

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 1 – 7 września 2014

Informacje o wkroczeniu wojsk rosyjskich na Ukrainę spowodowały, że w centrum uwagi inwestorów ponownie znalazło się ryzyko geopolityczne, które w ostatnich tygodniach było na dalszym planie. W efekcie, wzrosła awersja do ryzyka, a aktywa z rynków wschodzących, w tym złoty i polskie obligacje, zanotowały wyraźną korektę. Nieco lepsze od prognoz krajowe dane o sprzedaży detalicznej i PKB nie miały znaczącego wpływu na nastroje rynkowe.

Rozwój sytuacji na Ukrainie pozostanie w centrum uwagi inwestorów. Poza tym, kluczowymi wydarzeniami tygodnia w kraju i za granicą będą decyzje banków centralnych. Naszym zdaniem RPP nie obniży stóp procentowych jeszcze na tym posiedzeniu, co może dać lekki impuls do przedłużenia korekty na rynku stopy, ale z drugiej strony ton komunikatu powinien wspierać oczekiwania, że w kolejnych miesiącach obniżki są jednak prawdopodobne. Utrzymanie stóp bez zmian przez RPP może też dać impuls do odreagowania złotego i próbę powrotu EURPLN poniżej 4,20, chociaż wiele będzie zależało od sytuacji na Ukrainie. Wcześniej negatywnie na złotego mogą wpłynąć odczyty PMI. Czynnikiem przejściowo wzmacniającym niepewność na krajowym rynku tuż po weekendzie może być zmiana premiera w przypadku wyboru Donalda Tuska na szefa Rady Europejskiej.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (1 września)</b>							
3:45	CN	PMI-przemysł	VIII	pkt	-	-	51,7
8:00	DE	PKB	II kw.	% r/r	0,8	-	2,5
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI-przemysł</b>	<b>VIII</b>	<b>pkt</b>	<b>49,0</b>	<b>49,0</b>	<b>49,4</b>
9:55	DE	PMI-przemysł	VIII	pkt	52,0	-	52,4
10:00	EZ	PMI-przemysł	VIII	pkt	50,8	-	51,8
<b>WTOREK (2 września)</b>							
16:00	US	ISM-przemysł	VIII	pkt	56,9	-	57,1
<b>ŚRODA (3 września)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		%	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>
9:00	HU	PKB	II kw.	% r/r	3,9	-	3,5
9:55	DE	PMI-usługi	VIII	pkt	56,4	-	56,7
10:00	EZ	PMI-usługi	VIII	pkt	53,5	-	54,2
11:00	EZ	Drugi szacunek PKB	II kw.	% r/r	0,7	-	0,9
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VII	% m/m	11,0	-	1,1
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
<b>CZWARTEK (4 września)</b>							
<b>11:00</b>	<b>PL</b>	<b>Aukcja obligacji WZ0124/DS0725 o wartości 1-3 mld zł</b>					
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,15	-	0,15
14:15	US	Raport ADP	VIII	tys.	209	-	218
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	299	-	299
16:00	US	ISM-usługi	VIII	pkt	57,6	-	58,7
<b>PIĄTEK (5 września)</b>							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	0,5	-	0,3
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	VIII	tys.	220	-	209
14:30	US	Stopa bezrobocia	VIII	%	6,1	-	6,2

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

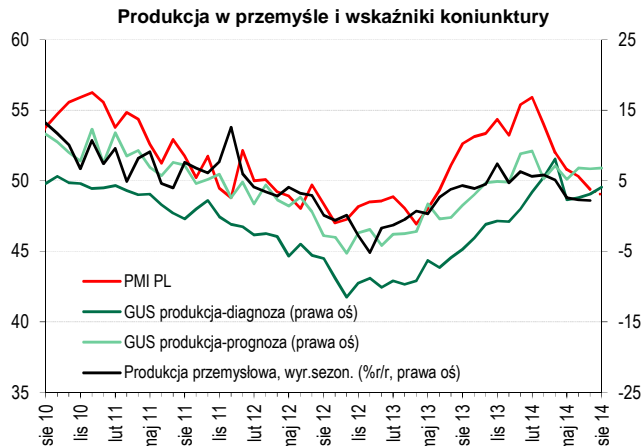
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

