

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 17 – 23 sierpnia 2015

Na skutek dewaluacji juana sytuacja w Chinach stała się głównym tematem ubiegłego tygodnia. Kurs USDCNY wzrósł do najwyższego poziomu od 2011 r. i zwiększyły się obawy inwestorów odnośnie problemów gospodarki chińskiej. Niektórzy uczestnicy rynku uważają wręcz, że te wydarzenia mogą zmniejszyć chęć FOMC do podwyższenia stóp już na posiedzeniu we wrześniu. My wciąż jednak uważamy, że podwyżka będzie jednak miała miejsce na najbliższym posiedzeniu. Grecja zawarła porozumienie z wierzycielami, więc ten temat prawdopodobnie zniknie z nagłówków, przynajmniej na jakiś czas. Wzrost PKB w strefie euro w II kw. potwierdził dalsze ożywienie, co obniżyło obawy inwestorów o sytuację gospodarczą w unii walutowej. Dane makro dla Polski były raczej rozczarowujące, z niższym od oczekiwań wzrostem PKB w II kw. i wyższym deficytem obrotów bieżących w czerwcu, przy niższej deflacji w lipcu. Dane wsparły oczekiwania rynku na obniżkę stóp w Polsce w przyszłym roku, co nie jest jednak naszym scenariuszem. W kraju ważnym wydarzeniem była także fala upałów, gdyż niski poziom wód przełożył się na problemy z chłodzeniem bloków energetycznych i co za tym idzie niższą podaż energii elektrycznej, co miało pewien wpływ na Polski przemysł (choć prawdopodobnie nie był on znaczący).

W tym tygodniu zobaczymy mało danych z zagranicy. Z USA dane z rynku nieruchomości i tygodniowe dane o bezrobociu, które zapewne będą miały wpływ na oczekiwania co do terminu pierwszej podwyżki w USA. Ponadto opublikowane zostaną minutes z lipcowego posiedzenia FOMC. W Polsce zobaczymy szereg istotnych danych z lipca – produkcję przemysłową i budowlaną, sprzedaż detaliczną, dane z rynku pracy. Spodziewamy się nieco słabszych odczytów, głównie pod wpływem efektów statystycznych, ale ogólnie dane powinny pokazać kontynuację solidnego wzrostu PKB w III kw.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (17 sierpnia)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							
<b>WTOREK (18 sierpnia)</b>							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VII	% r/r	3,4	3,3	2,5
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VII	% r/r	0,9	0,9	0,9
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VII	tys.	1190	-	1174
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	VII	tys.	1230	-	1337
<b>ŚRODA (19 sierpnia)</b>							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	VII	% r/r	4,7	4,3	7,6
14:00	PL	Produkcja budowlana	VII	% r/r	0,0	-3,4	-2,5
14:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	VII	% r/r	5,3	5,4	6,6
14:00	PL	PPI	VII	% r/r	-1,6	-1,9	-1,6
14:30	US	CPI	VII	% m/m	0,2	-	0,3
20:00	US	Minutes FOMC					
<b>CZWARTEK (20 sierpnia)</b>							
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	272	-	274
16:00	US	Sprzedaż domów	VII	mln	5,43	-	5,49
16:00	US	Indeks Philly Fed	VIII	pkt	6,8	-	5,7
<b>PIĄTEK (21 sierpnia)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							

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

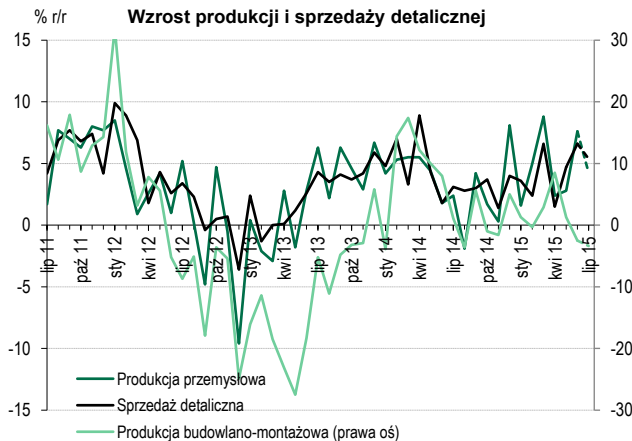
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Produkcja, sprzedaż, statystyki rynku pracy

