

TYGODNIK EKONOMICZNY

21 – 27 września 2015

Najbardziej wyczekiwany wydarzeniem minionego tygodnia była decyzja Fed. Amerykański bank centralny postanowił pozostawić stopy procentowe bez zmian, obniżył prognozy ekonomiczne, a wydźwięk komunikatu był dość gołębny. Reakcja rynków finansowych była zróżnicowana. Obligacje na świecie (w tym również w Polsce) zareagowały na opóźnienie podwyżki stóp w USA znaczącym umocnieniem, podczas gdy na giełdach zagościły spadki cen akcji, ponieważ decyzja Fed pogłębiła obawy o perspektywę światowego wzrostu gospodarczego. Poznaliśmy także nowe dane z krajowej gospodarki. Wśród opublikowanych ostatnio wskaźników pojawiło się sporo rozczarowujących odczytów (eksport, produkcja przemysłu, sprzedaż detaliczna), co generuje większą niepewność jeśli chodzi o perspektywy polskiej gospodarki na II półrocze. Niemniej, w naszej ocenie dane nie przesądzają jednoznacznie, że trend wzrostu gospodarczego ulega wyhamowaniu. Sądzymy, że kontynuacja ożywienia gospodarczego w strefie euro oraz niezła sytuacja na krajowym rynku pracy powinny sprzyjać lekkiemu przyspieszeniu wzrostu PKB w III i IV kwartale br. Dane inflacyjne potwierdziły, że dynamika CPI pnie się w górę i ta tendencja będzie kontynuowana w kolejnych miesiącach.

W najbliższym tygodniu uwaga inwestorów skupi się na czynnikach zewnętrznych, ponieważ w kalendarzu krajowym nie ma kluczowych publikacji danych. W Europie najważniejsze będą indeksy aktywności za wrzesień (wstępne PMI, Ifo). Naszym zdaniem powinny one pokazać niezłe odczyty, potwierdzając, że strefa euro pozostaje na ścieżce ożywienia gospodarczego. Z drugiej strony, kolejny sygnał słabości z Chin może być negatywnym impulsem dla walut z rynków wschodzących, w tym złotego. W weekend odbędą się wybory w Grecji. Jednak ich wynik prawdopodobnie będzie neutralny dla rynków, ponieważ dwie partie prowadzące w sondażach (Syriza i Nowa Demokracja) popierają program pomocy i kontynuację uzgodnionych z UE reform.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (21 września)							
16:00	US	Sprzedaż domów	VIII	mln	5,50	-	5,59
WTOREK (22 września)							
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	1,35	-	1,35
ŚRODA (23 września)							
3:45	CN	Wstępny PMI-przemysł	IX	pkt	47,6	-	47,3
9:30	DE	Wstępny PMI-przemysł	IX	pkt	52,8	-	53,3
10:00	EZ	Wstępny PMI-przemysł	IX	pkt	52,0	-	52,3
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VIII	%	10,0	10,0	10,1
CZWARTEK (24 września)							
10:00	DE	Indeks Ifo	IX	pkt	107,9	-	108,3
11:00	PL	Aukcja obligacji					
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	VIII	% m/m	-2,1	-	2,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	275	-	264
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VIII	tys.	515	-	507
PIĄTEK (25 września)							
14:30	US	Trzeci szacunek PKB	II kw.	% kw./kw.	3,7	-	0,6
16:00	US	Indeks Michigan	IX	pkt	86,9	-	91,9

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

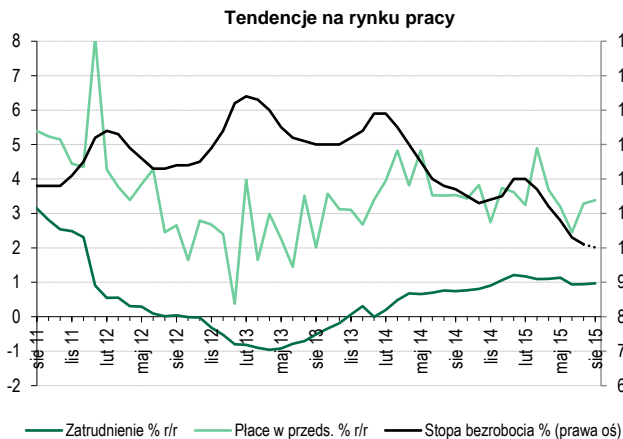
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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:

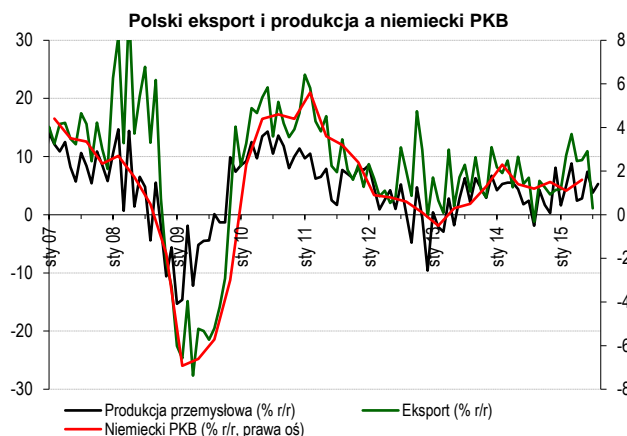
Poznań 61 856 5814/30
 Warszawa 22 586 8320/38
 Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Stopa bezrobocia i wstępne PMI



- Spodziewamy się nieznacznego spadku stopy bezrobocia rejestrowanego w sierpniu do 10,0% z 10,1% w lipcu. Nasz szacunek jest zgodny z danymi Ministerstwa Pracy. Naszym zdaniem, bezrobocie spadnie poniżej 10% w kolejnych miesiącach, ale wróci do tej wartości na koniec roku (wzorzec sezonowy). Będzie to najniższe bezrobocie w grudniu od 2008 r. Dalsza poprawa na rynku pracy powinna wspierać wzrost konsumpcji prywatnej.
- GUS opublikuje dane o obrotach w handlu detalicznym za sierpień. Ta statystyka uwzględni także małe sklepy i ciekawe będzie, czy potwierdzi ona słaby odczyt sprzedaży detalicznej.
- Wstępny indeks PMI dla strefy euro i Niemiec za wrzesień będzie istotny w kontekście słabszych danych o polskim eksporcie i produkcji przemysłowej (patrz niżej). Dopóki strefa euro będzie w fazie ożywienia, wzrost gospodarczy w Polsce powinien pozostać silny.

Ostatni tydzień w gospodarce – Słabsza produkcja, sprzedaż i eksport, rynek pracy wciąż dobrze



Deficyt w handlu za sprawą słabego eksportu

- Osłabienie eksportu w lipcu (1% r/r) i mocny import (6,9% r/r) zaowocowały pierwszym w tym roku deficytem handlowym (-1,1 mld €) i znacznym wzrostem deficytu obrotów bieżących (-1,7 mld €). Oczekiwana przez nas kontynuacja ożywienia w strefie euro powinna sprzyjać wzrostowi eksportu, chociaż zagrożeniem dla tych prognoz jest możliwość wprowadzenia (czasowych) kontroli granicznych wewnątrz UE.

