

TYGODNIK EKONOMICZNY

7 – 13 września 2015

PMI dla przemysłu dołączył do grupy rozczarowujących danych z Polski, spadając w sierpniu do 51,1, znacznie poniżej prognoz i najniżej od września 2014. Jest to dla nas dużym zaskoczeniem, ponieważ żaden inny wskaźnik koniunktury nie zanotował istotnego pogorszenia w sierpniu (przeciwnie, większość się poprawiła), a indeksy PMI dla Niemiec również wzrosły. Sądzymy, że sierpniowa produkcja przemysłowa może zaskoczyć rynek pozytywnie, ponieważ wpływ przerw w dostawie prądu był zapewne mniejszy niż zakłada wielu analityków. Z pozytywnych informacji ub. tygodnia warto wymienić spadek sezonowo wyrównanej stopy bezrobocia do 7,6%, najniżej od kwietnia 2009, i przyspieszenie wzrostu zatrudnionych do 1,4% r/r. Po ostatnich publikacjach danych zdecydowaliśmy jednak obniżyć prognozę wzrostu PKB na ten rok do 3,5% (z 3,8% poprzednio), pozostawiając prognozę na 2016 bez zmian na poziomie 3,5%. Ostatnie publikacje za granicą były zróżnicowane, ale ogólnie potwierdziły wzrost aktywności ekonomicznej w Europie i USA (wskaźnik composite PMI dla strefy euro najwyższy od 4 lat, solidny wzrost zatrudnienia w USA). Niemniej, niepewność nt. perspektyw gospodarki globalnej wzrosła ostatnio pod wpływem obaw o sytuację w Chinach, co potwierdziły ostatnio wypowiedzi przedstawicieli MFW i EBC.

W obliczu braku kluczowych publikacji makro, uwaga rynku w Polsce może się w najbliższych dniach skupić na polityce fiskalnej, szczególnie, że rząd będzie dyskutował o projekcie budżetu na 2016 r. Wg doniesień prasowych Ministerstwo Finansów wstępnie zaplanowało wyraźny wzrost deficytu budżetowego, do 57,2 mld zł (o ponad 10 mld zł więcej niż w tym roku). Taki deficyt budżetu centralnego (ok. 3% PKB) oznaczałby wyraźne odejście od ścieżki konsolidacji fiskalnej zaplanowanej w Programie Konwergencji (zakładającej redukcję salda finansów publicznych do 2,3% PKB w 2016 z 2,7% w tym roku), co może być negatywne dla krajowych obligacji. We wtorek rozpoczyna się doroczne Forum Ekonomiczne w Krynicy-Zdrój, podczas którego mogą się m.in. pojawić wypowiedzi polityków partii rządzącej i opozycji odnośnie ich planów gospodarczych po wyborach. Za granicą inwestorzy będą wypatrywali nowych wskazówek przed zbliżającym się posiedzeniem Fed (17 września). Sytuacja w Chinach pozostaje potencjalnym źródłem nowych wahań na rynkach. Inwestorzy będą się też przyglądali sondażom w Grecji przed zbliżającymi się wyborami (20 września), ponieważ spadające poparcie dla Syrizy zapowiada problemy z powołaniem nowego rządu i przedłużenie okresu chaosu politycznego.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (7 września)							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	0,9	-	-1,4
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	VII	% r/r	3,0	-	8,1
WTOREK (8 września)							
8:00	DE	Eksport	VII	% m/m	1,4	-	-1,1
9:00	HU	CPI	VIII	% r/r	0,4	-	0,4
11:00	EZ	Wstępny PKB	II kw.	% r/r	1,2	-	1,0
ŚRODA (9 września)							
9:00	CZ	CPI	VIII	% r/r	0,4	-	0,5
CZWARTEK (10 września)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	282
PIĄTEK (11 września)							
12:30	RU	Decyzja banku centralnego		%	11,0	-	11,0
16:00	US	Wstępny Michigan	IX	pkt	91,5	-	91,9

