacji przez inwestorów zagranicznych zbliżył się dość istotnie do 200 mld zł i osiągnął prawie poziom z września 2013. Nierezydenci skupili się w czerwcu na seriach PS oraz DS, najwięcej nabyli PS0719 (za prawie 2 mld zł) i PS0718 (za prawie 1,5 mld zł). W rozbiciu na podmioty, najwięcej w czerwcu kupiły fundusze inwestycyjne i banki. Pod kątem geograficznym, dług za 3,4 mld zł kupili inwestorzy ze strefy euro. W całym drugim kwartale zagranica nabyła obligacje za prawie 13 mld zł, najwięcej od I kw. 2013, kiedy to kupiła dług za ponad 15 mld zł. Napływ w pierwszej połowie roku wyniósł 6,6 mld zł. Inwestorzy krajowi zredukowali swoje zaangażowanie w czerwcu o prawie 5,2 mld zł, z czego 4,5 mld zł to aktywność banków komercyjnych (pierwszy odpływ w tej grupie po pięciu kolejnych miesiącach akumulacji). Banki sprzedawały głównie papiery ze środka i długiego końca krzywej – najwięcej WZ0115 (za ponad 5 mld zł) i PS0718 (za prawie 1,5 mld zł). W całej I połowie roku odnotowano zakupy banków o wartości 20,7 mld zł.

Zgodnie z zapowiedziami, Ministerstwo Finansów ogłosiło, że w sierpniu nie odbędzie się żadna aukcja obligacji. Dyrektor departamentu długu w resorcie, Piotr Marczak, powiedział, że Ministerstwo w zasadzie zakończyło finansowanie potrzeb na 2014. Po wakacjach proces ten będzie dokończony kredytami z międzynarodowych instytucji.

### ... i EBC raczej nie odwróci tej tendencji

W tym tygodniu uwaga inwestorów przeniesie się zapewne do Europy i skupi na danych z Niemiec i wyniku posiedzenia EBC. Indeksy PMI dla przemysłu w Europie odbiły w lipcu w większości krajów, ale inflacja jeszcze nieco spadła (wg wstępnych danych). Nie sądzimy, aby dane te skłoniły EBC do wyraźnej zmiany retoryki, więc gotowość do podjęcia dodatkowych działań (skup obligacji) nie będzie raczej zaakcentowana mocniej niż w poprzednich miesiącach. Biorąc pod uwagę jastrzębie sygnały z USA, wstrzemięźliwa retoryka EBC nie będzie więc raczej sprzyjać polskim obligacjom i może ograniczać potencjał do spadku IRS. Wygląda więc na to, że dopiero zaplanowane na kolejny tydzień dane z kraju – inflacja i pierwszy szacunek PKB w II kw. – mogą zainicjować silniejsze odrealizowanie. Roczny CPI spadnie poniżej zera, a wzrost gospodarczy straci impet w stosunku do I kw., co może wzmocnić oczekiwania na obniżki stóp w Polsce. Dzięki tym danym, IRS oraz rentowności obligacji mogłyby oddalić się od ostatnich maksimów.

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)