

TYGODNIK EKONOMICZNY

31 sierpnia – 6 września 2015

Wakacje zbliżają się do końca, więc bankierzy centralni wracają do pracy. Uważamy, że ani RPP ani EBC nie będą we wrześniu bardzo zajęte. Stopy procentowe w Polsce zostaną stabilne, a ton komunikatu nie ulegnie dużym zmianom. Nie oczekujemy więc, by to wydarzenie miało duży wpływ na złotego czy dług. Jeśli chodzi o EBC, ostatnie wieści z Chin i spadek cen surowców może być komentowany przez bank centralny. W ubiegłym tygodniu, główny ekonomista EBC powiedział, że bank jest gotowy na rozszerzenie programu luzowania ilościowego jeśli światowe wydarzenia będą zagrażały jego celowi inflacyjnemu. Jeśli Mario Draghi będzie brzmiał równie gołębnie, ryzykowne aktywa w Europie, w tym złoty, mogą zyskać. Drugim wydarzeniem, na które będzie czekał rynek są dane z USA o zatrudnieniu poza rolnictwem. Po ostatnich zawirowaniach na świecie, oczekiwany przez inwestorów termin pierwszej podwyżki stóp Fed oddalił się. Nawet Dudley z FOMC, do tej pory zwolennik wrześniowej podwyżki powiedział, że obecnie jest mniej do niej przekonany. Słowa te nie wsparły złotego i krajowych obligacji, bo rynek niepokoi się o światową gospodarkę. Odnośnie danych z USA zaplanowanych na ten tydzień, uważamy, że zarówno silne rozczarowanie jak i wyniki mocno powyżej konsensusu mogą zaważyć na polskich aktywach. W pierwszym przypadku pogorszenie nastrojów na globalnym rynku wzmocni obawy o kolejny światowy kryzys i będzie skutkowało odwróceniem się inwestorów od ryzykownych aktywów. W drugim – wzrost szans na wrześniową podwyżkę stóp Fed osłabi nastroje na rynkach wschodzących.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (31 sierpnia)							
11:00	EZ	Wstępny HICP	VIII	% r/r	0,1	-	0,2
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	VIII	% r/r	0,2	-	0,2
WTOREK (1 września)							
3:45	CN	PMI – przemysł	VIII	pkt	47,2	-	47,8
9:00	PL	PMI – przemysł	VIII	pkt	54,4	54,7	54,5
9:55	DE	PMI – przemysł	VIII	pkt	53,2	-	51,8
10:00	EZ	PMI – przemysł	VIII	pkt	52,4	-	52,4
16:00	US	ISM – przemysł	VIII	pkt	52,8	-	52,7
ŚRODA (2 września)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50	1,50
14:15	US	Raport ADP	VIII	tys.	200	-	185
16:00	US	Zamówienia przemysłowe		% m/m	0,7	-	1,8
20:00	US	Beżowa księga Fed					
CZWARTEK (3 września)							
9:55	DE	PMI – usługi	VIII	pkt	53,6	-	53,8
10:00	EZ	PMI – usługi	VIII	pkt	54,3	-	54,0
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,05	-	0,05
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tyg.	tys.	-	271
16:00	US	ISM – usługi	VIII	pkt	58,3	-	60,3
PIĄTEK (4 września)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VII	% m/m	-0,8	-	2,0
9:00	HU	PKB	II kw.	% r/r	2,7	-	3,5
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	VIII	tys.	218	-	215
14:30	US	Stopa bezrobocia	VIII	%	5,3	-	5,3

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

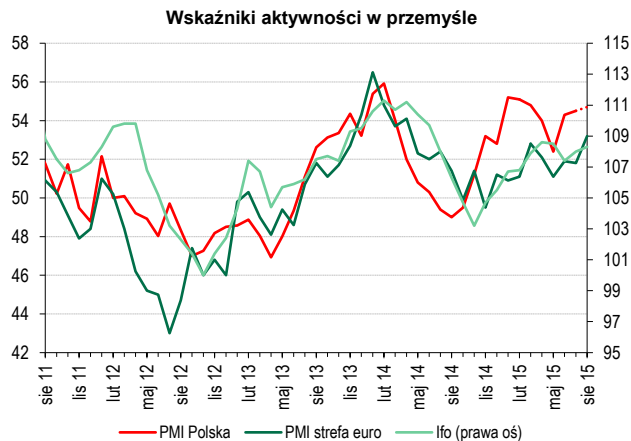
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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:

