

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 25 – 31 sierpnia 2014

Nowe dane makroekonomiczne, dotyczące polskiej gospodarki, potwierdzają, że wzrost PKB może się dalej osłabiać i w drugiej połowie roku prawdopodobnie będzie słabszy niż 3% r/r. Obok gorszych perspektyw dla eksportu pojawiają się też znaki zapytania dot. trwałości wzrostu popytu krajowego – m.in. zaskakujące osłabienie produkcji w budownictwie, wyraźne pogorszenie nastrojów konsumentów. W sumie, rośnie liczba argumentów przemawiających za obniżką stóp procentowych. Naszym zdaniem w obliczu najnowszych informacji taki ruch uzasadniony byłby już we wrześniu, jednak wypowiedzi członków RPP wskazują, że na najbliższym posiedzeniu może jeszcze zabraknąć większości dla złagodzenia polityki. Zakładamy jednak, że do końca tego roku stopy NBP zostaną obniżone o 75 pkt bazowych.

W ostatnim tygodniu wakacji rynek będzie śledził kolejne publikacje, które mogą rzucić światło na perspektywy gospodarcze, oraz na rozwój sytuacji na Ukrainie. Dane o sprzedaży detalicznej, jeśli okażą się – zgodnie z naszą prognozą – słabsze od oczekiwań rynkowych, mogą dać paliwo do dalszego umocnienia na krajowym rynku długu. Ważne będą również szczegółowe dane o PKB w drugim kwartale, choć jednak istotniejsze od danych krajowych mogą być wskaźniki z rynków bazowych, wpływające na ocenę perspektyw polityki pieniężnej w USA i strefie euro.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (25 sierpnia)</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	VIII	pkt	107	-	108
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VII	tys.	425	-	406
<b>WTOREK (26 sierpnia)</b>							
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Sprzedaż detaliczna</b>	<b>VII</b>	<b>% r/r</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Stopa bezrobocia</b>	<b>VII</b>	<b>%</b>	<b>11,8</b>	<b>11,9</b>	<b>12,0</b>
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	2,1	-	2,1
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	VII	% m/m	7,5	-	0,7
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	VIII	pkt	89,0	-	90,9
<b>ŚRODA (27 sierpnia)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							
<b>CZWARTEK (28 sierpnia)</b>							
14:30	US	Drugi szacunek PKB	II kw.	% kw./kw.	3,9	-	-2,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	298
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VII	% m/m	0,5	-	-1,1
<b>PIĄTEK (29 sierpnia)</b>							
9:00	CZ	Wstępny PKB	II kw.	% r/r	2,6	-	2,9
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>PKB</b>	<b>II kw.</b>	<b>% r/r</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Spożycie indywidualne</b>	<b>II kw.</b>	<b>% r/r</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Nakłady brutto na środki trwałe</b>	<b>II kw.</b>	<b>% r/r</b>	<b>5,5</b>	<b>3,0</b>	<b>10,7</b>
11:00	EZ	Wstępny HICP	VIII	% r/r	0,3	-	0,4
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Oczekiwania inflacyjne</b>	<b>VIII</b>	<b>% r/r</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0,1</b>
14:30	US	Dochody osobiste	VII	% m/m	0,3	-	0,4
14:30	US	Wydatki konsumentów	VII	% m/m	0,2	-	0,4
15:55	US	Indeks Michigan	VIII	pkt	80,1	-	79,2

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

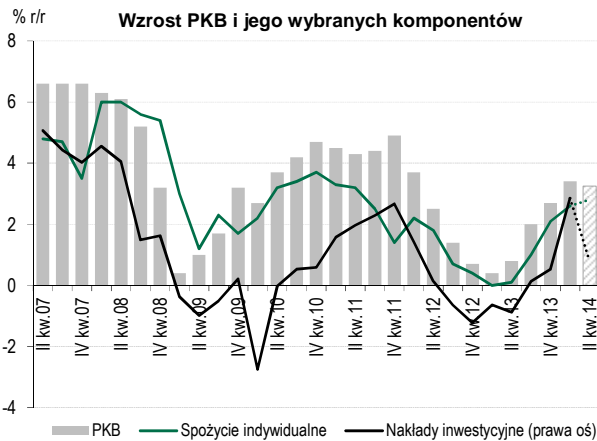
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Ważne dane o sprzedaży detalicznej i PKB

