

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 14 – 20 września 2015

Kalendarz na ten tydzień jest pełen publikacji ważnych danych w kraju i za granicą, ale i tak najbardziej wyczekiwany wydarzeniem będzie decyzja FOMC. Rynek wycenia szansę na podwyżkę stóp we wrześniu na mniej niż 50%, a wielu analityków wycofało się z prognoz normalizacji polityki pieniężnej już w tym miesiącu, ale i tak nie można jej zupełnie wykluczyć.

Wracając do polskich danych, jesteśmy bardziej optymistyczni niż większość analityków odnośnie sierpniowej produkcji przemysłowej i sądzimy, że mimo przejściowych ograniczeń w dostawie prądu aktywność w przemyśle solidnie wzrosła. Ogólnie, solidne dane o produkcji, sprzedaży i eksporcie powinny wesprzeć optymizm inwestorów odnośnie perspektyw dla polskiej gospodarki na kolejne kwartały.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (14 września)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	0,2	-	-0,4
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VII	mln €	-527	-527	-849
14:00	PL	Eksport	VII	mln €	14317	14342	14 261
14:00	PL	Import	VII	mln €	14212	14011	14 205
14:00	PL	Podaż pieniądza	VIII	% r/r	8,0	8,0	8,6
<b>WTOREK (15 września)</b>							
11:00	DE	Indeks ZEW	IX	pkt	64,5	-	65,7
14:00	PL	CPI	VIII	% r/r	-0,7	-0,8	-0,7
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	VIII	% m/m	0,3	-	0,6
15:15	US	Produkcja przemysłowa	VIII	% m/m	-0,2	-	0,6
<b>ŚRODA (16 września)</b>							
11:00	EZ	HICP	VIII	% r/r	0,2	-	0,2
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VIII	% r/r	3,5	3,6	3,3
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VIII	% r/r	0,9	0,9	0,9
14:00	PL	Inflacja bazowa	VIII	% r/r	0,4	0,4	0,4
14:30	US	CPI	VIII	% m/m	-0,1	-	0,1
<b>CZWARTEK (17 września)</b>							
14:00	PL	Minutes RPP					
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	6,2	7,1	3,8
14:00	PL	Produkcja budowlana	VIII	% r/r	3,5	4,0	-0,1
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	VIII	% r/r	3,6	3,7	3,5
14:00	PL	PPI	VIII	% r/r	-2,3	-1,9	-1,7
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	VIII	tys.	1150	-	1119
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VIII	tys.	1160	-	1206
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	275
16:00	US	Indeks Philly Fed	IX	pkt	6,0	-	8,3
20:00	US	Decyzja FOMC		%	0,0-0,25	-	0,0-0,25
<b>PIĄTEK (18 września)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

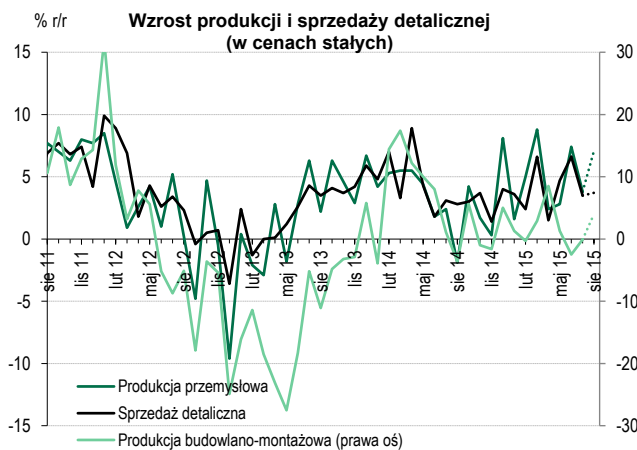
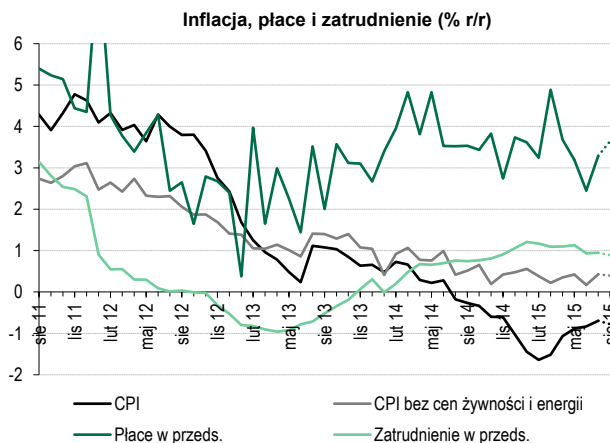
#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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 Luzziński 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 – Krajowe publikacje danych makro w cieniu posiedzenia FOMC