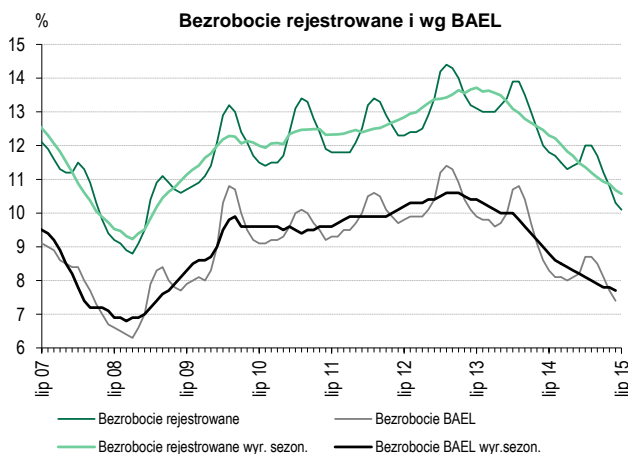
Poznań 61 856 5814/30
 Warszawa 22 586 8320/38
 Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – EBC i FOMC w centrum uwagi

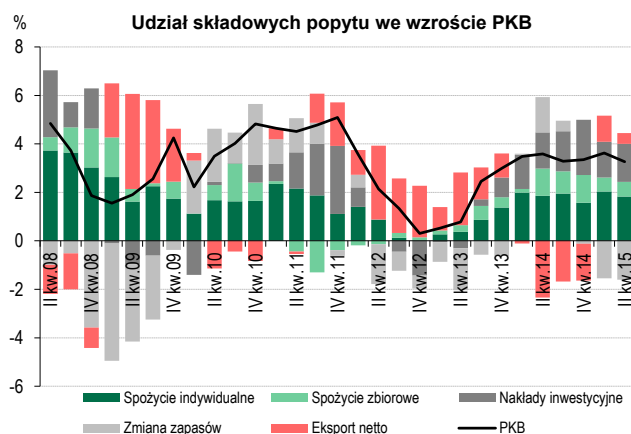


- Większość wskaźników aktywności gospodarczej Niemiec poprawiła się w sierpniu, sugerując że wpływ zawirowań w Chinach (jak na razie) jest ograniczony. Pozwala nam to wierzyć, że PMI dla Polski również wzrośnie lub przynajmniej ustabilizuje się na wysokim poziomie. Zwłaszcza, że ostatnie inne badania koniunktury w Polsce były dość optymistyczne, sygnalizując dalsze nieznaczne ożywienie gospodarcze.
- Pierwsze posiedzenie RPP po wakacjach nie zapowiada istotnych niespodzianek. Stopy zostaną stabilne, a komunikat nie zasugeruje konieczności zmian w polityce pieniężnej.
- Bardziej interesująca będzie konferencja prasowa EBC i komentarz Mario Draghiego, biorąc pod uwagę ostatnie wydarzenia w Chinach i słowa głównego ekonomisty EBC o możliwym rozszerzeniu programu luzowania ilościowego. Pod koniec tygodnia, rynek skupi się na USA i danych z rynku pracy, kluczowych dla oczekiwań co do następnych kroków FOMC.

Ostatni tydzień w gospodarce – Niższy wzrost inwestycji zaważył na PKB



- Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w lipcu do 10,1% i była najniższa od 2008 r. W ujęciu m/m liczba bezrobotnych spadła o 37 tysięcy, czyli więcej niż przed rokiem (34 tysiące). Podobne zjawisko zaobserwowaliśmy w czerwcu i oznacza ono przyspieszenie tempa spadku bezrobocia, podczas gdy my spodziewaliśmy się raczej jego spowolnienia w związku z wyczerpywaniem się zasobów siły roboczej. Mocniejszy spadek stopy bezrobocia częściowo wynika jednak z silniejszej interwencji Ministerstwa Pracy – do prac subsydiowanych i na szkolenia wysłano o 9 tys. osób więcej niż przed rokiem. Stopa bezrobocia wg BAEL spadła w II kw. do 7,4% - najniższego poziomu od 2008 r.



