

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 5 – 11 października 2015

W napływających danych wciąż mamy słodko-gorzka mieszankę. Wrześniowy indeks PMI dla Polski mocno rozczarował, spadając do niemal 50 pkt., ale stopa bezrobocia wg Eurostatu znacznie się poprawiła w sierpniu (7,2% po korekcie sezonowej), potwierdzając, że trend poprawy na rynku pracy nie słabnie. Spadek CPI we wrześniu był wg wstępnych danych nieco głębszy niż zakładaliśmy, ale wciąż sądzimy, że to chwilowa przerwa w trendzie wzrostowym i inflacja znajdzie się powyżej zera już w listopadzie.

W kalendarzu na najbliższy tydzień niewiele kluczowych danych i wydarzeń. Kilka banków centralnych ma spotkania decyzyjne (Australia, Japonia, Wielka Brytania, Polska), które jednak nie powinny przynieść zmian w ich polityce, więc ich wpływ na rynek raczej będzie znikomy. Znacznie ważniejsze dla nastrojów mogą być minutes Fed oraz wystąpienia kilku członków FOMC pod koniec tygodnia – inwestorzy będą szukać wskazówek nt. terminu podwyżki stóp w USA. Po dużo słabszych od prognoz wrześniowych danych o zatrudnieniu wiara rynku w szybką podwyżkę jeszcze bardziej zmalała i potrzebny byłby jakiś mocny impuls żeby to się zmieniło. Pojawiają się nowe dane z Niemiec (zamówienia, produkcja, eksport) ale z sierpnia, więc jeszcze sprzed afery w Volkswagenu. Na razie wskaźniki dla Niemiec są niezłe, ale skutki afery „spalinowej” dla gospodarki to wciąż duża niewiadoma.

Niższa inflacja i PMI, słabe amerykańskie dane z rynku pracy, obawy o skutki afery VW dla niemieckiej gospodarki – to wszystko sprzyja dalszemu umocnieniu na światowych rynkach długu. Polski rynek pewnie będzie podążał za tym trendem, chyba że bardzo mocno wzrośnie awersja do ryzyka. Spekulacje nt. możliwych obniżek stóp procentowych w kraju mogą się w najbliższym czasie pogłębiać. EURPLN wciąż jest w korytarzu 4,18-4,26 i oczekujemy, że tam zostanie. Obawy o światowy wzrost gospodarczy nie służą umocnieniu złotego, podobnie jak słabsze dane krajowe.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (5 października)</b>							
9:55	DE	PMI – usługi	IX	pkt	54,3	-	54,9
10:00	EZ	PMI – usługi	IX	pkt	54,0	-	54,4
16:00	US	ISM – usługi	IX	pkt	58,0	-	59,0
<b>WTOREK (6 października)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		%	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VIII	% m/m	0,4	-	-1,4
<b>ŚRODA (7 października)</b>							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	VIII	% m/m	0,2	-	0,7
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	8,4	-	4,6
<b>CZWARTEK (8 października)</b>							
8:00	DE	Eksport	VIII	% m/m	-1,0	-	2,5
9:00	HU	CPI	IX	% r/r	-	-	0,0
<b>11:00</b>	<b>PL</b>	<b>Aukcja zamiany obligacji</b>					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	277
20:00	US	Minutes FOMC					
<b>PIĄTEK (9 października)</b>							
9:00	CZ	CPI	IX	% r/r	0,2	-	0,3

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

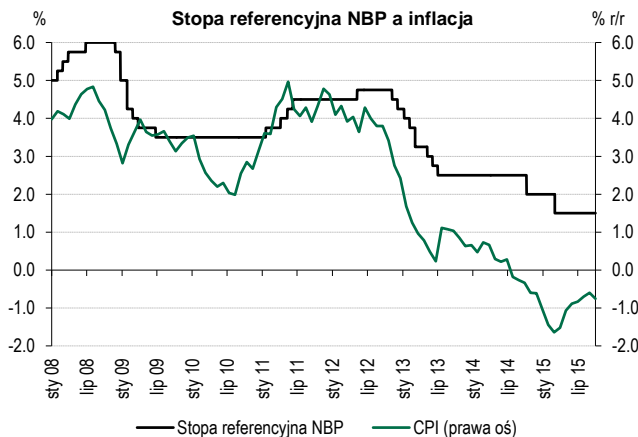
#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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:

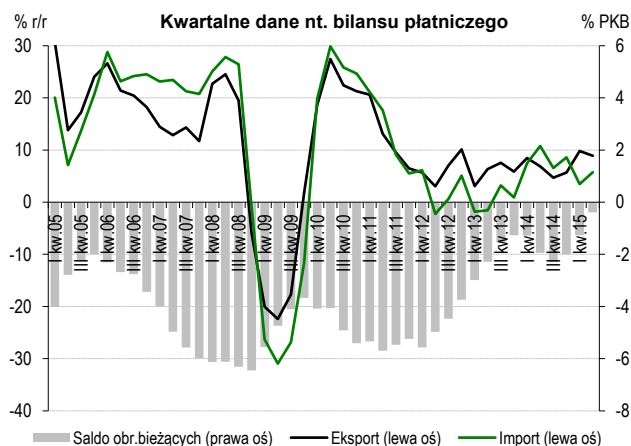
Poznań 61 856 5814/30  
 Warszawa 22 586 8320/38  
 Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Decyzja RPP, minutes FOMC

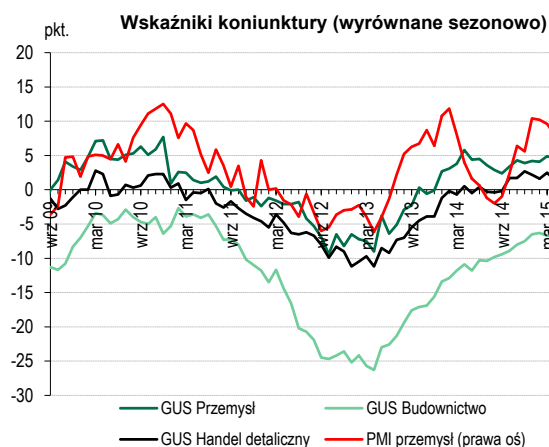


- Decyzja RPP to jedyne ważniejsze wydarzenie w krajowym kalendarzu. Naszym zdaniem stopy pozostaną bez zmian do końca obecnej kadencji RPP i nasza prognoza jest zgodna z szerokim konsensusem rynkowym. Ostatnie słabsze dane z polskiej gospodarki zapewne nie wpłyną na decyzję RPP.
- Wydarzenia zagraniczne będą zapewne grały pierwsze skrzypce, a najważniejsze mogą okazać się minutes FOMC z wrześniowego posiedzenia. Normalizacja polityki pieniężnej w USA to jeden z najważniejszych czynników wpływających na rynek finansowy, więc inwestorzy zwrócą uwagę na ten dokument. Przypominamy, że FOMC nie podniósł stóp procentowych we wrześniu, ale większość członków Fed chce podnieść stopy jeszcze w tym roku. Minutes mogą zatem rzucić nieco światła na temat terminu podwyżki w USA i nieco lepiej wyjaśnić, czemu nie doszło do tego we wrześniu.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Niższy CPI, PMI i bezrobocie



- Wstępna wrześniowa inflacja w Polsce zaskoczyła w dół wynikiem  $-0,8\%$  r/r (wobec  $-0,7\%$  r/r oczekiwanych i  $-0,6\%$  r/r w sierpniu). Odczyt ten nie zmienił naszych oczekiwań odnośnie przyszłej ścieżki inflacji – spodziewamy się, że inflacja znajdzie się powyżej zera już w listopadzie.
- NBP opublikował kwartalne dane o saldzie obrotów bieżących. Nadwyżka za II kw. okazała się wyraźnie mniejsza niż wynikało to z danych miesięcznych, a poprzednie lata zrewidowano znacząco w dół. Było to głównie spowodowane zmianami metodologii, w tym uwzględnienia import i eksportu towarów nielegalnych. Wynikiem była znaczna rewizja w górę importu, co zwiększyło deficyt salda obrotów bieżących.
- Odsezonowana stopa bezrobocia wg BAEL spadła w sierpniu do  $7,2\%$ , a dane za poprzednie miesiące zrewidowano w dół. Bezrobocie jest bliskie rekordu na  $6,8\%$ , który naszym zdaniem może zostać osiągnięty pod koniec 2015 lub na początku 2016.



- PMI dla Polski rozczarował drugi miesiąc z rzędu i osiągnął  $50,9$  pkt, tj. najniższy poziom od roku. Tempo wzrostu produkcji i zamówień nie uległo istotnej zmianie w stosunku do sierpnia, ale nowe zamówienia eksportowe spadły pierwszy raz od 11 miesięcy. Dane pokazały też, że polskie firmy korzystają z niskich cen surowców – subindeks kosztów produkcji spadł najmocniej od kwietnia 2014 i nadal nie widać ryzyka wystąpienia presji inflacyjnej. Kolejny znacznie słabszy od oczekiwań odczyt PMI rzuca dodatkowy cień niepewności na perspektywę polskiego przemysłu i ogólnie gospodarki. Jednak naszym zdaniem trzeba pamiętać o dwóch rzeczach: Po pierwsze, indeksy aktywności dla strefy euro i Niemiec pozostają na dobrych poziomach, a trudno naszym zdaniem wyobrazić sobie mocne łąpanie polskiej produkcji i eksportu bez załamania koniunktury w strefie euro. Po drugie, PMI dawał w niedawnej przeszłości sygnały mocnego hamowania gospodarki (np. w 2014 r.), które się nie potwierdziły.