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

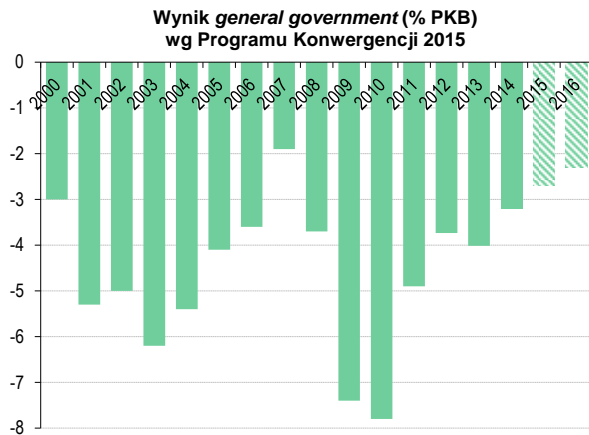
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

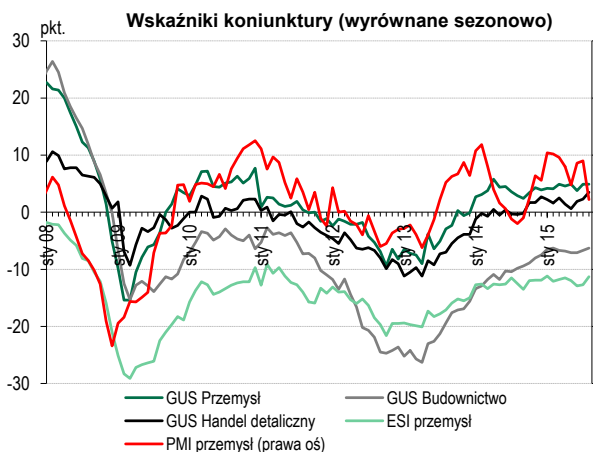
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Brak ważnych danych, uwaga na budżet



Wobec braku publikacji istotnych danych w najbliższym tygodniu uwaga rynku może się skupić na polityce fiskalnej. W ostatnich dniach media informowały, że Ministerstwo Finansów wstępnie planuje zwiększenie deficytu budżetowego w 2016 r. do 57,2 mld zł (o ponad 10 mld zł niż w tym roku). To mniej więcej 3% PKB wobec 2,6% w 2015r. Przypomnijmy, że w planie konwergencji rząd planował obniżenie deficytu sektora finansów publicznych do 2,3% PKB w 2016 r. z 2,7% w 2015. Minister finansów Mateusz Szczurek powiedział, że na razie wszystkie szacunki mają charakter wstępny i deficyt sektora publicznego nie powinien być wyższy niż 3% PKB. Rząd ma na najbliższym posiedzeniu rozmawiać o nowych działaniach, które mogłyby zwiększyć wpływy i obniżyć deficyt. Niewykluczone, że w ostatecznie przyjętej wersji budżetu deficyt nie będzie aż tak wysoki, ale i tak widzimy ryzyko wolniejszej konsolidacji fiskalnej niż wcześniej planowano.

Ostatni tydzień w gospodarce – Zaskakująco niski PMI



Indeks PMI dla polskiego przemysłu zanotował w sierpniu spadek do 51,1 pkt (najniższy od sierpnia 2014) z 54,5 pkt w lipcu. Największy od stycznia 2005 spadek wynikał z pogorszenia wszystkich składowych indeksu. Znaczne spowolnienie wzrostu odnotowano w produkcji oraz zamówieniach, także tych eksportowych. Najmniej obniżył się wzrost zatrudnienia. Zwracamy jednak uwagę, że inne sierpniowe wskaźniki koniunktury w przemyśle pokazały całkiem pozytywny obraz, a nawet pewną poprawę w ostatnim miesiącu, więc odczyt PMI jest na tym tle obserwacją bardzo nietypową. Być może słaby wynik był skutkiem pogorszenia nastrojów ankietowanych menadżerów pod wpływem przejściowego ograniczenia w połowie sierpnia dostaw energii z powodu suszy. Niemniej, dane o zużyciu energii wskazują, że pomimo przejściowej przerwy w dostawach prądu roczna dynamika zużycia energii w sierpniu była najwyższa od 2011 r., więc naszym zdaniem wpływ tego czynnika na produkcję przemysłową nie powinien być przeceniany.



