

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 27 lipca – 2 sierpnia 2015

Kalendarz wydarzeń w Europie i USA był w minionym tygodniu dość ubogi, więc na rynku walutowym i stopy procentowej nie zaszły wyraźne zmiany. EURPLN i USDPLN pozostały w trendach bocznych, a polskie rentowności i IRS utrzymały się w pobliżu zamknięcia z poprzedniego tygodnia. Euro zyskało nieco do dolara dzięki kolejnym pozytywnym wieściom o Grecji (przyjęcie kolejnych reform przez tamtejszy parlament, doniesienia o dyskusji w UE o drugiej pożyczce pomostowej) i pomimo dobrych danych z USA. Polskie dane z rynku pracy były mieszane. Stopa bezrobocia spadła w czerwcu bardziej od oczekiwań, ale dane szczegółowe potwierdziły pewne niedopasowanie na rynku pracy, które może przyczynić się do powstania wzrostowej presji płacowej w kolejnych miesiącach.

W tym tygodniu w centrum uwagi znajdzie się decyzja i komunikat FOMC. Nasze i rynkowe oczekiwania wskazują, że stopy pozostaną bez zmian na lipcowym posiedzeniu, więc komunikat Fed będzie kluczowy dla inwestorów. Warto mieć na uwadze, że do połowy września (kiedy to rynek oczekuje pierwszej podwyżki), poznamy pierwszy oraz drugi szacunek PKB USA za II kw. br., a także dwa miesięczne raporty z amerykańskiego rynku pracy. Z perspektywy tak ważnych danych uważamy, że FOMC nie wystosuje jednoznacznego i konkretnego komunikatu. W naszej ocenie, jego ton będzie raczej zachowawczy i wskazujący, że decyzja o stopach jest bardzo zależna od napływających danych. Taki wydzźwięk może według nas mieć korzystny wpływ na waluty z rynków wschodzących, w tym na złotego, jak też na inne ryzykowne aktywa, w tym polskie obligacje. Jednocześnie, niezbyt jastrzębi komunikat może osłabić dolara na globalnym rynku. W tym tygodniu Ministerstwo Finansów przedstawi plan podaży obligacji na sierpień. Biorąc pod uwagę wysoki poziom pokrycia tegorocznych potrzeb pożyczkowych, resort będzie zapewne elastyczny odnośnie oferty SPW. Nie spodziewamy się istotnych zmian w podaży wstępnie szacowanej na 1-2 mld zł.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (27 lipca)</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	VII	pkt	107,5	-	107,4
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	VI	% m/m	3,0	-	-2,2
<b>WTOREK (28 lipca)</b>							
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	VII	pkt	100	-	101,4
<b>ŚRODA (29 lipca)</b>							
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VI	% m/m	1,1	-	0,9
20:00	US	Decyzja FOMC		%	0,0-0,25	-	0,0-0,25
<b>CZWARTEK (30 lipca)</b>							
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	II kw.	% kw./kw.	2,5	-	-0,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	281
<b>PIĄTEK (31 lipca)</b>							
11:00	EZ	Wstępny HICP	VII	% r/r	0,2	-	0,2
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Oczekiwania inflacyjne</b>	<b>VII</b>	<b>% r/r</b>	-	-	<b>0,2</b>
16:00	US	Indeks Michigan	VII	pkt	94,0	-	96,1

Źródło: BZ WBK, Bloomberg

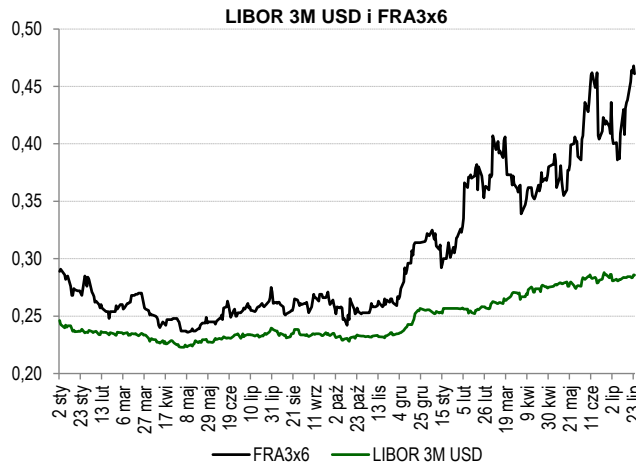
#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 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 – Decyzja FOMC w centrum uwagi

