

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 28 września – 4 października 2015

Nastrój na globalnym rynku nie był w ostatnim czasie zbyt dobry z powodu obaw o globalny wzrost, a w zeszłym tygodniu dodatkową presję wywarł skandal związany z Volkswagenem. Choć dane ze strefy euro i USA były niezłe, to utrzymywała się wysoka awersja do ryzyka. Sierpniowe dane z Polski potwierdziły, że rynek pracy jest w dobrej formie i że obroty w handlu detalicznym rosły w solidnym tempie. Publikowane w tym tygodniu przez Eurostat dane o bezrobociu powinny potwierdzić, że odsezonowana stopa bezrobocia dalej spada i zbliża się do rekordowego minimum, a popyt na pracę rośnie. Z drugiej strony, wskaźniki nastroju w polskim przemyśle spadły we wrześniu dla wszystkich sektorów. Pogorszył się też nastrój konsumentów i ciekawe czy dane publikowane w kolejnych dniach pokażą takie same tendencje. Sądzymy, że polski PMI odbił po silnym spadku w sierpniu. Dzień wcześniej poznamy indeks nastroju Komisji Europejskiej, który jest mocno skorelowany z polskim PKB i może być dobrą wskazówką dla aktywności gospodarczej w kraju w III kw. Jego znaczenie dla rynku jest znikome. W tym tygodniu po raz pierwszy w historii GUS opublikuje wstępny odczyt inflacji. Sądzymy, że CPI spadł lekko we wrześniu bowiem efekt rosnących cen żywności zneutralizowały niższe ceny paliw i gazu. Niższa inflacja (choć w naszej ocenie tylko przejściowo) może wzmocnić spekulację o możliwych obniżkach stóp w Polsce i pchnąć rentowności jeszcze w dół. Istotne będą też dane ze świata, szczególnie z USA. Sygnały wskazujące na pogorszenie koniunktury w amerykańskiej gospodarce może wzmocnić przekonanie, że pierwsza podwyżka stóp Fed będzie miała miejsce dopiero na początku 2016. W przeciwnym przypadku, silny odczyt z rynku pracy zwiększy szanse na podwyżkę w tym roku i wywoła spadek awersji do ryzyka.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (28 września)</b>							
14:30	US	Dochody osobiste	VIII	% m/m	0,4	-	0,4
14:30	US	Wydatki konsumentów	VIII	% m/m	0,3	-	0,3
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VIII	% m/m	0,4	-	0,5
<b>WTOREK (29 września)</b>							
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	IX	pkt	96,0	-	101,5
<b>ŚRODA (30 września)</b>							
9:00	CZ	PKB	II kw.	% r/r	4,4	-	2,4
11:00	EZ	Wstępny HICP	IX	% r/r	0,0	-	0,2
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Wstępny CPI</b>	<b>IX</b>	<b>% r/r</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Saldo obrotów bieżących</b>	<b>II kw.</b>	<b>mln €</b>	<b>-</b>	<b>1 505</b>	<b>1 648</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Oczekiwania inflacyjne</b>	<b>IX</b>	<b>% r/r</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0,2</b>
14:15	US	Raport ADP	IX	tys.	188	-	190
<b>CZWARTEK (1 października)</b>							
3:45	CN	PMI – przemysł	IX	pkt	47,0	-	47,3
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI – przemysł</b>	<b>IX</b>	<b>pkt</b>	<b>51,9</b>	<b>52,5</b>	<b>51,1</b>
9:55	DE	PMI – przemysł	IX	pkt	52,5	-	53,3
10:00	EZ	PMI – przemysł	IX	pkt	52,0	-	52,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	267
16:00	US	ISM – przemysł	IX	pkt	50,6	-	51,1
<b>PIĄTEK (2 października)</b>							
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	IX	tys.	200	-	173
14:30	US	Stopa bezrobocia	IX	%	5,1	-	5,1

