

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 22 – 28 sierpnia 2016

Ostatni tydzień rozpoczął się w słabych nastrojach ze względu na kiepskie dane z USA oraz wyniki finansowe spółek. Jednak później inwestorzy stali się bardziej optymistyczni, co pozwoliło na odbicie na rynkach akcji i surowców. Minutes FOMC z ostatniego posiedzenia nie wniosły wiele jeśli chodzi o możliwy termin podwyżki stóp w USA, ale bankierzy centralni podkreślili, że tempo normalizacji polityki pieniężnej będzie zależało od nadchodzących danych makro. Jeśli chodzi o Polskę, dane z rynku pracy były ponownie dobre, ale produkcja przemysłowa mocno rozczarowała spadkiem o 3,4% r/r, wzmacniając oczekiwania na obniżki stóp, ale też wywołując obawy o wzrost w Polsce i osłabiając złotego.

W tym tygodniu w kalendarzu jest kilka publikacji wartych uwagi. Poznamy m.in. wstępne sierpniowe PMI dla przemysłu Niemiec i strefy euro, co będzie wskazówką odnośnie tempa wzrostu gospodarczego w Europie. Unijni politycy spotkają się tymczasem we Włoszech i będą rozmawiać nt. Brexitu. Kwestia ta zesłała ostatnio na dalszy plan, ale nadal jest aktualna, więc wynik spotkania może spowodować wzrost zmienności na rynku. Opublikowane zostaną też dane o PKB Niemiec i USA. Ten drugi odczyt interpretowany będzie w kontekście perspektyw polityki pieniężnej Fed, a inwestorzy będą też zapewne dodatkowo śledzić wystąpienie prezes Janet Yellen na sympozjum w Jackson Hole. Obecnie rynek wycenia 50% szans na podwyżkę stóp przez Fed w tym roku. Ogólnie, sądzimy że ten tydzień obfitować może w podwyższone wahania. W Polsce poznamy jedynie niezbyt ważne dla rynku dane, więc krajowe aktywa będą głównie pod wpływem zmian nastrojów na świecie.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (22 sierpnia)</b>							
Brak ważnych danych							
<b>WTOREK (23 sierpnia)</b>							
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	VIII	pkt.	53,7	-	53,8
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	VIII	pkt.	52,0	-	54,4
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,90	-	0,90
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VII	tys.	575	-	592
<b>ŚRODA (24 sierpnia)</b>							
8:00	DE	PKB	II kw.	% r/r	3,1	-	1,5
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Stopa bezrobocia</b>	<b>VII</b>	<b>%</b>	<b>8,6</b>	<b>8,6</b>	<b>8,8</b>
16:00	US	Sprzedaż domów	VII	mln	5,55	-	5,57
<b>CZWARTEK (25 sierpnia)</b>							
10:00	DE	Ifo	VIII	pkt.	108,5	-	108,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	262
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	VII	% m/m	3,5	-	-3,9%
<b>PIĄTEK (26 sierpnia)</b>							
	US	Konferencja w Jackson Hole					
14:30	US	PKB	II kw.	% r/r	1,2	-	0,8
16:00	US	Indeks Michigan	VIII	pkt.	90,6	-	90,4

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

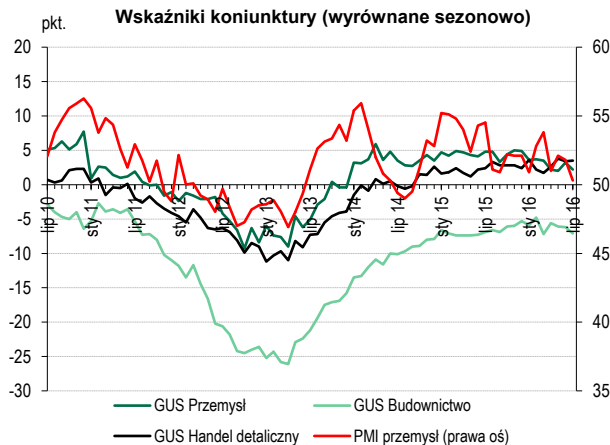
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Stopa bezrobocia, wskaźniki koniunktury i wyniki finansowe

