

TYGODNIK EKONOMICZNY

24 – 30 sierpnia 2015

Nastroje na światowych rynkach finansowych pozostają negatywne, a lista czynników ryzyka wydłuża się: niepewność polityczna wobec przyspieszonych wyborów w Grecji i Turcji, wzrost napięcia między Północną a Południową Koreą, spowolnienie w Chinach i odpływ kapitału z rynków wschodzących. Wszystkie te czynniki mogą dalej ciążyć złotemu w krótkim okresie. Jeśli chodzi o sytuację w kraju, po nieco rozczarującym wstępnym odczycie PKB za II kw. 2015, dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej za lipiec były poniżej oczekiwań, sugerując że III kw. mógł mieć nieco słabszy start niż oczekiwano. Ostatnie dane przesunęły bilans ryzyka dla PKB w dół, ale uważamy, że jest zbyt wcześnie by mówić o stagnacji w Polsce. Zwłaszcza, że sytuacja rynku pracy jest wciąż bardzo dobra, konsumenci są coraz bardziej optymistyczni a wskaźniki koniunktury za sierpień nie pokazały obniżenia aktywności gospodarczej. Uważamy, że gospodarka przyspieszy w II połowie 2015 r., wspierana przez ożywienie wzrostu w strefie euro (pozytywne dla polskiego eksportu) i silny popyt krajowy.

Piątkowe dane o PKB będą najważniejszą publikacją tygodnia. Wstępny odczyt rozczarował, pokazując spowolnienie wzrostu do 3,3% r/r i widzimy małą szansę na rewizję w górę (co miało miejsce w przypadku danych za I kw. 2015 r.) po tym, jak czerwcowe dane o bilansie płatniczym pokazały niższą od oczekiwań nadwyżkę w handlu zagranicznym. Jednak spodziewamy się solidnego wzrostu konsumpcji i inwestycji, co może osłabić oczekiwania na dalsze luzowanie monetarne w Polsce. Ten tydzień będzie jednak zdominowany przez publikacje danych za granicą, głównie w USA, co może wprowadzić więcej zmienności na rynku globalnym i polskim.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (24 sierpnia)							
Brak publikacji ważnych danych							
WTOREK (25 sierpnia)							
8:00	DE	PKB	II kw.	% r/r	1,6	-	1,1
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VII	%	10,1	10,1	10,3
10:00	DE	Indeks Ifo	VIII	pkt	107,5	-	108,0
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	1,35	-	1,35
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VII	tys.	515	-	482
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	VIII	pkt	93,0	-	90,9
ŚRODA (26 sierpnia)							
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	VII	% m/m	-0,5	-	3,4
CZWARTEK (27 sierpnia)							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	3,2	-	0,6
14:30	US	Drugi szacunek PKB	II kw.	% r/r	-	-	277
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VII	% m/m	1,5	-	-1,8
PIĄTEK (28 sierpnia)							
9:00	CZ	PKB	II kw.	% r/r	4,4	-	4,0
10:00	PL	PKB	II kw.	% r/r	3,3	3,3	3,6
10:00	PL	Konsumpcja prywatna	II kw.	% r/r	3,1	3,0	3,1
10:00	PL	Inwestycje	II kw.	% r/r	9,8	9,0	11,4
14:30	US	Dochody osobiste	VII	% m/m	0,4	-	0,4
14:30	US	Wydatki konsumentów	VII	% m/m	0,4	-	0,2
16:00	US	Indeks nastroju Michigan	VIII	pkt	93,2	-	92,9

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

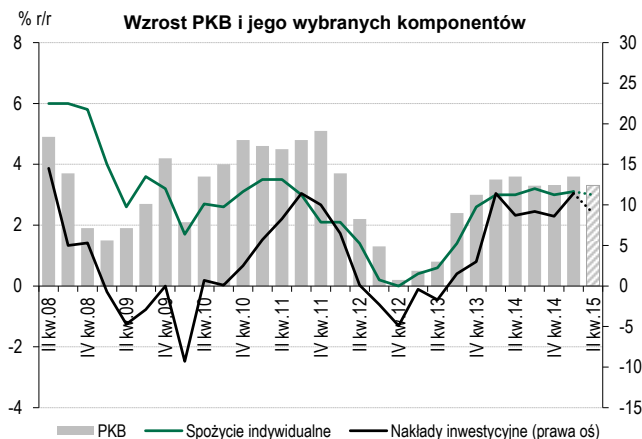
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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