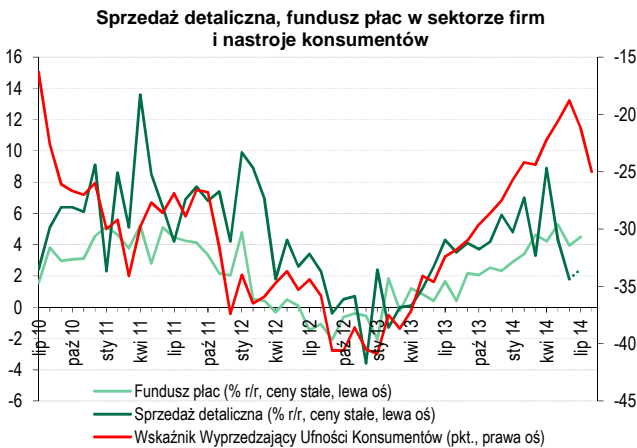


▪ Nasza prognoza lipcowej sprzedaży detalicznej jest poniżej mediany prognoz rynkowych, ale widzimy ryzyko w górę dla tego odczytu, m.in. w wyniku dobrej pogody, sprzyjającej wakacyjnemu odpoczynkowi w kraju (wyższa sprzedaż paliw, żywności).

▪ Stopa bezrobocia spadła zapewne w lipcu do 11,9%, zgodnie z szacunkiem resortu pracy, potwierdzając, że poprawa sytuacji na rynku pracy w porównaniu z ub. rokiem nie jest już tak szybka jak w I półroczu.

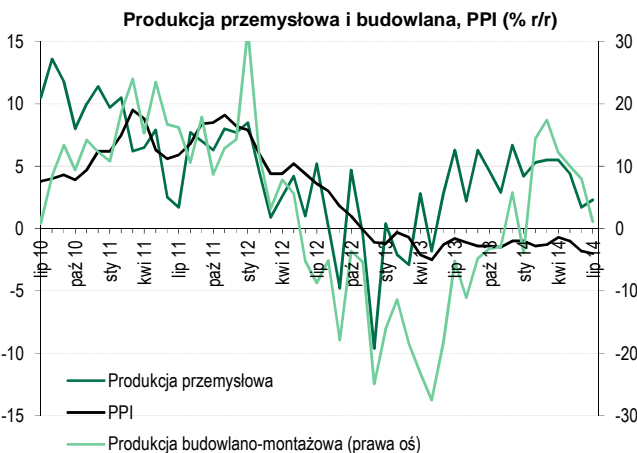
▪ Wstępne dane o PKB pokazały zaledwie niewielkie spowolnienie w II kw., do 3,2% r/r. Ważna jednak będzie struktura tego wzrostu. Zakładamy lekkie przyspieszenie wzrostu konsumpcji prywatnej i wyraźne osłabienie dynamiki inwestycji w odrealowaniu jednorazowych efektów z I kwartału (wyjątkowo dobrej pogody i zakupów pojazdów w okresie obowiązywania ulg podatkowych).

## Ostatni tydzień w gospodarce – Miesięczne dane zapowiadają słabszy III kwartał



▪ Wzrost zatrudnienia przyspieszył w lipcu do 0,8% r/r, zgodnie z oczekiwaniami, ale wzrost płac utrzymał się na poziomie 3,5% r/r, nieco poniżej prognoz. Sytuacja na rynku pracy nadal lekko się poprawia, co przy bardzo niskiej inflacji zwiększa siłą nabywczą sektora gospodarstw domowych.