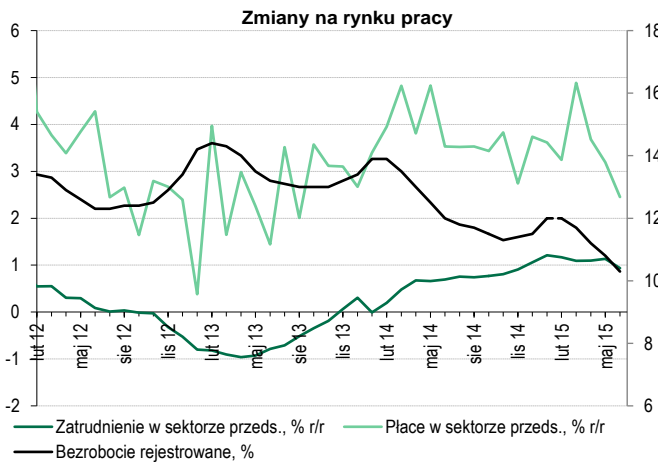


▪ Głównym wydarzeniem tygodnia będzie decyzja FOMC. Wydaje się, iż rynek jest przekonany, że w tym miesiącu stopy nie ulegną zmianom. Szefowa Fed Janet Yellen mówiła niedawno, że byłoby dobrze, by podwyższenie stóp towarzyszyła konferencja prasowa, kiedy można więcej miejsca poświęcić uzasadnieniu takiej decyzji. Najbliższa konferencja po posiedzeniu odbędzie się we wrześniu.

▪ Amerykańskie stawki rynku pieniężnego rosną dość wyraźnie od końca 2014, a FRA3x6 wskazuje, że 3-miesięczny LIBOR USD wyniesie ok. 0,50% w październiku. Wg Bloomberg, zdecydowana większość analityków oczekuje podwyżki stóp Fed we wrześniu o co najmniej 25 pb.

▪ W tym tygodniu FOMC będzie się starał przygotować rynek na zmianę stóp. Wygląda na to, że inwestorzy wycenili już wrześniową podwyżkę, więc komunikat z posiedzenia może mieć wpływ na rynek tylko jeśli będzie mniej jastrzębi niż oczekiwania.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Mieszane sygnały z rynku pracy



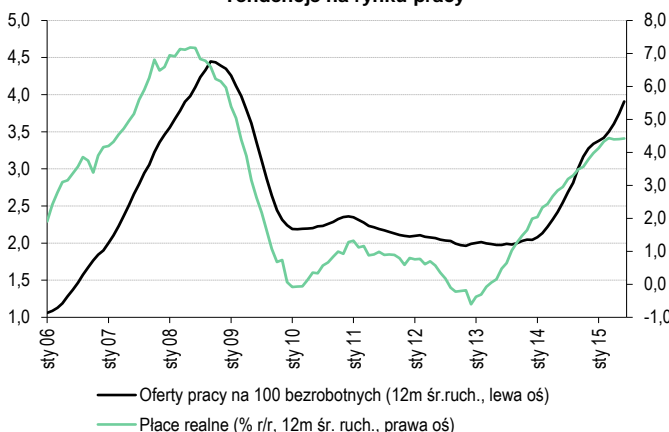
▪ Stopa bezrobocia spadła w czerwcu do 10,3%, mocniej od oczekiwań naszych i Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej (10,4%). Dane pokazały, że w zeszłym miesiącu zatrudnienie znalazło prawie 80 tys. osób i był to najlepszy wynik dla czerwca od 2007. Liczba bezrobotnych była z kolei najniższa od grudnia 2008.

▪ Przypomnijmy jednak, że czerwcowe dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw rozczarowały wzrostem o jedynie 0,9% r/r, najwolniejszym w tym roku. Szczegółowe dane pokazały, że zatrudnienie w przemyśle wzrosło o 1,3% r/r (w tym 2,4% r/r wzrost w przetwórstwie i prawie 7% r/r spadek w górnictwie) dalej wytracając dynamikę (w I kw. zatrudnienie rośnie w tempie 1,7% r/r). W pozostałych sektorach nie widać na razie niepokojących zmian.

▪ Od jakiegoś czasu wskazujemy, że tempo poprawy sytuacji na rynku pracy spowalnia, bowiem pracodawcy mają problem ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników (co może prowadzić na nasilenia się presji płacowej w kolejnych miesiącach). W czerwcu średnia liczba ofert pracy była o ok. 2,5 tys. niższa niż w maju (119,9 tys. vs. 122,3 tys.), ale i tak był to wynik dużo powyżej długoterminowej średniej (znacznie poniżej 100 tys.). Jednocześnie, liczba wyrejestrowanych z tytułu podjęcia pracy była w czerwcu niższa o 6 tys. niż miesiąc wcześniej.

