

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 18 – 24 sierpnia 2014

Mimo, że zeszłotygodniowe krajowe dane nie zaskoczyły (lipcowy CPI poniżej zera, umiarkowane spowolnienie PKB w II kw.), to myślimy, że bilans czynników ryzyka dla wzrostu i inflacji w nadchodzących miesiącach/kwartałach zmienił się. To przede wszystkim efekt rosyjskich sankcji na artykuły spożywcze z UE (i ogólnie konfliktu na Ukrainie), ale także słabszych danych ze strefy euro - w szczególności z Niemiec. W ostatnich kwartałach spadek eksportu Polski do Rosji i Ukrainy był równoważony przez jego wzrost na rynek UE, ale utrzymanie tej sytuacji w przyszłości może okazać się ambitniejszym zadaniem, tym bardziej, że spadek eksportu na wschód pogłębia się. W związku z tym, nie jest niespodzianką, że krzywe obligacji i IRS przesunęły się w dół w minionym tygodniu. Złoty jest nieco silniejszy w relacji do głównych walut niż tydzień temu, ale ryzyka geopolityczne pozostają istotne.

W tym tygodniu polski rynek finansowy znajdzie się pod wpływem trzech głównych wydarzeń: (1) publikacji nowych danych makro, w tym produkcji przemysłowej; (2) konferencji w Jackson Hole, która może przynieść więcej informacji nt przyszłej polityki Fed oraz (3) kontynuacji ryzyka geopolitycznego, ze szczególnym uwzględnieniem sytuacji na Ukrainie. Krajowe dane będą kluczowe dla oszacowania czy RPP może zdecydować się na redukcję stóp już we wrześniu czy też poczeka do listopada, kiedy zostaną opublikowane nowe projekcje CPI i PKB, aby zobaczyć czy potwierdzą zmianę scenariusza makroekonomicznego.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (18 sierpnia)</b>							
Brak istotnych publikacji							
<b>WTOREK (19 sierpnia)</b>							
14:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	VII	% r/r	3,8	4,0	3,5
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VII	% r/r	0,8	0,8	0,7
14:30	US	CPI	VII	% m/m	0,1	-	0,3
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	VII	tys.	1000	-	973
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VII	tys.	970	-	893
<b>ŚRODA (20 sierpnia)</b>							
8:00	DE	PPI	VII	% r/r	-	-	-0,7
14:00	PL	Produkcja sprzedana przemysłu	VII	% r/r	2,0	2,9	1,7
14:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	VII	% r/r	5,3	5,2	8,0
14:00	PL	PPI	VII	% r/r	-1,8	-1,8	-1,7
20:00	US	Protokół z lipcowego posiedzenia FOMC					
<b>CZWARTEK (21 sierpnia)</b>							
3:45	CN	Wstępny PMI dla przemysłu	VIII	pkt.	-	-	51,7
9:30	DE	Wstępny PMI dla przemysłu	VIII	pkt.	-	-	52,4
10:00	EZ	Wstępny PMI dla przemysłu	VIII	pkt.	51,6	-	51,8
14:00	PL	Protokół z lipcowego posiedzenia RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	289
16:00	US	Indeks Conference Board	VII	%	0,6	-	0,3
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	VII	mln	5,00	-	5,04
16:00	US	Indeks Fed z Filadelfii	VIII	pkt.	18,0	-	23,9
	US	Symposium w Jackson Hole (21-23 sierpnia)					
<b>PIĄTEK (22 sierpnia)</b>							
14:00	PL	Koniunktura gospodarcza					

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:

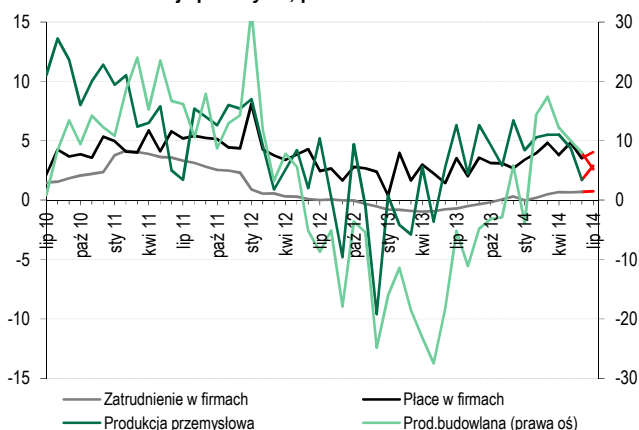
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Kluczowe dane o produkcji i z rynku pracy

Produkcja przemysłu, płace i zatrudnienie w firmach

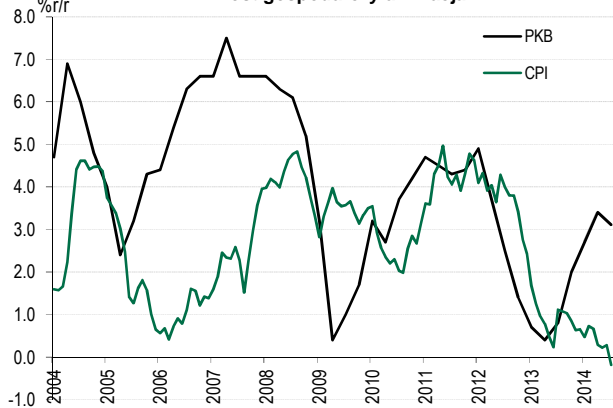


▪ Dane o produkcji przemysłowej w lipcu będą jednym z kluczowych wskaźników, który może mieć wpływ na oczekiwania rynkowe dotyczące krajowych stóp. Spodziewamy się nieznacznego przyspieszenia krajowej produkcji w stosunku do czerwca, ale tempo wzrostu będzie raczej mizerne, potwierdzając, że krajowa gospodarka spowalniała na początku III kw., zapewne w znacznej mierze pod wpływem słabszego eksportu (niższy popyt głównych partnerów handlowych). Nasza prognoza jest jednak powyżej konsensusu, więc jej realizacja może nieco ograniczyć oczekiwania odnośnie obniżek stóp. Spowolnienie produkcji budowlanej w lipcu będzie miało miejsce głównie pod wpływem efektu bazy.

▪ Spodziewamy się, że lipcowe dane z rynku pracy wciąż będą niezłe, pokazując przyspieszenie dynamiki zatrudnienia i płac. Pozytywna sytuacja na rynku pracy będzie wspierała wzrost konsumpcji prywatnej w III kw.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Deflacja po raz pierwszy historii, przyzwoite dane o PKB i eksporcie

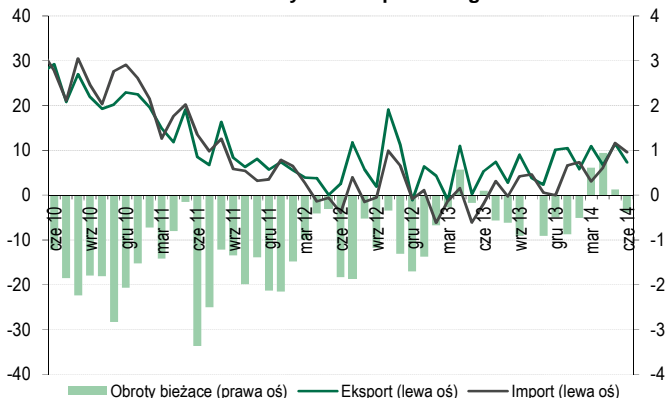
Wzrost gospodarczy a inflacja



▪ Lipcowa inflacja wyniosła -0,2% r/r, pokazując ujemny odczyt po raz pierwszy w historii. Spadek cen wynikał z pozytywnych szoków podaży (obniżenie cen żywności i paliw w ujęciu rocznym o 1-2%). Wskutek sankcji nałożonych przez Rosję nadpodaż żywności na rynku krajowym (i unijnym) będzie kontynuowana w kolejnych miesiącach, wydłużając okres ujemnego rocznego wskaźnika CPI do kilku miesięcy. Ścieżka CPI na 2015 r. również ulegnie obniżeniu.