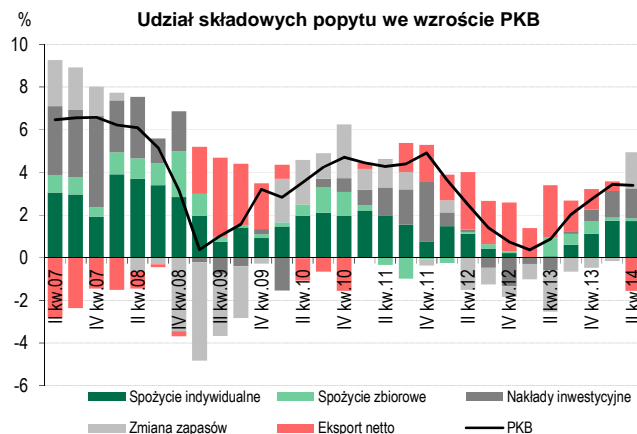
## Wydarzenia nowego tygodnia – RPP raczej zaczeka z obniżką



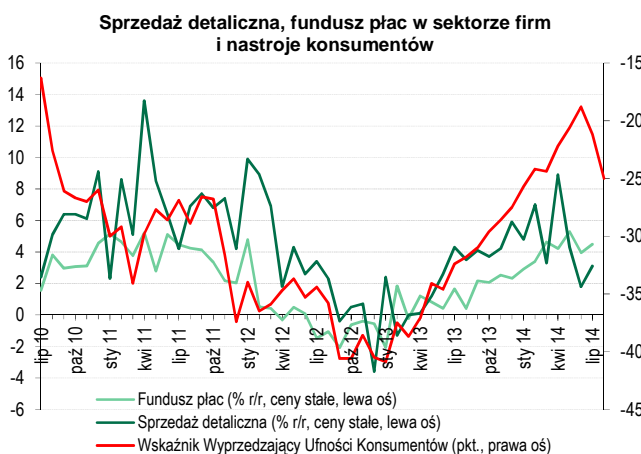
▪ Sierpniowe spadki indeksów aktywności w przemyśle dla strefy euro i Niemiec nie wróżą dobrze koniunkturze w polskim sektorze przetwórczym. Wyrównany sezonowo indeks koniunktury GUS dla przemysłu również lekko się pogorszył, chociaż – co ciekawe – badanie pokazuje niezłe oceny wielkości produkcji. Zakładamy, że krajowy indeks PMI ponownie się obniży, do ok. 49 pkt., sygnalizując dalsze osłabienie aktywności w przemyśle.

▪ Na pierwszym decyzyjnym posiedzeniu RPP po wakacyjnej przerwie na pewno odbędzie się dyskusja nt. obniżek stóp. W naszej ocenie informacje, które pojawiły się w ostatnich dwóch miesiącach zmieniły scenariusz makro na tyle istotnie, że złagodzenie polityki pieniężnej jest uzasadnione. Sądzymy, że jeszcze we wrześniu nie uda się zebrać większości głosów w RPP za obniżką, ale do listopada stopy procentowe zostaną obniżone w sumie o 75 pb.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Niezły drugi kwartał, ale kolejne mogą być słabsze