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

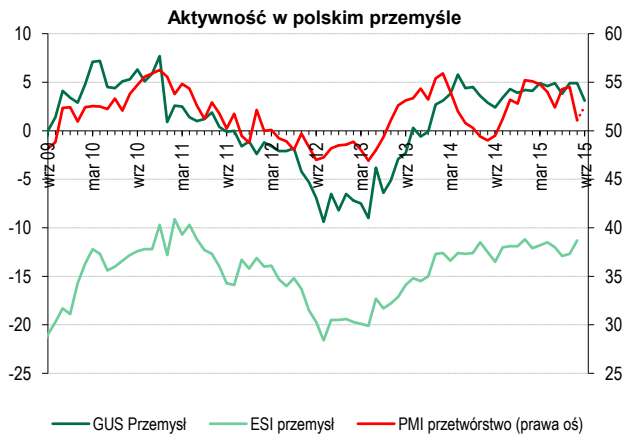
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

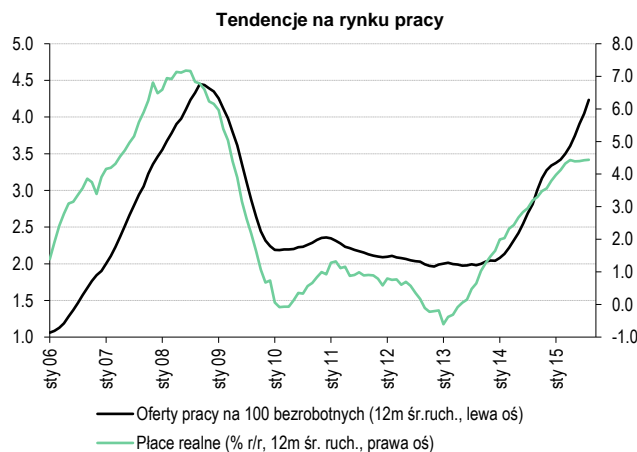
## Wydarzenia nowego tygodnia – Wstępne CPI, finalne PMI



■ Po raz pierwszy w historii GUS opublikuje wstępny odczyt CPI. Oczekujemy lekkiego spadku inflacji we wrześniu (-0,7% r/r) pod wpływem dużo niższych cen paliw (-5% m/m) i gazu (o ponad 4% dla odbiorców detalicznych), które przeważą nad wpływem rosnących z powodu suszy cen żywności.

■ Naszym zdaniem PMI dla polskiego przemysłu odbił w górę we wrześniu, odreagowując mocny sierpniowy spadek, który w części wynikał zapewne z czasowych przerw w dostawie energii. Aktywność gospodarcza w UE jest niezła, co (wraz z dość słabym kursem złotego) powinno sprzyjać nastrojom w polskim przemyśle. Wg GUS nowe zamówienia w przemyśle wzrosły w sierpniu o 7,6% r/r (najwięcej od końca 2014), głównie dzięki mocnemu wzrostowi zamówień eksportowych (11,2% r/r). Z drugiej strony, indeks koniunktury GUS dla przemysłu spadł we wrześniu do rocznego minimum. Zwykle nie był on jednak dobrym predyktorem dla PMI.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Solidne dane z rynku pracy i o handlu detalicznym