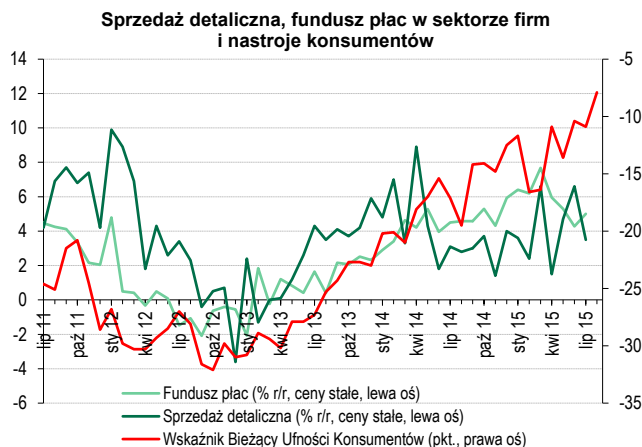
Wydarzenia nowego tygodnia – Szczegółowe dane o PKB, stopa bezrobocia



▪ Piątkowe dane o PKB będą kluczową publikacją tygodnia. Pierwszy odczyt rozczarował, pokazując spowolnienie do 3,3% r/r i naszym zdaniem przestrzeń do rewizji w górę nie jest zbyt duża (w przeciwieństwie do I kw. 2015) po tym, jak czerwcowe dane o bilansie płatniczym pokazały mniejszą od oczekiwań nadwyżkę w handlu zagranicznym. Szacujemy, że wzrost konsumpcji pozostał mocny w II kw., w okolicach 3% r/r, a wzrost inwestycji spowolnił tylko nieznacznie w okolicach 9% r/r, a spowolnienie wzrostu PKB wynikało przede wszystkim z niższego wkładu eksportu netto.

▪ Inne dane krajowe, włączając stopę bezrobocia rejestrowanego i miesięczny biuletyn statystyczny, prawdopodobnie pozostaną w cieniu danych z zagranicy. Stopa bezrobocia zapewne spadła do 10,1%, najniższego poziomu od grudnia 2008 r. i zgodnie z szacunkiem Ministerstwa Pracy.

Ostatni tydzień w gospodarce – Sprzedaż detaliczna słabsza mimo optymizmu konsumentów



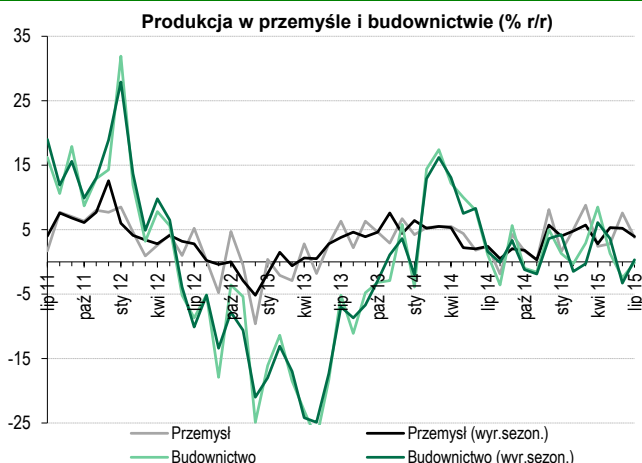
▪ Lipcowe dane z rynku pracy były zgodne z oczekiwaniami – wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył do 3,3% r/r z 2,5% r/r w czerwcu a tempo wzrostu zatrudnienia utrzymało się na 0,9% r/r. W ujęciu miesięcznym liczba zatrudnionych wzrosła aż o 5,6 tysiąca, co jest najlepszym wynikiem od 2010 r. Popyt na pracę jest wciąż silny, choć my spodziewamy się spowolnienia tempa wzrostu zatrudnienia w najbliższych miesiącach, co ma związek z malejącymi zasobami wolnych rąk do pracy. W średnim okresie będzie to miało przełożenie na silniejszą presję płacową.