Inflacja i zatrudnienie powyżej prognoz

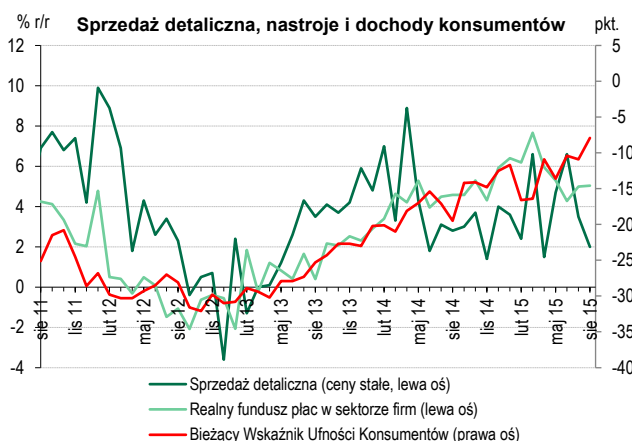
- Inflacja CPI wzrosła w sierpniu do -0,6% r/r z -0,7% r/r w lipcu, głównie pod wpływem wolniejszego tempa spadku cen żywności (-0,7% r/r wobec -1,7% w lipcu). W kolejnych miesiącach susza popchnie ceny żywności w górę ale naszym zdaniem ten efekt będzie ograniczany przez tańsze paliwa i żywność importowaną.
- Zatrudnienie w sektorze firm wzrosło w sierpniu o 1,0% r/r a płace o 3,4% r/r. W sierpniu w ujęciu miesięcznym w sektorze firm przybyło 5 tys. miejsc pracy, co było najlepszym wynikiem od 2007 r. Mogła to jednak być tylko jednorazowa poprawa.

Słabo w przemyśle, nieźle w budownictwie

- Produkcja przemysłu wzrosła w sierpniu o 5,3% r/r, poniżej oczekiwań. Przyspieszenie wobec lipca (3,8% r/r) było głównie zasługą efektu dni roboczych. Być może słabnie napływ nowych zamówień (co sugerowało np. ostatnie badanie PMI). Byłoby to zła wiadomość dla perspektyw wzrostu. Jednak na razie trudno nam znaleźć przekonujące argumenty za realizacją tego scenariusza, gdyż wzrost w strefie euro pozostaje mocny.
- Budownictwo zaskoczyło w sierpniu na plus, pokazując wzrost produkcji o 4,8% r/r (najwyżej od kwietnia).

Upalne lato wstrzymało ruch w sklepach?

- Realna sprzedaż detaliczna wzrosła w sierpniu o 2,0% r/r (wobec 3,5% w lipcu), poniżej prognoz. Najbardziej rozczarowała sprzedaż odzieży i obuwi oraz mebli i elektroniki. Możliwe, że był to efekt wyjątkowo gorącego i suchego lata.



Cytat tygodnia – Stopy powinny pozostać stabilne

Minutes z wrześniowego posiedzenia RPP, 17.09.2015

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że w kolejnych miesiącach uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp. Za takim scenariuszem przemawia perspektywa wzrostu dynamiki cen w warunkach prawdopodobnego dalszego ożywienia koniunktury. Podwyższenie stóp powinno być także rozważane ze względu na wzrost ryzyka silnych wstrząsów zewnętrznych, albowiem zwiększałoby ono przestrzeń dla łagodzenia polityki pieniężnej w sytuacji wystąpienia negatywnych wstrząsów.

Większość członków Rady wskazywała, że ze względu na możliwość silniejszego spowolnienia gospodarczego w Chinach oraz ponowny spadek cen surowców zwiększyła się niepewność dotycząca aktywności gospodarczej i procesów cenowych w Polsce, a bilans ryzyk dla wzrostu gospodarczego i inflacji przesunął się dół. Jednakże członkowie ci oceniali, że najbardziej prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych.

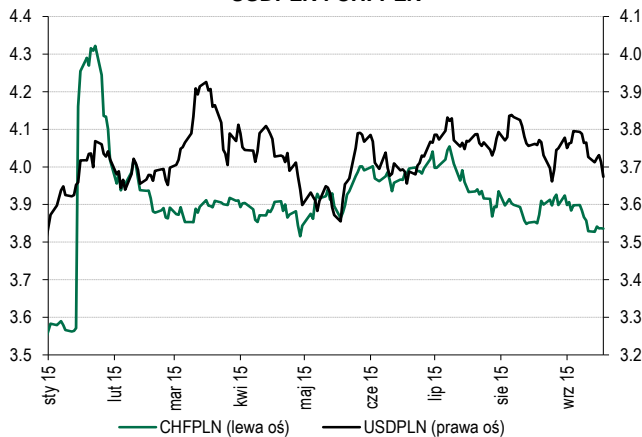
Członkowie RPP podkreślili ryzyko w dół dla prognoz PKB i CPI, ale Rada nie widzi potrzeby obniżenia stóp procentowych. Członkowie Rady chcą pozostawić stopy na niezmiennym poziomie do końca bieżącej kadencji i potrzebny byłby mocny szok (zmieniający oczekiwaną ścieżkę PKB/CPI) aby zmienić ten pogląd. Jednak, w minutes niektórzy członkowie Rady sugerowali potrzebę podwyżki stóp. Naszym zdaniem jest to nieco dziwne. A wyjaśnienie nawet dziwniejsze (patrz komentarz po lewej): wzrost jest mocny ale jest ryzyko mocnego szoku z zewnątrz – podwyższając stopy tworzymy więcej miejsca na obniżki w razie nagłego pogorszenia perspektyw gospodarczych. Czy nie lepiej zostawić stopy bez zmian na niskim poziomie, żeby przeciwdziałać temu ryzyku?