▪ Z drugiej strony, rosnąca niepewność dot. przyszłej sytuacji może ograniczać popyt konsumentów. W sierpniu koniunktura konsumencka pogorszyła się drugi miesiąc z rzędu, głównie za sprawą gorszych ocen sytuacji gospodarczej. Wprowadzie skłonność do większych zakupów się poprawiła, ale w dalszej perspektywie może się osłabić, jeśli dynamika zmian na rynku pracy nie będzie się poprawiać. Naszym zdaniem konsumpcja prywatna powinna w III kw. wzrosnąć w umiarkowanym tempie blisko 3% r/r, będąc czynnikiem stabilizującym wzrost gospodarczy. Jednak raczej nie zapobiegnie to spowolnieniu wzrostu PKB w II półroczu poniżej 3% r/r.



▪ Po dwóch miesiącach rozczarowań, produkcja przemysłowa w lipcu wzrosła o 2,3% r/r, czyli mniej więcej zgodnie z przewidywaniami rynkowymi. Dane potwierdzają pogorszenie sytuacji w przemyśle na przełomie II i III kwartału. Biorąc pod uwagę czynniki zewnętrzne, perspektywy dla tego sektora nie są zbyt optymistyczne. Ponadto, dane o produkcji budowlano-montażowej za lipiec były bardzo słabe. Nasze i rynkowe prognozy wskazywały na wzrost tego wskaźnika o ponad 5%, natomiast odczyt wyniósł tylko 1,1%.

▪ Wygląda na to, że spowolnienie wzrostu PKB do ok. 3% nie jest tylko przejściowym zjawiskiem zaobserwowanym w II kw., ale ma miejsce także w III kw. i najpewniej przedłuży się do kilku następnych. Wraz z brakiem inflacji (CPI poniżej zera, a lipcowy PPI na poziomie -2% r/r, ponownie niższe od oczekiwań) stwarza to pole manewru dla RPP.

## Cytat tygodnia – Wzrosło prawdopodobieństwo obniżek stóp

**Jerzy Osiatyński, członek RPP, 22.08, Reuters**

Nie ma makroekonomicznego uzasadnienia dla obecnych bardzo wysokich stóp w Polsce, ale nie znaczy to, że trzeba je automatycznie obniżyć.

**Andrzej Bratkowski, członek RPP, 21.08, Reuters**

W ciągu dwóch ostatnich miesięcy wzrosło (...) prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych. (...) Moim zdaniem łączna skala obniżek w takim scenariuszu mogłaby wynieść 50-100 punktów bazowych.