▪ Wzrost PKB spowolnił w II kw. do 3,2% r/r z 3,4% r/r w I kw. Nie znamy na razie szczegółowych danych, ale spodziewamy się, że spowolnienie wynikało ze słabszych tendencji w eksporcie i inwestycjach. III kw. pokaże zapewne wzrost na podobnym poziomie, a przyspieszenie gospodarcze, którego spodziewaliśmy się w kolejnych kwartałach może nie mieć miejsca, m. in. ze względu na sankcje oraz gorszą sytuację w Niemczech. Wzrost w 2015 r. może być bliżej 3 niż 4%.

Elementy bilansu płatniczego



▪ Wartość polskiego eksportu w czerwcu wyniosła 13,7 mln € (wzrost o 7,3% r/r), a importu 13,4 mln € (wzrost o 9,6% r/r). Wzrost eksportu był całkiem przyzwoity, a import pokazał prawie dwucyfrową stopę wzrostu, sugerując wciąż wysoki wzrost popytu krajowego.

▪ Obniżenie dynamiki eksportu w porównaniu do maja (11,5% r/r) wynikało przede wszystkim ze spadku eksportu do Rosji i na Ukrainę. O ile tego jednak można było oczekiwać, to istotniejsze jest jednak co działo się na rynkach zachodnich. Opublikowane niedawno wstępne dane GUS za pierwszą połowę roku sugerowały, że wzrost eksportu do tych krajów znacząco spowolnił w czerwcu, ale dokładne statystyki poznamy dopiero za jakiś czas. Potwierdzenie spowolnienia eksportu na główne rynki byłoby silną wskazówką, że zadyszka w polskiej gospodarce może się przedłużyć.

## Cytat tygodnia – Czy należy się bać słabszego złotego?

**Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 13.08, Bloomberg**

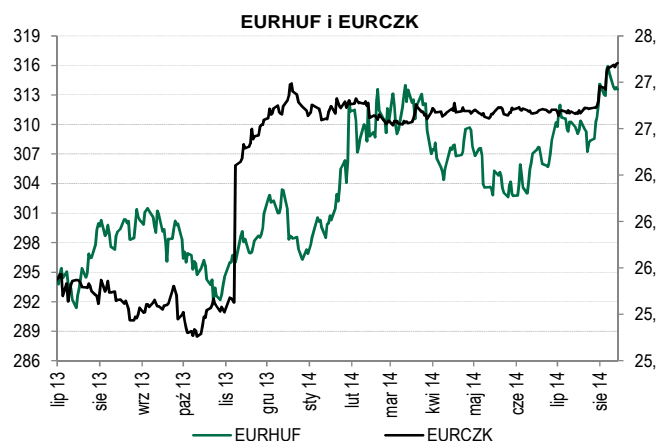
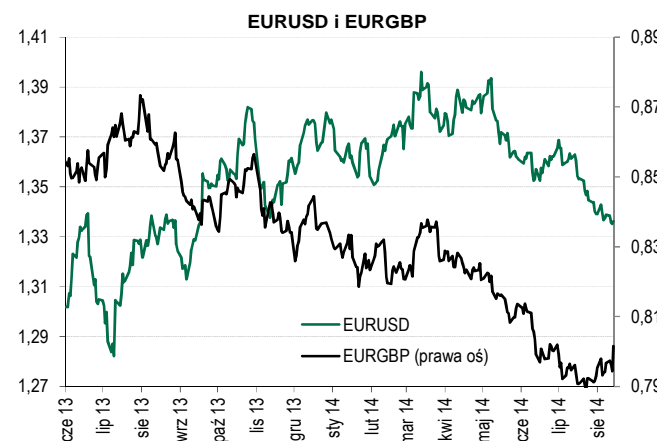
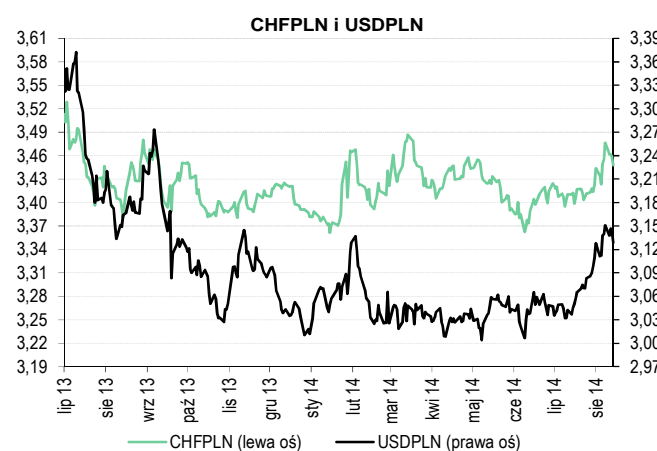
Spowolnienie PKB jest faktem i teraz musimy poczekać na dane za III kwartał w celu określenia, czy będzie ono wydłużone. (...) Najważniejsze będzie jak złoty zachowa się wobec podwyższonej niepewności na Ukrainie, która zwiększyła poziom ryzyka na wschodzących rynkach długu i mogłaby spowodować odpływ kapitału. To powinno skłonić do szczególnej ostrożności przy rozważaniu możliwości cięcia stóp. W mojej opinii kurs złotego wymaga od nas tego, aby utrzymać dysparytet stóp pomiędzy nami a strefą euro.

**Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 14.08, Reuters i 13.08, PAP**

Obecnie relatywnie wysokie stopy mogą przeciągnąć deflację poza horyzont 2014 r. Trudno dalej dogmatycznie uzasadniać utrzymywanie stóp na obecnym poziomie. (...) Istotne będą jeszcze dane o PKB. Mamy miesiąc na analizy. Będę próbowała we wrześniu przekonać członków RPP do działań odpowiadających obecnym uwarunkowaniom makroekonomicznym, czyli do złagodzenia polityki pieniężnej. Jest pytanie, czy nie jesteśmy już z tym spóźnieni.

Po wpływem ostatnich danych i rosyjskich sankcji obniżeniu uległa oczekiwana ścieżka inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce, co z kolei przekłada się na wzrost ryzyka obniżki stóp. Dyskusja na ten temat jest pewna już na posiedzeniu we wrześniu, ale możliwe, że w obliczu niezłych danych o PKB w II kw. Rada będzie chciała wstrzymać się z decyzją do listopada, kiedy opublikowana zostanie nowa projekcja inflacyjna oraz znanych będzie więcej informacji z III kw. Obawy Andrzeja Kaźmierczaka, że zbyt niskie stopy w kraju mogą spowodować wyprzedzając złotego wydają się nam przesadzone. Jeśli nastąpiłaby eskalacja konfliktu na Wschodzie i/lub Fed wysłałby bardzo jastrzębie sygnały, to złoty mógłby oczywiście stracić. Ale czy nie tego właśnie potrzebujemy w przypadku dekonunktury i braku inflacji?

## Rynek walutowy – Lekkie odreagowanie złotego, czynniki geopolityczne wciąż kluczowe



### Dane wsparły złotego

W minionym tygodniu złoty pozostawał pod silnym wpływem czynników geopolitycznych (Ukraina, Irak, Bliski Wschód). Niepewność co do intencji pomocy humanitarnej Rosji dla Ukrainy (są obawy, że może to być pretekst do interwencji Rosji) oraz słabsze dane z Niemiec (słabszy odczyt indeksu ZEW) spowodowały krótkotrwały wzrost EURPLN do 4,2125. Jednak poprawa globalnych nastrojów, w połączeniu z krajowymi danymi makro (wciąż niezła dynamika eksportu w czerwcu, nieznaczne spowolnienie PKB w II kw.) dały impuls do spadku EURPLN poniżej 4,18.

