

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 15 – 21 sierpnia 2016

Nastroje na rynkach finansowych w minionym tygodniu były dość optymistyczne w oczekiwaniu na wstępne dane o PKB za II kw. w Europie. Większość danych o aktywności gospodarczej okazała się lepsza od oczekiwań (Niemcy, Węgry, Rumunia). W Polsce wzrost PKB za II kw. był lekko niższy od prognoz, ale zgodny z naszymi oczekiwaniami na poziomie 3,1% r/r. Szczegóły odnośnie struktury wzrostu poznamy dopiero na koniec sierpnia, ale wg naszych szacunków głównym motorem wzrostu była konsumpcja prywatna, podczas gdy wkład eksportu netto i inwestycji do wzrostu PKB był bliski zera. Krajowe aktywa pozostawały silne. EURPLN testował silny poziom wsparcia na 4,26 (najniższy poziom od kwietnia), a stawki IRS i rentowności obligacji spadły wyraźnie, w tym rentowność krajowej 10-latk poniżej 2,65% (nowe tegoroczne minimum) w wyniku umocnienia na rynkach bazowych.

W tym tygodniu w kalendarzu publikacji w Europie i USA jest trochę ważnych pozycji. Może się w związku z tym na rynku pojawić większa zmienność, szczególnie jeśli minutes FOMC będą zawierać czytelne sugestie nt. perspektyw polityki pieniężnej. Obecnie rynek wycenia ok. 50% szans na podwyżkę stóp procentowych w USA w grudniu. W Polsce pojawią się pierwsze dane o aktywności gospodarczej z III kwartału. Po niezbyt imponującym wzroście PKB w II kwartale i gołębiej wypowiedzi J. Żyżyńskiego z RPP, na rynku ożyły oczekiwania na obniżki stóp procentowych. Naszej prognozy produkcji i sprzedaży detalicznej są poniżej konsensusu, w związku z czym nie wykluczamy, że te oczekiwania mogą się jeszcze wzmocnić, co będzie sprzyjało utrzymaniu niskich rentowności. To z kolei będzie niesprzyjające dla złotego. Dodatkowo, walutom w naszym regionie może zaszkodzić rosnące napięcie w relacjach między Rosją i Ukrainą.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (15 sierpnia)</b>							
	PL	Dzień wolny					
<b>WTOREK (16 sierpnia)</b>							
9:00	CZ	Wstępny PKB	II kw.	% r/r	2,3	-	3,0
11:00	DE	Indeks ZEW	VIII	pkt.	-	-	-6,8
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja bazowa</b>	<b>VII</b>	<b>% r/r</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VII	tys.	1175	-	1189
14:30	US	Pozwolenia na budowę	VII	tys.	1160	-	1153
14:30	US	CPI	VII	% m/m	0,0	-	0,2
15:15	US	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	0,2	-	0,6
<b>ŚRODA (17 sierpnia)</b>							
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Płace w sektorze przedsiębiorstw</b>	<b>VII</b>	<b>% r/r</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>	<b>5,3</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw</b>	<b>VII</b>	<b>% r/r</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>
20:00	US	Minutes FOMC					
<b>CZWARTEK (18 sierpnia)</b>							
11:00	EZ	HICP	VII	% r/r	-	-	0,2
<b>11:00</b>	<b>PL</b>	<b>Aukcja obligacji</b>					
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Produkcja przemysłowa</b>	<b>VII</b>	<b>% r/r</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>6,0</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Produkcja budowlano-montażowa</b>	<b>VII</b>	<b>% r/r</b>	<b>-15,6</b>	<b>-17,2</b>	<b>-13,0</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>PPI</b>	<b>VII</b>	<b>% r/r</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Sprzedaż detaliczna w cenach stałych</b>	<b>VII</b>	<b>% r/r</b>	<b>5,4</b>	<b>5,0</b>	<b>6,5</b>
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	266
14:30	US	Indeks Philly Fed	VIII	pkt.	1,5	-	-2,9
<b>PIĄTEK (19 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