▪ Wzrost PKB w II kw.2014 wyniósł 3,3% r/r, nieco więcej niż wskazywał wstępny szacunek na poziomie 3,2% r/r. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami konsumpcja prywatna wzrosła o 2,8% r/r. Z kolei wzrost inwestycji zaskoczył wzrostem o 8,4% r/r, co zapewne oznacza, że ożywienie aktywności inwestycyjnej w I kw. było w znacznie mniejszym stopniu niż sądziliśmy efektem czynników jednorazowych (łagodna zima, tymczasowe ulgi podatkowe). Popyt krajowy ogółem wzrósł o 5,1% r/r, najwięcej od końca 2010 r. Warto jednak odnotować, że w znacznym stopniu odpowiadał za to efekt niskiej bazy w zapasach, który jednorazowo dodał do wzrostu PKB 1,7 pkt. proc. Oczekujemy, że kolejne kwartały przyniosą spowolnienie wzrostu PKB w Polsce poniżej 3% r/r w wyniku pogorszenia koniunktury za granicą i braku wyraźnych sygnałów ożywienia na krajowym rynku.



▪ Wzrost sprzedaży detalicznej lekko przyspieszył w lipcu do 2,1% r/r. Lepszy odczyt może być do pewnego stopnia wynikiem dobrej pogody, co sprawiło, że więcej ludzi spędzało wakacje w Polsce. Poza tym, na plus zaskoczyła sprzedaż pojazdów mechanicznych. Jednak w naszej ocenie dane nie zmieniły znacząco perspektyw na nadchodzące miesiące. Z jednej strony, wzrost realnych dochodów powinien wspierać popyt konsumentów, ale z drugiej strony, malejące tempo poprawy na rynku pracy i rosnąca niepewność (pogorszenie nastrojów) mogą go hamować.

▪ Stopa bezrobocia spadła w lipcu do 11,9%, a w następnych miesiącach najpewniej ustabilizuje się wokół tego poziomu (przed sezonowym wzrostem powyżej 12% pod koniec roku).

▪ W sumie, ostatni zestaw danych sugeruje coraz wyraźniej, że wzrost PKB spowolni w II półroczu poniżej 3% r/r.

## Cytat tygodnia – Więcej pieniędzy dla emerytów i rodzin z dziećmi

**Donald Tusk, Premier, 27.08, PAP**

Będziemy proponowali przyjęcie wariantu, w którym zachowujemy waloryzację (emerytur) procentową, ale równocześnie zaproponujemy Wysokiej łbzie, aby wprowadzić waloryzację nie mniej niż i tu konkretna kwota. (...) minimalny wzrost świadczenia emerytalno-rentowego wyniesie 36 zł.