▪ Dobra sytuacja finansowa gospodarstw domowych i solidny wzrost gospodarczy to czynniki wspierające optymizm konsumentów. Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej wzrósł w sierpniu do najwyższego poziomu od września 2008 r., a ocena sytuacji finansowej gospodarstw domowych osiągnęła najwyższy poziom w historii badania (1997 r.).

▪ Sprzedaż detaliczna rozczarowała w lipcu, spowalniając do 3,5% r/r (w cenach stałych), ale biorąc pod uwagę dobrą sytuację rynku pracy i poprawiające się nastroje konsumentów uważamy, że sprzedaż detaliczna może przyspieszyć w kolejnych miesiącach.

▪ Produkcja przemysłowa urosła w lipcu o 3,8% r/r (3,9% r/r po odsezonowaniu), czyli nieco poniżej prognoz. Tymczasem tempo wzrostu produkcji budowlanej poprawiło się do -0,1% r/r (0,3% r/r po odsezonowaniu).

▪ Dane za lipiec sugerują, że po nieco rozczarującym odczycie PKB za II kw., III kw. również rozpoczyna się nieco słabiej niż oczekiwano. Ostatnie dane przesunęły bilans ryzyka dla wzrostu PKB nieco w dół, ale wciąż uważamy, że jest zbyt wcześnie, by mówić o stagnacji w krajowej gospodarce i że tempo wzrostu PKB w II połowie 2015 r. będzie wyższe niż w I półroczu, wspierane ożywieniem w strefie euro i wciąż mocnym popytem krajowym.



Cytat tygodnia – Jest miejsce na obniżkę czy na podwyżkę?

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 20.08.2015, PAP

Deklarowana przez RPP stabilizacja stóp pozostaje aktualna. Jeżeli rozluźnienie fiskalne (...) okazałoby się nadmierne, to otwartą staje się sprawa zacieśnienia polityki pieniężnej na początku 2016 r., a nie jej poluzowania.

Jerzy Osiatyński, członek RPP, 18.08.2015, Reuters

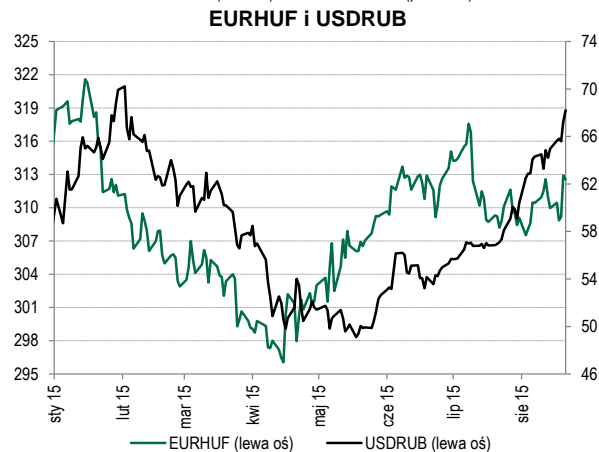
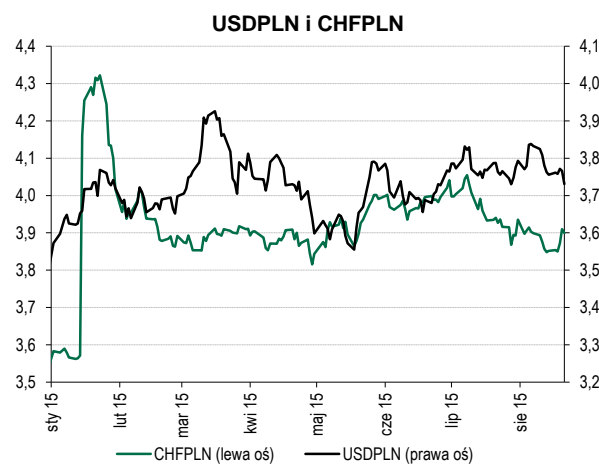
Moim zdaniem nie ma w tej chwili powodów, żeby podnosić stopy. Natomiast ze względu na te dwa czynniki, o których mówiłem wcześniej (zawierowania na rynkach azjatyckich i luzowanie ilościowe w strefie euro), jestem gotów sprawdzać czy istnieje przestrzeń, i jaka, do ruchu w przeciwną stronę.

Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, 17.08.2015, PAP

Nie można definitywnie stwierdzić, że RPP w obecnym składzie nie dokona już żadnej zmiany, jeśli chodzi o politykę pieniężną. Rada na bieżąco obserwuje to, co się dzieje w gospodarce i na rynkach finansowych i zawsze może zareagować, jeśli będzie tego wymagała sytuacja.

Ostatnie zamieszanie na rynkach wschodzących i rozczarowania krajowymi danymi gospodarczymi wzmocniły oczekiwania rynkowe na obniżki stóp procentowych w Polsce w 2016 r., po tym jak obecni członkowie RPP zostaną zastąpieni (prawdopodobnie) bardziej gołębi. Obecna RPP zapewne utrzyma stopy procentowe bez zmian do końca kadencji (pomimo ostatnich komentarzy niektórych członków, że nie jest to na 100% pewne), i uważamy, że nie będzie potrzeby łagodzenia polityki pieniężnej w 2016 r., jako że wzrost gospodarczy powinien pozostać solidny, a inflacja powinna rosnąć w kierunku celu. Jednak podwyżki stóp w 2016 wydają się coraz mniej pewne i mogą całkiem zniknąć z horyzontu jeśli wzrost gospodarczy lub inflacja okażą się niższe niż się spodziewamy.

Rynek walutowy – Złoty traci do euro i zyskuje do dolara

**EURPLN blisko lokalnego szczytu**

▪ Krajowa waluta osłabiła się w minionym tygodniu do euro i umocniła do dolara. EURPLN wzrósł powyżej 4,21, tylko nieznacznie poniżej lokalnego szczytu na ok. 4,22, w wyniku obaw o globalny wzrost gospodarczy i rosnące ryzyko geopolityczne. Złoty był też pod presją słabszych od oczekiwań danych z polskiej gospodarki o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. USDPLN tymczasem spadł do 3,72, tylko nieco powyżej lokalnego minimum na ok. 3,70, dzięki wzrostom EURUSD.

▪ Inne waluty CEE też były pod presją globalnej awersji do ryzyka i słabego nastroju na rynkach wschodzących. EURHUF wzrósł do 313 z 308 a USDRUB powyżej 68 z 65. Miniony tydzień był już dziewiątym z rzędu, kiedy rubel tracił do dolara. Rosyjska waluta traci nawet gdy dolar nie zyskuje na globalnym rynku, a kluczowym czynnikiem pchającym USDRUB w górę jest obecnie spadająca cena ropy, która jest już tylko nieznacznie powyżej tegorocznego minimum na prawie 45\$.

▪ Dane z USA dominują w kalendarzu na ten tydzień, więc perspektywy polityki pieniężnej Fed będą zapewne głównym czynnikiem wpływającym na rynek w najbliższych dniach. Minutes z ostatniego posiedzenia FOMC były w ocenie inwestorów raczej gołębnie, ale nie zdołało to poprawić nastrojów na rynkach wschodzących. Więcej słabych danych z USA może jeszcze bardziej osłabić oczekiwania na wrześniową podwyżkę stóp Fed i osłabić dolara, ale niekoniecznie muszą być pozytywne dla walut państw rozwijających się. Pogorszyłyby się bowiem perspektywy dla światowej gospodarki i pojawiłoby się ryzyko dalszego odpływu kapitału w stronę bezpiecznych aktywów. Dane z USA na pewną będą dokładnie analizowane i mogą wywołać znaczne ruchy na rynku.

▪ Kluczowe poziomy dla EURPLN to 4,22 (kolejny opór na 4,24) i 4,153 (kolejne wsparcie na 4,09).

▪ Decyzja węgierskiego banku centralnego nie powinna wywołać większych zmian na rynku forinta. W zeszłym miesiącu bank Węgier zakończył cykl obniżek stóp po obniżce do rekordowych 1,35%. Nie sądzimy więc, aby retoryka banku centralnego zmieniła się istotnie w stosunku do poprzedniego miesiąca.