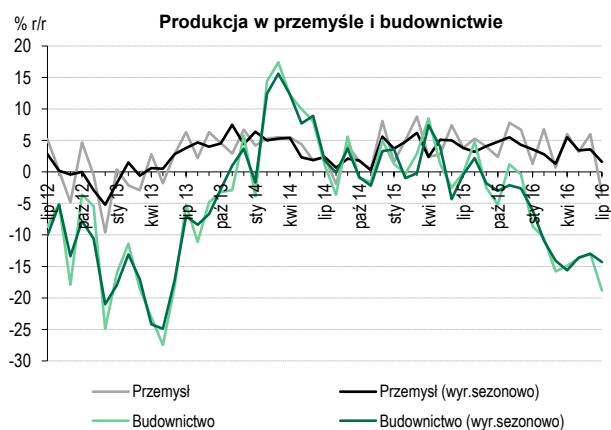
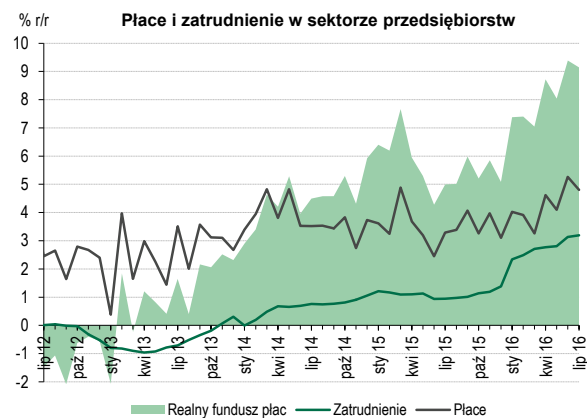


▪ W tym tygodniu opublikowane zostaną dane o stopie bezrobocia rejestrowanego w lipcu. Najprawdopodobniej wskaźnik ten spadł do 8,6%, jak wynika z danych Ministerstwa Pracy. Spodziewamy się dalszych spadków stopy bezrobocia w kolejnych miesiącach.

▪ GUS opublikuje także dane o wskaźnikach koniunktury w sierpniu i wyniki finansowe firm niefinansowych w II kw. Słabe wyniki przemysłu (szczegóły niżej) oraz obniżenie wskaźnika PMI stanowią ryzyko w dół dla wskaźników aktywności w przemyśle. Ostatnio ta miara była względnie mocna, jednak ewentualny spadek mógłby sugerować dalsze pogorszenie sytuacji.

▪ Dane o wynikach finansowych w sektorze przedsiębiorstw rzucą więcej światła na możliwości firm w kwestii zwiększania inwestycji i zatrudnienia.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Rozczarujące dane o aktywności, rynek pracy w formie



▪ Wzrost płac wyniósł 4,8%, mniej niż w czerwcu (5,3% r/r) ale powyżej prognoz. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w lipcu o 3,2% r/r, zgodnie z oczekiwaniami. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie wzrosło o 9 tys., najmocniej od 2010 r. Dane o wskazują na ciągły wzrost popytu na pracę. Bez szczegółowej struktury wzrostu płac nie jesteśmy w stanie stwierdzić, czy lipcowe zaskoczenie ponownie wynikało z czynników jednorazowych (np. przesunięcia płatności premii) czy z faktycznych podwyżek płac. Więcej na ten temat będzie można powiedzieć po publikacji Biuletynu Statystycznego. Realny fundusz płac w sektorze firm wzrósł w lipcu o 9,1% r/r, co było drugim najmocniejszym odczytem od 2008 r. Dobra sytuacja rynku pracy będzie miała pozytywne przełożenie na konsumpcję prywatną III kw. tego roku.

▪ Dane o aktywności ekonomicznej na początku III kw. były poniżej naszych prognoz, nie mówiąc o konsensusie rynkowym. Szczególnie dużym rozczarowaniem była produkcja przemysłowa, która spadła w ujęciu r/r (także w przetwórstwie). Chociaż wynik był pod negatywnym wpływem efektu dni roboczych (dwa mniej niż rok temu), to po odsezonowaniu produkcja wzrosła tylko o 1,6% r/r, dwa razy wolniej niż w pierwszej połowie roku. Poniżej prognoz były także produkcja budowlano-montażowa (spadek o prawie 20% r/r) oraz sprzedaż detaliczna (w cenach stałych wzrost o 4,4% r/r, konsensus 5,4% r/r). Spodziewamy się, że sierpień przyniesie poprawę, ale lipcowe dane wspierają nasz scenariusz braku przyspieszenia tempa wzrostu PKB w II poł. roku. Niedawno zrewidowaliśmy prognozy PKB w dół do ok. 3% w 2016 i poniżej 3% w 2017.