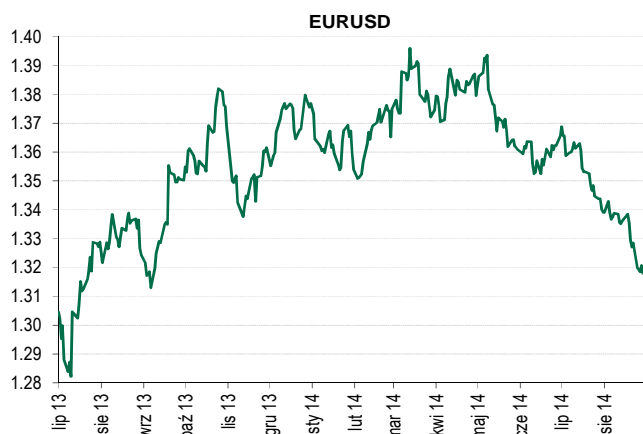
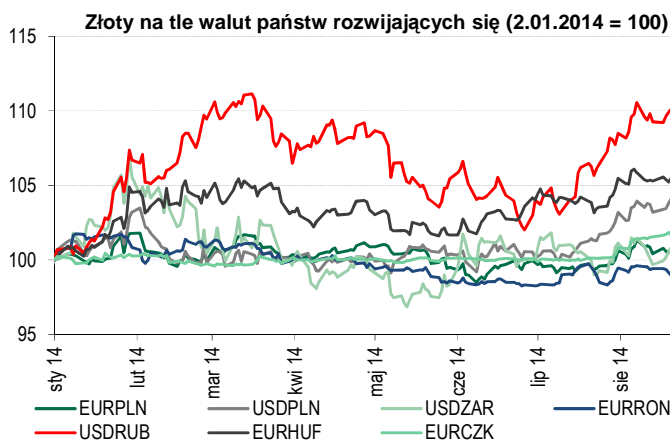
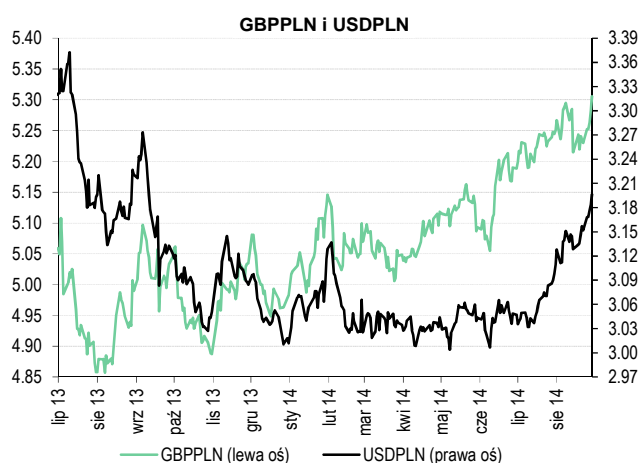
Od tego roku podatkowego rząd zaproponuje umożliwienie pełnego wykorzystania ulg na dzieci. Zmiana polegać będzie na możliwości odpisu w wysokości 100%, co przy niskich zarobkach oznacza zwrot środków. (...) na zmianie skorzysta ok. 1,2 mln rodzin.

**Mateusz Szczurek, minister finansów, 27.08, PAP**

Najważniejsze zadanie na 2015 rok to budżet. (...) W 2015 roku deficyt finansów publicznych, liczony według standardów unijnych, nie przekroczy 3 proc. PKB.

Efektem rządowych propozycji może być lekka stymulacja popytu krajowego w 2015r, ponieważ ich skutki dotkną głównie część społeczeństwa o relatywnie niskich dochodach i wysokiej skłonności do konsumpcji. Wg naszych szacunków planowana zmiana waloryzacji emerytur zwiększy dynamikę świadczeń społecznych w 2015 r. o ok. 0,5%. Wzrosną też dochody rodzin wielodzietnych. Skala zjawiska (2,8 mld zł, ok. 0,2% PKB) nie będzie ogromna, jednak razem z oczekiwanym przez nas wzrostem wydatków publicznych na inwestycje będzie to czynnik wspierający wzrost gospodarczy w przyszłym roku na poziomie bliskim 3%, mimo prawdopodobnie trudnego otoczenia zewnętrznego.

## Rynek walutowy – Złoty pod wpływem decyzji banków centralnych



## Wydarzenia na Ukrainie osłabiają złotego i waluty CEE

▪ Początek minionego tygodnia zapowiadał umocnienie walut krajów rozwijających się, w tym złotego. Był to efekt pozytywnych nastrojów na rynkach w wyniku oczekiwań na dalsze łagodzenie polityki monetarnej w strefie euro (efekt wystąpienia szefa EBC w Jackson Hole). W efekcie EURPLN spadł tymczasowo do 4,172, by szybko powrócić nieco powyżej 4,18. Informacje z Ukrainy spowodowały wzrost wycenianego przez rynki ryzyka geopolitycznego i przyczyniły się do osłabienia krajowej waluty. EURPLN z dużą łatwością pokonał opór na 4,20 by tymczasowo wzrosnąć nieco powyżej 4,23 na otwarciu w piątek. Jednak lepsze od oczekiwań dane o PKB za II kw. dały rynkowi nieco wytchnienia i kurs powrócił poniżej 4,22. W skali tygodnia złoty najbardziej osłabił się w relacji do funta brytyjskiego i dolara (średnio o ok. 1,4%).