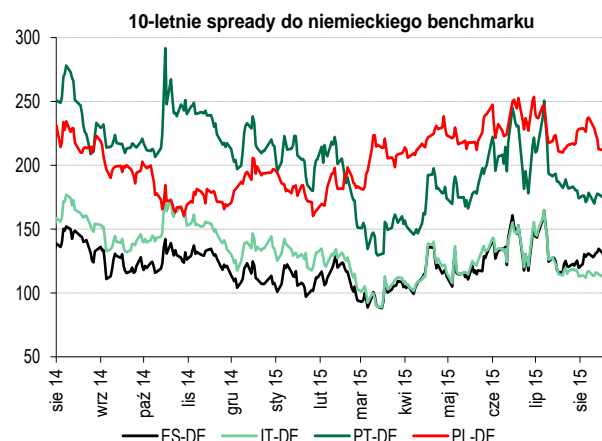
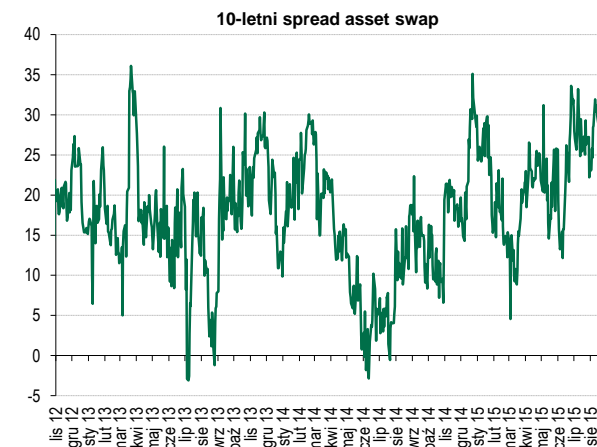
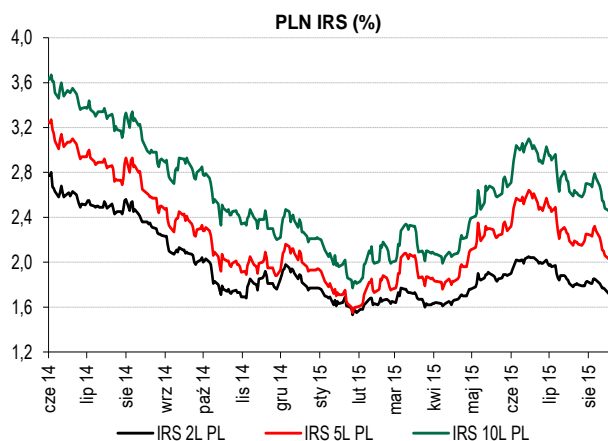
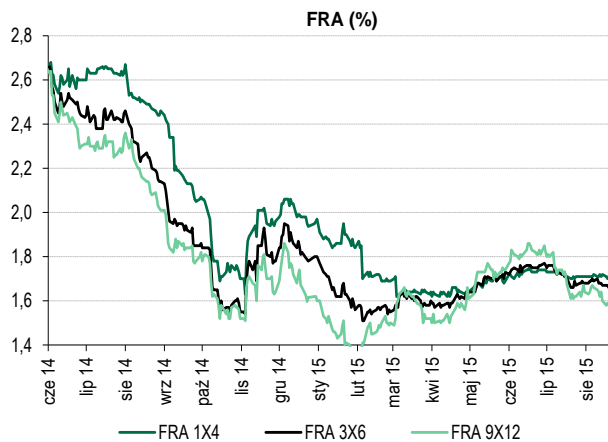
Euro mocniejsze dzięki FOMC i pomimo Grecji

▪ EURUSD wzrósł drugi tydzień z rzędu i osiągnął 1,13, najwyższy poziom od końca czerwca. Euro zyskiwało dzięki gołębim minutes z ostatniego posiedzenia FOMC i pomimo obaw o Grecję po rezygnacji premiera Tsiprasa dzień po otrzymaniu przez ten kraj pierwszej transzy z nowego pakietu pomocowego.

▪ W ocenie rynku, szanse na wrześniową podwyżkę stóp Fed spadły poniżej 50%. Kwestia amerykańskiej polityki pieniężnej pozostanie w centrum uwagi, bowiem poznamy sporo ważnych danych z USA, w szczególności o PKB za II kw. Słabe odczyty powinny sprzyjać euro i kurs mógłby wówczas wzrosnąć w kierunku ok. 1,145, lokalnego szczytu z połowy czerwca i połowy maja.