**Anna Zielińska-Głębocka, członek RPP, 18.08, PAP**

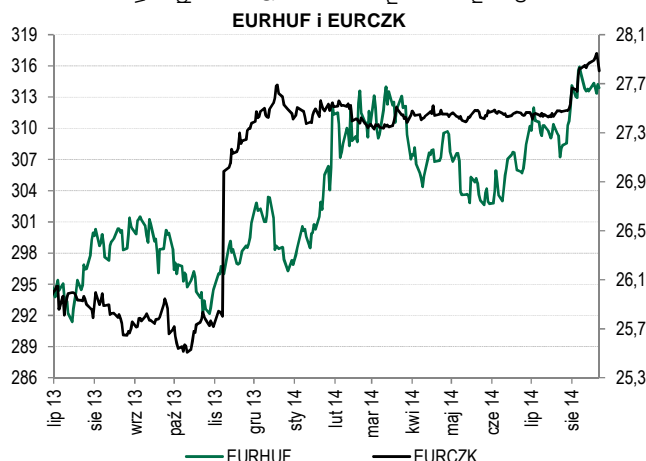
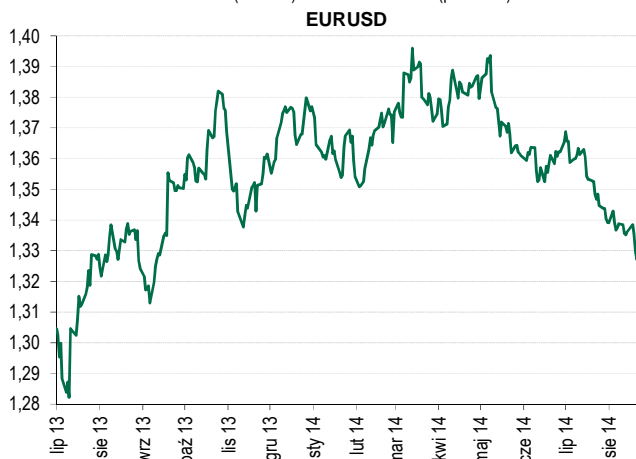
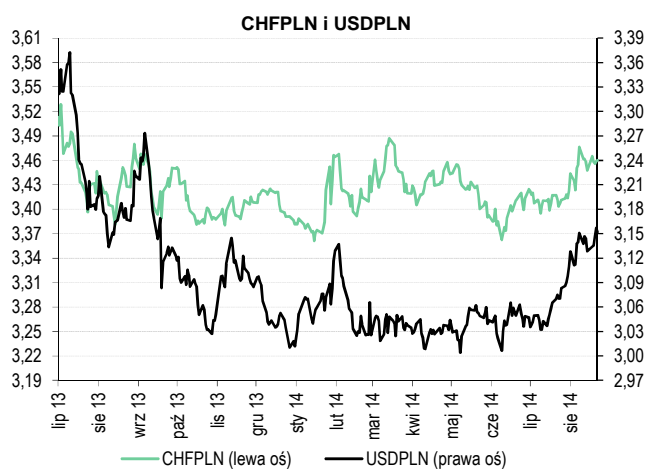
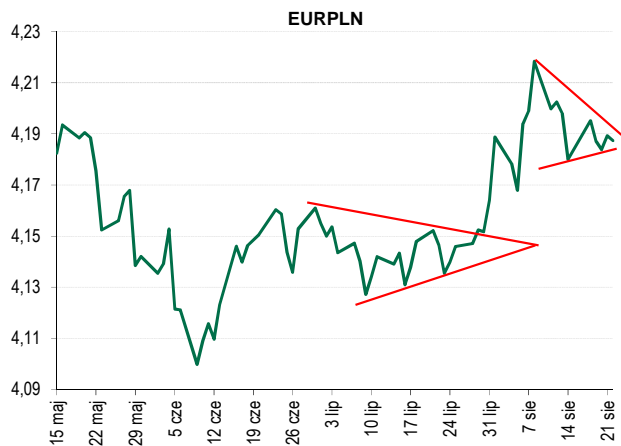
Moim zdaniem ostatnie wydarzenia oraz dane makro przybliżają nas do decyzji o obniżce stóp.

**Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 18.08, PAP**

Nadrzędnym celem jest, aby nie zdestabilizować rynków, nie zdestabilizować kursu walutowego, aby utrzymać stabilność całego systemu finansowego. To jest najważniejsze, cel priorytetowy. I właśnie temu służy polityka stóp procentowych.

W naszej ocenie, ostatnie dane z polskiej gospodarki (brak przyspieszenia wzrostu gospodarczego i brak inflacji) i inne napływające informacje (sankcje, niższy popyt na polskie towary eksportowe) dają wystarczające argumenty, aby obniżyć stopy procentowe już we wrześniu (a następnie poczekać do listopada na nową projekcję, by ocenić czy i jakie dalsze cięcia są potrzebne). Ostatnie wypowiedzi członków RPP wskazują jednak, że chociaż liczba osób wspominających o obniżkach rośnie, to może być ciężko znaleźć większość za takim ruchem już na najbliższym posiedzeniu. Niezależnie od tego, spodziewamy się, że do końca roku stopy procentowe NBP spadną łącznie o 75 pb.

## Rynek walutowy – Ograniczenie wahań przed silniejszym ruchem EURPLN?



### Dane z USA mogą wywołać wyraźniejszy ruch EURPLN

▪ Złoty zyskał do euro w trakcie ostatnich pięciu sesji. Spadek EURPLN z 4,205 do 4,177 nastąpił już na samym początku tygodnia i w kolejnych dniach kurs wahał się w bardzo wąskim pasmie ok. 4,18-4,195. Umocnienie nastąpiło pomimo utrzymującego się wysokiego napięcia geopolitycznego. Wsparciem dla krajowej waluty było m.in. dalsze umocnienie polskich obligacji.