- PKB urósł o 3,3% r/r w II kw. 2015, zgodnie z wcześniejszym odczytem i wobec 3,6% r/r w I kw. Popyt krajowy przyspieszył do 3,3% r/r pomimo spowolnienia inwestycji (do 6,4% r/r, najwolniej od IV kw. 2013) i stabilnego wzrostu konsumpcji (3% r/r), gdyż zmiana zapasów zaskoczyła w górę. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB obniżył się, przy spowolnieniu zarówno w eksporcie jak i imporcie. Wzrost PKB wyrównany sezonowo utrzymał się na niezłym poziomie 0,9% kw/kw.

- Struktura wzrostu PKB w II kw. 2015 r (w szczególności spowolnienie inwestycji) budzi nasze wątpliwości co do tempa wzrostu w II poł. roku. Wzrost konsumpcji prywatnej powinien zostać mocny, wspierany spadającymi bezrobociem i rosnącymi dochodami ludności. Eksport również powinien poprawiać się pod wpływem dalszego ożywienia w strefie euro. Jednak trudno się spodziewać istotnego przyspieszenia wzrostu inwestycji. Wciąż uważamy, że wzrost PKB może być wyższy w II połowie 2015 r., ale prawdopodobnie nie w takiej skali, jak się wcześniej spodziewaliśmy. Wzrost w całym roku wyniesie zapewne bliżej 3,5% niż 4,0%, a prognoza na 2016 rok na poziomie 3,5% wciąż jest realistyczna. Nowe prognozy przedstawimy w najbliższym raporcie miesięcznym.

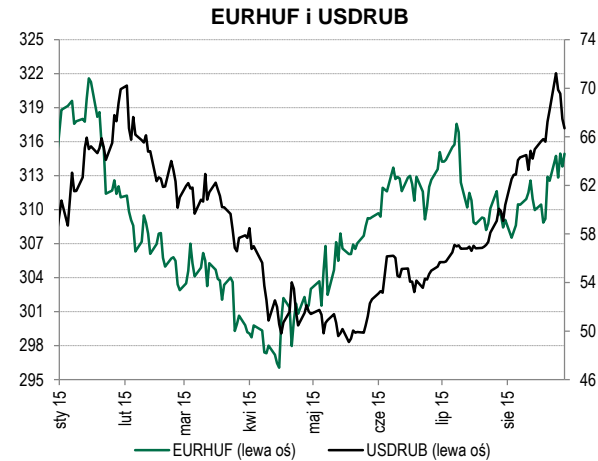
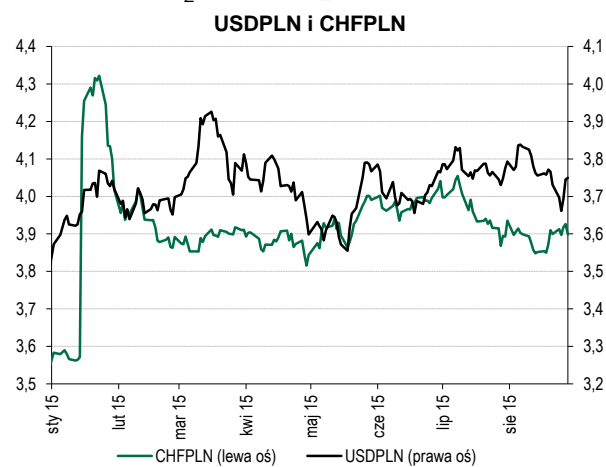
Cytat tygodnia – Przewalutowanie mogłoby mieć negatywne skutki

Andrzej Raczek, wiceprezes NBP, 27.08.2015, PAP

Jeżeli okaże się, że na masową skalę nastąpiłoby przewalutowanie kredytów walutowych to (...) nastąpi bardzo istotna deprecjacja kursu złotego do franka oraz do innych walut. Można oczywiście liczyć, że będzie tutaj interweniował bank centralny. Tylko proszę pamiętać, że bank centralny też ma ograniczone możliwości w tym zakresie i jeżeli to będzie na masową skalę, przy bardzo dużych kosztach i bez pewnej kontroli, to w takim układzie możemy mieć bardzo negatywne skutki makroekonomiczne.