▪ Kwestia Grecji, która miała stracić na ważności po podpisaniu finalnego porozumienia, może ponownie stać się istotnym czynnikiem wpływającym na EURUSD, bowiem we wrześniu odbędą się w tym kraju przyspieszone wybory parlamentarne. Niestabilna scena polityczna w Grecji może ograniczać potencjał do aprecjacji euro, ale do tej pory nie miała wyraźnego wpływu na notowania.

Rynek stopy procentowej – Obawy o globalny wzrost utrzymują stawki nisko



IRS i rentowności najniżej od kwietnia/maja

▪ Polskie rentowności spadły wyraźnie w minionym tygodniu dzięki gołębim minutes FOMC i obawom o globalny wzrost gospodarczy, które wywołały umocnienie na globalnym rynku długu. Obok czynników zewnętrznych, także słabsze od oczekiwań lipcowe krajowe dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej korzystnie wpłynęły na polski rynek. Rentowności spadły o 4-7 pb, a IRS o 3 pb. Skala umocnienia była jeszcze większa, ale na koniec tygodnia odnotowano pewną realizację zysków. Po przebiceniu przez rentowność 10-letniego benchmarku w poprzednim tygodniu wsparcia na ok. 2,86%, kolejne dni przyniosły dalszy spadek, który zatrzymał się przy majowym minimum na ok. 2,70% (które było testowane). Stawki FRA nie zmieniły się znacznie bowiem rynek ten i tak już wycenia 50-60% szans na obniżkę stóp przez RPP w horyzoncie 6-9 miesięcy.

▪ Polskie obligacje zyskały mocniej niż niemieckie i 10-letni spread spadł poniżej 210 pb, najniżej od początku kwietnia. 10-letnie obligacje Hiszpanii, Portugalii, Włoch, Irlandii i Węgier zyskały mniej niż Bund.

▪ Krajowa krzywa obligacyjna jest najbardziej płaska od początku maja po tym jak spread 2-10 spadł w tym tygodniu poniżej 100 pb. 10-letni spread asset swap spadł o 4 pb do 26 pb, ale nadal jest dość blisko oporu na ok. 33 pb.

Dane z USA w centrum uwagi

▪ Mniejsze szanse na wrześniową podwyżkę stóp Fed były jednym z czynników napędzających trend spadkowy polskich IRS i rentowności, 2-, 5- i 10-letnie IRS są obecnie najniżej od kwietnia/maja i wszystkie stawki poza najdłuższą zniwelowały już wyraźnie ponad połowę fali wzrostowej rozpoczętej na początku roku z rekordowych minimów i trwającej od maja/czerwca (10-letni IRS zniwelował ok. połowę). Obawy o globalną gospodarkę i ostatnie słabsze od oczekiwań dane z kraju wzmocniły nadzieje na wznowienie obniżek stóp w Polsce (i na oddalenie podwyżek za granicą) i teraz IRS są bliżej rekordowych minimów, niż lokalnych szczytów. Sądzimy, że jest to dość dobry wskaźnik nastroju panującego na rynku stopy procentowej. Obawy o Chiny, tylko ostrożna ocena perspektyw gospodarki USA przez FOMC i słabsze od prognoz dane z Polski powinny utrzymywać IRS i rentowności nisko w krótkim terminie. Pierwsze wskaźniki aktywności za sierpień były jednak dość dobre (nastój konsumentów i przedsiębiorców w Polsce, wstępny PMI dla Niemiec i strefy euro) i jeśli dane makro potwierdzą te sygnały w przyszłym miesiącu, wtedy stawki mogą wzrosnąć.

▪ Sporo ważnych danych poznamy w tym tygodniu, które mogą wywołać wzrost wahań na polskim i globalnym rynku stopy procentowej. Więcej tylko umiarkowanych czy mieszanych danych powinno wspierać rynki długu. Wakacje zbliżają się do końca, co daje nadzieje na poprawę płynności na rynkach.

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, www.bzwbk.pl