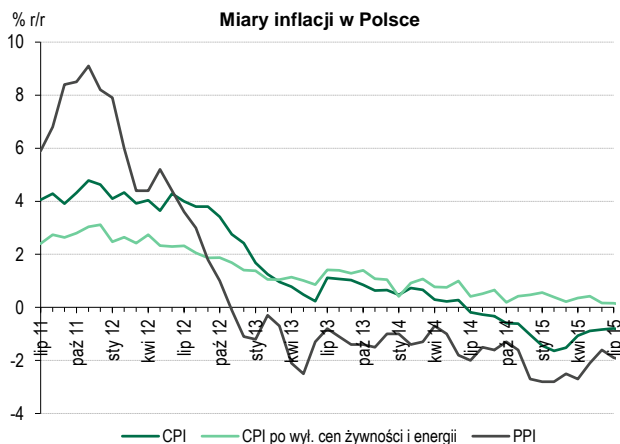


■ W tym tygodniu zobaczymy ważne dane o aktywności na początku III kw.: lipcowe produkcja w przemyśle i budownictwie, sprzedaż detaliczna. Oczekujemy spowolnienia wobec czerwca. Dla produkcji przemysłowej i budowlanej będzie to wynikało z neutralnego efektu dni roboczych (w czerwcu był pozytywny). Dane wciąż powinny wskazywać na ożywienie. Jeśli chodzi o sprzedaż, spodziewamy się spowolnienia między innymi za sprawą sprzedaży samochodów: w czerwcu była ona wyjątkowo wysoka, a dane Samar za lipiec sugerują słabszy odczyt w lipcu.

■ Dane o płacach zapewne pokażą przyspieszenie wobec czerwca, kiedy to odczyt był niższy ze względu na wcześniejszą płatność bonusów w górnictwie. Wzrost zatrudnienia utrzyma się naszym zdaniem bez zmian.

■ Ogólnie dane powinny potwierdzić kontynuację ożywienia i zmyć wrażenie słabszego PKB.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Sporo niespodzianek w danych

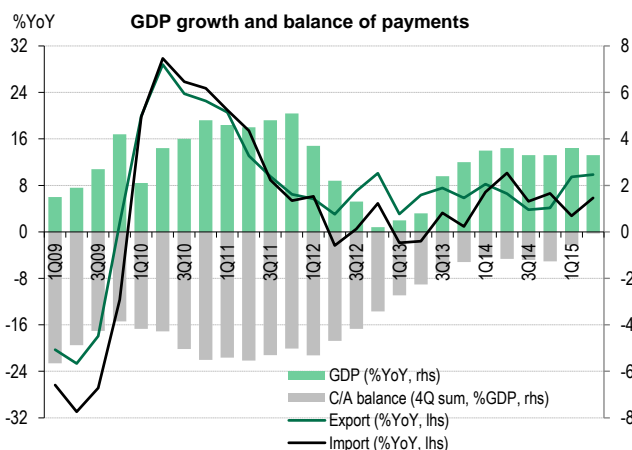


■ Inflacja wyniosła w lipcu -0,7% r/r, co było wynikiem nieco powyżej oczekiwań, zarówno naszych, jak i rynkowych. Głównymi czynnikami odpowiedzialnymi za to był wyraźny wzrost cen w kategoriach zdrowie i łączność. Te czynniki podniosły inflację bazową do 0,4% r/r.

■ Dodatkowym czynnikiem za niższą inflacją w najbliższych miesiącach jest wczorajsza decyzja URE o obniżeniu cen gazu dla odbiorców detalicznych o 3,1-4,5%. Nowe taryfy zostaną wprowadzone nie wcześniej niż 14 dni i nie później niż w terminie 45 dni od zatwierdzenia URE, tj. będą widoczne w danych o CPI za wrzesień, październik najpóźniej. Zakładamy, że spadki cen gazu rozłożą się po równo w tych miesiącach. W naszej ocenie ogólny wpływ na CPI wyniesie 0,1pp, 50% więcej, niż wcześniej oczekiwaliśmy. Pomimo tych zmian podtrzymujemy naszą prognozę, że inflacja komentowana na koniec roku osiągnie ok. 0,5% r/r.