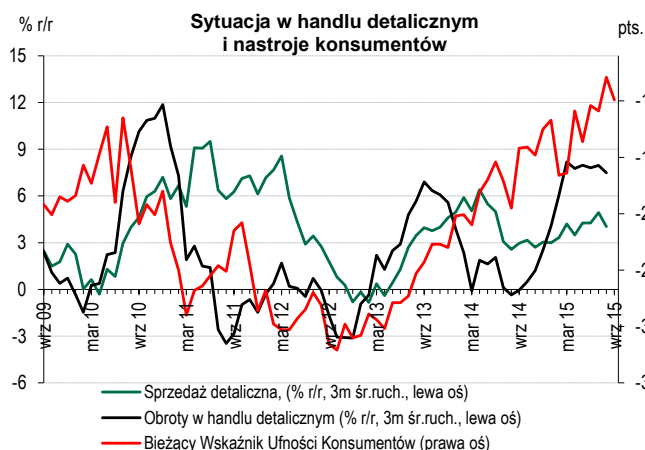


■ Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w sierpniu do 10%. Liczba bezrobotnych obniżyła się do 1,56 mln, najniższego poziomu od końca 2008 r. (o 290 tys. mniej niż przed rokiem). Jednocześnie, liczba ofert pracy zgłoszonych w ciągu miesiąca wyniosła 119 tys. (+26% r/r). Dane potwierdzają, że sytuacja na rynku pracy nadal się poprawia i jest bardzo prawdopodobne, że we wrześniu stopa bezrobocia obniży się do jednocyfrowego poziomu.

■ Naszym zdaniem dane Eurostatu o bezrobociu wg BAEL, publikowane w najbliższą środę, powinny potwierdzić pozytywne trendy na rynku pracy.

■ Relacja liczby dostępnych ofert pracy do liczby zarejestrowanych bezrobotnych systematycznie rośnie, co naszym zdaniem będzie generować rosnącą presję na dynamikę realnych wynagrodzeń. To z kolei będzie sprzyjać utrzymaniu niezłej dynamiki popytu konsumpcyjnego i dalszej poprawie nastrojów konsumentów, chociaż te ostatnie we wrześniu zanotowały nieznaczne pogorszenie.

■ Obroty w handlu detalicznym (które, w odróżnieniu od danych o sprzedaży detalicznej, obejmują informacje z małych sklepów, ale nie uwzględniają sprzedaży samochodów) zanotowały w sierpniu wzrost o 6,3% r/r w cenach stałych (wobec 5,8% r/r w lipcu). Dane te nie potwierdziły więc wyraźnego spowolnienia wzrostu, które nastąpiło w przypadku sierpniowej sprzedaży detalicznej (2% r/r w cenach stałych wobec 3,5% w lipcu). Naszym zdaniem może to potwierdzać, że gorsze wyniki sprzedaży były pochodną wyjątkowo dobrej pogody w szczycie sezonu wakacyjnego, która skłaniała do wyjazdów za miasto – w efekcie obroty w sklepach wielkopowierzchniowych były przejściowo obniżone, chociaż ogólnie dynamika wydatków konsumentów pozostała dość wysoka.



## Cytat tygodnia – (To nie jest) Krok w kierunku naprawy Polski

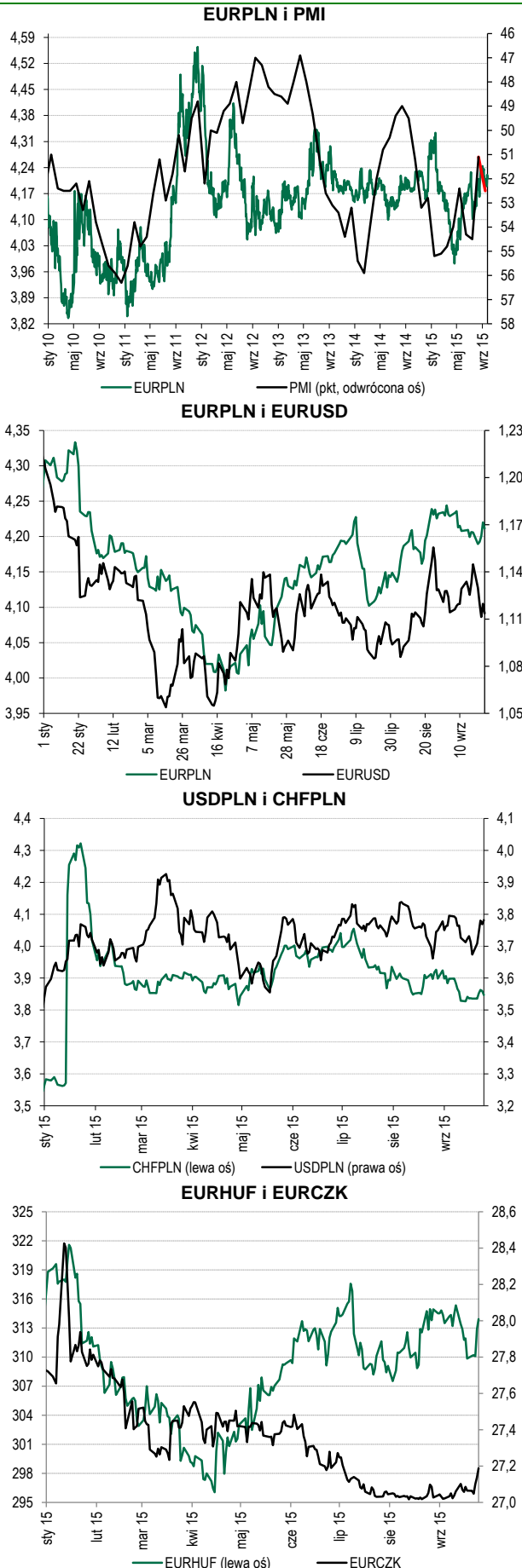
Andrzej Duda, Prezydent, 22.09.2015, PAP