▪ Złoty pozostał stabilny w relacji do funta i franka, a do dolara był chwilowo naj słabszy od września 2013 (USDPLN przebił szczyt z poprzedniego tygodnia i przejściowo osiągnął 3,166).

▪ Ostatnie trzy tygodnie stały pod znakiem zawężającego się stopniowo pasma wahań EURPLN, a w najbliższych dniach poznamy sporo istotnych danych ze świata, zwłaszcza z USA. Warto w tym miejscu przypomnieć, że jednym z czynników, który na przełomie lipca i sierpnia wywołał gwałtowne wahanie na globalnym rynku był – obok sytuacji na Ukrainie – pierwszy szacunek PKB za II kw. z USA. Odczyt wyraźnie powyżej konsensusu przybliżył wg inwestorów perspektywę pierwszej podwyżki stóp Fed i pchnął EURPLN powyżej oporu na 4,17. Doprowadziło to do wzrostu kursu do niemal 4,23 w kolejnych dniach. Kumulacja ważnych danych z USA, a także decyzja RPP w pierwszym tygodniu września oraz zawężające się pasmo wahań EURPLN sugerują, że wkrótce znowu nastąpić może silniejszy kierunkowy ruch. Scenariusz wzrostu zakresu wahań wspierają również ostatnie wydarzenia na Ukrainie – kraj ten uznał przejazd rosyjskiego konwoju przez granicę za inwazję, co nie wróży dobrze dalszemu rozwojowi sytuacji za naszą wschodnią granicą. Ważne poziomy to 4,16 oraz 4,225.

### Retoryka Fed i dane z USA wspierają dolara

▪ Miniony tydzień przyniósł kontynuację publikacji lepszych od oczekiwań danych z USA i tym samym dalsze umocnienie dolara do euro. Spadek kursu EURUSD do 1,322 (najniżej od września 2013) wspierany był także przez jastrzębi wydźwięk protokołu z ostatniego posiedzenia FOMC.

▪ Ostatnie dni tygodnia minęły na rynkach w nastroju oczekiwania na wystąpienia szefów banków centralnych na konferencji w Jackson Hole. Przemówienie szefowej Fed w piątek tuż przed końcem europejskiej sesji miało jastrzębi wydźwięk, co może zwiększyć wrażliwość inwestorów na nowe dane z USA, szczególnie z rynku pracy. Zaplanowane na wieczór przemówienie Mario Draghiego może być równie ważne, a inwestorzy będą starali się doszukać sugestii nt. możliwości rozpoczęcia QE w strefie euro. Oprócz tego, duży wpływ na EURUSD będą miały zapewne dane z USA oraz Niemiec, publikowane w najbliższym tygodniu, które rynek będzie interpretować pod kątem ich wpływu na politykę pieniężną Fed i ECB.

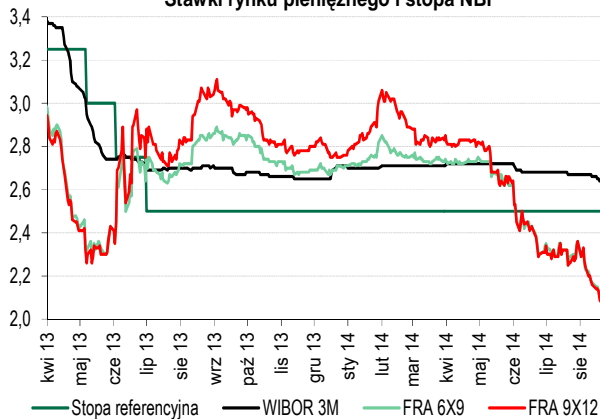
### Bank centralny Węgier może wesprzeć forinta

▪ Podobnie jak w przypadku złotego, notowania czeskiej korony oraz węgierskiego forinta również nieco się ustabilizowały. EURCZK wahał się w okolicy 28,0, a EURHUF blisko 313-314.