Złoty tymczasowo umocnił się do amerykańskiego dolara do 3,12 w wyniku słabszych danych o sprzedaży detalicznej w USA, które dały impuls do skokowego wzrostu EURUSD powyżej 1,34. Z drugiej strony, dość znaczące osłabienie funta na rynkach międzynarodowych dało impuls do spadku kursu GBPPLN w kierunku 5,21 z ok. 5,30 (tygodniowe maksimum).

W tym tygodniu notowania złotego pozostaną pod wpływem krajowych danych (dane z rynku pracy, produkcja przemysłowa). Rozczarowujący odczyt PMI za lipiec sugeruje, że istnieje ryzyko w dół dla naszej prognozy produkcji przemysłowej na lipiec. Jeśli kolejne dane umocniłyby oczekiwania na obniżki stóp w dalszej części roku, mogłyby być impulsem do wzrostu EURPLN w kierunku 4,19. Osłabienie złotego może być częściowo ograniczane przez napływ kapitału zagranicznego na krajowy rynek dłużny.

### EURUSD w trendzie bocznym, mocne osłabienie funta

W minionym tygodniu EURUSD wahał się w dość wąskim przedziale między 1,3335-1,3415. Przez większą część tygodnia kurs pozostawał poniżej 1,34, tylko słabe dane z amerykańskiej gospodarki dawały impuls do skokowego wzrostu powyżej 1,34. Słabszy odczyt wstępnego PKB dla niemieckiej gospodarki spowodował tymczasowy spadek EURUSD w kierunku 1,334.

Zdecydowanie więcej działa się na kursie funta. Brytyjska waluta traciła na wartości w relacji do głównych walut po tym jak Bank Anglii dość wyraźnie zasygnalizował, że nie będzie spieszył się z podwyżkami stóp procentowych, podkreślając, że ostatni umocnienie funta nie sprzyja odbudowie potencjału gospodarczego Wielkiej Brytanii. W konsekwencji GBPUSD obniżył się do 1,6668, najniższego poziomu od połowy kwietnia.

Osłabienie perspektyw gospodarczych dla strefy euro przy relatywnie dobrych danych z USA mogą powodować utrzymywanie się EURUSD w kanale 1,333-1,344 w nadchodzącym tygodniu. Sądzimy, że kurs powinien się stabilizować blisko środka powyższego przedziału. Wstępne PMI dla sektora przemysłowego dla europejskiej gospodarki, w naszej ocenie, powinny potwierdzić kontynuację spowolnienia PKB także w III kw. Natomiast wystąpienia przedstawicieli FOMC w Jackson Hole mogą dodać nieco zmienności EURUSD, choć nie spodziewamy się, aby kurs wybił się z tego przedziału.

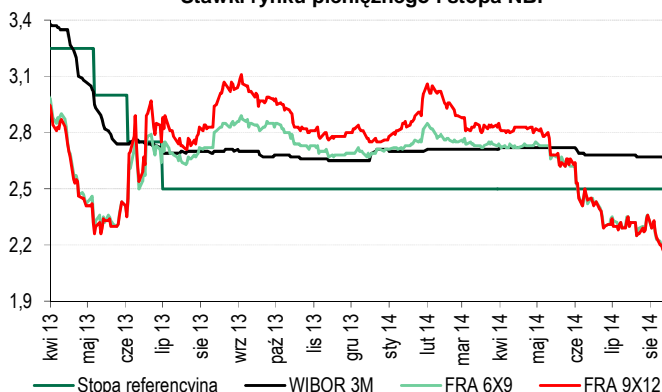
### Waluty CEE pod wpływem krajowych czynników

Podobnie jak złoty, inne waluty regionu nieco umocniły się w minionym tygodniu w wyniku poprawy nastrojów na globalnych rynkach. Lepszy od oczekiwań odczyt PKB za II kw. dla Węgier dał impuls do spadku kursu EURHUF w kierunku 312, po wcześniejszym wzroście do prawie 315. EURCZK wzrósł skokowo do 27,94 po nieco słabszym odczycie PKB za II kw., by później powrócić w okolice 27,8, który stanowi dość istotne wsparcie. Natomiast kurs USDRUB spadł poniżej 36 po osiągnięciu tygodniowego maksimum na 36,3.

