

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 10 – 16 sierpnia 2015

W zeszłym tygodniu globalny nastrój inwestycyjny były raczej mieszany. Tymczasowo negatywnie na nastroje inwestorów wpłynęła wypowiedź członka Fed z prawem głosu, który powiedział, że gospodarka USA jest gotowa na normalizację w polityce pieniężnej i tylko mocne pogorszenie warunków gospodarczych powstrzyma go od głosowania za podwyżką we wrześniu. Ponadto, krajowe aktywa poniosły większe straty (EURPLN przebił lokalny szczyt ponad 4,18, indeksy giełdowe mocno spadły a rentowności 10-letnich obligacji wzrosły do najwyższego poziomu od połowy lipca) w związku z obawami o stabilność systemu bankowego w Polsce po zatwierdzeniu przez Sejm ustawy o szczególnych warunkach restrukturyzacji kredytów walutowych. Przed publikacją danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA nastrój rynkowy był dość stabilny. Finalny odczyt był na tyle wysoki, że wsparł oczekiwania na podwyżkę we wrześniu. Pomimo to reakcja rynków była umiarkowana, wzrosła zmienność, a co więcej globalne rynki długu, w tym polski rynek nieco umocniły się.

W tym tygodniu zostaną opublikowane dane makro z kraju, w tym inflacja CPI za lipiec i wstępny odczyt PKB w II kw. Nasze prognozy stopy inflacji i wzrostu PKB są zgodne z konsensusem rynkowym (odpowiednio -0,8% r/r i 3,6% r/r). Oczekujemy, że nadwyżka na saldzie obrotów bieżących w czerwcu będzie niższa od oczekiwań rynku. Ogólnie dane będą raczej mieszane i prawdopodobnie nie zmienią perspektyw gospodarczych. W związku z tym czynniki globalne nadal będą kluczowe dla krajowego rynku finansowego. Dalsza poprawa aktywności gospodarczej w strefie euro, sugerowana przez wstępne dane o wzroście PKB w II kw. 2015 dla krajów Unii Europejskiej, powinna wesprzeć rynki w nadchodzącym tygodniu.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (10 sierpnia)</b>							
9:00	CZ	CPI	VII	% r/r	0,6	-	0,8
<b>WTOREK (11 sierpnia)</b>							
9:00	HU	CPI	VII	% r/r	0,6	-	0,6
11:00	DE	Indeks ZEW	VIII	pkt	64,0	-	63,9
<b>ŚRODA (12 sierpnia)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VI	% m/m	0,2	-	-0,4
<b>CZWARTEK (13 sierpnia)</b>							
14:00	PL	CPI	VII	% r/r	-0,8	-0,8	-0,8
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VI	mln €	630	77	1 184
14:00	PL	Eksport	VI	mln €	14 551	14 632	14 131
14:00	PL	Import	VI	mln €	13 700	13 673	13 185
14:00	PL	Podaż pieniądza	VII	% r/r	8,0	8,2	8,3
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	VII	% m/m	0,5	-	-0,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	270
<b>PIĄTEK (14 sierpnia)</b>							
10:00	PL	Wstępny PKB	II kw.	% r/r	3,6	3,6	3,6
11:00	EZ	HICP	VII	% r/r	0,2	-	0,2
14:00	PL	Inflacja bazowa	VII	% r/r	0,2	0,2	0,2
15:15	US	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	0,3	-	0,2
16:00	US	Wstępny Michigan	VIII	pkt	93,5	-	93,1

Źródło: BZ WBK, Reuters, 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

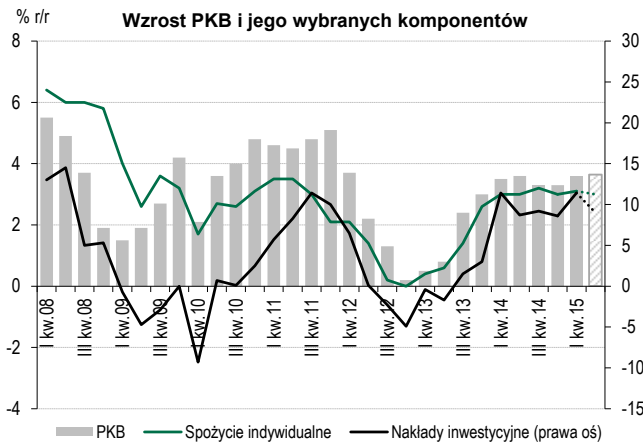
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – PKB za II kw., inflacja i bilans płatniczy