■ Saldo obrotów bieżących pokazało deficyt 849 mln €, podczas gdy rynek spodziewał się nadwyżki 353 mln € (a my nieco mniejszej, 77 mln €). Wynikało to głównie z wyraźnego wzrostu importu (o 10% r/r), co może świadczyć o sile popytu krajowego. Warto jednak wspomnieć, że import w poprzednim miesiącu był wyjątkowo niski i mogły nastąpić pewne przesunięcia. Eksport był nieco mniejszy od oczekiwań, ale rośnie solidnie (o ponad 10% r/r).

■ Wzrost PKB w Polsce w II kw. osiągnął 3,3% r/r, znacznie poniżej oczekiwań 3,6% r/r i po spowolnieniu z 3,6% r/r w I kw. Szczegółowe dane o strukturze wzrostu zostaną opublikowane za dwa tygodnie. Dane odsezonowane pokazały całkiem dobry wzrost o 0,9% kw/kw i 3,6% r/r (wobec 1,0% kw/kw i 3,4% r/r w I kw.). Już od dwóch lat krajowy wzrost PKB utrzymuje się w przedziale 0,7-1,0%.



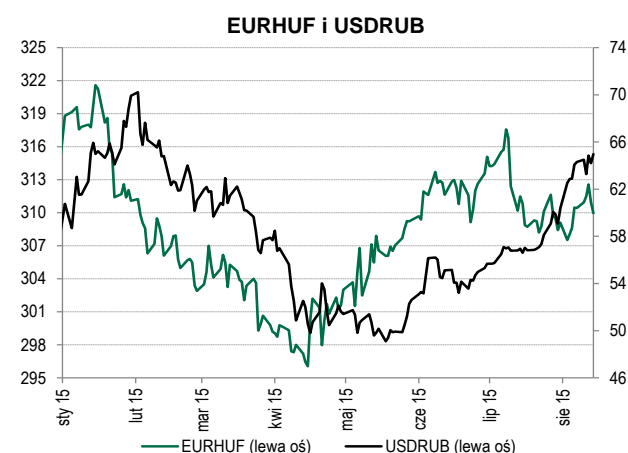
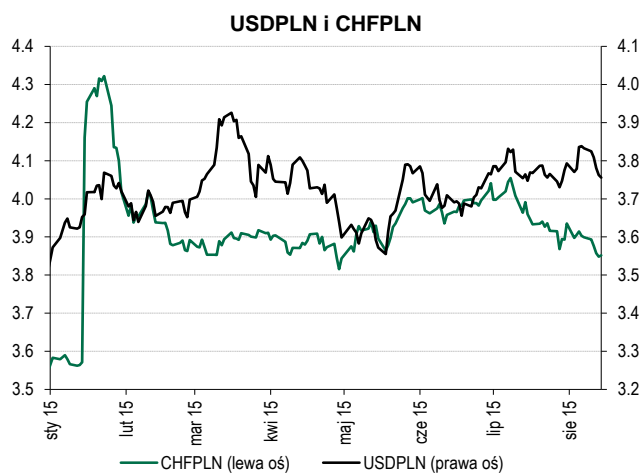
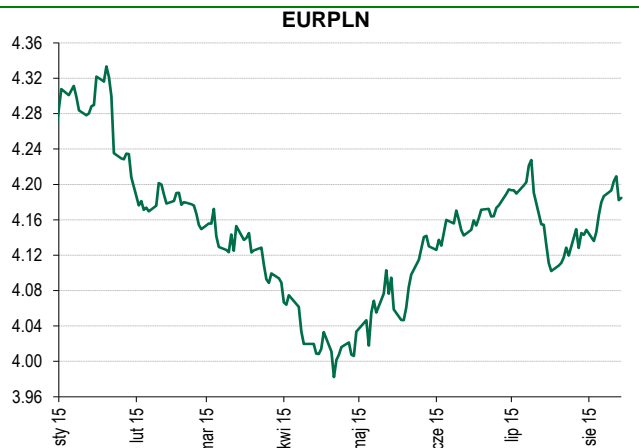
## Cytat tygodnia – Banki mogą ponieść 2/3 strat z restrukturyzacji kredytów walutowych

**Genowefa Tokarska, posłanka PSL, 12.08.2015, Bloomberg**

Banki mogą ponieść 2/3 strat z tytułu przewalutowania kredytów. Moja partia prawdopodobnie nie poprze powrotu do pierwotnej wersji ustawy.