Senacka Komisja Finansów Publicznych zarekomendowała przywrócenie ustawy o przewalutowaniu kredytów do jej pierwotnego kształtu, tj. podziału kosztu konwersji równomiernie między kredytobiorcę i kredytodawcę oraz uzależnienia momentu, w którym możliwe będzie przewalutowanie, od współczynnika LtV. Utrzymano jednak wyższe progi powierzchni mieszkań i domów (100 i 150 m). W tym tygodniu Senat będzie debatował nad ustawą i możliwe są dalsze zmiany. Wtedy ustawa wróci do Sejmu, który będzie mógł odrzucić poprawki Senatu. PO potrzebuje poparcia PSL, żeby utrzymać senacką wersję ustawy. Wg NBP, wartość kredytów spełniających kryteria konwersji wynosi 68 mld zł. Mamy wrażenie, że ryzyko przeforsowania kosztownej dla banków ustawy o konwersji nieco ostatnio zmalało, chociaż ten czynnik nadal może ciążyć na nastrojach rynkowych.

Rynek walutowy – Zmienność może pozostać wysoka

**Wysoka zmienność złotego może się utrzymać**

▪ Z powodu silnej huśtawki nastrojów na rynku, kurs złotego w ostatnim tygodniu był dość niestabilny. Początkowo z tytułu obaw o wzrost gospodarczy na świecie EURPLN wzrósł do 4,26, najwyżej od końca stycznia, przekraczając lokalny szczyt z początku lipca (4,24). W drugiej części tygodnia odnotowano pewne odreagowanie i kurs cofnął się do 4,23. USDPLN także notował silne wahania początkowo spadając do 3,62, by potem odbić się do 3,77.

▪ Wakacje zbliżają się do końca, więc bankierzy centralni wracają do pracy. Uważamy, że ani RPP ani EBC nie będą we wrześniu bardzo zajęte. Stopy procentowe w Polsce zostaną stabilne, a ton komunikatu nie ulegnie dużym zmianom. Nie oczekujemy więc, by to wydarzenie miało duży wpływ na złotego. Jeśli chodzi o EBC, ostatnie wieści z Chin i spadek cen surowców może być komentowany przez bank centralny. Jeśli Mario Draghi będzie brzmiał równie gołębnie, ryzykowne aktywa w Europie, w tym złoty, mogą zyskać. Drugim wydarzeniem, na które będzie czekał rynek są dane z USA o zatrudnieniu poza rolnictwem. Po ostatnich zawirowaniach na świecie, oczekiwany przez inwestorów termin pierwszej podwyżki stóp Fed oddalił się. Nawet Dudley z FOMC, do tej pory zwolennik wrześniowej podwyżki powiedział, że obecnie jest mniej do niej przekonany. Słowa te nie wsparły złotego, bo rynek niepokoi się o światową gospodarkę. Odnosnie danych z USA zaplanowanych na ten tydzień, uważamy, że zarówno silne rozczarowanie jak i wyniki mocno powyżej konsensusu mogą ciężić polskiej walucie. W pierwszym przypadku pogorszenie nastrojów na globalnym rynku wzmocni obawy o kolejny światowy kryzys i będzie skutkowało odwróceniem się inwestorów od ryzykownych aktywów. W drugim – wzrost szans na wrześniową podwyżkę stóp Fed osłabi nastroje na rynkach wschodzących.

▪ Ostatnie tygodnie były dość niestabilne dla EURPLN. Biorąc pod uwagę duże znaczenie nadchodzących w tym tygodniu wydarzeń, uważamy że w najbliższych dniach wysoka zmienność może się utrzymać. W naszej opinii, kluczowe poziomy dla EURPLN to 4,15 i 4,265 (kolejny opór na ok 4,30).