▪ Pozostałe waluty krajów rozwijających się również straciły na wartości w wyniku wzrostu awersji do ryzyka. W skali tygodnia najwięcej w relacji do euro stracił rubel (ok. 2%), a następnie złoty (ok. 0,6%) i forint (0,5%). Natomiast czeska korona odrobiła wcześniejsze straty i wzrosła o 0,5% wobec euro.

▪ Złoty, podobnie jak inne waluty krajów rozwijających się, znajduje się pod presją sytuacji na Ukrainie. Ryzyko dalszej eskalacji konfliktu Ukraina-Rosja może wygenerować po raz kolejny testy oporu na 4,225 przez EURPLN, którego trwałe przełamanie otworzyłoby drogę do wzrostów w kierunku 4,25. Krajowej walucie może też przejściowo szkodzić niepewność związana z możliwą zmianą premiera (w przypadku wyboru Donalda Tuska na szefa Rady Europejskiej). Obok powyższych czynników uwaga inwestorów będzie zwrócona również na banki centralne (posiedzenia RPP i EBC). Brak decyzji obniżającej stopy przez krajową Radę (w sytuacji, gdy rynek nie wyklucza takiego scenariusza) może dać impuls do odreagowania i próbę powrotu EURPLN poniżej 4,20. Jednak wcześniej negatywnie na notowania złotego mogą wpłynąć odczyty indeksów PMI.

▪ Kluczowa dla rynków rozwijających się będzie czwartkowa decyzja EBC. W naszej ocenie EBC może wstrzymać się z decyzjami, czekając na wyniki TLTRO rozpoczynających się we wrześniu. W związku z tym koniec tygodnia może przynieść ponowny wzrost zmienności.

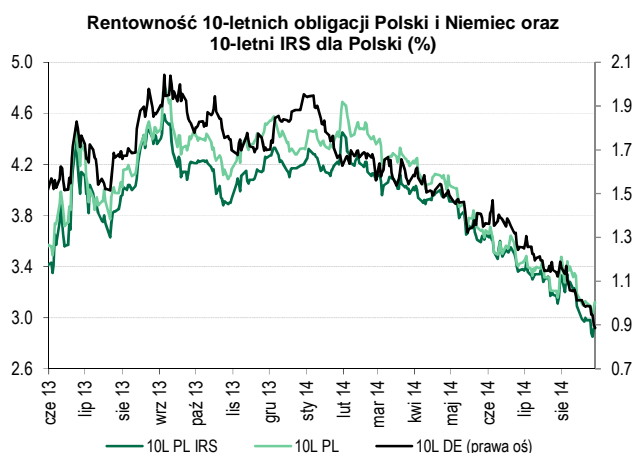
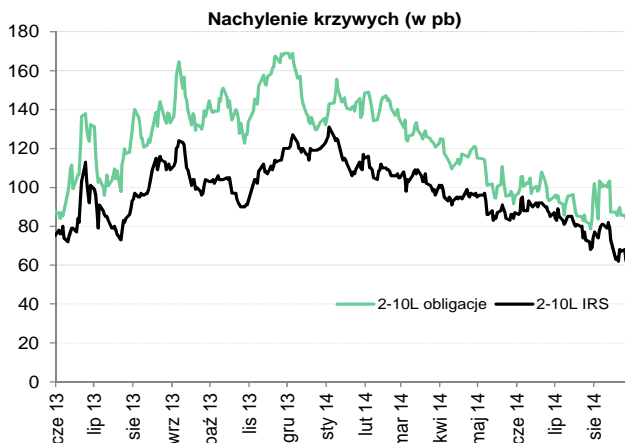
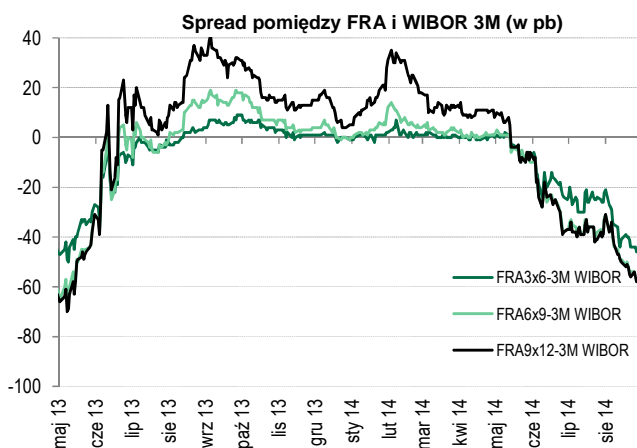
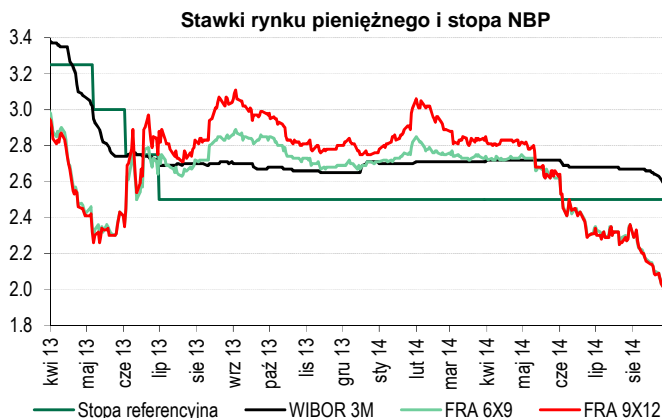
## Dolar wspierany awersją do ryzyka i danymi z USA