Ustawa o restrukturyzacji kredytów walutowych opuściła już Sejm, ale posłowie nadal mają sporo pomysłów jak ją zmienić. Ustawa jest już w Senacie, który może wprowadzić własne poprawki, które jeszcze będą musiały zostać zatwierdzone przez Sejm. PO (które ma większość w Senacie) chce odrzucenia poprawek (łącznie z tą przeliczającą 90% kosztów na banki), ale potrzebuje do tego poparcia PSL w Sejmie. Wydaje się, że PSL poprze obniżenie kosztów dla banków (wg propozycji PSL do 67%), ale nie do pierwotnego poziomu 50%. SLD chce z kolei wprowadzenia możliwości restrukturyzacji także dla dłużników o niskich dochodach. Związek Banków Polskich sugeruje z kolei zawężenie kryteriów do niskiego dochodu.

## Rynek walutowy – Złoty i waluty CEE pod wpływem globalnych czynników

**Złoty tracił w wyniku obaw o globalny wzrost**

▪ Krajowa waluta dość znacząco straciła na wartości wobec euro w pierwszej połowie minionego tygodnia. Złoty osłabił się do 4,21 za euro w wyniku pogorszenia globalnych nastrojów po nieoczekiwanej decyzji banku centralnego Chin, który zdecydował o znaczącej dewaluacji tamtejszej waluty. To osłabienie okazało się jednak krótkotrwałe i złoty odrobił większość start w drugiej połowie tygodnia pomimo rozczarowujących danych z kraju (niższy wzrost PKB za II kw., większy deficyt na rachunku bieżącym). Na zakończenie tygodnia kurs EURPLN spadł nieco poniżej 4,18.

▪ Złoty zyskał dość znacząco wobec innych głównych walut, w szczególności do dolar (o 2% w skali tygodnia). To wynikało z wyraźnego wzrostu EURUSD. Kurs USDPLN obniżył się do prawie 3,74, najniższego poziomu od końca lipca.

▪ W tym tygodniu zostanie opublikowany kolejny set krajowych danych. Nasze prognozy (włączając dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i sprzedaży detalicznej za lipiec) są bliskie konsensusom rynkowym. Uważamy, że tylko znacząco słabsze odczyty tych danych mogą wywołać negatywną reakcję rynków w wyniku powrotu na rynek obaw o siłę i trwałość ożywienia krajowej gospodarki. Uwaga inwestorów będzie również skierowana na globalne wydarzenia, w tym publikację danych z USA i opisu dyskusji z lipcowego posiedzenia FOMC. W naszej ocenie podwyżka stóp procentowych przez Fed we wrześniu jest możliwa, dlatego też potwierdzenie takiego scenariusza może negatywnie wpłynąć na notowania złotego. Jednakże, analiza techniczna nie pokazuje istotnych zmian na wykresie EURPLN. Silny opór dla kursu znajduje się na 4,24 (lokalne maksimum z połowy lipca), podczas gdy istotne wsparcie to 4,12.

**Amerykański dolar pod presją dewaluacji juana**

▪ W minionym tygodniu amerykańska waluta znalazła się pod presją decyzji banku centralnego Chin, który zdecydował się na dewaluację tamtejszej waluty, ale również zmienił mechanizm ustalania poziomu referencyjnego. Ryzyko słabszego wzrostu w Chinach i na świecie osłabiło dolara, bowiem w ocenie inwestorów oddalają się podwyżki stóp Fed. Z drugiej strony euro zyskiwało na informacjach o zawarciu porozumienia pomiędzy Grecją a jej wierzycielami odnośnie trzeciego pakietu pomocowego w wysokości 85 mld €. W konsekwencji, kurs EURUSD przebił lokalny szczyt z końca lipca na 1,113 i osiągnął 1,12, najwyższy poziom od pierwszej dekady lipca. Na koniec tygodnia część inwestorów zdecydowała się na realizację zysków, jednak kurs pozostał w okolicach 1,115.