▪ W lipcu ceny producentów były niższe o 0,4% w porównaniu do analogicznego miesiąca 2015 r. (po spadku o 0,8% r/r w czerwcu - dane po korekcie).

## Cytat tygodnia – Wniosek o obniżkę po wakacjach?

**Jerzy Żyżyński, MPC member, 18 August, Reuters**

Jestem za tym, by być może trochę poluzować politykę pieniężną. Być może i zgłosić taki wniosek o obniżkę stóp po wakacjach.

**Eryk Łona, MPC member, 17 August, PAP**

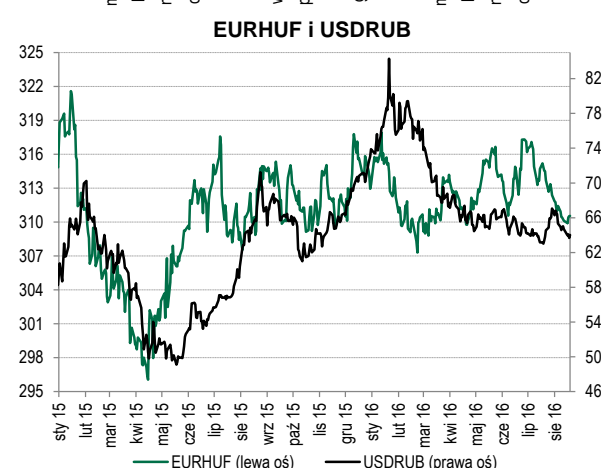
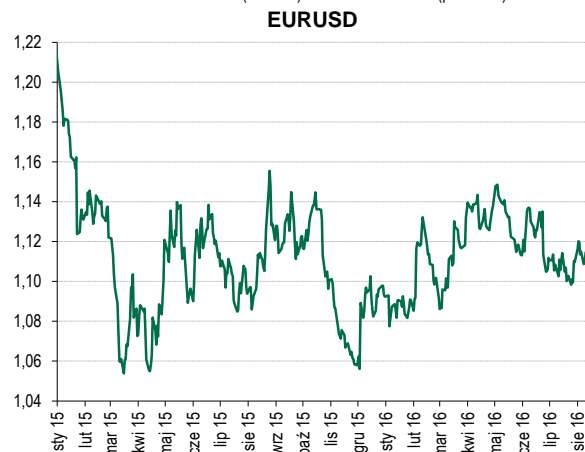
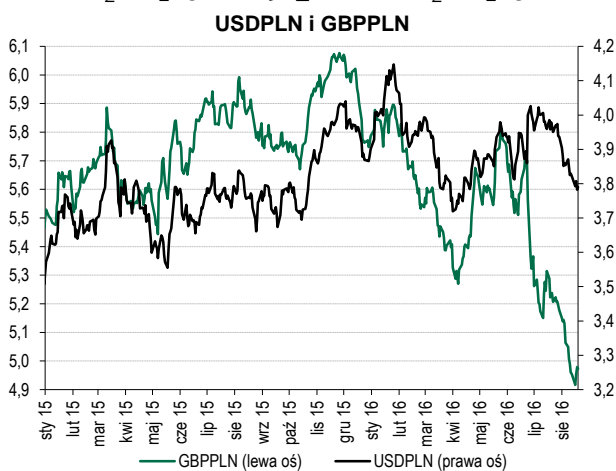
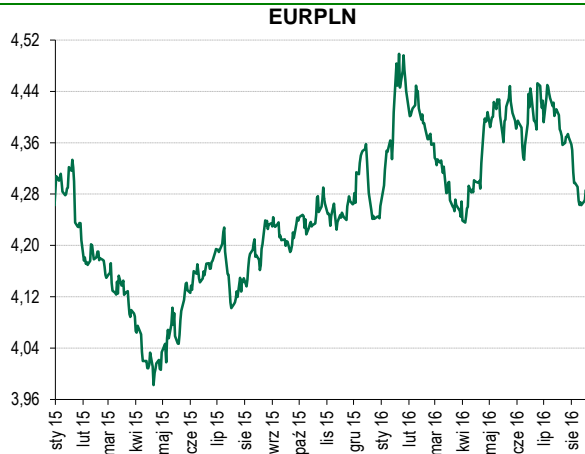
Opublikowane dane o PKB oddalają moment pierwszej podwyżki stóp procentowych, natomiast nie są jeszcze tak dramatyczne, aby niezbędna była obniżka stóp. (...) Jeśli okazałoby się, że wskaźnik ten (PMI) uległby istotnemu pogorszeniu, wówczas można by poddać wniosek o obniżkę stóp procentowych pod głosowanie.