▪ Czerwcowy wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw był dużo słabszy niż oczekiwano (2,5% r/r vs. 4,1% r/r). Wynikało to z wyraźnego wyhamowania dynamiki płac w przemyśle (do 0,8% r/r z 2,4% r/r), co z kolei było skutkiem załamania w górnictwie (spadek o ok. 11% r/r). Ogólnie, płace w sektorze przedsiębiorstw rosną w II kw. wolniej niż w I kw. (ok. 3% r/r vs. ok. 4% r/r). Tempo wzrostu funduszu płac też spowolniło. Niemniej, w naszej ocenie tempo wzrostu konsumpcji prywatnej ustabilizowało się w II kw. nieco powyżej 3% r/r.

## Tendencje na rynku pracy



## Cytat tygodnia – Kolejne obniżki stóp mogą być groźne

## Marek Belka, Prezes NBP, 22.07.2015, Sejm

(...) mimo że cel inflacyjny nie został osiągnięty, uważam, że nasza polityka pieniężna, po pierwsze, wspomagała wzrost gospodarczy, po drugie, przyczyniła się do utrwalenia zaufania do złotego, przez co uniknęliśmy nierównowagi, niestabilności.

(...) dalsze obniżki stóp mogłyby być groźne dla stabilności zachowań deponentów bankowych.

Wtedy mogłaby nastąpić tzw. spirala deflacyjna. Ale u nas akurat w zeszłym roku płace, po raz pierwszy od wielu lat, zaczęły porządnie rosnąć, a tak w ogóle to płace nie spadały.

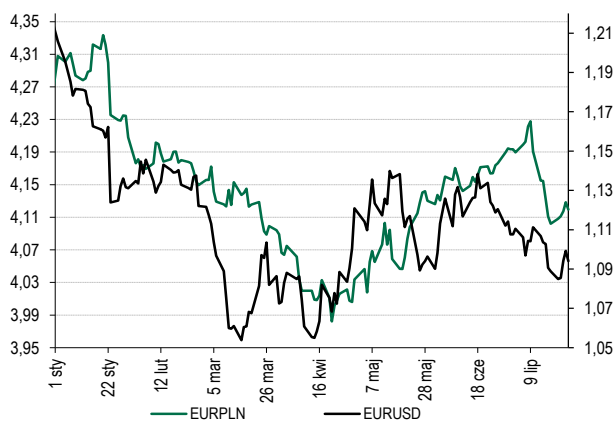
Prezes NBP Marek Belka w swoim wystąpieniu w Sejmie powiedział, że stopy procentowe nie powinny być dalej obniżane pomimo wskaźnika inflacji poniżej celu NBP (2,5% +/- 1 pp) gdyż mogłoby to być groźne dla polskiej gospodarki. Belka podkreślił, że RPP musi wyważenie podchodzić do poziomu stóp procentowych, aby nie przyczynić się do wzrostu odpływu depozytów. Dodał, że obecnie w RPP panuje zgodna opinia, że stopy procentowe powinny być stabilne w nadchodzących kwartałach. Jednak rynek zaczął wyceniać wznowienie cyklu obniżek stóp, co jest wspierane przez wolniejsze odbicie inflacji, raport MFW sugerujący, że dalsze obniżki mogą być konieczne oraz stanowisko PiS, że bank centralny powinien wspierać wzrost PKB. Takie ryzyko istnieje, jednak uważamy, że bardziej prawdopodobnym scenariuszem jest dłuższy okres stabilnych stóp.