▪ Ten tydzień będzie obfitował w publikacje krajowych danych makro, które mogą pozostać w cieniu posiedzenia FOMC. Rozpoczęcie cyklu zacieśnienia polityki monetarnej przez Fed w tym miesiącu jest wciąż możliwe, pomimo negatywnych rekomendacji ze strony MFW i Banku Światowego.

▪ Na początku tygodnia poznamy dane o lipcowym bilansie płatniczym. Spodziewamy się poprawy salda na rachunku obrotów bieżących w porównaniu do czerwca, głównie w wyniku silnego wzrostu eksportu (o 7% r/r), przy umiarkowanym wzroście importu (o 2,4% r/r). W efekcie nadwyżka handlowa może się zwiększyć do ok. 330 mln € z niecałych 60 mln € miesiąc wcześniej.

▪ Spodziewamy się zmiany inflacji CPI w sierpniu o -0,5% m/m i -0,8% r/r, głównie za sprawą niższych cen żywności i paliw. Nasze szacunki wskazują, że pomimo suszy żywność potaniała w sierpniu o 1,5% m/m, zgodnie z sezonowym wzorcem. Z kolei ceny paliw na stacjach spadły o 2,5% m/m. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii powinna pozostać na poziomie 0,4% r/r. Podtrzymujemy nasz bazowy scenariusz stopniowego wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach i prognozujemy, że na koniec roku CPI wyniesie ok. +0,6% r/r, a inflacja bazowa +1,1% r/r.

▪ Dane z rynku pracy nie powinny zaskoczyć. Oczekujemy, że wzrost zatrudnienia utrzymał się na poziomie 0,9% r/r, podczas gdy płace mogły nieznacznie przyspieszyć do 3,6% r/r.

▪ W naszej ocenie sierpień przyniósł solidny wzrost produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej. Ograniczenia dostaw energii w połowie sierpnia miały naszym zdaniem niewielki wpływ na produkcję. Dostępne dane o zużyciu energii wskazują, że jej roczna dynamika w sierpniu była najwyższa od 2011 r. Jeśli chodzi o sprzedaż detaliczną to uważamy, że sierpień może przynieść lekką poprawę r/r. Niezłe dane o produkcji i sprzedaży powinny zwiększyć optymizm nt. wzrostu PKB w II półroczu.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Wyższy deficyt budżetu w 2016 r.

## Główne parametry projektu budżetu na 2016 r. (mld zł)

	2015 plan (1)	2015 PW (2)	2016 plan (3)	zmiana (3) / (2)
<b>Dochody ogółem</b>	<b>297 198</b>	<b>291 423</b>	<b>296 879</b>	<b>1,9%</b>
Dochody podatkowe	269 820	257 239	268 443	4,4%
VAT	124 262	121 000	128 370	6,1%
CIT	24 530	25 700	26 440	2,9%
PIT	44 390	44 843	46 700	4,1%
Dochody niepodatkowe	25 830	32 636	26 699	-18,2%
<b>Wydatki ogółem</b>	<b>343 278</b>	<b>337 478</b>	<b>351 499</b>	<b>4,2%</b>
<b>Saldo budżetu</b>	<b>-46 080</b>	<b>-46 055</b>	<b>-54 620</b>	<b>18,6%</b>

▪ Rząd przyjął wstępny projekt budżetu na 2016 z deficytem w wysokości 54,6 mld zł (o 8,5 mld zł więcej niż w tym roku), dochodami na poziomie 296,9 mld zł (prawie 2% więcej niż planowane wykonanie br.) i wydatkami 351,5 mld zł (+4%).