**Marek Chrzanowski, 17 August, PAP**

Panująca wśród przedsiębiorców niepewność odnośnie przyszłych warunków prowadzenia działalności gospodarczej przekłada się na ich decyzje inwestycyjne. Dlatego w obecnej sytuacji wydaje mi się, że Rada byłaby nieskuteczna próbując pobudzać wzrost gospodarczy za pomocą obniżek stóp procentowych.

Słabe dane o produkcji przemysłowej zachęciły Jerzego Żyżyńskiego do zastanowienia się nad obniżką stóp. Żyżyński to najbardziej gołębi członek Rady, nie jesteśmy zatem zaskoczeni. Jednak komentarz Eryka Łona pokazuje, że on również może myśleć o łagodzeniu polityki w sytuacji gdy wskaźnik PMI mocno spadnie. Naszym zdaniem, słabe dane o produkcji przemysłowej mogą mieć na Eryka Łona podobny wpływ. W każdym razie, komentarze innych członków Rady sugerują, że nie będą oni zbyt skorzy do poparcia wniosku o obniżkę, a głosy Żyżyńskiego i Łona to wciąż za mało. Według bankierów centralnych, obniżenie stóp nie poprawi nastrojów przedsiębiorców i nie wpłynie pozytywnie na inwestycje. Nie spodziewamy się obniżek stóp, przynajmniej dopóki wzrost PKB utrzymuje się powyżej 3%. Naszym zdaniem złagodzenie polityki jest możliwe w sytuacji znacznego spowolnienia wzrostu, co nie jest naszym scenariuszem bazowym.

## Rynek walutowy – Realizacja zysku po umocnieniu złotego

**Czas na realizację zysków**

W zeszłym tygodniu wskazywaliśmy, że potencjał do umocnienia złotego do euro jest ograniczony i od tego czasu EURPLN wzrósł do 4,30 w wyniku słabego nastroju na świecie i rozzarowujących danych z Polski. Krajowa waluta straciła też do franka szwajcarskiego i po raz pierwszy od czterech tygodni do funta. Jednocześnie, złoty zdołał nieco zyskać do dolara i USDPLN ustanowił nowe lokalne minimum na 3,765.

EURPLN testował przez kilka dni wsparcie na 4,26, ale nie zdołał na dłuższą utrzymać się poniżej tego poziomu. Po słabych danych z Polski oczekiwania na obniżki stóp w Polsce wzmocniły się istotnie i uważamy, że rozpocząć się mógł trwalszy impuls wzrostowy EURPLN. Już teraz złoty oddał ponad połowę zysków zanotowanych w reakcji na prezentację prezydenckich pomysłów rozwiązania kwestii kredytów walutowych.

Miniony tydzień pokazał, że złoty reaguje na zmiany globalnego nastroju. W tym tygodniu poznamy ważne dane z Europy i USA i wg nas biorąc pod uwagę ostatnie istotne umocnienie złotego, krajowa waluta może być wrażliwa zwłaszcza na odczyty poniżej oczekiwań. Pierwszy opór dla EURPLN to ok. 4,33.

**Euro dalej zyskuje**

EURUSD rósł drugi tydzień z rzędu i dzięki nieco słabszym od prognoz danym z USA opublikowanym na początku tygodnia osiągnął w trakcie tygodnia 1,136.

Kurs rośnie już od połowy lipca i euro odrobiło już niemal całość strat poniesionych w reakcji na wyniki brytyjskiego referendum. Stało się to mimo mocnych danych z rynku pracy USA.

Kwestia polityki pieniężnej Fed może w tym tygodniu ponownie zwrócić większą uwagę rynku bowiem poznamy dane z USA, a szefowa amerykańskiego banku centralnego wypowiedzieć się będzie na konferencji w Jackson Hole. Rynek nadal wycenia tylko 50% szans na podwyżkę stóp Fed o 25 pb w tym roku i najwyraźniej potrzeba silniejszego jastrzębiego sygnału, aby umocnić dolara.