## Rynek walutowy – Komunikat FOMC kluczowy

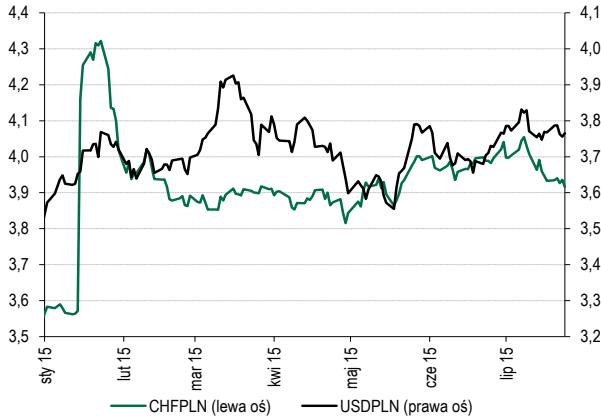
EURPLN



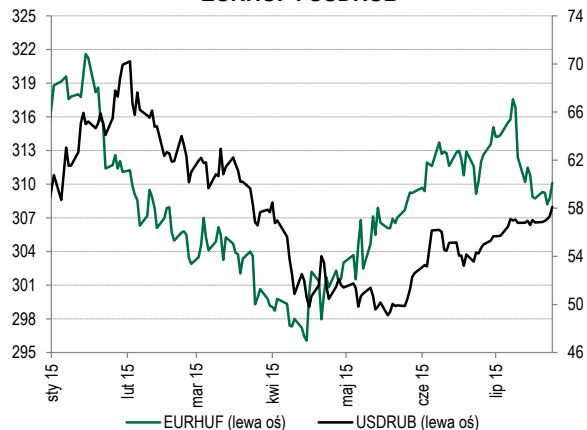
EURPLN i EURUSD



USDPLN i CHFPLN



EURHUF i USDRUB



## FOMC może wesprzeć waluty z rynków wschodzących

▪ EURPLN przerwał serię dwóch kolejnych tygodni spadków i złoty stracił nieco do euro. Krajowa waluta znalazła się najpierw pod presją realizacji zysków, ale potem nieco zyskała dzięki aprecjacji forinta do euro (więcej o tym poniżej). Ogólnie, kurs EURPLN wahał się w zeszłym tygodniu w przedziale 4,10-4,14, a porównując od poziomów z końca poprzedniego tygodnia, złoty był trzecią najlepszą walutą wschodzącą do euro i dolara (po ukraińskiej hrywnie i czeskiej koronie).

▪ Drugi wykres pokazuje, że EURPLN i EURUSD poruszały się do tej pory w tym roku w tych samych kierunkach. Sądzymy, że ta korelacja może w najbliższych dniach osłabnąć, bowiem w centrum uwagi znajdzie się decyzja i komunikat FOMC. My i rynek nie oczekujemy zmiany stóp już w tym tygodniu, więc wygląda na to, że to komunikat będzie kluczowy. Uważamy, że warto mieć na uwadze, że do połowy września (kiedy to rynek oczekuje pierwszej podwyżki), poznamy pierwszy oraz drugi szacunek PKB USA za II kw., jak też dwa miesięczne raporty z amerykańskiego rynku pracy. Mając tak ważne dane na horyzoncie, nie przypuszczamy, aby FOMC pozwolił sobie na wystosowanie jednoznacznego i konkretnego komunikatu. W naszej ocenie, jego ton będzie raczej zachowawczy i nadal będzie wskazywał, że decyzja o stopach jest bardzo zależna od napływających danych. Taki wydzźwięk może wg nas mieć korzystny wpływ na waluty z rynków wschodzących, w tym na złotego. Jednocześnie, niezbyt jastrzębi komunikat może osłabić dolara na globalnym rynku. Jeśli nasz scenariusz się sprawdzi, wtedy EURPLN i USDPLN mogłyby testować lokalne minima na odpowiednio 4,10 i 3,71.

## Dolar może stracić do euro

▪ EURUSD wzrósł w zeszłym tygodniu do 1,10 z 1,08 dzięki kolejnym pozytywnym wiadomościom o Grecji (przyjęcie kolejnych reform przez tamtejszy parlament, plotki o dyskusji w UE o drugiej pożyczce pomostowej) i pomimo dobrych danych z USA.

▪ Wydzźwięk posiedzenia FOMC będzie zapewne w centrum uwagi w tym tygodniu. Jak pisaliśmy w akapicie o złotym, nie spodziewamy się, aby komunikat z posiedzenia był wyjątkowo jastrzębi, co może nieco rozzarować inwestorów. Sądzymy, że dolar mógłby się osłabić w tym tygodniu do euro. Skala wzrostu EURUSD jest jednak ograniczona przez nadal niezamkniętą kwestię Grecji.

▪ Ważne opory to 1,11 i 1,14, a wsparcia to 1,08 i 1,05.