▪ Projekt budżetu oparto na założeniu wzrostu PKB o 3,8% r/r i inflacji 1,7%. O ile ta ostatnia jest zgodna z naszą prognozą, to jesteśmy mniejszymi optymistami jeśli chodzi o wzrost gospodarczy. Co więcej, dochody zawierają m.in. 3 mld zł tegorocznego zysku NBP, co również wydaje się nam ryzykowne, ponieważ oczekujemy aprecjacji złotego przed końcem br. Wyższy deficyt budżetu centralnego (ok. 3% PKB) oznacza odejście od wcześniej planowanej ścieżki konsolidacji fiskalnej. Program Konwergencji przewidywał deficyt sektora publicznego 2,3% PKB w 2016. To niezbyt dobra wiadomość, ponieważ lata niezłego wzrostu gospodarczego należałoby wykorzystać na zmniejszenie deficytu, aby stworzyć przestrzeń do ewentualnej reakcji polityki fiskalnej w gorszych czasach.

## Cytat tygodnia – Ustawa „frankowa” trafi do szuflady

## Małgorzata Kidawa-Błońska, marszałek Sejmu, 9.09, PAP

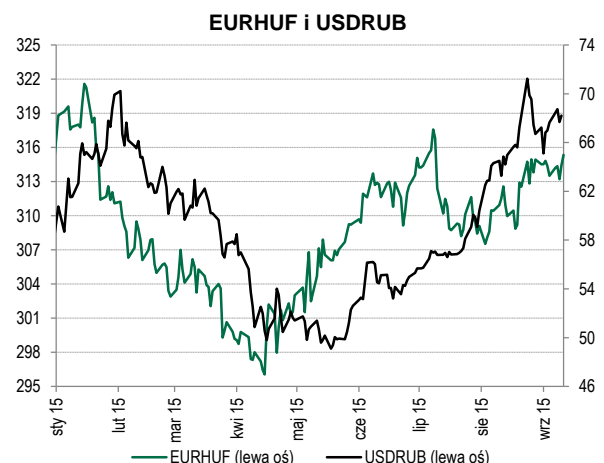
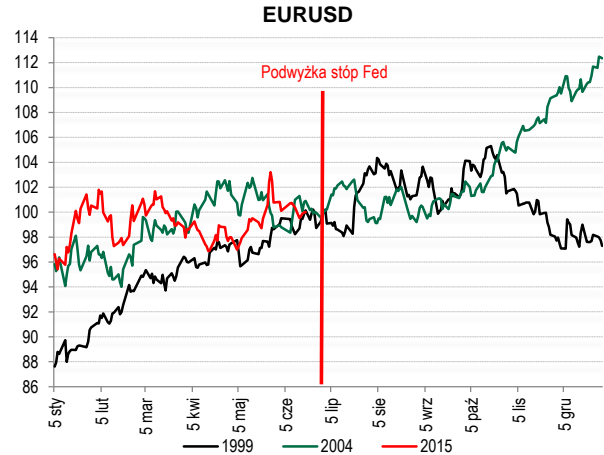
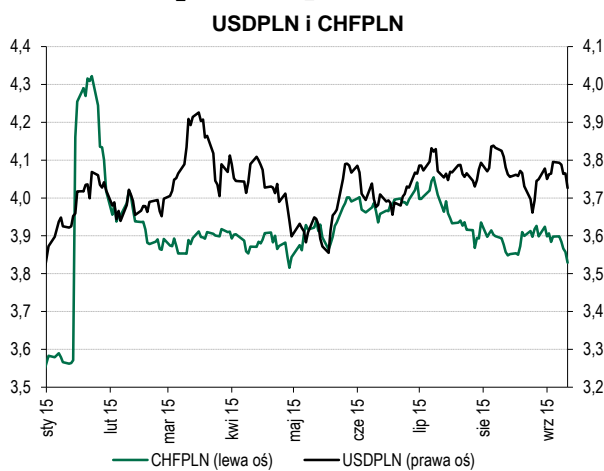
Senat przygotował bardzo wiele poprawek do tej ustawy i wydaje mi się, że będzie bardzo ciężko w tej kadencji racjonalnie te wszystkie prace wykonać. (...) wydaje mi się to nierealne w tej kadencji.

## Krystyna Skowrońska, przewodnicząca sejmowej komisji finansów, 10.09, PAP

Komisja finansów publicznych nie zdecydowała się na wprowadzenie pod obrady komisji uchwały Senatu w sprawie tzw. ustawy frankowej, dotyczącej pomocy frankowiczom, z uwagi na duże wątpliwości natury konstytucyjnej.