▪ W tym tygodniu bank centralny Węgier podejmie decyzję w kwestii stóp procentowych. Miesiąc temu zdecydowano się na obniżkę, która została określona jako kończąca cykl luzowania polityki pieniężnej. Od tamtej pory opublikowano dużo lepsze wstępne dane o wzroście PKB w II kw. (po których węgierskie Ministerstwo Gospodarki zrewidowało w górę prognozy na ten rok), natomiast lipcowy odczyt CPI zakończył trzymiesięczny okres deflacji. Dane te nie pogarszają perspektyw dla dynamiki cen, więc komunikat banku centralnego nie będzie zapewne bardziej gołębi od ostatniego. Może to potencjalnie korzystnie wpłynąć na forinta.

## Rynek stopy procentowej – Dane z kraju i zagranicy kluczowe

Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



## Oczekiwania na cięcia stóp wciąż silne

▪ Kolejne wypowiedzi członków RPP i kolejne lipcowe dane makro z Polski wzmocniły oczekiwania rynku na obniżki stóp NBP w tym roku. W minionym tygodniu WIBOR-y od 3 do 12 miesięcy spadły o 2-3 pb (w najmniejszej skali obniżyła się najkrótsza stawka). Przekonanie o nadchodzących cięciach stóp nasiliło się też na rynku FRA, ale nadal wyceniana jest redukcja stóp o nie więcej niż 50 pb w perspektywie 6 miesięcy.

▪ 2-, 5- i 10-letnie IRS oraz rentowności analogicznych obligacji spadły w minionym tygodniu o 4-11 pb, najwięcej na środku i długim końcu obu krzywych. W rezultacie, 5-letni IRS spadł do ok. 2,55% (najniżej w historii), a 10-letni jest już jedynie 10 pb powyżej rekordowego minimum z maja 2013. Krótkie końce krzywych wyceniały już wcześniej obniżki stóp (osiągając rekordowo niskie poziomy), więc tam ostatnio zmiany były najmniejsze. Obroty na rynku długu były w minionym tygodniu niezbyt duże.

▪ NBP opublikował minutes z lipcowego posiedzenia RPP. Dokument stwierdza, że powodem do utrzymania niezmiennych stóp było ożywienie gospodarcze, które powinno się przyczynić do wzrostu inflacji w pobliżu celu NBP. Wygląda na to, że po dwóch miesiącach te argumenty straciły siłę ze względu na to, że kontynuacja ożywienia stoi pod znakiem zapytania, a czas powrotu inflacji do celu wydaje się dłuższy (w tym dłuższy okres deflacji w najbliższych miesiącach). Kilku członków (zakładamy, że było ich dwoje na 10) podkreśliło te ryzyka w lipcu i stwierdzili, że konieczne może być obniżenie stóp procentowych w najbliższym czasie. Bez wątpliwości, ich argumenty będą silniejsze w trakcie wrześniowego spotkania.