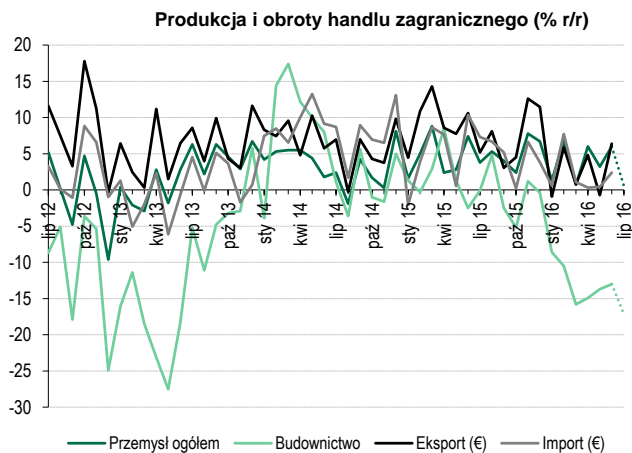
Marcin Sulewski 22 534 18 84

#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

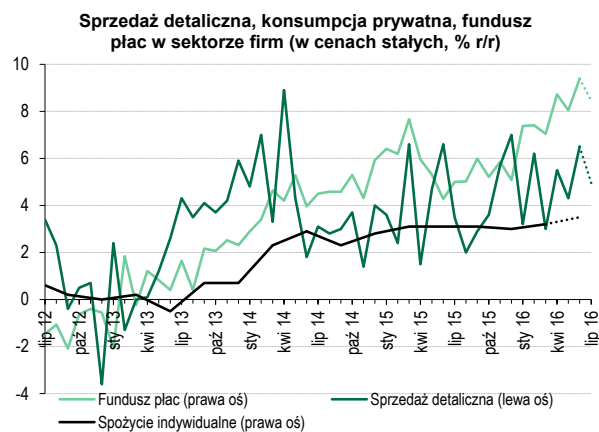
Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

**Wydarzenia nowego tygodnia – Efekt kalendarzowy będzie ciężył lipcowym danym**

▪ Lipcowe dane makroekonomiczne będą pod silnym negatywnym wpływem efektu kalendarzowego (dwa dni robocze mniej niż przed rokiem). To będzie głównie widoczne w danych o produkcji przemysłowej oraz w budowlance, a także, w pewnym stopniu, w płacach. Po rozczarującym PKB za II kw. (szczegóły niżej), miesięczne dane makroekonomiczne za lipiec będą pierwszymi wskaźnikami odnośnie aktywności gospodarczej na początku III kw. i mogą dodatkowo wpłynąć na zmniejszenie optymizmu odnośnie perspektyw wzrostu PKB w kolejnych kwartałach.

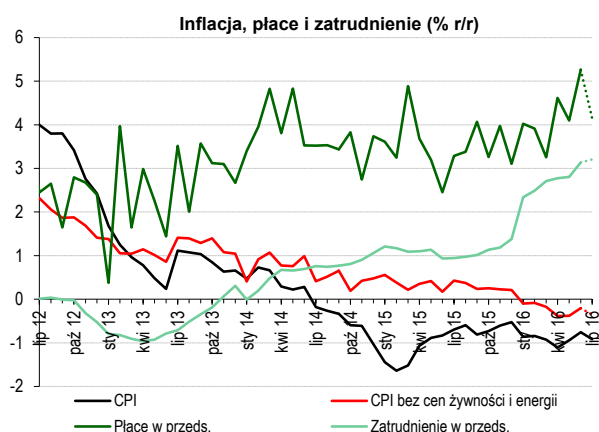
▪ Wzrost sprzedaży detalicznej, mimo iż wolniejszy niż w czerwcu, powinien pozostać dość solidny, coraz bardziej napędzany przez środki z 500+. To powinno wspierać oczekiwania na przyspieszenie konsumpcji prywatnej w drugiej połowie roku.