Wyrównana sezonowo stopa bezrobocia wg BAEL spadła w Polsce w lipcu do 7,6%, najniższej od kwietnia 2009. Wzrost liczby pracujących przyspieszył wg naszego szacunku do 1,4% r/r, ale nadal odpowiada wzrostowi inwestycji poniżej 10% r/r (patrz wykres obok).

Rada Polityki Pieniężnej po raz kolejny pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Na konferencji prasowej Prezes NBP stwierdził, że nastawienie RPP również się nie zmieniło (stopy stabilne do końca kadencji). Bez znaczących zmian pozostają również prognozy NBP odnośnie inflacji (wyjście z deflacji w listopadzie, podobnie jak nasza prognoza) i wzrostu PKB (3,6% w tym roku, co jest zbliżone do naszej prognozy). RPP zaczęła pracować nad założeniami polityki pieniężnej na 2016 (będą zaakceptowane w połowie września), ale według M. Belki pozostaną (a jakże by inaczej) bez większych zmian.

Cytat tygodnia – Co z celem inflacyjnym?

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 4.09.2015, PAP

W kontekście bliżej nieokreślonego terminu wejścia do strefy euro musimy powrócić do dyskusji na temat obniżenia celu inflacyjnego do europejskiego poziomu 2,0%.

Instytut Ekonomiczny NBP, 3.09.2015

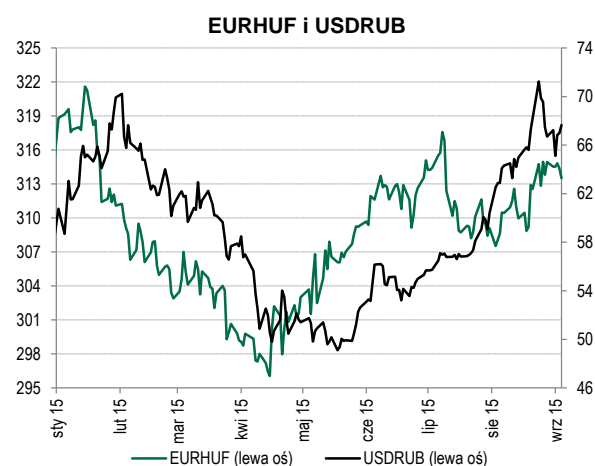
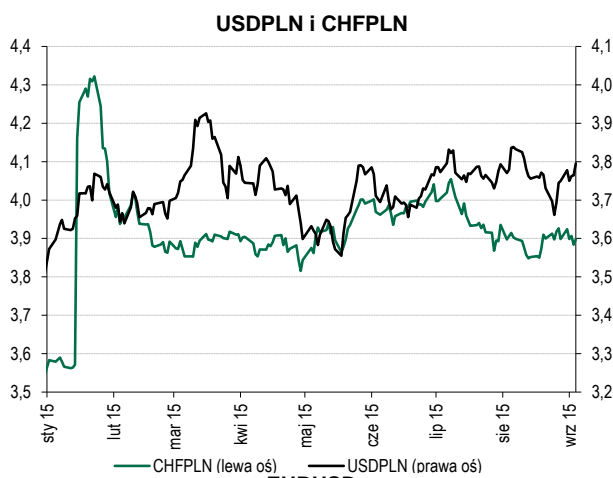
Obecny cel inflacyjny wydaje się bardzo dobrze zabezpieczać nas przed wpadnięciem w pułapkę (deflacyjną). Jednak już ewentualne obniżenie celu do 1,5% skutkowało by skokowym wzrostem prawdopodobieństwa wpadnięcia w pułapkę.

Marek Belka, NBP governor, 1.09.2015, MPC press conference

Dyskutowaliśmy nad nowymi założeniami polityki pieniężnej. Nie ma w Radzie poparcia dla zmian rewolucyjnych.

Rada Polityki Pieniężnej rozpoczęła dyskusję nt. założeń polityki pieniężnej na przyszły rok i wg prezesa NBP Marka Belki dokument ma zostać zatwierdzony na specjalnym posiedzeniu 15 września. Członkini RPP Elżbieta Chojna-Duch powiedziała ostatnio, że konieczna jest dyskusja nt. wysokości celu inflacyjnego, ale Marek Belka wyraźnie stwierdził na ostatniej konferencji prasowej, że w Radzie nie ma większości dla rewolucyjnych zmian. Nie spodziewamy się, aby w założeniach na 2016 r. miała się pojawić zmiana celu inflacyjnego.