Rynek walutowy – Ograniczona reakcja po Fed

EURPLN



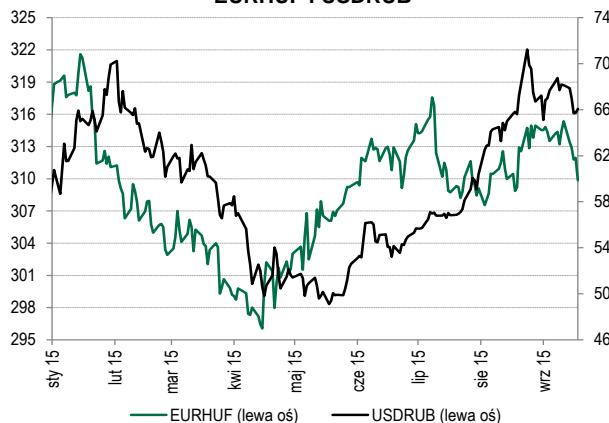
USDPLN i CHFPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



Złoty pozostaje blisko 4,20 za euro

▪ W ubiegłym tygodniu złoty pozostawał względnie stabilny – różnica pomiędzy maksymalnym a minimalnym poziomem EURPLN była najniższa od końca czerwca. Ani słabsze od oczekiwań krajowe dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej ani decyzja FOMC utrzymująca stopy procentowe na niezmiennym poziomie nie spowodowały znacznych wahań złotego i krajowa waluta pozostała blisko 4,20 za euro.

▪ W skali tygodnia złoty najbardziej umocnił się w relacji do dolara (o 1,4%). USDPLN tymczasowo spadł poniżej 3,67 (czterotygodniowe minimum) w wyniku znacznego wzrostu EURUSD. W przypadku pozostałych walut, złoty stracił nieco wobec franka szwajcarskiego (o 0,2% w skali tygodnia) i zyskał nieco wobec funta brytyjskiego (o 0,2%).

▪ Sytuacja na EURPLN nie zmieniła się znacząco po posiedzeniu FOMC. Tak jak pisaliśmy w poprzednim "Tygodniku Ekonomicznym" brak podwyżki stóp przez Fed i gołębia retoryka spowodowały wzrost obaw o perspektywy globalnej gospodarki.

▪ W tym tygodniu nie ma istotnych krajowych publikacji danych makro, a w związku z tym uwaga inwestorów będzie skierowana na dane z USA i wstępne PMI dla Chin oraz krajów strefy euro. Kolejne sygnały potwierdzające spowolnienie w chińskiej gospodarce mogą powodować osłabienie walut krajów rozwijających się, w tym złotego. Realizacja takiego scenariusza mogłaby pchnąć EURPLN w kierunku wrześniowego maksimum (4,2575).

Dolar na 4-tygodniowym minimum wobec euro po Fed

▪ EURUSD był względnie stabilny w oczekiwaniu na posiedzenie FOMC. Publikowane dane z Europy, ale również z USA miały nieznaczny wpływ na nastroje inwestorów. FOMC zdecydował o utrzymaniu stóp na niezmiennym poziomie i obniżył prognozy dla amerykańskiej gospodarki. Co więcej, ton komunikatu, wbrew oczekiwaniom, był bardziej gołębi. W konsekwencji EURUSD wzrósł znacząco po Fed, osiągając krótkoterminowo 1,146 (najwyższy poziom od 4 tygodni).