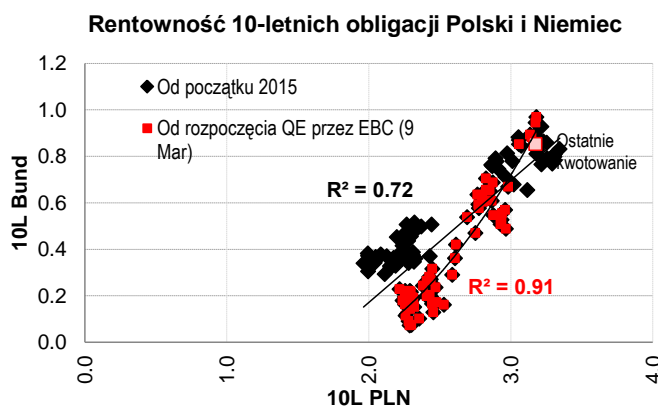
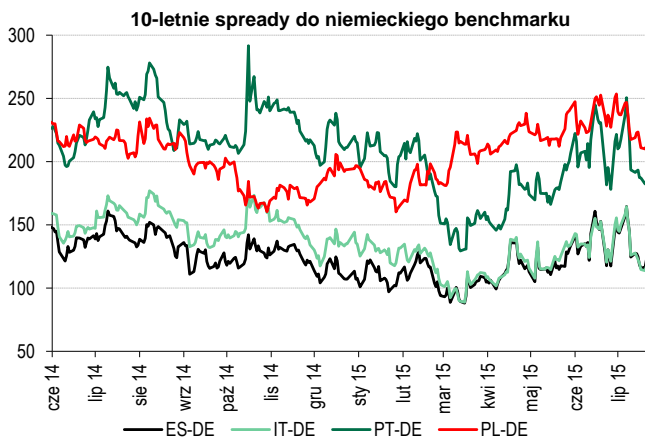
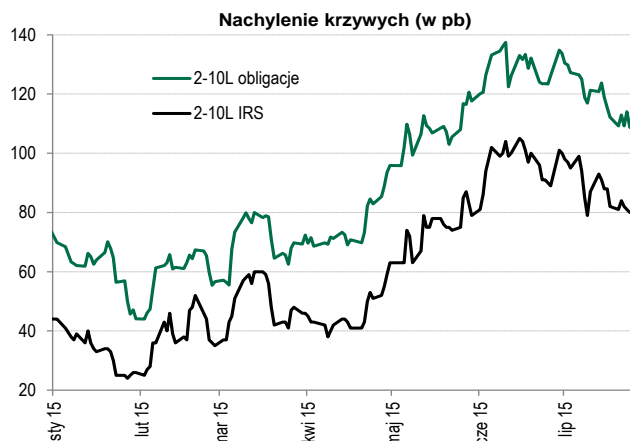
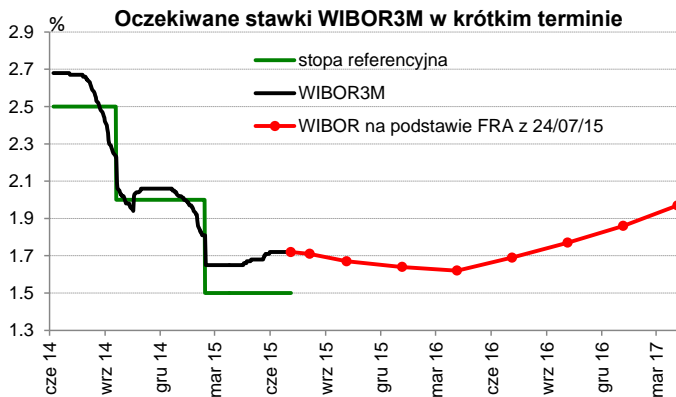
## Węgry kończą cykl obniżek stóp, EURCZK blisko 27,0

▪ Węgierski bank centralny zaskoczył rynek obniżką stóp o 15 pb (do 1,35%), ale ważniejsze od samej decyzji były słowa szefa banku centralnego wypowiedziane na nadzwyczajnej konferencji prasowej. Prezes Matolcsy powiedział, że cykl luzowania polityki pieniężnej uległ zakończeniu i że stopy procentowe zostaną na niskim poziomie przez długi czas. Takie ogłoszenie miało bardzo pozytywny wpływ na forinta – EURHUF spadł do 307, najniższego poziomu od końca maja. Węgierska waluta nie zdołała jednak utrzymać tych zysków i na koniec tygodnia kurs wzrósł powyżej 310.

▪ Tymczasem EURCZK nadal flirtuje z poziomem 27,0. Czeski bank centralny interweniował już w lipcu i sądzymy, że jego dalsza aktywność na rynku jest możliwa w najbliższych dniach.