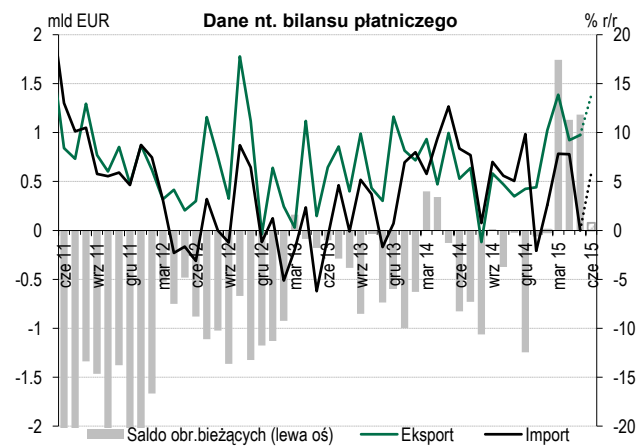


▪ Wstępny PKB za II kw. to kluczowy odczyt w tym tygodniu w Polsce. Zgodnie z naszą prognozą, tempo wzrostu utrzymało się na poziomie z I kw., tj. 3,6% r/r i jest to zgodne z konsensem rynkowym (prognozy zawierają się w przedziale 3,4-3,8%). Szczegółowe dane GUS opublikuje pod koniec sierpnia, ale naszym zdaniem struktura wzrostu była podobna jak w I kw. ze znacznym wpływem konsumpcji prywatnej, inwestycji i eksportu netto.

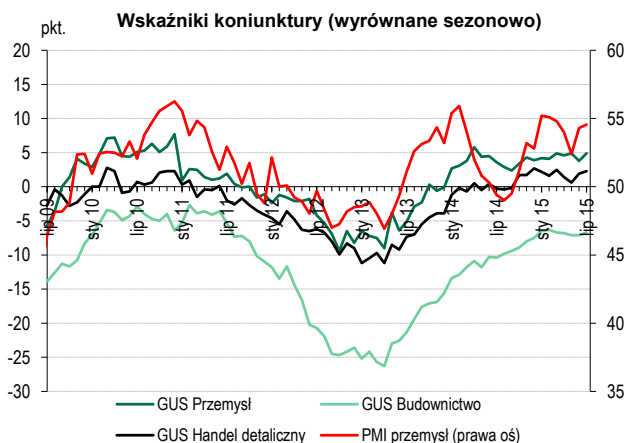
▪ Spodziewamy się, że CPI i inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii nie zmieniły się w lipcu i pozostały na odpowiednio -0,8% r/r i +0,2% r/r. Oczekujemy lekkiego odbicia cen żywności i paliw, ale inne kategorie powinny zneutralizować ten efekt. Inflacja jednak powoli rośnie i prognozujemy, że na koniec roku CPI wyniesie +0,5% r/r, a inflacja bazowa +0,8% r/r.

▪ Czerwcowy bilans płatniczy pokaże wg nas silny eksport i raczej słaby import, więc możliwe jest odnotowanie dużej nadwyżki handlowej (na ok. 905 mln €, podobnie jak w maju). Z drugiej strony, słaby napływ środków z UE spowoduje duży deficyt na rachunku dochodów, więc saldo obrotów bieżących będzie jedynie na niewielkim plusie. Jednocześnie, 12-miesięczne saldo może pokazać nadwyżkę, co byłoby pierwszym takim wynikiem odkąd dostępne są porównywalne dane.

▪ Prognozujemy, że podaż pieniądza M3 wzrosła w lipcu o 8,2% r/r. Naszym zdaniem dane potwierdzą tendencję z poprzednich miesięcy – solidny wzrost depozytów i kredytów.



## Ostatni tydzień w gospodarce – PMI rośnie



▪ PMI dla polskiego przemysłu wzrósł w lipcu do 54,5 pkt, zgodnie z naszą prognozą i mocniej niż oczekiwał tego rynek. Był to już drugi miesiąc wzrostów i poziom indeksu jest obecnie najwyższy od marca. Tempo wzrostu produkcji było słabsze niż w czerwcu, ale za to szybciej rosły zamówienia (najszybciej od 5 miesięcy) – krajowe i zagraniczne. Te drugie rosły najmocniej od lutego 2014. W czwartym najszybszym tempie w historii rośnie w lipcu zatrudnienie. Ceny wyrobów gotowych wzrosły pierwszy raz od czerwca 2012, ale odbicie było niewielkie, a dodatkowo koszty produkcji podwyższyły się jedynie nieznacznie. Niemniej, może to sugerować pojawianie się presji cenowej. Ogólnie, dane były dobre i wspierają naszą prognozę przyspieszającego tempa wzrostu PKB w III kw. w stosunku do II kw.