Wygląda na to, że zgodnie z naszymi przewidywaniami Sejm nie będzie kontynuował przed wyborami prac nad ustawą o konwersji kredytów walutowych, co oznacza, że projekt straci ważność wraz z upływem kadencji parlamentu (zgodnie z zasadą dyskontynuacji). Na chwilę obecną oznacza to mniejsze ryzyko wprowadzenia rozwiązań kosztownych dla banków i negatywnych dla rynku walutowego. Nie można jednak wykluczyć, że po październikowych wyborach parlament ponownie zajmie się problemem kredytów walutowych. Przedstawiciele Kancelarii Prezydenta A. Dudy zapowiedzieli stworzenie zespołu, który ma przygotować alternatywny projekt zdaniem ustawy pomagającej kredytobiorcom.

## Rynek walutowy – Fed może umocnić waluty CEE

**Decyzja FOMC kluczowa dla złotego...**

▪ W zeszłym tygodniu EURPLN poruszał się w największym tygodniowym pasmie wahań od początku lipca, oscylując tuż powyżej 4,20. Zmienność była niska, bowiem inwestorzy byli ostrożni i niepewni przed decyzją FOMC. USDPLN spadł do 3,72 z 3,80 a kurs CHFPLN do 3,83 z 3,90 dzięki wzrostom EURUSD i EURCHF. Krajowa waluta odrobiła już ok. 80% strat poniesionych w styczniu do franka.

▪ Kalendarz na najbliższy tydzień jest pełen publikacji ważnych polskich i zagranicznych danych makro, ale i tak najbardziej wyczekiwany wydarzeniem będzie decyzja FOMC. Rynek wycenia szansę na podwyżkę stóp we wrześniu na mniej niż 50%, a wielu analityków wycofało się z prognoz normalizacji polityki pieniężnej już w tym miesiącu, ale i tak wydaje się, że brak podwyżki będzie dla niektórych zaskoczeniem. Co ciekawe, decyzja będzie podejmowana niemal dokładnie dwa lata po tym jak FOMC zdecydował utrzymać miesięczne zakupy obligacji w ramach programu QE3, podczas gdy wielu spodziewało się rozporządzenia ograniczania skali stymulacji pieniężnej. Decyzja ta została pozytywnie odebrana przez rynek i ryzykowne aktywa zyskiwały w kolejnych miesiącach.

▪ Sądzymy, że jeśli Fed przełoży podwyżkę stóp, do czego nawiązują go MFW i Bank Światowy, które obawiają się o globalną gospodarkę i rynki wschodzące, mogłyby to wzmocnić popyt na ryzykowne aktywa bowiem korzyści płynące z luźniej polityki pieniężnej mogłyby przeważać nad obawami o globalny wzrost. Uważamy, że reakcja rynku może być pozytywna również jeśli Fed podniesie stopy i komunikat będzie sugerował, że kolejne podwyżki będą powolne i kiedy rynek odczyta taką decyzję jako oznakę przekonania o sile ożywienia gospodarczego. Warto podkreślić, że wg Financial Times, banki centralne państw rozwijających się wezwwały Fed do szybszej podwyżki stóp, bowiem w ich opinii zmniejszłyby to niepewność i pomogłyby w odbiciu na tych rynkach.

▪ Jeśli reakcja złotego na decyzję Fed będzie pozytywna, to EURPLN mógłby spaść poniżej 4,20 i zbliżyć się do lokalnego dołka z połowy sierpnia na 4,15.

**... i EURUSD**

▪ Euro zyskało do dolara i kurs EURUSD wzrósł do 1,13 w warunkach niepewności odnośnie decyzji FOMC.