**Ostatni tydzień w gospodarce – Wzrost PKB ustabilizował się, inflacja spadła, eksport odbił**

▪ Wzrost PKB w II kwartale wyniósł 3,1% r/r (vs 3,0% r/r w I kw.), zgodnie z naszą prognozą i poniżej konsensusu rynkowego. Sezonowo wyrównany wzrost wyniósł 0,9% kw/kw (-0,1% w I kw.). Szacujemy, że głównym motorem wzrostu była konsumpcja prywatna, podczas gdy wkład eksportu netto i inwestycji do wzrostu PKB był bliski zera. Wzrost konsumpcji jeszcze zapewne przyspieszy w kolejnych kwartałach (nawet do niemal 5% r/r), wspierany mocnym wzrostem dochodów z pracy i wypłatami z programu 500+. To może jednak nie wystarczyć do ożywienia gospodarki, jeśli eksport i inwestycje nie dadzą dodatkowego impulsu. W sumie, oczekujemy stabilizacji wzrostu PKB w kolejnych kwartałach blisko 3% r/r, a w całym 2016 r. wzrostu na 3,1%.

▪ Eksport wzrósł dość wyraźnie w czerwcu, ale naszym zdaniem perspektywy na dalszą część roku nie są nadmiernie optymistyczne. Jednocześnie, import powinien rosnąć szybciej dzięki wyższej konsumpcji. W efekcie, nie spodziewamy się dodatniego wpływu eksportu netto na wzrost PKB w kolejnych kwartałach.

▪ Dane o inflacji potwierdziły wstępny odczyt na -0,9% r/r w lipcu. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, głównymi źródłami pogłębienia deflacji w lipcu były efekty wysokiej bazy w przypadku cen opieki zdrowotnej i komunikacji oraz spadki cen paliw. Z drugiej strony, na plus zaskoczyły podwyżki cen usług związanych z rekreacją i kulturą. Ceny żywności obniżyły się mniej więcej zgodnie z trajektorią sezonową. W sumie, szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się w lipcu do -0,4% r/r (wracając do poziomu z kwietnia-maja). Ujemne odczyty CPI mogą się utrzymać niemal do końca tego roku.