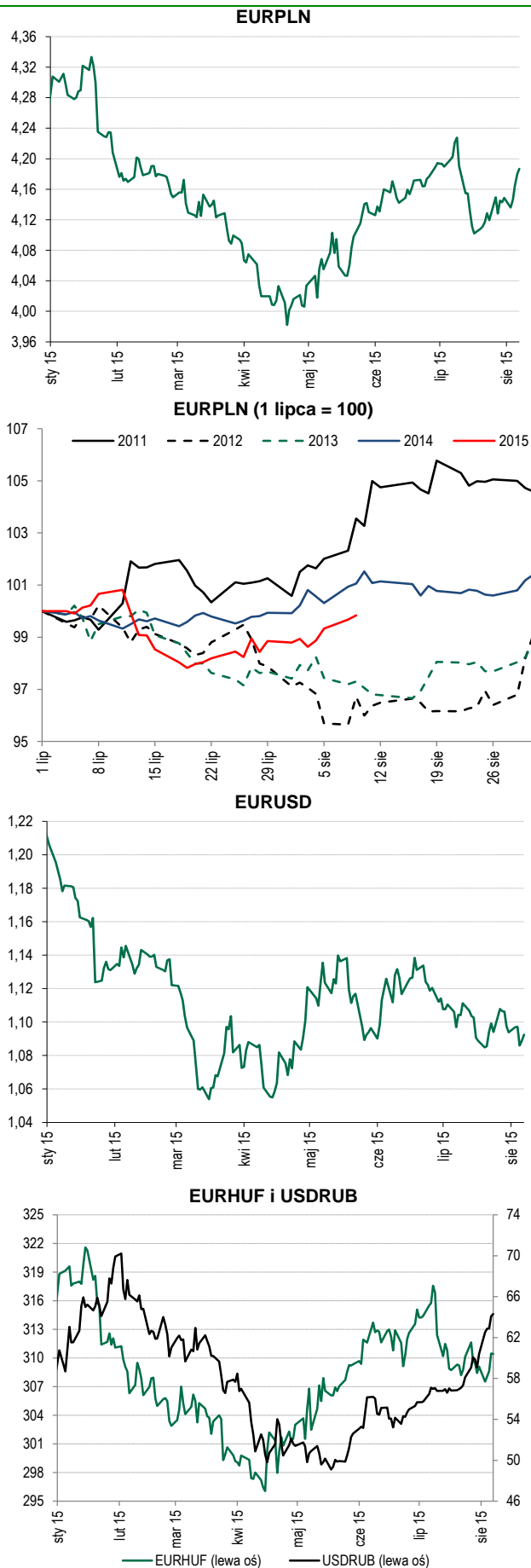
## Cytat tygodnia – Przewalutowanie kredytów może pogorszyć nastroje inwestorów

## EBC, opinia do projektu ustawy o szczególnych zasadach restrukturyzacji walutowych kredytów mieszkaniowych denominowanych w walutach obcych, 05.08

Projekt ustawy może także mieć negatywne konsekwencje, jeżeli doprowadzi do pogorszenia nastrojów inwestorów zagranicznych, spowodowanego postrzeganiem zwiększeniem braku pewności prawnej i ryzyka kraju. Dlatego też EBC sugeruje, aby władze polskie dogłębnie przeanalizowały, jaki wpływ na gospodarkę może mieć wprowadzanie rozwiązań działających z mocą wsteczną.