Ta ustawa przywraca wiek emerytalny 60 lat dla kobiet, 65 lat dla mężczyzn. Wierzę w to, że dziś jest krok w kierunku naprawy Polski.

Mam nadzieję, że ta ustawa zostanie uchwalona jeszcze w tej kadencji Sejmu (...). Jeżeli tego nie zrobi, ja się absolutnie ze swojego zobowiązania nie wycofuję, projekt ustawy zostanie złożony w następnej kadencji Sejmu, kiedy będzie nowa koalicja rządząca.

Prezydent zgłosił projekt ustawy obniżającej wiek emerytalny, w którym – wbrew wcześniejszym spekulacjom – nie znalazł się zapis o minimalnym okresie składkowym. Naszym zdaniem obniżenie wieku emerytalnego to bardzo zły pomysł i jeśli zostałby wprowadzony w życie byłby niekorzystny dla gospodarki – nie tylko z powodu kosztów dla budżetu (szacujemy, że gdyby ustawa weszła w życie z początkiem 2016 liczba emerytów mogłaby wzrosnąć o ok. 300 tys. osób, generując koszt ok. 10 mld zł rocznie), ale głównie dlatego, że takie rozwiązanie obniżyłoby potencjał wzrostu polskiej gospodarki, nasilając problem z malejącą liczbą osób w wieku produkcyjnym. Już teraz stopa bezrobocia zbliża się do rekordowo niskiego poziomu, a firmy mają problemy ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników. Te problemy będą narastały z upływem czasu.

## Rynek walutowy – Czy dane z USA wywołają wzrost wahań?

**Złoty nieco słabszy do euro i dolara**

▪ Złoty oddał więcej niż połowę zysków do euro zanotowanych od drugiej dekady sierpnia. EURPLN wzrósł przejściowo powyżej 4,23 z 4,18 w wyniku spadku popytu na ryzykowne aktywa w wyniku skandalu wywołanego przez Volkswagena. Złoty stracił też do dolara – USDPLN wzrósł do 3,78 z 3,75.

▪ Jeśli EURPLN zostanie w przedziale 4,18-4,26 do środy, to wrześniowy zakres wahań będzie najmniejszym miesięcznym od listopada 2014. Nawet wakacyjne miesiące obfitowały w większe ruchy. Podobną prawidłowość – miesięczne pasma wahań najniższe od wielu miesięcy – można zaobserwować w przypadku innych walut CEE a nawet EURUSD. Wydaje się, że niepewność dotycząca terminu podwyżki stóp Fed może ograniczać wahania. Perspektywa październikowych wyborów parlamentarnych w Polsce też może powstrzymać rynek przed otwieraniem poważnych pozycji na złotym.