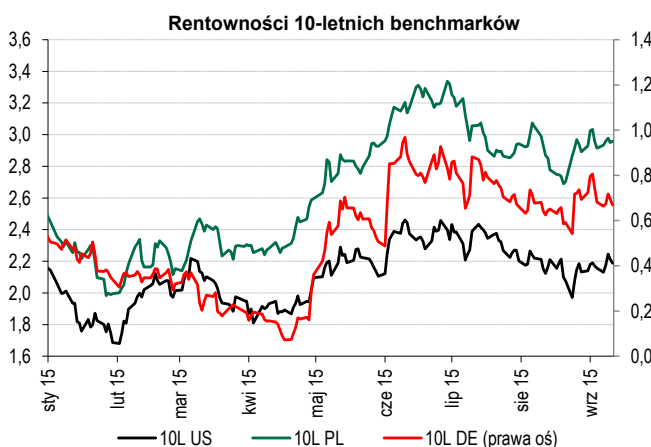
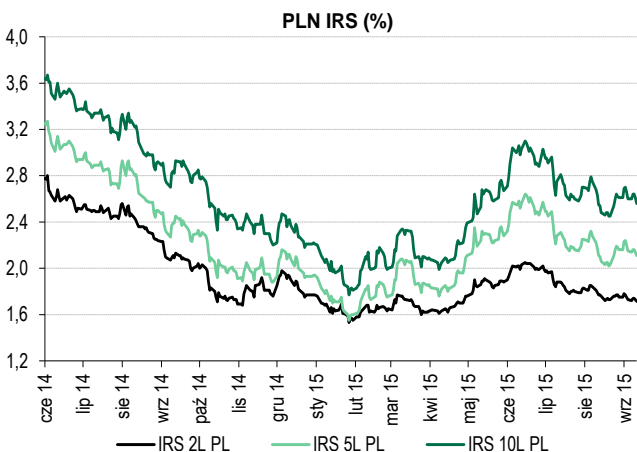
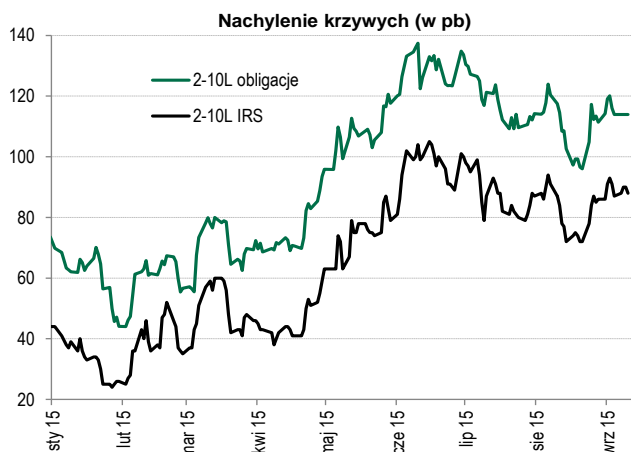
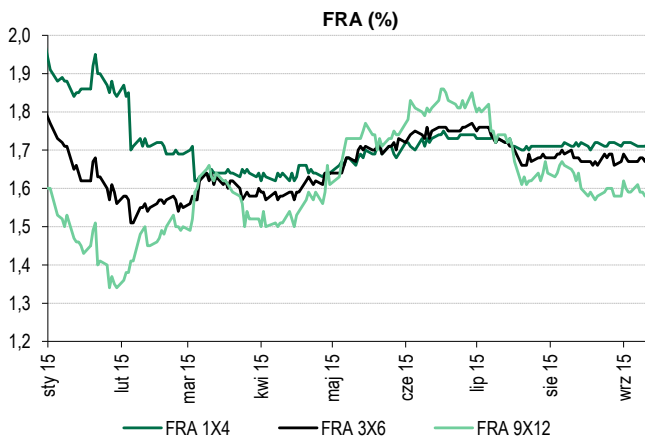
▪ Trzeci wykres pokazuje jak EURUSD poruszał się na 3 miesiące przed oraz 6 miesięcy po pierwszej podwyżce stóp Fed w cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Sądzymy, że przypadek roku 2004 może dawać pewne wskazówki odnośnie kierunku dla kursu na najbliższe miesiące. W czerwcu 2004 FOMC zaczął podnosić stopy procentowe, które wzrosły z 1% do 5,25% tuż przed amerykańskim kryzysem finansowym. Tymczasem, EBC zaczął podnosić stopy dopiero pod koniec 2005 i wzrosły one w tym samym czasie z 2% do 4,25%. Sytuacja ta przypomina, naszym zdaniem, to czego obecnie rynek spodziewa się dla polityki pieniężnej w USA i strefie euro. Oczekuje się, że FOMC zacznie podnosić stopy już w tym roku, natomiast EBC nie zmieni ich przez cały 2016. Historyczne doświadczenie wskazuje więc, że nasz scenariusz rosnącego EURUSD nie jest tak kontrowersyjny, jak mogłoby się wydawać.