▪ W ub. tygodniu amerykańska waluta zyskiwała na wartości wspierana wzrostem awersji do ryzyka i dobrymi danymi z USA. Szczególnie dużą niespodzianką okazał się drugi szacunek PKB za II kw. dla USA, skorygowany w górę do 4,2%. Dodatkowym czynnikiem, który pomagał w spadku EURUSD były oczekiwania, że EBC w najbliższym czasie podejmie dalsze kroki łagodzące politykę monetarną, a także słabe dane z Niemiec i wzrost ryzyka politycznego we Francji. EURUSD spadł do 1,315 (najniższego poziomu w tym roku).

▪ W wyniku wzrostu awersji do ryzyka popyt inwestorów kierował się w stronę bezpiecznych aktywów, do których możemy również zaliczyć franka szwajcarskiego. W efekcie EURCHF zbliżył się do poziomu 1,20. Potencjał do umocnienia franka pozostaje ograniczony, gdyż bank centralny Szwajcarii będzie bronił poziomu 1,20 dla kursu EURCHF, który został ustalony we wrześniu 2011.

▪ Przed nami dość interesujący tydzień, obfitujący w istotne publikacje danych makro (PMI i PKB dla strefy euro, dane z rynku pracy w USA), jak i wydarzenia (EBC). Dalsze pogorszenie indeksów PMI dla strefy euro i dla Niemiec oraz dalsza poprawa sytuacji ekonomicznej w USA (w szczególności na rynku pracy) mogą utrzymywać presję na notowania wspólnej waluty. Z drugiej strony pewne odreagowania może nastąpić, jeśli EBC nie podejmie decyzji o kolejnych działaniach stymulujących gospodarkę.

## Rynek stopy procentowej – Możliwa krótkotrwała korekta

**Spadki WIBOR w oczekiwaniu na redukcje stóp przez RPP**

Miniony tydzień przyniósł spadek stawek WIBOR 1M-12M o 1-6 pb wzdłuż krzywej. W związku z tym, że najbardziej spadły najdłuższe stawki krzywa WIBOR dość znacząco się wypłaszczyła (spread 1-12M zawężił się do 3 pb z 8 pb na koniec poprzedniego tygodnia). Stawki FRA również kontynuowały spadki pomimo nieco lepszych od prognoz danych makro (sprzedaż detaliczna i PKB powyżej oczekiwań rynkowych). Bieżąca wycena rynkowa FRA wskazuje, że inwestorzy oczekują spadku stóp o 50 pb w perspektywie 3 miesięcy i o kolejne 25 pb w perspektywie 6 miesięcy.