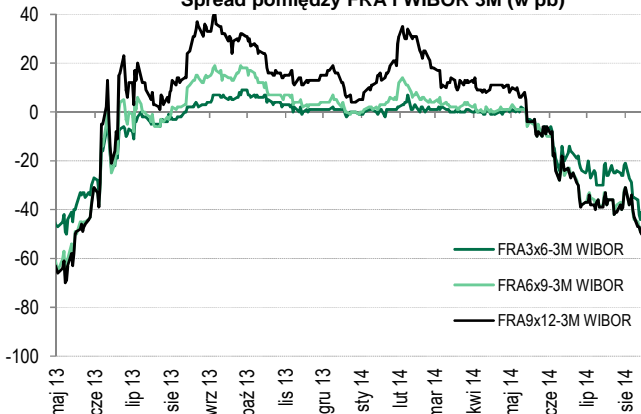
Czynniki ryzyka dla walut krajów rozwijających się pozostają niezmiennione. Ryzyko geopolityczne wciąż pozostaje wysokie, co będzie negatywnie wpływać na ich wycenę.

## Rynek stopy procentowej – Nowe historyczne minima

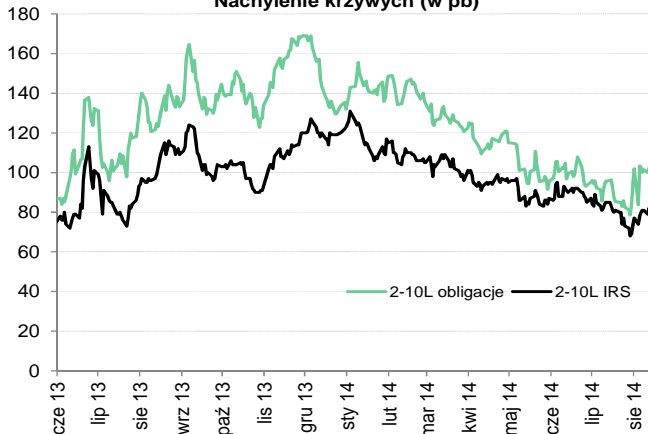
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



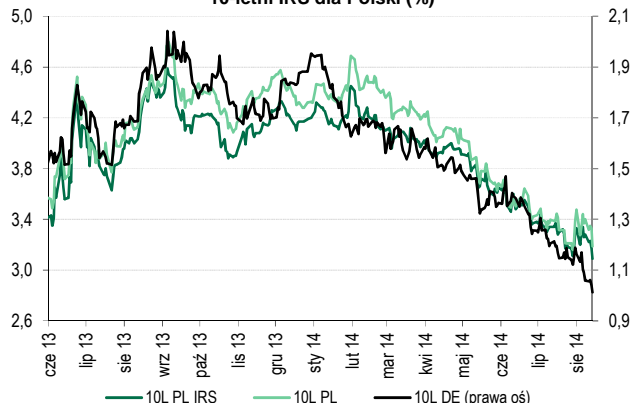
Spread pomiędzy FRA i WIBOR 3M (w pb)



Nachylenie krzywych (w pb)



Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)