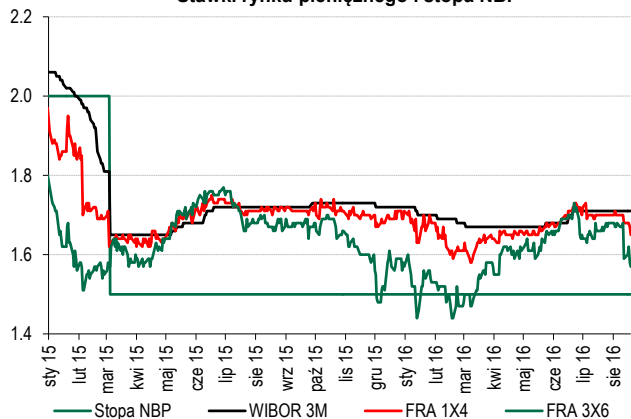
**Forint traci, rubel zyskuje**

EURHUF podążał w ślad za EURPLN i forint oddał w minionym tygodniu część z ostatnich zysków do euro i pierwszy raz od czterech tygodni stracił do wspólnej waluty. EURHUF odbił powyżej 310.

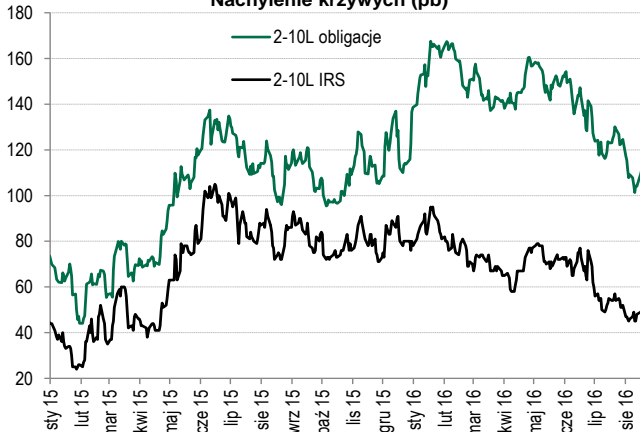
Rosnąca cena ropy Brent pomogła w zeszłym tygodniu rublowi i USDRUB spadł trzeci tydzień z rzędu osiągając przejściowo 63,36. Wg nas, potencjał do dalszej aprecjacji rosyjskiej waluty jest jednak ograniczony. Obok czynników czysto ekonomicznych, rublowi ciężać mogą obawy o wejście konfliktu Rosji z Ukrainą w kolejną fazę. Uwaga mediów skupiła się ostatnio na sytuacji na granicy gdzie stacjonuje już coraz więcej rosyjskich sił zbrojnych. W odpowiedzi na tę aktywność militarną prezydent Ukrainy ogłosił najwyższy stopień gotowości bojowej. Rosnące napięcie geopolityczne może wywierać dodatkową presję na rubla, co miało już miejsce w 2014/2015.

## Rynek stopy procentowej – Ożywienie oczekiwań na obniżki stóp po słabych danych

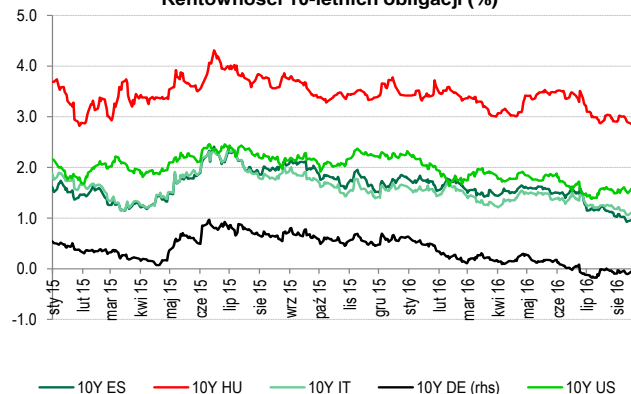
### Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



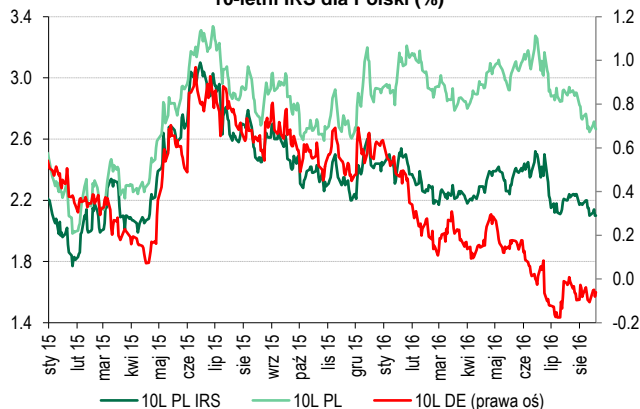
### Nachylenie krzywych (pb)