Zgoda Sejmu na ustawę o restrukturyzacji kredytów walutowych, a zwłaszcza wprowadzone w ostatniej chwili poprawki zwiększające obciążenie systemu bankowego były głównymi czynnikami wpływającymi na krajowy rynek w zeszłym tygodniu. Teraz ustawa wymaga zgody Senatu, który zajmie się tym na posiedzeniu we wrześniu. Senatorzy PO (która ma większość w Senacie) już stwierdzili, że będą chcieli cofnąć poprawki i powrócić do pierwotnej formy ustawy, co jeszcze będzie wymagało potwierdzenia Sejmu. Jeśli tym razem PO zmobilizuje PSL do głosowania po swojej myśli, to szanse na powrót do pierwotnej wersji będą duże. Wówczas głównym źródłem niepewności będzie decyzja Prezydenta. Ustawa (jeszcze przed poprawkami) została skrytykowana przez EBC, który w swojej opinii zauważył, że ma ona moc wsteczną, nie bierze pod uwagę zróżnicowania dochodów kredytobiorców, i może ujemnie wpłynąć na zdolność udzielania kredytów niektórym instytucjom oraz pogorszyć nastroje inwestorów. EBC ocenił także, że kredyty walutowe nie stanowią zagrożenia dla stabilności finansowej kraju. Jednak polscy postawili zlekceważyli opinię EBC.

## Rynek walutowy – Złoty pod presją oczekiwań na podwyżki stóp Fed i polskiej polityki



### Złoty pod presją podwyżki stóp w USA i krajowej polityki

▪ Złoty osłabił się w minionym tygodniu w reakcji na jastrzębi komentarz Dennisa Lockharta z FOMC i obaw o stabilność polskiego systemu bankowego. Czynniki te pchnęły EURPLN do prawie 4,20, najwyższego poziomu od pierwszej dekady lipca. USDPLN wzrósł tymczasowo powyżej 3,85, ale na koniec tygodnia był nieco poniżej lokalnego szczytu z początku lipca. Mniej więcej połowa walut z rynków wschodzących straciła do euro w zeszłym tygodniu i złoty był w połowie tej grupy ze stratą 1%. Niemal wszystkie waluty państw rozwijających się straciły do dolara i złoty miał szósty najgorszy wynik (1,5% straty).

▪ Jak widać na drugim wykresie, w ostatnich czterech latach nie było żadnego stałego schematu zmian EURPLN w okresie lipiec-sierpień. Jednocześnie, złoty tracił w każdym sierpniu badanego okresu i tak też jest do tej pory w tym roku. Sporo polskich danych poznamy w tym tygodniu. Nasze prognozy wskazują, że będą one raczej neutralne (sprzedaż, PKB, produkcja przemysłowa) lub negatywne (saldo obrotów bieżących) dla złotego. Ostatnie głosowanie w polskim Sejmie wywarło dodatkową presję na złotego i ten czynnik może ograniczać potencjał do znacznego i trwalszego spadku EURPLN.

▪ Sądzymy, że w tym tygodniu kurs pozostanie powyżej minimum z poprzedniego tygodnia na ok. 4,10.

### Bardzo stabilny EURUSD

▪ Od początku tygodnia zmienność EURUSD (mierzona jako różnica między tygodniowym szczytem i dołkiem) była wyraźnie mniejsza niż ostatnio. Nawet po opublikowaniu miesięcznych danych z rynku pracy USA, które wywołały spore wahania, tak mierzona zmienność była najniższa od początku roku i kurs wahał się w przedziale 1,085-1,10.

▪ Na koniec tygodnia kurs był tylko nieznacznie powyżej lokalnego minimum na 1,085. Dane z rynku pracy USA zostały pozytywnie zinterpretowane przez rynek, więc w kolejnych dniach kurs może testować te wsparcie. Na ten tydzień zaplanowano kilka publikacji z USA, które mogą przesądzić o tym czy ewentualne próby przebicia 1,08 będą udane.