▪ Sądzymy, że miesięczne dane z rynku pracy USA wzmocnią wahania w tym tygodniu. EURPLN i EURUSD poruszają się w tym roku w tym samym kierunku i jeśli dane z USA będą mocne – przybliżając podwyżkę stóp Fed i umacniając dolara do euro – to złoty mógłby zyskać do wspólnej waluty dzięki osłabieniu obaw o globalny wzrost. Oczekujemy też odbicia polskiego PMI, co też mogłoby poprawić nastrój po ostatnich raczej słabych danych z kraju. Ważne poziomy dla EURPLN to wrześniowe szczyt (4,26) i minimum (4,18).

**EURUSD blisko lokalnego dołka**

▪ W zeszłym tygodniu kurs EURUSD wahał się powyżej wrześniowego minimum na 1,108. Euro zyskiwało w okresach awersji do ryzyka, ale potencjał do wzrostów był ograniczony przez jastrzębie wystąpienie szefowej Fed, Janet Yellen.

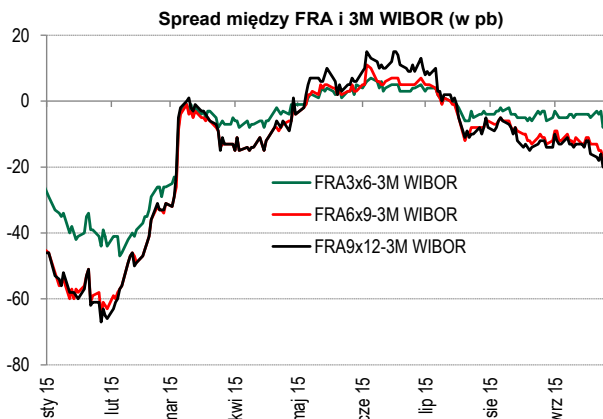
▪ W tym tygodniu poznamy miesięczne dane z rynku pracy USA. Poprzedni odczyt był raczej mieszany, bowiem chociaż miesięczny przyrost zatrudnienia poza rolnictwem rozczarował, to lipcowy wzrost zrewidowano mocno w górę, a sierpniowa stopa bezrobocia spadła a godzinowa stawka za pracę wzrosła mocniej od oczekiwań. Mimo słabego sierpniowego przyrostu zatrudnienia, FOMC napisał w komunikacie po utrzymaniu we wrześniu stóp bez zmian, że sytuacja na rynku pracy dalej się poprawia, a liczba zatrudnionych rośnie w solidnym tempie. Uważamy, że jeśli wrześniowy odczyt będzie bliski 200 tys., to dolar może zyskać i EURUSD mógłby testować 1,108-1,10. Kolejna strefa wsparcia to 1,085-1,08.

**Korona i forint słabsze po decyzjach banków centralnych**

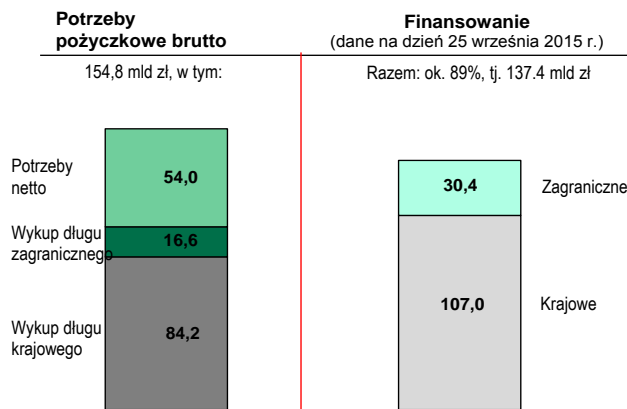
▪ Bank centralny Czech nie zmienił stóp procentowych. Szef banku powiedział, że dyskutowano nad możliwością wydłużenia okresu do kiedy utrzymywana będzie polityka względem kursu korony – utrzymywanie EURCZK powyżej 27 – ale na razie nie podjęto żadnych decyzji, bowiem do połowy 2016 (do kiedy to obecnie bank ma utrzymywać EURCZK powyżej 27) jest jeszcze dużo czasu na podjęcie stosownej decyzji. Prezes powiedział, iż rozmawiano o ujemnych stopach procentowych, ale obecne uwarunkowania i perspektywy gospodarcze nie uzasadniają wg czeskich bankierów centralnych podjęcia takich kroków już teraz. EURCZK wzrósł przejściowo do 27,3 (najwyżej od początku lipca) i także dzięki słabemu nastrojowi na świecie – obok gołębich sugestii z banku centralnego – kurs zanotował największy tygodniowy wzrost od połowy marca.