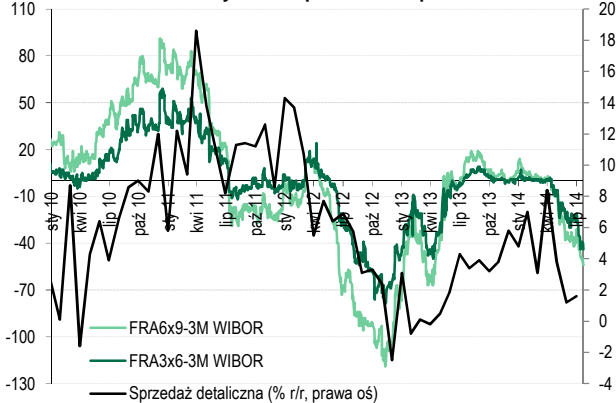
## Dane i Ukraina w centrum uwagi

▪ Po opublikowaniu jastrzębich minutes FOMC oraz lepszego od prognoz wstępnego PMI dla Niemiec polski rynek osłabił się (IRS i rentowności długu wzrosły o ok. 10 pb). Ruch ten został jednak wykorzystany do kupna obligacji i korekta była jedynie chwilowa. Oczekiwania na obniżki stóp NBP są bardzo silne i wygląda na to, że IRS i rentowności obligacji zostaną na obecnych (lub jeszcze niższych) poziomach do wrześniowego posiedzenia RPP. W tym tygodniu okazją do pogłębienia ruchu w dół mogą się okazać dane o lipcowej sprzedaży detalicznej. Nasza prognoza sprzedaży jest dość wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego i chociaż widzimy dla niej pewne ryzyko w górę, to w przypadku realizacji dość słabego odczytu (poniżej 2% r/r) widzimy potencjał do dalszego spadku IRS i rentowności obligacji.

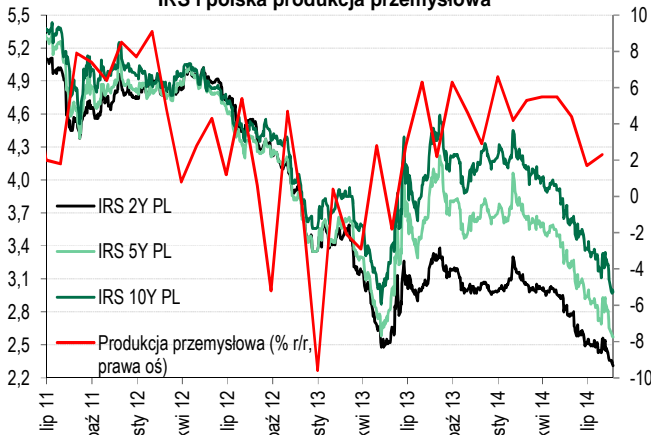
▪ Obok danych z kraju, istotne – szczególnie dla tenorów 5 i 10 lat – będą zmiany na rynkach bazowych. Nadchodzące dni na globalnym rynku przyniosą publikacje wielu ważnych danych, szczególnie z USA i Niemiec. W ostatnich tygodniach nadzieje na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej w strefie euro rosły (pod wpływem bardzo słabych danych i niepewności odnośnie wpływu rosyjskich sankcji), natomiast perspektywa podwyżek stóp w USA przybliżyła się dzięki pozytywnie zaskakującym danym makro. Te dwie przeciwstawne siły miały w ostatnich tygodniach istotny wpływ na bazowe rynki długu (przeważała nadzieja na bardziej ekspansywną politykę EBC), z którymi to polski rynek stopy procentowej jest dość silnie skorelowany.

▪ Nadal aktualny jest również czynnik ryzyka w postaci sytuacji na Ukrainie. Pod koniec minionego tygodnia szef służb specjalnych Ukrainy uznał wjazd rosyjskiego konwoju humanitarnego na terytorium jego kraju jako inwazję. Ewentualne zaostrzenie się konfliktu na wschodzie Europy będzie wywierać negatywną presję na polski dług. Tak jak w przypadku złotego, najbliższe dni na polskim rynku stopy procentowej mogą przynieść wzrost wahań.

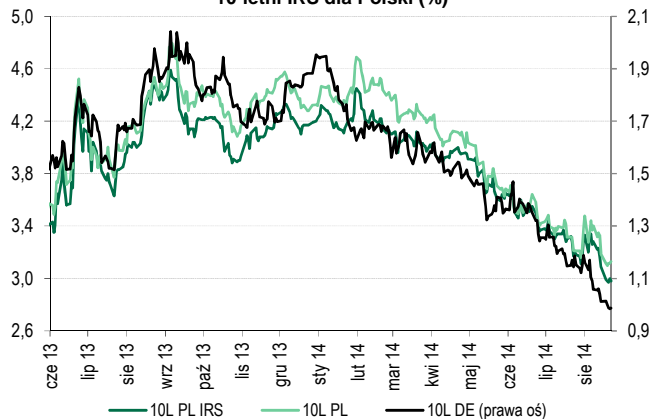
Zmiana 3M WIBOR wyceniana przez FRA i sprzedaż detaliczna



IRS i polska produkcja przemysłowa



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



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)