**Cytat tygodnia – Można by poluzować politykę pieniężną**

**Jerzy Żyżyński, członek RPP, 12 sierpnia, PAP**

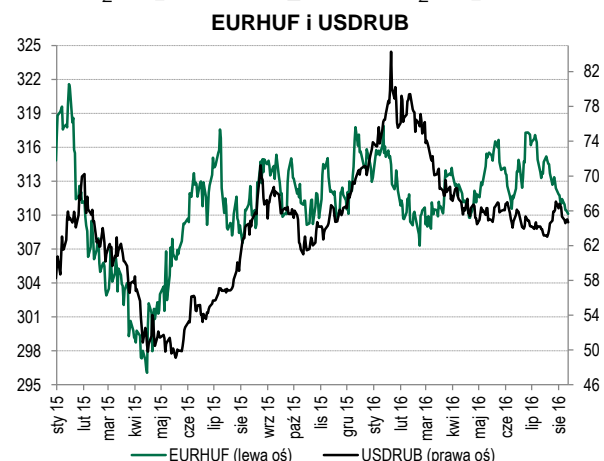
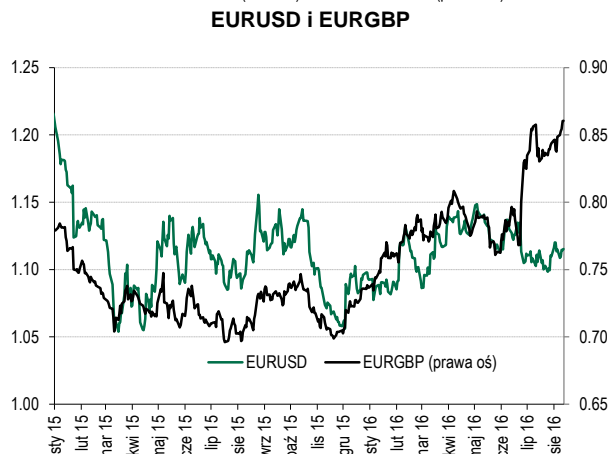
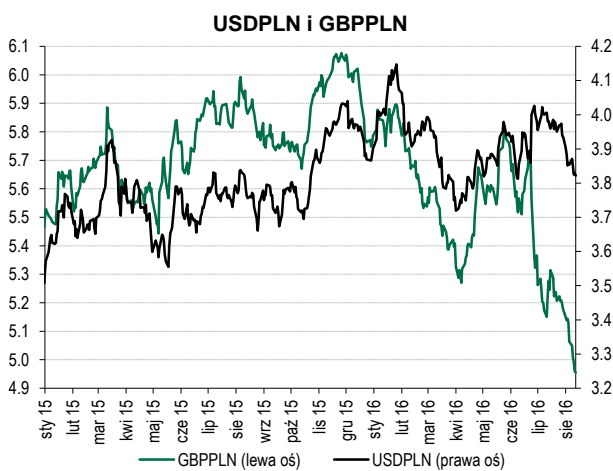
Uważam, że potrzebny nam jest wyższy wzrost gospodarczy, może nawet i 5%. Pytanie, czy teraz jest to możliwe i na ile można pobudzić ten wzrost stopami procentowymi. (...) Można powiedzieć, że trochę można by poluzować tę politykę (pieniężną). Byłbym za tym, żeby o 0,5 pkt. proc. obniżyć stopy. Pytanie - jaka była by tego efektywność. To jest temat do dyskusji.

**Eryk Łon, członek RPP, 10 sierpnia, Reuters**

Gdyby sytuacja na rynkach akcji dalej się poprawiała, co uważam za dość prawdopodobne, to nie jest wykluczone, że na przełomie tego i następnego roku dojdzie wręcz do pewnych podwyżek prognoz wzrostu gospodarczego. Byłoby to czynnikiem pozytywnym. Zmniejszyłoby bowiem potrzebę łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce, aczkolwiek całkowicie jej nie wykluczałoby.

Chociaż Jerzy Żyżyński jest członkiem RPP o najbardziej gołębich poglądach, które raczej nie reprezentują konsensusu w Radzie, to jego deklaracja poparcia dla obniżki stóp procentowych o 50pb wywołała w piątek znaczną reakcję rynkową. Wydaje się, że do pewnego stopnia było to uzasadnione, biorąc pod uwagę rozczarujące (z punktu widzenia rynku i RPP) dane o PKB. RPP w lipcu podkreślała swoją wiarę w to, że wzrost PKB będzie lepszy niż sugerowała projekcja NBP i odbije w górę po słabym I kwartale. Ale teraz widać już, że w II kwartale tego ożywienia nie było, a następne dane prawdopodobnie pokażą, że nie będzie go również w III kwartale. W efekcie, jastrzębie nastawienie RPP może zacząć ewoluować w kierunku łagodniejszego, a rynek może wyceniać większe szanse na złagodzenie polityki pieniężnej jeszcze w tym roku.