W tym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na posiedzeniu RPP. Niektórzy inwestorzy oczekują obniżki stóp już we wrześniu, dlatego brak takiej decyzji (co jest naszym bazowym scenariuszem) może wygenerować korektę (w szczególności na rynku FRA), która w naszej ocenie będzie krótkotrwała. Dane makro, które będą publikowane w kolejnych tygodniach na nowo powinny wzmocnić oczekiwania na redukcje stóp w IV kw., co da impuls do powrotu trendu spadkowego stawek rynku pieniężnego.

**Rentowności na nowych najniższych poziomach**

Silne oczekiwania na redukcje stóp przez RPP i na dalsze poluzowanie polityki monetarnej przez EBC oraz umocnienie na rynkach bazowych wspierały trend spadkowy rentowności obligacji i stawek IRS. Rentowność krajowej 10-latkii tymczasowo testowała poziom 3% (najniższy w historii), wspierana umocnieniem niemieckiego długu, który z dnia na dzień osiągał nowe historyczne minima. Wzrost awersji do ryzyka w wyniku eskalacji konfliktu Ukraina-Rosja dał impuls do korekty na koniec tygodnia, głównie na środku i długim końcu krzywych. Rentowność 10-latkii krótkoterminowo wzrosła do 3,14%, by na koniec tygodnia (i miesiąca) stabilizować się w okolicach 3,10%.

Powysze czynniki sprzyjały strategii spłaszczenia krzywych w pierwszych dniach mijającego tygodnia (w ślad za rynkami bazowymi), gdyż długi koniec zyskiwał najbardziej. Z drugiej strony wzrost awersji do ryzyka spowodował, że na koniec tygodnia krzywa się wystromiła w efekcie osłabienia instrumentów długoterminowych, które są najbardziej wrażliwe na zmianę nastrojów na rynkach globalnych. W efekcie na zamknięcie tygodnia spread 2-10L rozszerzył się do 93 pb dla obligacji (z 86 pb tydzień wcześniej), podczas gdy dla IRS powrócił do poziomu zamknięcia z poprzedniego tygodnia (ok. 68 pb).

**Niska podaź i oczekiwane redukcje stóp wspierają dług**

Ministerstwo Finansów podało, że we wrześniu planuje trzy aukcje obligacji. Na pierwszej aukcji (4.09) zaoferuje obligacje o WZ0124/DS0725 o wartości 1-3 mld zł, na aukcji zamiany (18.09) przedstawi do odkupu obligacje WZ0115/PS0415, a na trzeciej aukcji (25.09) zamierza odkupić obligacje denominowane w USD o terminie wykupu w lipcu 2016 do 400 mln \$. To oznacza wzrost aktywności resortu finansów po miesięcznej przerwie. Wysokość oferty nie jest duża, więc nie powinno to negatywnie wpłynąć na nastroje inwestorów.

Pomimo dość wyraźnej korekty w ostatnich dniach spodziewamy się, że rentowności polskich obligacji zanotują jeszcze wyraźniej niższe poziomy w reakcji na oczekiwaną przez nas redukcję stóp NBP w sumie o 75pb w październiku-listopadzie. Zanim jednak do tego dojdzie, niewykluczone jest jeszcze pogłębienie korekty, nie tylko z powodu możliwej dalszej eskalacji konfliktu Rosja-Ukraina, ale również pod wpływem braku obniżki stóp procentowych przez RPP na posiedzeniu w środę (część inwestorów oczekuje redukcji stóp NBP). W naszej ocenie obecne osłabienie rynku jest dobrą okazją do akumulacji krajowych obligacji.



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)