▪ Spadające ceny ropy na globalnym rynku w dalszym ciągu miały negatywny wpływ na rubla. Rosyjska waluta osłabiła się do powyżej 58 za dolara, najniższego poziomu od początku marca. Miniony tydzień był już piątym z rzędu rosnącego kursu USDRUB i widzimy potencjał do kontynuacji tego ruchu.

## Rynek stopy procentowej – Wakacje mogą wzmocnić zmienność



### FRA w dół, WIBOR-y i rentowności w trendzie bocznym

▪ Zmiany na rynku pieniężnym w ostatnim tygodniu były niejednoznaczne – stawki WIBOR pozostały stabilne, podczas gdy FRA do 12 miesięcy kontynuowały stopniowe spadki. Obecnie FRA6x9 i 9x12 wyceniają spadek 3-miesięcznego WIBOR-u o 10 pb w trakcie 6-9 miesięcy.

▪ IRS i rentowności były dość zmienne w trakcie tygodnia, co wynikało z wyraźnych zmian na rynkach bazowych i peryferiach strefy euro. Rentowności spadły istotnie na początku tygodnia dzięki umocnieniu długu za granicą, ale w środku tygodnia odbiły w wyniku aukcji obligacji. Mimo udanej emisji długu, rentowność 10-letniego benchmarku wzrosła powyżej 2,90%, ale na koniec tygodnia powróciła poniżej tego poziomu. Polski dług radził sobie słabiej niż niemiecki, co sprawiło, że 10-letni spread rozszerzył się lekko (do 215 pb), ale pozostał wyraźnie poniżej maksimum z końca czerwca na 253 pb.

▪ Zmiany IRS były w zeszłym tygodniu dość ograniczone. Stawki dla dłuższych terminów radziły sobie lepiej niż na krótkim końcu krzywej rentowności, co „wyplaszczyło” krajową krzywą (podobne zmiany zaszły na rynku światowym).

▪ Ostatnia aukcja w tym miesiącu była udana. Ministerstwo Finansów sprzedało PS0420 i DS0725 za 5,85 mld zł (przedział oferty wynosił 3-6 mld zł). Popyt wyniósł 7,56 mld zł a rentowności odpowiednio 2,355% i 2,891% (blisko poziomów kupna na rynku wtórnym). Po tej aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już pokryte w ok. 78%.

### Czynniki globalne nadal na pierwszym planie

▪ W tym tygodniu krajowy kalendarz jest niemal pusty, poznamy jedynie oczekiwania inflacyjne, ale ich wpływ na rynek będzie niezauważalny. Główny wpływ na trendy na polskim rynku wywierać będą zapewne czynniki globalne, a tam na pierwszym planie będzie decyzja FOMC. Powszechnie oczekuje się, że stopy Fed nie ulegną zmianie w tym miesiącu, ale oczekiwania na wrześniową podwyżkę wzmocniły się po ostatnich niezłych danych z USA. Naszym zdaniem, FOMC będzie dość ostrożny w zapowiadaniu początku zacieśniania polityki pieniężnej i w naszej ocenie ton komunikatu z tego posiedzenia powinien być zbliżony do czerwcowego. Powinno to wspierać krajowe aktywa. Dzień po decyzji FOMC poznamy pierwszy szacunek PKB USA za II kw. i jeśli odczyt będzie silny, wtedy możliwa jest realizacja zysków.

▪ Ostatni tydzień potwierdził silną korelację rentowności polskiej i niemieckiej 10-latk, więc osłabienie na rynkach bazowych będzie wywierać presję na krajowy rynek w średnim do długiego terminu. W krótkim terminie, oczekujemy trendu bocznego rentowności i IRS. Okres wakacyjny to czas niższej płynności, więc należy się liczyć ze wzrostem wahań w nadchodzących tygodniach.

▪ W tym tygodniu Ministerstwo Finansów ogłosi plan emisji obligacji na sierpień. Pierwotne plany zakładały tylko jedną aukcję, na której miały zostać sprzedane dług warty 1-2 mld zł. Biorąc pod uwagę obecny stopień pokrycia tegorocznych potrzeb pożyczkowych, sądzimy że resort będzie elastyczny co do oferty. Jest duży wybór obligacji, ale w naszej ocenie obecnie nadal korzystniej jest emitować obligacje stałokuponowe niż o zmiennym kuponie. Te drugie mogą się jednak pojawić na specjalne życzenie inwestorów. Nie spodziewamy się istotnych zmian w planowanej wartości emisji.

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, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)