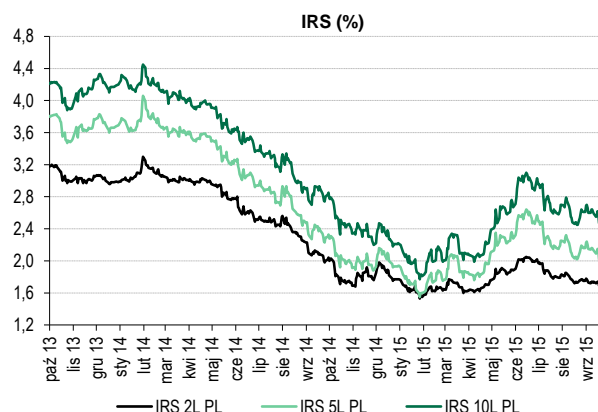
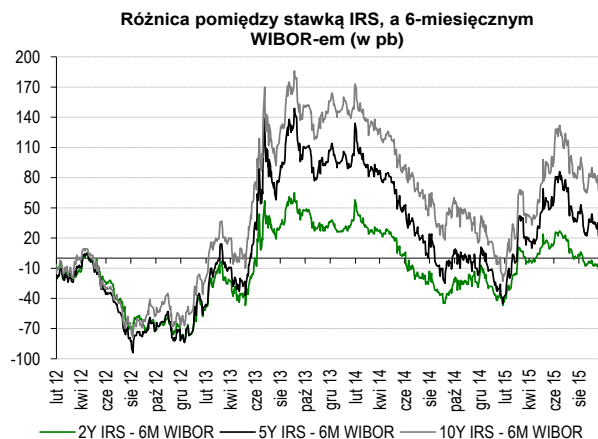
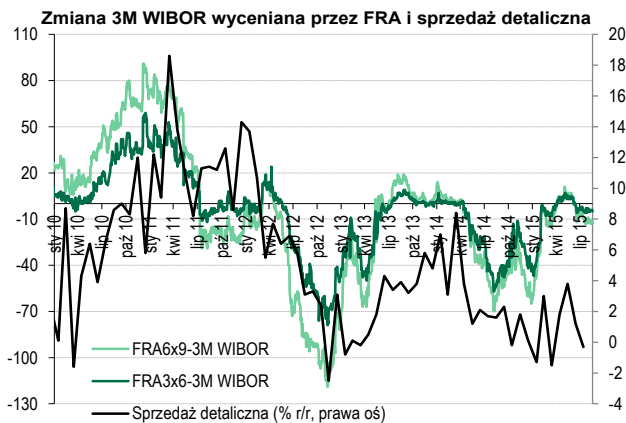
▪ W tym tygodniu nastroje na rynkach będą pod wpływem decyzji FOMC (przynajmniej na początku tygodnia) i publikacji danych makro w Europie i USA. W naszej ocenie wyniki wyborów w Grecji powinny być neutralne, gdyż partie stojące na czele sondaży (Nowa Demokracja, Syriza) popierają plan pomocowy z UE i związane z nim reformy. Sądzimy, że oznaki dalszej poprawy aktywności gospodarczej w Europie sygnalizowane przez wstępne odczyty PMI powinny być wspierające dla euro. W związku z tym nie wykluczamy, że EURUSD może rosnąć w kierunku sierpniowego maksimum na 1,17.

Posiedzenia banków centralnych w CEE

▪ Waluty regionu CEE zyskały w minionym tygodniu ze względu na specyficzne czynniki. Forint i rubel zyskały najbardziej – EURHUF i USDRUB obniżyły się do najniższych poziomów od połowy sierpnia. EURHUF spadł poniżej 310, a USDRUB tymczasowo osiągnął 64,8 (efekt odbicia cen ropy). Po decyzji FOMC forint kontynuował umocnienie ze względu na spodziewaną poprawę perspektyw ratingu przez S&P, podczas gdy rubel oddał część zysków w wyniku realizacji zysków. W tym samym czasie EURCZK obniżył się w kierunku 27,04 (jednak w skali tygodnia kurs pozostał względnie stabilny).