## Rynek walutowy – Uwaga na publikacje danych makro

**EURPLN na najniższym poziomie od kwietnia**

W minionym tygodniu złoty umocnił się wobec głównych walut mimo braku publikacji danych makro przez większą część tygodnia. EURPLN testował poziom wsparcia na 4,26, osiągając na chwilę 4,255 (najniższy poziom od kwietnia 2016 r.). W tym samym czasie USDPLN obniżył się do prawie 3,80 (najniższe od końca czerwca) w wyniku wzrostu EURUSD. Co więcej, GBPPLN spadł znacząco, nieco poniżej 4,94 tj. najniższego poziomu od 2013 r. wynikało to z osłabienia funta na rynkach międzynarodowych. Złoty, w oczekiwaniu na wstępny PKB za II kw., pozostał względnie stabilny wobec euro. Odczyt ten okazał się zgodny z naszymi oczekiwaniami i jego wpływ na rynek nie był znaczący. Krajowa waluta właściwie nie zareagowała na gołębią wypowiedź członka RPP Jerzego Żyżyńskiego, który stwierdził, że widzi przestrzeń do redukcji stóp o 50 pb.

Z punktu widzenia analizy technicznej miejsce do umocnienia krajowej waluty jest ograniczone. Kolejny set publikacji danych makro w tym tygodniu może być kluczowy dla wyceny PLN. Nasze oczekiwania dla większości wskaźników makroekonomicznych są lekko poniżej prognoz rynkowych i słabsze odczyty mogą wzmocnić oczekiwania rynkowe na obniżki stóp przez RPP w kolejnych miesiącach. To powinno być raczej negatywne dla złotego. Co więcej, odnowienie konfliktu pomiędzy Rosją a Ukrainą po raz kolejny mogą negatywnie wpłynąć na notowania PLN. W naszej ocenie kluczowe poziomu dla EURPLN to 4,26 oraz 4,35.

**USD i GBP pod presją**

Amerykańska waluta znalazła się pod presją w minionym tygodniu, co wynikało częściowo również z sytuacji na rynku obligacji USA, które zyskały dość znacząco. W efekcie EURUSD wzrósł tymczasowo ponad 1,12 na koniec tygodnia z 1,105 na początku. W tym samym czasie również funt brytyjski tracił na wartości. EURGBP ponownie wzrósł powyżej 0,86, w pobliżu lipcowego maksimum. Notowania funta pozostają pod wpływem oczekiwań na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej, ale również sytuacji na rynku długu – rentowności brytyjskich papierów obniżyły się znacząco w wyniku zwiększonych zakupów przez Banku Anglii.