### Korona stabilna, forint i rubel tracą

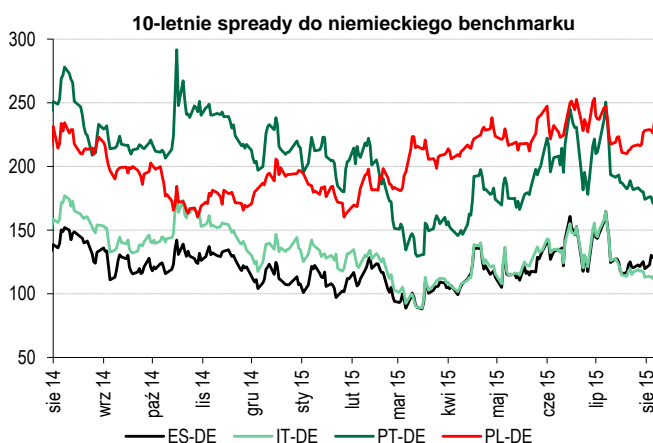
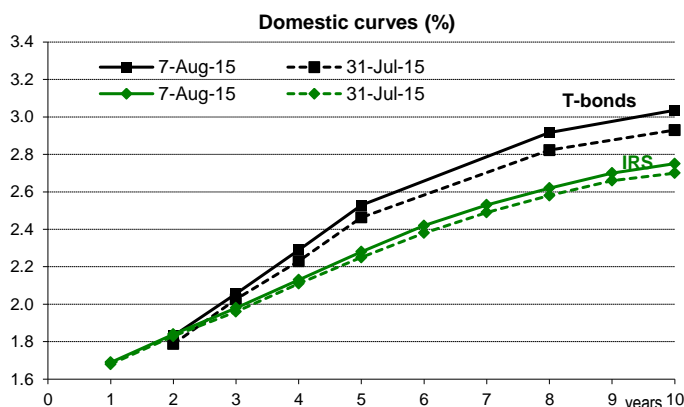
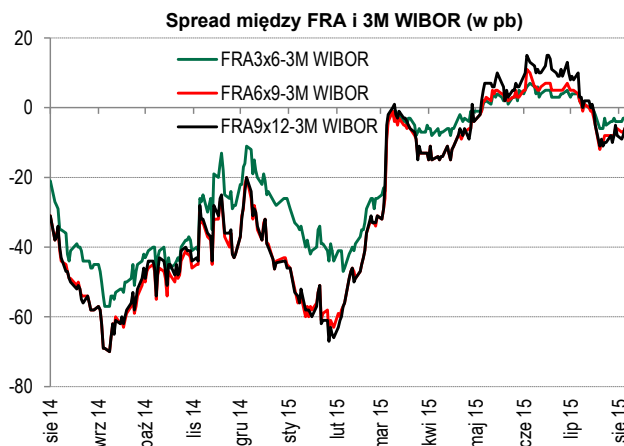
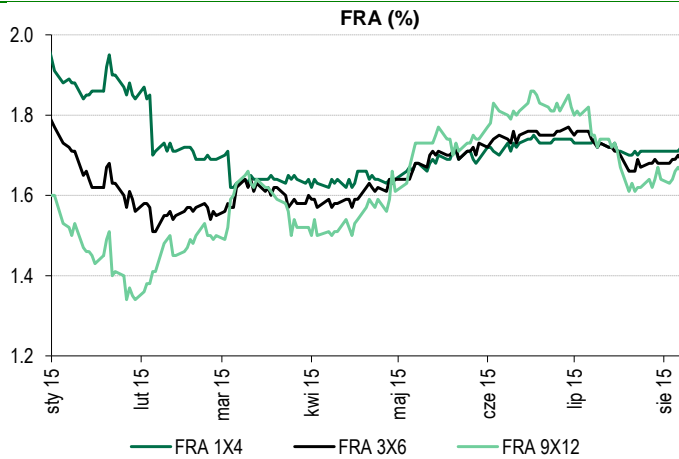
▪ Bank centralny Czech pozostawił stopy bez zmian. Jego prezes powiedział, że w trakcie posiedzenia nie dyskutowano nad możliwością dalszego obniżania stóp procentowych czy nad podniesieniem dolnej granicy tolerowanego poziomu EURCZK. Ton wypowiedzi sprawił, że kurs testował w trakcie dnia 27,0, ale ogólnie sesja nie przyniosła znacznych zmian na czeskim rynku walutowym.

▪ Rubel tymczasem nadal radził sobie bardzo słabo na tle walut z rynków wschodzących. USDRUB wzrósł siódmym tydzień z rządu i przebił 65,0. Kurs osiągnął najwyższy poziom od połowy lutego w wyniku dalszego spadku cen ropy na globalnym rynku.

▪ Forint też stracił w zeszłym tygodniu, kurs EURHUF wzrósł powyżej 311 z ok. 306, ale kurs pozostał wyraźnie poniżej lokalnego maksimum na 318.

▪ W tym tygodniu poznamy dane inflacyjne dla Czech i Węgier. Ostatnie sygnały z tamtejszych banków centralnych były dość konkretne (zakończenie cyklu obniżek stóp na Węgrzech i brak dyskusji o ich obniżkach w Czechach), więc odczyty CPI raczej nie będą w tym tygodniu istotnymi czynnikami wpływającymi na koronę i forinta.