Rynek walutowy – Raczej bez dużych zmian na tydzień przed FOMC



EURPLN nadal zmienny

▪ Tydzień temu pisaliśmy, że złoty może pozostać zmienny i rzeczywiście spread między tygodniowym maksimum i minimum EURPLN był nawet jeszcze nieco większy niż w poprzednim tygodniu. Głównymi czynnikami wpływającymi na krajową walutę były obawy o globalny wzrost (które pchnęły EURPLN to 4,26) i gołębi wydzwięk posiedzenia EBC (który umocnił złotego do 4,22 za euro). Na koniec tygodnia kurs powrócił w okolice otwarcia na 4,22. Krajowa waluta osłabiła się do dolara w wyniku nagłego spadku EURUSD, który pchnął USDPLN w górę do 3,80.

▪ Kalendarz publikowanych w tym tygodniu danych jest prawie pusty, więc uwaga inwestorów może się skupić na sytuacji w Chinach i spekulacji nt. terminu podwyżki stóp Fed, bowiem będzie to ostatni tydzień przed posiedzeniem FOMC.

▪ W poprzednich trzech latach złoty zyskiwał we wrześniu do euro. W pewnym stopniu mogło to wynikać z faktu, że na koniec tego miesiąca następuje ustalenie kursu przewalutowania dopłat dla rolników i niższy EURPLN jest preferowany przez rząd, aby zmniejszyć wartość wypłat w złotówkach. W roku wyborczym taka strategia może być jednak ryzykowna biorąc pod uwagę, że rolnicy tracą z powodu panującej suszy. Z drugiej strony, analiza techniczna sugeruje wg nas, że bieżące poziomy EURPLN mogą się okazać bliskie wrześniowemu szczytowi i na koniec miesiąca kurs będzie niżej. Paradoksalnie, jeśli wrześniowa podwyżka stóp Fed zostanie zinterpretowana jako oznaka wiary w ożywienie gospodarcze, może ona pomóc złotemu umocnić się na koniec miesiąca.

▪ Ważne poziomy dla EURPLN w tym tygodniu to 4,20 (kolejne wsparcie na 4,15) i 4,26 (następny opór na 4,33).

EURUSD nadal w trendzie bocznym

▪ Gwałtowny wzrost EURUSD z końca sierpnia do 1,17 z 1,10 okazał się chwilowy i w ostatnich dniach dolar odrobił całość strat poniesionych w dwóch poprzednich tygodniach. Kurs spadł do 1,11 głównie pod wpływem gołębih sygnałów z EBC.

▪ Patrząc szerzej na wykres i jeśli zignorujemy przejściowy wzrost do 1,17, EURUSD od maja waha się w trendzie bocznym w przedziale 1,08-1,15. Wydaje się, że na tydzień przed decyzją FOMC o stopach procentowych na wykresie nie nastąpi żadna przełomowa zmiana. Inwestorzy pozostaną zapewne skupieni na Chinach i zaczną pozycjonować się przed posiedzeniem FOMC, ale kurs powinien pozostać w powyższym przedziale.

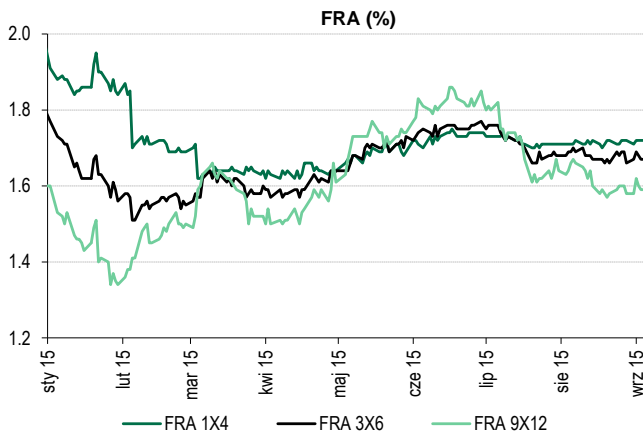
Ważne wydarzenia w regionie CEE

▪ EURHUF też pozostał dość zmienny tuż poniżej lokalnego szczytu na 317-318. Tymczasem, USDRUB wahał się w rytm globalnego nastroju i zmian cen ropy naftowej. Ostatecznie, rubel osłabił się do dolara ale kurs pozostał poniżej najwyższego poziomu zamknięcia w historii na ok. 69 z końca stycznia. Najbardziej stabilna w regionie CEE była oczywiście korona, EURCZK wahał się znowu bardzo blisko 27.