## Umocnienie oczekiwań na szybkie obniżki stóp

W minionym tygodniu stawki WIBOR 3M i 12M obniżyły się o 1 pb, podczas gdy pozostałe nie zmieniły się (1M, 6M i 9M) pod wpływem danych o inflacji CPI za lipiec. Natomiast krzywa FRA przesunęła się w dół o 2-10 pb w porównaniu do zamknięcia w poprzednim tygodniu, w wyniku umocnienia oczekiwań na redukcję stóp w dalszej części roku po danych inflacyjnych. Rynek dyskontuje redukcję stóp o prawie 50 pb w perspektywie 3 miesięcy. Co więcej, bieżąca wycena FRA sugeruje, że stopy pozostaną na niskim poziomie w perspektywie 2 lat (FRA21x24 na poziomie 2,40%).

W tym tygodniu poznamy kolejne dane z gospodarki realnej (dane z rynku pracy, produkcja przemysłowa), które w naszej ocenie powinny utrzymać oczekiwania na obniżki stóp w dalszej części roku. W naszej ocenie stawki FRA mogą jeszcze nieznacznie się obniżyć o ile globalne nastroje nie ulegną znaczącemu pogorszeniu.

## Nowe historyczne minima na krótkim końcu krzywych

Miniony tydzień przyniósł dość znaczące umocnienie na krajowym rynku stopy procentowej. Stawki dla terminu dwóch lat, dla obligacji i IRS, osiągnęły nowe historyczne minima odpowiednio na 2,24% i na 2,34%, a rentowność obligacji 10-letniej zbliżyła się do tegorocznego minimum osiągając tymczasowo 3,18%. Wsparciem dla spadków rentowności i stawek IRS były krajowe dane makro (inflacja CPI spadła poniżej zera pierwszy raz w historii) oraz umocnienie rynków bazowych (rentowność niemieckiej 10-latki testowała 1%).

Środek i długi koniec krzywych zyskały bardziej niż krótki koniec krzywych co skutkowało zawężeniem spreadów 2-10L zarówno dla obligacji, jak i dla IRS odpowiednio do 93 pb i do 73 pb. Warto zauważyć, że w ostatnich tygodniach największa zmienność dotyczy długiego końca krzywych, który jest bardziej wrażliwy na ryzyko geopolityczne. W efekcie inwestorzy dość łatwo przechodzą ze strategii wypłaszczenia krzywej do strategii jej wystromienia.

## Ryzyka geopolityczne i dane w centrum uwagi

W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów wciąż pozostaną krajowe dane makro. Jak już wcześniej wspominaliśmy odczyty danych z rynku pracy i produkcji nie powinny zmienić oczekiwań inwestorów co do przyszłej polityki monetarnej RPP, zakotwicząc krótki koniec krzywych blisko bieżących poziomów (w tym rentowność 2-letniego benchmarku w okolicach 2,25%).

Środek i długi koniec krzywej będą pod większym wpływem głównie czynników zewnętrznych. O ile nie nastąpi po raz kolejny nasilenie obaw o sytuację na Ukrainie, to nie wykluczamy, że rentowności 10-latki może przebić tegoroczne minimum na 3,16% na początku przyszłego tygodnia.

W przypadku długiego końca krzywej, oprócz czynników geopolitycznych, główny element ryzyka dotyczy rynków bazowych. Jak już wielokrotnie wspominaliśmy istnieje silna pozytywna korelacja pomiędzy wyceną krajowej 10-latki a rentownościami 10-letnich obligacji Niemiec i USA. W tym tygodniu zostanie opublikowany opis dyskusji z lipcowego posiedzenia FOMC, a w czwartek (21 sierpnia) rozpocznie się sympozjum w Jackson Hole, w którym weźmie udział szefowa Fed Janet Yellen. Brak potwierdzenia szybkich podwyżek stóp procentowych przez szefową Fed mógłby dać dodatkowy impuls do umocnienia na długim końcu krzywych. W przeciwnym wypadku możemy zobaczyć wzrost rentowności krajowej 10-latki w kierunku pierwszego wsparcia na 3,30%, co jest jednak mniej prawdopodobne.

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)