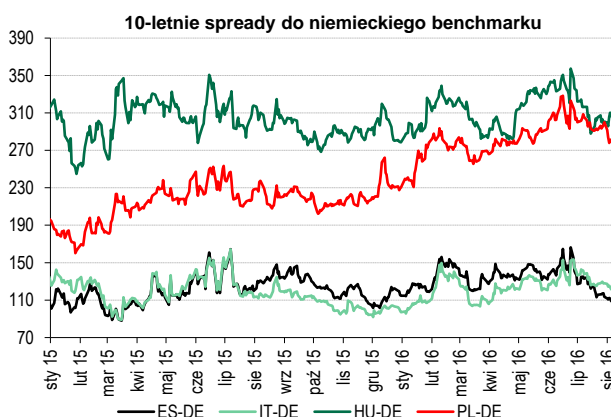
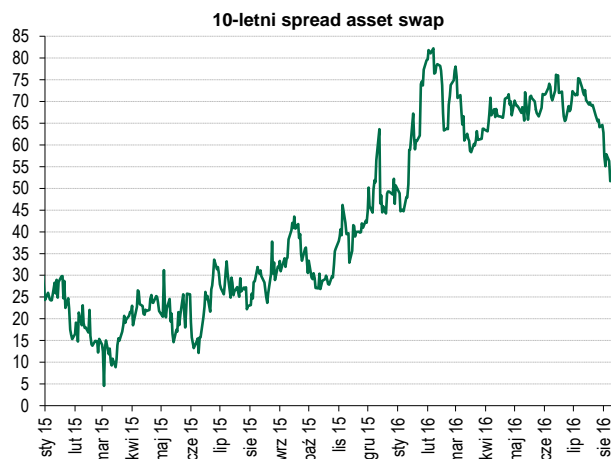
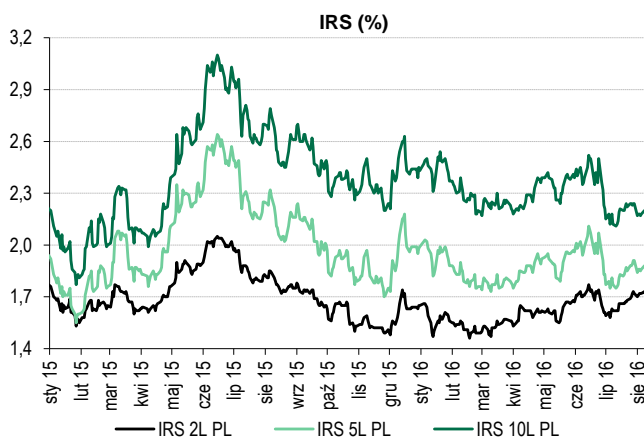
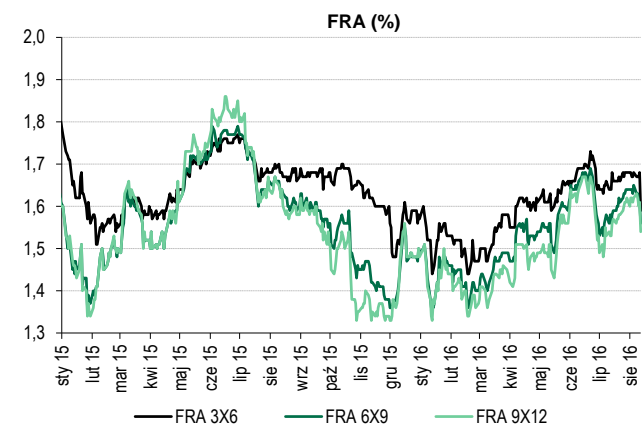
W tym tygodniu będzie sporo wydarzeń oraz publikacji danych makro z Europy i USA. Podczas gdy dane makroekonomiczne mogą dodać nieco zmienności rynkowi, to uwaga inwestorów skupi się na publikacji opisu dyskusji FOMC. Będzie to o tyle istotne, że lipcowe dane z rynku pracy okazały się znacząco lepsze od oczekiwań. Inwestorzy będą szukali wskazówek odnośnie przyszłych zmian w polityce monetarnej. W naszej ocenie w krótkim terminie EURUSD będzie wahał się w przedziale 1,105-1,125, niemniej silne sygnały o zacieśnieniu polityki monetarnej przed końcem roku (obecnie rynek widzi 50% szans na podwyżkę stóp o 25 pb w grudniu) może pchnąć EURUSD w kierunku 1,105 lub niżej.

**Mieszany obraz rynku walut CEE**

W minionym tygodniu forint i czechosłowacka korona pozostawały względnie stabilne, podczas gdy rubel wahał się w ślad za cenami ropy. EURHUF ustabilizował się blisko 310 i rynek właściwie nie zareagował na znacznie lepsze dane o PKB za II kw. (2,6% r/r vs 1,9% oczekiwane oraz 0,9% w I kw.). W tym samym czasie rubel nieco zyskał wobec USD w wyniku wzrostu cen ropy (pojawiły się plotki o możliwym ograniczeniu wydobycia przez OPEC).

W tym tygodniu kalendarz publikacji dla krajów CEE jest ograniczony do danych o PKB w Czechach i sprzedaży detalicznej w Rosji. Waluty regionu, podobnie jak PLN, mogą tracić w wyniku zaostrzenia konfliktu Rosja-Ukraina.