**Waluty CEE stabilne w oczekiwaniu na FOMC**

▪ Pozostałe waluty CEE były stabilne – EURHUF i USDRUB pozostały na podwyższonych poziomach, a EURCZK został blisko 27. Szef banku centralnego Czech powiedział, że bank nie zarzuci obecnej polityki kursowej – tj. utrzymywania kursu powyżej 27 – do połowy 2016, a może nawet i dłużej jeśli CPI będzie poniżej prognoz.

▪ Wydaje się, że decyzja FOMC będzie kluczowym czynnikiem dla walut CEE i może wyznaczyć kierunek na kolejne tygodnie, a może i miesiące.

## Rynek stopy procentowej – Fed wyznaczy kierunek dla rynku



### Niewielkie zmiany w oczekiwaniu na FOMC

▪ IRS pozostały dość stabilne, a krzywa obligacyjna przesunęła się 1-6 pb w górę w ciągu tygodnia. Wzrost rentowności mógł wynikać z obaw o wyższy deficyt budżetowy w 2016. Krzywa obligacyjna wystromiła się nieco, a 10-letni spread asses swap pozostał blisko 33 pb. Krzywa FRA obniżyła się jedynie o 1-3 pb, więc w wycenianym przez rynek scenariuszu odnośnie polityki pieniężnej w Polsce nie zaszły duże zmiany.

▪ Ministerstwo Finansów uplasowało długoterminowe obligacje – o zmiennym oprocentowaniu WZ0126 i nową serię o stałym DS0726 – o łącznej wartości 3,02 mld zł. Popyt wyniósł ok. 2,4 mld zł na DS0726, którą sprzedano z rentownością 3,066%, oraz ok. 1,4 mld zł na WZ0126. Aukcja nie była zbyt udana, gdyż zgłoszone oferty kupna (głównie na nową 10-latkę) były niższe niż na poprzednich przetargach. To sugeruje niepewne nastroje na rynku przed posiedzeniem FOMC oraz obawy inwestorów związane z większą podażą długu w 2016 r. Po tej aukcji potrzeby pożyczkowe brutto są sfinansowane w ok. 86%.

### Fed wyznaczy kierunek dla rynku

▪ Ten tydzień będzie obfitym w istotne krajowe i zagraniczne publikacje. W naszej ocenie decyzja FOMC (w czwartek) będzie kluczowa dla rynku i przyćmi publikowane w tym tygodniu dane z krajowej gospodarki. Wg nas, wrześniowa podwyżka stóp (której nie można wciąż wykluczyć) mogłaby wywołać wzrostowy impuls rentowności na globalnym rynku, bowiem rynek zaczął już wyceniać późniejsze rozpoczęcie normalizacji polityki pieniężnej z powodu zamieszania w Chinach. Po drugie, podwyżka stóp byłaby oznaką wiary w siłę gospodarki USA i mogłaby zmniejszyć obawy inwestorów o światowy wzrost. Jednocześnie, jeżeli komunikat FOMC zasugeruje, że kolejne podwyżki nie przyjdą szybko, wtedy ostateczna reakcja rynku może być umiarkowana.

▪ Jeśli Fed utrzyma stopy bez zmian, wtedy globalny rynek długu mógłby zyskać. Mógłby na tym skorzystać także krajowe instrumenty, ale widzimy ryzyko, że skala reakcji w Polsce mogłaby być mniejsza niż za granicą, bowiem brak podwyżki mógłby wywołać wzrost obaw o światowy wzrost i podwyższona awersja do ryzyka uderzyłaby w polski rynek podobnie jak pod koniec sierpnia.

▪ W naszej ocenie dane za sierpień powinny potwierdzić solidny wzrost gospodarczy bez presji inflacyjnej. Większość naszych prognoz (CPI, inflacja bazowa, sprzedaż detaliczna) jest zbliżona do oczekiwań rynkowych, więc wpływ tych publikacji na rynek będzie raczej neutralny. Z drugiej strony jesteśmy bardziej optymistyczni co do wzrostu produkcji i ta publikacja może nieco zwiększyć zmienność na rynku.

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)