## Rynek stopy procentowej – Strategia stromienia krzywych wciąż aktualna



## Rentowności i IRS najwyżej od połowy lipca

W minionym tygodniu stawki WIBOR pozostały stabilne, podczas gdy stawki FRA wzrosły o 1-3 pb wzdłuż krzywej, w reakcji na wzrosty IRS. Jednakże inwestorzy utrzymali swoje oczekiwania, że RPP rozpocznie normalizację polityki pieniężnej na przełomie 2016-2017.

Wbrew naszym oczekiwaniom rentowności obligacji i stawki IRS kontynuowały osłabienie w pierwszym tygodniu sierpnia. To wynikało ze wzrostu ryzyka, że Fed może podwyższyć stopy już na wrześniowym posiedzeniu i obaw inwestorów zagranicznych o stabilność polskiego systemu bankowego. W konsekwencji rentowność 10-letniego benchmarku oraz IRS 10L osiągnęły najwyższe poziomy od połowy lipca. Dane z rynku pracy w USA były zbliżone do oczekiwań, a odczyt na tyle wysoki, aby skłonić Fed do podwyżki stóp we wrześniu. Reakcja rynku na te dane była umiarkowana, w tym krajowa 10-latkka nieco umocniła się, a jej rentowność spadła poniżej 3,05%.

Ubiegły tydzień przyniósł dość znaczące wystromienie krzywych, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Długi koniec tracił bowiem mocniej niż krótki. Co więcej, krajowy dług nie zyskał na umocnieniu rynków bazowych i peryferyjnych, co w rezultacie skutkowało rozszerzeniem spreadów wobec niemieckich obligacji. Spread ten rozszerzył się do prawie 240 pb dla sektora 10L, najwyższego poziomu od początku lipca.

Ministerstwo Finansów z sukcesem uplasowało długoterminowe obligacje na sierpniowej aukcji. Resort finansów sprzedał 10-letni benchmark DS0725 i nową serię obligacji o zmiennym oprocentowaniu WZ0126 o łącznej wartości ok. 4,65 mld zł (na aukcji regularnej i uzupełniającej). Rentowność aukcyjna DS0725 wyniosła 3,076%, blisko poziomu z rynku wtórnego. Łączny popyt wyniósł ponad 6,7 mld zł. Sądzymy, że popyt na obligację zmiennokuponową pochodził głównie ze strony inwestorów krajowych, za to DS0725 nabyła głównie zagranica. Z naszych szacunków wynika, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe państwa są po tej aukcji pokryte w 84%.

## Krajowe dane raczej neutralne dla rynku

Podtrzymujemy naszą prognozę, że stawki WIBOR będą poruszały się w trendzie bocznym w najbliższych miesiącach. Natomiast w średnim i długim terminie utrzymujemy, że WIBORY wzrosną nieznacznie. Zmienność na rynku FRA utrzyma się na podwyższonym poziomie, a kierunek rynku będzie zależał od nastrojów na rynku IRS.

W tym tygodniu zostaną opublikowane dane z krajowej gospodarki, włączając lipcową inflację i wstępny odczyt PKB za II kw. 2015 r. Nasze prognozy wskaźnika inflacji i wzrostu PKB są zgodne z konsensusem rynkowym (i wynoszą odpowiednio -0,8% r/r oraz 3,6% r/r), podczas gdy nasza prognoza bilansu płatniczego jest mniej optymistyczna niż założył rynek. Podsumowując, spodziewamy się mieszanych danych, które prawdopodobnie nie zmienią naszych oczekiwań co do rozwoju krajowej gospodarki. W związku z tym krótki koniec krzywych powinien pozostać względnie stabilny, oscylując blisko bieżących poziomów.

Środek i długi koniec krzywych będą bardziej zmienne, w zależności od globalnych nastrojów. Dane makro z Europy (włączając wstępne odczyty PKB za II kw.) powinny potwierdzić stopniowe ożywienie w strefie euro. To w połączeniu z oczekiwaniami na wcześniejsze podwyżki stóp w USA mogą podwyższyć rentowności na rynkach bazowych i negatywnie wpływać na wycenę krajowych obligacji i IRS w najbliższych tygodniach. W konsekwencji strategii stromienia krzywych wciąż jest obowiązująca.

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)