### Rentowności 10-letnich obligacji (%)



### Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)



### Rentowności w dół po słabych danych makro

▪ Nastroje na rynku stopy procentowej były mieszane w minionym tygodniu. Na początku tygodnia rentowności i stawki IRS wyraźnie wzrosły po jastrzębich wypowiedziach przedstawicieli Fed, którzy sugerowali, że podwyżka stóp może mieć miejsce nawet we wrześniu oraz informacjach o ofercie SPW na czwartkową aukcję. W efekcie rentowność 10-letni wzrosła na chwilę do 2,75%. Jednakże słabsze od oczekiwań dane o aktywności ekonomicznej w Polsce (głównie produkcji przemysłowej) oraz dobre wyniki aukcji (szczegóły poniżej) pomogły rynkowi nieco odreagować. Dodatkowo, umocnienie na rynkach bazowych i peryferyjnych po relatywnie gołębich minutkach FOMC wspierało krajowe krzywe. Niemniej jednak na koniec tygodnia rentowności były nieznacznie powyżej poziomów na zamknięcie tydzień wcześniej, podczas gdy stawki IRS były nieco poniżej tamtejszych poziomów.

▪ Obie krzywe (obligacji i IRS), nieco się wystromiły, po słabszych od oczekiwań danych makroekonomicznych (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna) i gołębiej wypowiedzi członka RPP Jerzego Żyżyńskiego, które ożywiły oczekiwania na obniżki stóp w nadchodzących miesiącach. Obecnie rynek FRA widzi 80% szans na obniżkę stóp NBP o 25 pb w perspektywie 6 miesięcy. W efekcie krótki koniec krzywej rentowności umocnił się bardziej niż środek i długi koniec. Co więcej, asset swap spread dla 10L rozszerzył się do 60 pb, podczas gdy spread wobec Bundów dla sektora 10L pozostał względnie stabilny, w okolicach 275 pb.

▪ Ministerstwo Finansów z sukcesem uplasowało obligacje 2-letnie OK1018, 5-letnie PS0721 i 10-letnie DS0726 o łącznej wartości 7,95 mld zł, nieznacznie tylko poniżej górnej granicy oferty (8 mld zł). Największym zainteresowaniem inwestorów cieszył się 5-letni benchmark. Rentowności na aukcji były nieznacznie powyżej poziomów z rynku wtórnego. Po aukcji szacujemy, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w ponad 80%.

### Czynniki globalne kluczowe dla inwestorów

▪ W tym tygodniu nie ma istotnych krajowych publikacji danych makro i wydarzeń. Publikowana stopa bezrobocia rejestrowanego jest neutralna dla rynków. W związku z tym publikacje danych makro za granicą (głównie z USA) będą kluczowe dla nastrojów. Minutki FOMC z lipcowego posiedzenia potwierdziły, że Fed chce poczekać z decyzjami nt stóp procentowych na publikacje kolejnych danych makro. W związku z tym, silniejsze od oczekiwań odczyty z amerykańskiej gospodarki mogą przynieść impuls do realizacji zysków na rynkach bazowych po ostatnim umocnieniu. Wzrosty rentowności na rynkach bazowych mogą przyczynić się również do wyprzedzący na krajowym rynku stopy procentowej. Co więcej, kluczowym wydarzeniem dla inwestorów będzie wystąpienie szefowej Fed w Jackson Hole w piątek (26 sierpnia). To wystąpienie może przynieść więcej sygnałów odnośnie oczekiwań Fed co do kształtowania się PKB i inflacji, a w konsekwencji przyszłej polityki monetarnej. Rosnące ryzyko kontynuacji cyklu podwyżek stóp przed Fed w dalszej części roku (w naszej ocenie FOMC może podwyższyć stopy o 25 pb w grudniu) może przyczynić się do wzrostu rentowności globalnie, głównie na długim końcu krzywej.

▪ W krótkim terminie, widzimy jeszcze miejsce (choć ograniczone) do spadku rentowności/stawek IRS w wyniku umocnienia oczekiwań na obniżki stóp. Krótki koniec powinien zachowywać się lepiej niż pozostałe sektory.

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., 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)