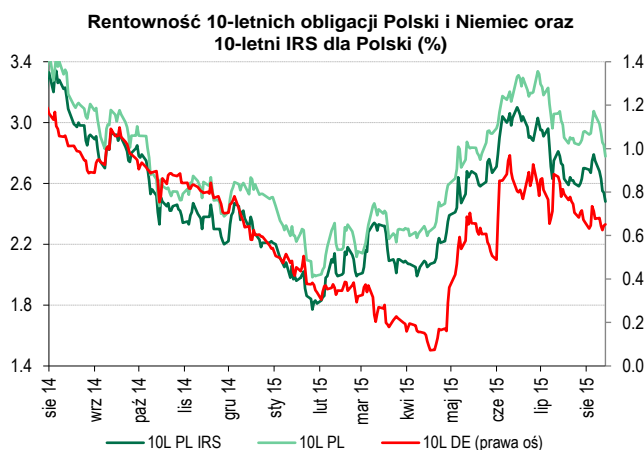
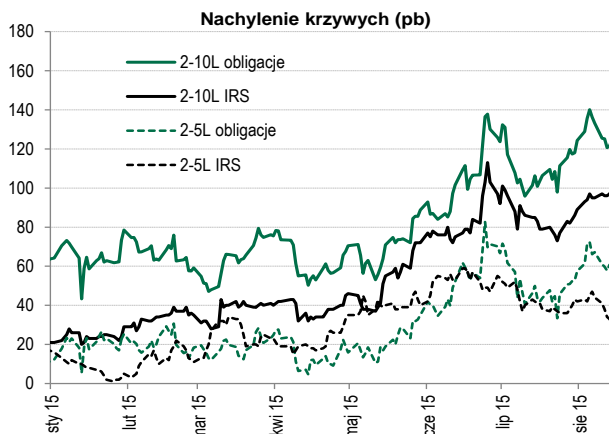
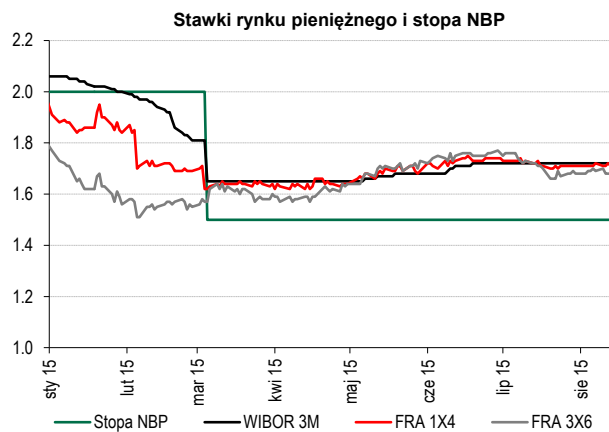
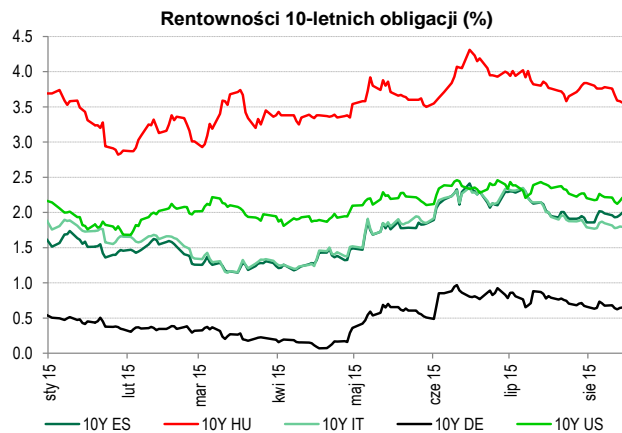
▪ W tym tygodniu Chiny pozostają w centrum uwagi, tym bardziej, że inwestorzy obawiają się dalszej zmiany reżimu dla CNY oraz przesunięcia podwyżek stóp w USA, ze względu na spowolnienie tamtejszej gospodarki. W naszej ocenie podwyżka stóp we wrześniu jest wciąż możliwa, a opis dyskusji FOMC w lipcu powinien potwierdzić taki scenariusz. W związku z tym po tygodniu umocnienia euro, możliwa jest realizacja zysków na EURUSD.

**Zróznicowany obraz na walutach CEE**

▪ Miniony tydzień był dość zróżnicowany dla pozostałych walut regionu. Węgierska waluta odrobiła większość start jednak kurs EURHUF pozostał powyżej 310 po słabych danych o PKB za II kw. w tym samym czasie kurs EURCZK wahał się nieznacznie powyżej poziomu referencyjnego na 27, a rubel osłabił się znacząco wobec dolara, osiągając prawie 65 w wyniku spadków cen ropy.