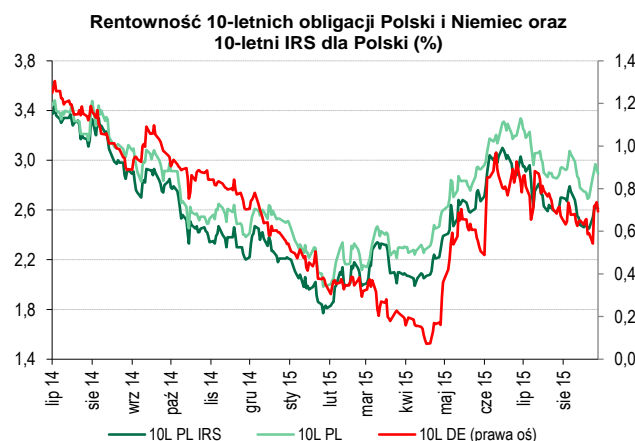
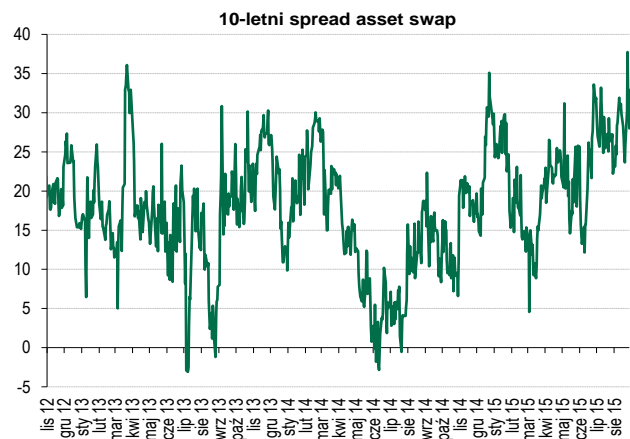
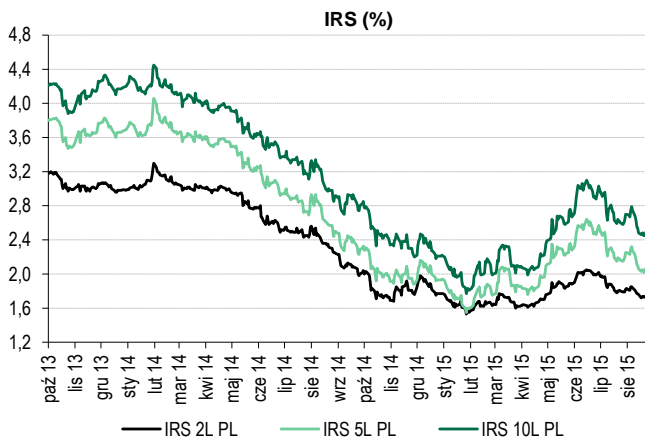
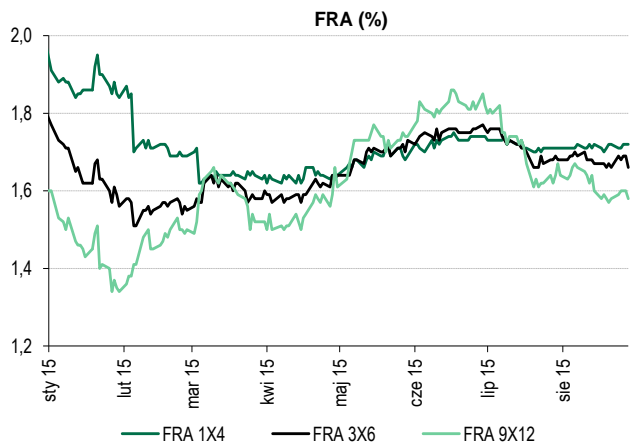
Podwyższone wahania z powodu Chin i danych z USA

▪ Malejące szanse podwyżki stóp procentowych przez Fed i niepokój wzmacniany doniesieniami z Chin pchnął EURUSD gwałtownie w górę do nieco powyżej 1,17, najwyżej od połowy stycznia. Jednakże, przyzwoite dane z USA opublikowane w trakcie tygodnia wzmocniły dolara, i kurs zakończył tydzień w okolicach 1,13.