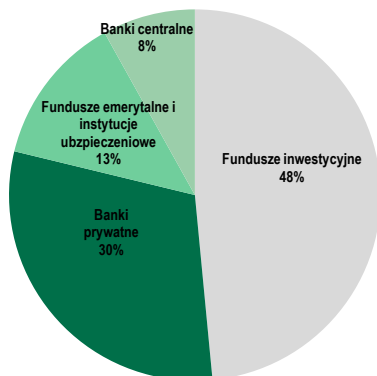
▪ W tym tygodniu poznamy czeski i węgierski CPI. Biorąc pod uwagę ostatnie zamieszanie na rynku i gołębi ton EBC, inwestorzy mogliby zacząć oczekiwać dalszych działań ze strony CNB i MNB jeśli inflacyjne dane pokazałyby w dalszym ciągu brak presji cenowej.

▪ Istotne wydarzenia będą też miały miejsce w Rosji – publikacja drugiego szacunku PKB za II kw. i decyzja banku centralnego o stopach procentowych. Rynek oczekuje pozostawienia stóp bez zmian i wg nas jest to prawdopodobny wynik posiedzenia biorąc pod uwagę ostatnią stabilizację USDRUB (choć na podwyższonym poziomie). Kluczowe dla rubla w tym tygodniu pozostaną zapewne wahania cen ropy.

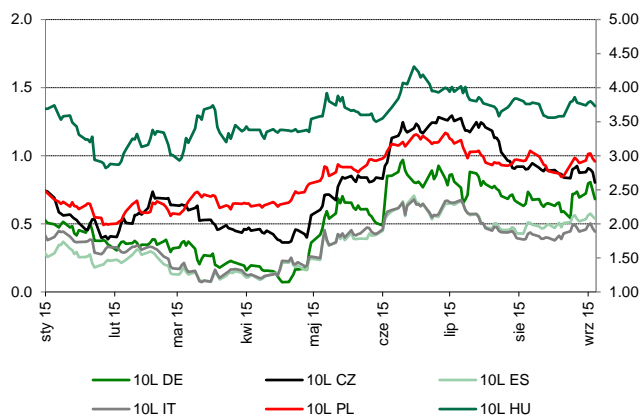
Rynek stopy procentowej – Możliwa realizacja zysków po silnym umocnieniu



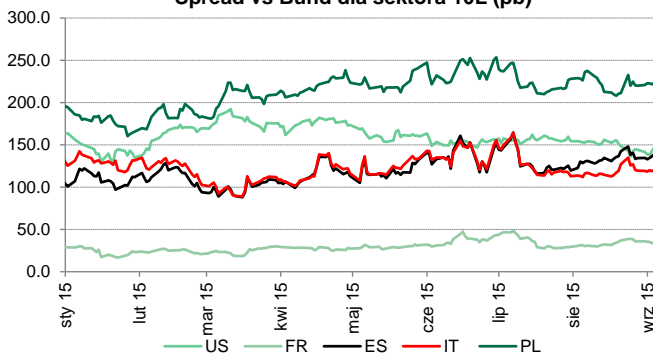
Struktura nabywców obligacji 10-letniej denominowanej w EUR wg podmiotów



Rentowności 10-letnich obligacji (%)



Spread vs Bund dla sektora 10L (pb)



Rentowności i stawki w dół po posiedzeniu EBC

▪ Sytuacja na rynku pieniężnym nie zmieniła się istotnie w minionym tygodniu. WIBORY pozostały stabilne, gdyż RPP po wrześnieowym posiedzeniu potwierdziła, że stopy pozostaną stabilne do końca kadencji obecnej Rady w I kw. 2016 r. W tym samym czasie stawki FRA podążyły za zmianami na rynku IRS. O ile na początku tygodnia wzrosły one znacząco, to umocnienie IRS w wyniku gołębiej retoryki EBC oraz mieszanych danych z USA pomogły odrobić wcześniejsze straty i powrócić do poziomów z poprzedniego tygodnia.