▪ W tym tygodniu uwaga inwestorów skierowana będzie na posiedzeniach banków centralnych na Węgrzech i w Czechach. O ile posiedzenie banku Węgier nie przyniesie zmian w polityce monetarnej, to bank Czech może odnieść się do obaw inwestorów odnośnie wzrostu ryzyka deflacji (w sierpniu inflacja spadła do 0,3% r/r).

Rynek stopy procentowej – Retoryka Fed może utrzymać stawki nisko



Decyzja FOMC obniża rentowności i IRS...

▪Polski rynek stopy procentowej był dość stabilny przez większą część tygodnia, bowiem inwestorzy czekali na wynik posiedzenia FOMC. Decyzja o pozostawieniu stóp bez zmian i dość gołębi komunikat wywołały – tak jak sądziliśmy – silny spadek rentowności na świecie. Polski dług radził sobie lepiej niż inni, do czego przyczynić się mogły słabsze od oczekiwań dane z kraju opublikowane wcześniej w tygodniu, które neutralizowały negatywny wpływ silniejszych obaw o globalny wzrost.

▪W tygodniowym rozrachunku, krzywa obligacyjna przesunęła się w dół o 8-10 pb, a IRS o 5-12 pb, najwięcej na długich końcach.

▪Znaczny spadek odnotowano też w przypadku dłuższych FRA. Po gołębim FOMC i słabszych danych z Polski wzmocniły się oczekiwania na dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez RPP – do 60% z 50% wzrosły szanse na obniżkę o 25 pb w ciągu 9-12 miesięcy. Co więcej, rynek oddalił moment pierwszej podwyżki i teraz nie widzi szans na zacieśnienie o 25 pb w ciągu 21 miesięcy (wobec 65% szans na podwyżkę tuż przed decyzją FOMC).

... i gołębia retoryka może utrzymać je nisko

▪W zeszłym tygodniu na polski rynek stopy procentowej napłynęło sporo informacji o krajowej gospodarce oraz o nastawieniu w amerykańskiej polityce pieniężnej. Można powiedzieć, że zarówno wewnętrzne jak i zewnętrzne czynniki miały spójne, raczej gołębie przesłanie, które może wspierać krajowy rynek przynajmniej na początku tygodnia. Co więcej, kilkoro członków FOMC ma w tym tygodniu zaplanowane wystąpienia i trudno oczekiwać, aby przez weekend zmienili zdanie i zaprezentowali jastrzębie stanowisko.

▪W ten weekend odbędą się przedterminowe greckie wybory, ale nie sądzimy, by ten czynnik ciążył globalnemu nastrojowi.

▪Widzimy jednak ryzyko realizacji zysków na krótkim końcu i środku krzywej. We wtorek Ministerstwo Finansów ogłosi jakie obligacje będą oferowane na czwartkowej aukcji. Wcześniej w tym miesiącu resort uplasował dług długoterminowy, więc teraz zapewne będzie chciał sprzedać obligacje krótko- i długoterminowe. Jeśli chodzi o środek krzywej, to Ministerstwo mogłoby zaoferować nowy 5-letni stałokuponowy benchmark albo najnowszą zmiennokuponową obligację WZ0120. Według wstępnego planu, łączna podaż ma wynieść 2-6 mld zł.

▪Jeśli chodzi o globalne dane, to wstępne PMI dla przemysłu i dane z USA mogą wywołać wzrost wahań na długim końcu krzywych. Szefowa Fed podkreśliła, że niestabilny globalny nastrój był jednym z czynników, który powstrzymał FOMC przed podniesieniem stóp w tym miesiącu, więc ważne odczyty zaplanowane na ten tydzień mogą zainicjować wyraźne wahania nastroju inwestorów.

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