▪ Bank centralny Węgier również nie zmienił stóp zgodnie z oczekiwaniami. Nowe prognozy banku zakładają, że cel inflacyjny 3% nie zostanie osiągnięty przed 2017, więc stopy procentowe zostaną nisko dłużej niż dotychczas oczekiwano. Dwa dni po tej decyzji bank centralny Węgier obniżył o 25 pb stopę depozytową i kredytową, co w ocenie banku ma jeszcze bardziej skłonić tamtejsze banki komercyjne do kupowania obligacji rządowych. Decyzja wsparła dług Węgier, ale wywarła dodatkową presję forinta – EURHUF wzrósł do 315 z 311.

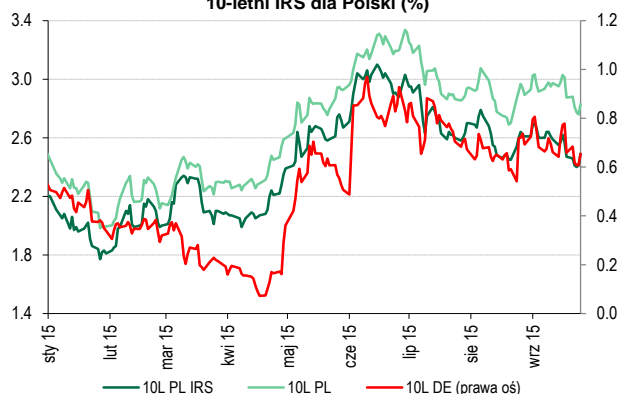
## Rynek stopy procentowej – Niższa CPI, obawy o wzrost gospodarczy mogą wspierać obligacje



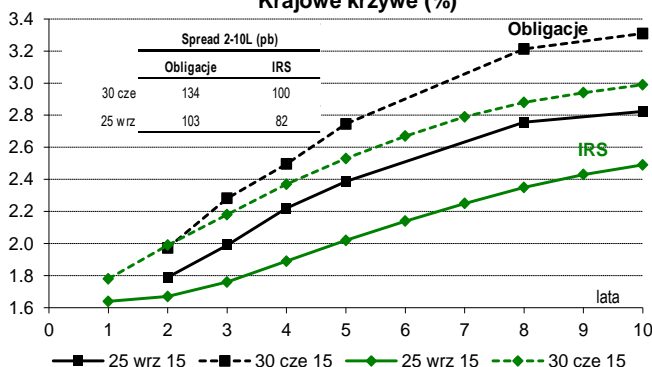
### Potrzeby finansowe brutto w 2015 r. i ich finansowanie



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



### Krajowe krzywe (%)



### Korekta po silnym umocnieniu

▪ Polski rynek stopy procentowej kontynuował umocnienie przez większą część ubiegłego tygodnia. Był to efekt m.in. dalszego spadku rentowności na rynkach bazowych w wyniku oczekiwań na podwyżki stóp przez Fed w I kw. 2016 r. Wsparciem dla rynku okazały się również wyniki czwartkowej aukcji. Jednak koniec tygodnia przyniósł korektę po jastrzębiej wypowiedzi szefowej Fed. Janet Yellen powtórzyła, że rozpoczęcie zacieśniania polityki monetarnej w tym roku jest wciąż możliwe, choć w znacznym stopniu będzie to zależało od napływających danych makro. W konsekwencji rentowność 10-letniego benchmark wzrosła tymczasowo do 2,84% z ok. 2,75% (wrześniowe minimum).