▪ Na rynku obligacji i IRS, zmienność utrzymała się na wysokim poziomie. Rentowności i stawki IRS wzrosły znacząco na początku tygodnia w wyniku wzrostu awersji do ryzyka. Jednak gołębi komentarz ze strony EBC i dane z rynku pracy w USA wsparły rynki długu globalnie (włączając krajowy rynek) głównie w segmentach 5 i 10 lat. Co więcej, spread wobec niemieckich obligacji dla sektora 10L również się zawężił.

▪ Ministerstwo Finansów zwiększyło swoją aktywność na rynku pierwotnym po wakacyjnym marazmie. Resort uplasował 10-letnią obligację nominowaną w euro o wartości 1 mld €, przy popycie na poziomie 1,3 mld €. Obligacje te zostały wycenione na 48 pb powyżej średniej stopy swap, co odpowiadało rentowności 1,592%. Nabywcami obligacji byli głównie europejscy inwestorzy, głównie z Niemiec (38%). W strukturze podmiotowej inwestorów największy udział miały fundusze inwestycyjne, z udziałem 48%, podczas gdy banki centralne nabyły 8% emisji. W kolejnych tygodniach września resort planuje przeprowadzenie dwóch aukcji o łącznej wartości do 10 mld zł. wzrost aktywności na rynku pierwotnym to krok w kierunku zakończenia finansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych do końca października, co naszym zdaniem jest realistyczne do osiągnięcia.

Wysoka zmienność utrzymuje się, aukcji w centrum uwagi

▪ Ostatnie dane makro (PKB, PMI, a wcześniej dane o produkcji i sprzedaży detalicznej) skłoniły nas do rewizji w dół prognozy PKB na ten rok do 3,5% (z 3,8% wcześniej szacowanych) i do zmiany ścieżki stóp na nadchodzące lata. Przełożyliśmy moment rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp przez RPP na początek 2017 r. w wyniku słabszych od oczekiwanych krajowych danych i rosnącej niepewności odnośnie perspektyw dla globalnego wzrostu. Z drugiej strony nie widzimy czynników za powrotem do redukcji stóp (czego oczekuje rynek) ze względu na przyzwoity wzrost gospodarczy, stopniowy wzrost inflacji i mniejszą konsolidację fiskalną. W związku z tym oczekujemy, że stawki WIBOR pozostaną względnie stabilne w najbliższych miesiącach i mogą nieznacznie wzrosnąć na przełomie roku 2015-2016.

▪ W tym tygodniu czynniki globalne pozostaną kluczowe dla inwestorów. Krajowy rynek długu, podobnie jak w poprzednich tygodniach, będzie podążał za zmianami na rynkach bazowych. Kontynuacja trendu spadkowego rentowności niemieckich obligacji będzie wspierała krajowe krzywe. Jednak nastroje inwestorów pozostaną bardzo wrażliwe na doniesienia z Chin i negatywne informacje oraz lepsze od oczekiwań dane z USA mogą spowodować szybkie odwrócenie trendu. W związku z tym inwestorzy pozostaną ostrożni, a zmienność na rynku utrzyma się na wysokim poziomie w oczekiwaniu na przyszłotygodniowe posiedzenie FOMC. Co więcej, rośnie ryzyko korekty na rynku długu po ostatnim silnym umocnieniu.

▪ Kluczowym wydarzeniem z kraju będzie aukcja obligacji długoterminowych. Ministerstwo zaofertuje obligacje o zmiennym kuponie WZ0126 i nowy 10-letni benchmark DS0726 o łącznej wartości 2-4 mld zł (ostateczna oferta w dn. 8 września). Warunki rynkowe (gołębia retoryka EBC, malejące szanse na szybkie podwyżki stóp przez Fed) są sprzyjające, więc oczekujemy przyzwoitego popytu z zagranicy. Lipcowe dane z Ministerstwa Finansów pokazały wzrost zaangażowania zagranicy w obligacje DS0725 o ok. 2 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, www.bzwbk.pl