▪ W tym tygodniu waluty CEE znajdują się pod wpływem czynników globalnych ze względu na brak istotnych danych z tamtejszych gospodarek. W naszej ocenie EURCZK zakotwiczyła się na 27,01, podczas gdy EURHUF i USDRUB pozostaną bardziej wrażliwe na dane z gospodarki USA.

## Rynek stopy procentowej – Pozytywne nastroje po słabym odczycie PKB



### Rentowności i stawki IRS mocno w dół

▪ Polskie IRS i rentowności zanotowały w minionym tygodniu znaczne spadki. Głównym czynnikiem napędzającym ten ruch była decyzja chińskiego banku centralnego, która spowodowała m.in. silne osłabienie juana oraz wzbudziła obawy o perspektywy globalnego wzrostu. Spadające ceny surowców zmniejszyły w ocenie inwestorów szanse na wrześnieową podwyżkę stóp przez Fed, doprowadzając do znacznego umocnienia globalnego rynku obligacji. Niższy od oczekiwań wstępny odczyt PKB za II kw. dodatkowo wzmocnił trend spadkowy rentowności i stawek IRS. W rezultacie rynek stopy procentowej znacząco się umocnił: krzywa IRS przesunęła się w dół o 8-27 pb, a obligacyjna o 8-26 pb w ciągu tygodnia. Rentowność 10-letniego benchmarku tymczasowo spadła do 2,75%, najniższego poziomu od maja, kończąc tydzień w okolicach 2,78%.

▪ Obie krajowe krzywe wyplaszczyły się – spready 2-10 i 2-5 zawężyły się dość znacząco, w ślad za rynkami bazowymi. Co więcej spread wobec niemieckich obligacji również się zawężył, odzwierciedlając spadek awersji do ryzyka. Dla sektora 10L spread ten spadł do 213 pb, po raz pierwszy od połowy lipca.

▪ W przypadku stawek WIBOR od 1 do 12 miesięcy, zmieniła się jedynie półroczna, która wzrosła o 1 pb. Jednocześnie, trend spadkowy FRA uległ wzmocnieniu i w efekcie rynek oddalił w czasie oczekiwane podwyżki stóp procentowych przez RPP. Jeszcze w poprzednim tygodniu FRA wyceniały zacieśnienie polityki pieniężnej o 25 pb za 18 miesięcy, a teraz rynek daje 90% szans na podwyżkę za 21 miesięcy. Z drugiej strony, po słabszych danych o PKB za II kw. rynek FRA wskazuje, że jest ok. 50% szans na wznowienie cyklu obniżek stóp NBP w ciągu najbliższych 9 miesięcy.

▪ W połowie lipca pisaliśmy, że 10-letni spread asset swap może spaść w wyniku ograniczenia ryzyka Grexitu. Kolejne tygodnie przyniosły zawężenie do sugerowanych przez nas poziomów, tj. 20 pb, ale ruch ten okazał się jedynie chwilowy i spread jest już ponownie blisko oporu na ok. 33 pb.

### Dane z USA mogą dać impuls do realizacji zysków

▪ Rentowności polskich obligacji 5- i 10-letnich zakończyły tydzień blisko lokalnych minimów, najniższych poziomów od maja (na odpowiednio 2,29% i 2,78%). Publikacje wielu ważnych krajowych danych są zaplanowane na ten tydzień. Nasze prognozy odczytów krajowych są bliskie konsensusowi, więc dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej nie powinny istotnie wpłynąć na rynek.

▪ Uważamy, że podobnie jak w poprzednim tygodniach, inwestorzy będą dużo bardziej wrażliwi na odczyty z USA oraz publikację minutes z ostatniego posiedzenia FOMC. W ostatnim tygodniu nasiliły się obawy o chiński wzrost gospodarczy, co zmniejszyło szanse na wrześnieową podwyżkę stóp Fed. Ważne dane z USA mogą w istotnym stopniu wpłynąć na perspektywy amerykańskiej polityki pieniężnej i wywołać spory wzrost wahań na światowym (i polskim) rynku stopy procentowej. Do silniejszych ruchów przyczynić się może również bardzo niska płynność. Jeśli dane z USA zaskoczą na plus, wtedy może to być impuls do realizacji zysków z ostatniego umocnienia na rynku obligacji. Mogłoby to też skutkować wystronieniem się krzywych wobec większego osłabienia na długim końcu.

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)