▪ Kryzys w Chinach i związane z nim obawy oraz całkiem dobre dane makro w USA wzbudziły wiele niepewności co do terminu pierwszej podwyżki stóp przez Fed co znalazło odzwierciedlenie w silnych wahaniami EURUSD. W nadchodzącym tygodniu dużo danych zostanie opublikowanych w USA, spośród których sierpniowe zatrudnienie w sektorze pozarolniczym jest najbardziej wyczekiwane. Wydaje się, że silne dane ze Stanów będą sprzyjające dla dolara, natomiast rozczarowujące wyniki pchną kurs EURUSD w górę.

▪ Naszym zdaniem, istotnie poziomy dla kursu w tym tygodniu to 1,12 i 1,17.

Rynek stopy procentowej – Globalne nastroje wciąż kluczowe



Stopy zmienne pod wpływem czynników zewnętrznych

▪ Krajowe krzywe IRS oraz obligacji przesunęły się w ubiegłym tygodniu wyraźnie w górę. Początkowo, w rynek mocno uderzył odpływ kapitału w kierunku bezpiecznych aktywów. Negatywny wpływ wyższej awersji do ryzyka z tytułu zamieszania w Chinach okazał się dla rynku ważniejszy niż potencjalnie pozytywny wpływ obaw o globalne spowolnienie gospodarcze i malejące szanse na podwyżkę stóp przez Fed we wrześniu. Krzywe IRS i obligacji wzrosły o odpowiednio 2-15 pb i 5-20 pb. Skala osłabienia była przejściowo jeszcze większa, ale rynek odreagował nieco na koniec tygodnia. Rentowność 10-letniego benchmarku odbiła się od wsparcia na 2,70%. Istotna była też korekta w nachyleniu krzywej – spready 2-10 i 2-5 wzrosły o 10-20 pp w ciągu tygodnia do najwyższego poziomu od początku sierpnia. Spread asset swap dla 10 lat przełamał opór na 33 bp i wzrósł do prawie 40 pb, najwyższej od września 2012.

▪ W przypadku FRA, stopy do 9 miesięcy były stabilne i rynek nadal widzi ok 50% szans na obniżkę stóp w tym czasie. Dłuższe FRA wzrosły o 5-9 pb w ślad za rosnącymi IRS.

Globalne nastroje wciąż kluczowe

▪ Gwałtowne zmiany nastrojów na światowych rynkach były głównym czynnikiem wpływającym na polski rynek stopy procentowej. Ostatnie dni potwierdziły, że istnieje pewien poziom awersji do ryzyka, który jeśli zostanie przekroczony, to polski dług traci, nawet jeśli szanse na zacieśnienie polityki monetarnej na świecie spadają.

▪ Uważamy że wynik posiedzenia RPP nie przyniesie żadnych zaskoczeń ani nie spowoduje trwałej reakcji rynku i to kwestie zewnętrzne pozostaną głównymi czynnikami wpływającymi na polski rynek. W tym tygodniu zostanie opublikowanych wiele danych makro z USA, które będą miały zapewne istotny wpływ na oczekiwania inwestorów co do polityki monetarnej Fed. Może to spowodować istotne wahania na globalnych rynkach. 10-sesyjna korelacja pomiędzy polskimi i niemieckimi 10-letnimi obligacjami wynosi 70%, a miesięczna nieco ponad 60% co pokazuje istotność światowych trendów dla krajowego rynku. Uważamy, że podobnie jak w przypadku złotego, zarówno silne rozczarowanie jak i wyniki mocno powyżej konsensusu w danych z USA mogą ciężać polskim obligacjom. W pierwszym przypadku pogorszenie nastrojów na globalnym rynku wzmocni obawy o kolejny światowy kryzys i będzie skutkowało odwróceniem się inwestorów od ryzykownych aktywów. W drugim – wzrost szans na wrześniową podwyżkę stóp Fed osłabi nastroje na rynkach wschodzących.

▪ Płynność w czasie wakacji była wyjątkowo niska i liczymy, że inwestorzy będą teraz bardziej aktywni.

▪ W poniedziałek Ministerstwo Finansów poda szczegóły aukcji obligacji planowanych na wrzesień. Wg wstępnego planu, resort planował dwie aukcje w ostatnim miesiącu III kw. Ponadto, na początku tygodnia opublikowane zostaną lipcowe dane nt. udziałów poszczególnych grup inwestorów w polskim długu.

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