▪ Rentowności krajowych obligacji spadły mocniej niż stawki IRS w minionym tygodniu. W efekcie nastąpiło dość znaczące zawężenie asset sawp spreadów dla wszystkich sektorów, głównie dla 10 lat. W skali tygodnia obie krzywe dość znacząco się wypłaszczyły, gdyż długi koniec najmocniej zyskał na sytuacji na rynkach bazowych.

▪ Miniony tydzień przyniósł dość znaczący spadek stawek rynku pieniężnego. Umocniły się oczekiwania na kolejną obniżkę stóp przez RPP. Obecnie rynek widzi 70% szans na obniżkę stóp NBP o 25 pb w perspektywie 6 miesięcy.

▪ Czwartkowa aukcja obligacji okazała się dużym sukcesem. Ministerstwo Finansów uplasowało OK0717 i PS0420 o łącznej wartości 7,1 mld zł (na aukcji regularnej i dodatkowej). Zgłoszone oferty kupna koncentrowały się głównie na 5-letnim benchmarku (łączny popyt przekroczył 13 mld zł) i, w naszej ocenie, były generowane przez zagranicznych inwestorów. W efekcie PS0420 zostały zakupione po cenie wyższej niż na rynku wtórnym. Szacujemy, że po wczorajszej aukcji potrzeby pożyczkowe brutto na ten rok są sfinansowane w ok. 89%.

### Plany emisji i dane makro w centrum uwagi

▪ W tym tygodniu poznamy szereg danych makro, włączając publikowany po raz pierwszy szybki szacunek krajowej CPI, PMI czy też dane z rynku pracy w USA. W naszej ocenie nieznacznie niższy odczyt wstępnego CPI za wrzesień może wzmocnić oczekiwania rynku na kolejne redukcje stóp, co powinno wesprzeć krajowy dług (przynajmniej w krótkim terminie). Publikacja PMI będzie mniej istotna dla rynku długu, dlatego też nawet nieznaczne odbicie indeksu po znaczącym spadku w wrześniu może nie wywołać reakcji rynku. Czynniki globalne, w szczególności dane z rynku pracy w USA znajdują się również w centrum uwagi inwestorów. Jakikolwiek sygnał potwierdzający nawet stopniowe spowolnienie w amerykańskiej gospodarce będzie wspierał oczekiwania inwestorów, że podwyżki stop przez Fed będą miały miejsce dopiero na początku 2016 r. Przy takim scenariuszu dalsze umocnienie na rynkach bazowych będzie wspierało również krajowe krzywe, a w konsekwencji możemy zobaczyć spadki rentowności w kierunku wrześniowych minimów. Z drugiej strony mocne dane z USA mogą zaowocować silniejszą korektą jeśli rynek uwierzy w podwyżki stóp w tym roku.

▪ W tym tygodniu ministerstwo opublikuje plany podaży SPW na IV kw., ze szczególnym uwzględnieniem październikowej oferty. Spodziewamy się wysokiej podaży obligacji w okresie październik-grudzień, tym bardziej, że Ministerstwo chce zakończyć tegoroczne finansowanie potrzeb w następnym miesiącu, co jest bardzo prawdopodobne. Wsparciem dla aukcji będzie znaczący napływ środków z wykupu DS1015 (22,4 mld zł) i płatności kuponowych w wysokości 7,72 mld zł. Wysoka podaż w IV kw. może ograniczać spadki rentowności.

▪ Koniec trzeciego kwartału może sprzyjać tzw. window dressing, a w związku z tym ewentualna korekta nie będzie głęboka. Warto zauważyć, że bieżące rentowności / stawki IRS są o 15 – 60 pb poniżej poziomów z końca czerwca.



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)