## Rynek stopy procentowej – Uwaga przenosi się na USA



## Stawki blisko lokalnych minimów

▪ IRS oraz rentowności spadły w minionym tygodniu w wyniku nadziei na dalsze luzowanie polityki pieniężnej w Europie, Wielkiej Brytanii czy Japonii i gorszych od oczekiwań danych o polskim PKB za II kw., a pomimo znacznie lepszych od prognoz danych z rynku pracy USA opublikowanych w poprzedni piątek. W efekcie, 10-letnia rentowność ustanowiła nowe tegoroczne minimum poniżej 2,70%. Na koniec tygodnia 10-letni IRS wahał się blisko 2,10%, 5-letni w pobliżu 1,80%, a 2-letni zbliżył się do 1,60%.

▪ Rynkowe oczekiwania na obniżki stóp NB wzmocniły się po danych o polskim PKB oraz gołym komentarzu Żyżyńskiego z RPP. Luzowanie polityki pieniężnej w Polsce nie jest jednak na ten moment naszym bazowym scenariuszem, bowiem Jerzy Żyżyński wydaje się być odosobniony w swoich poglądach.

▪ 10-letni spread asset swap spadł o ok. 6 pb, a odpowiedni spread do Bunda nie uległ dużym zmianom spadając tylko nieco poniżej 280 pb.

## Uwaga przenosi się na USA

▪ Rentowności na świecie spadły od publikacji bardzo mocnych miesięcznych danych z rynku pracy USA mimo wzrostu szans na podwyżkę stóp procentowych Fed jeszcze w tym roku. Dla rynku ważniejsze najwyraźniej były oczekiwania na luzowanie polityki pieniężnej w strefie euro, Wielkiej Brytanii czy Japonii. Jednocześnie, wg agencji Bloomberg szanse na podwyżkę stóp w USA o 25 pb w grudniu wynoszą ok. 50% mimo bardzo dobrych danych z amerykańskiej gospodarki. Być może rynek musi być jeszcze bardziej przekonany, że jeszcze w tym roku FOMC może dostosować stopy, aby stawki na świecie mogły zacząć rosnąć.

▪ W tym tygodniu poznamy sporo danych, które w krótkim terminie mogą mieć kluczowy wpływ na polski i światowy rynek stopy procentowej. Wydaje się, że reakcja rynku na te dane powinna być oczywista – pozytywne zaskoczenie inwestorów powinno wpłynąć na wzrost stawek, natomiast w przypadku rozczarowania cała uwaga skupi się ponownie na oczekiwaniach poluzowaniu polityki pieniężnej poza USA i może pchnąć stawki w dół.

▪ Jeśli chodzi o rynek polski, uważamy, że krajowe obligacje mogą radzić sobie lepiej niż dług z peryferii strefy euro / rynków bazowych jeśli dane z USA będą lepsze od oczekiwań a to dzięki słabszemu wstępnemu PKB za II kw. i gołębemu komentarzowi członka RPP Jerzego Żyżyńskiego. Prognozujemy też, że w tym tygodniu dane o polskiej produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej będą poniżej konsensusu rynkowego, co może wzmocnić gołębi wydźwięk danych o PKB. Należy także zauważyć, że ten tydzień będzie w Polsce krótszy, z uwagi na poniedziałkowe Święto, dlatego też obroty na rynku mogą być jeszcze niższe niż ostatnio.

▪ W tym tygodniu odbędzie się jedyna sierpniowa aukcja obligacji. Uważamy, że zakres oferowanych serii obligacji będzie dość szeroki. Ostatnie istotne umocnienie długiego końca krzywej może zachęcić Ministerstwo Finansów do zaoferowania 10-letnich obligacji, co ostatni raz miało miejsce na początku lipca. Sytuacja płynnościowa jest dość korzystna, ponieważ dwa dni po dacie rozliczenia aukcji na rynek wpłynęło 4,7 mld zł, a kolejne 2,4 mld zł przed końcem miesiąca. Planowana łączna podaż obligacji na aukcji to 4-8 mld zł.



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)