## Cytat tygodnia – Nie ma sensu spekulować w którym kierunku pójdą stopy

**Marek Belka, prezes NBP, 30.09.2015, Bloomberg**

Inflacja w Polsce będzie dodatnia w listopadzie lub grudniu 2015 r. Nie ma sensu spekulować w którym kierunku pójdą stopy w Polsce. Nie spodziewamy się niczego dramatycznego [jeśli chodzi o wzrost].

**Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 30.09.2015, PAP**

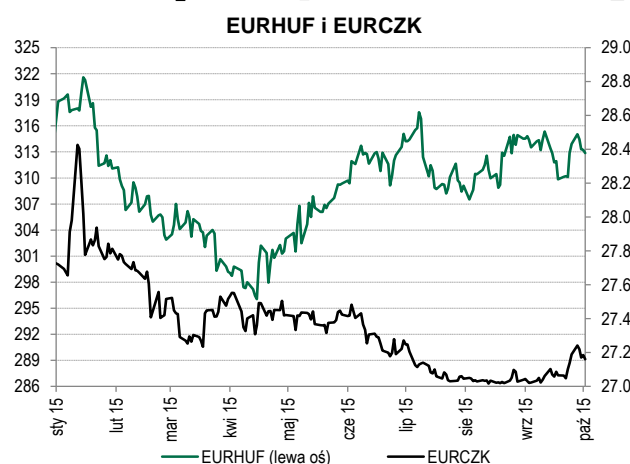
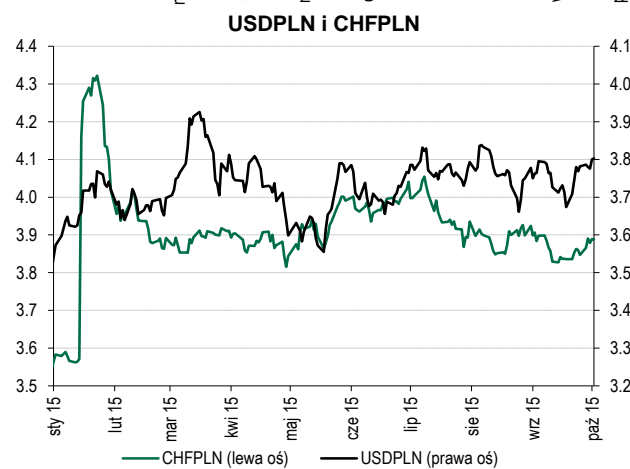
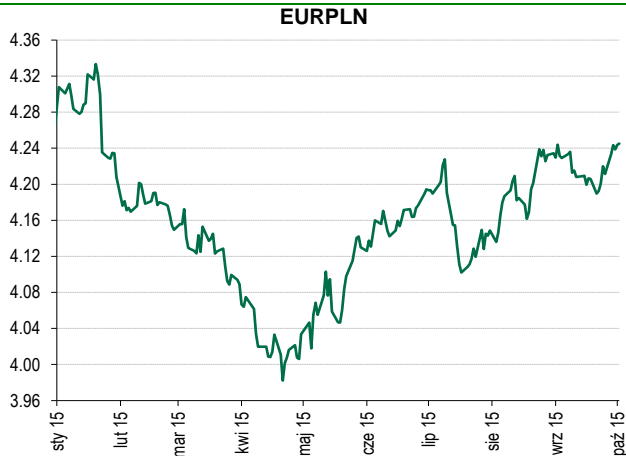
W świetle obecnych danych makro, nie ma nowych powodów, które uzasadniałyby zmianę poziomu stóp. Dodatni wskaźnik CPI może być raczej na początku przyszłego roku niż jeszcze w tym.

**Andrzej Rzońca, członek RPP, 28.09.2015, PAP**

Rada przyszłej kadencji będzie musiała stawić czoła poważnym wyzwaniom spowodowanym przez bardzo silne wstrząsy zewnętrzne. Powinna myśleć na tyle wcześniej o normalizacji stóp, żeby nie znaleźć się pod ścianą.

Marek Belka i Elżbieta Chojna-Duch nie widzą powodu dla zmian stóp, gdyż sytuacja gospodarcza w Polsce jest dobra, a deflacja skończy się na przełomie 2015 i 2016. Wspiera to naszą prognozę stabilnych stóp NBP do końca kadencji obecnej Rady. Ścieżka stóp w 2016 r. jest już jednak niepewna, gdyż w przyszłym roku zostanie wybrana nowa Rada, a póki co brak jest oficjalnych sugestii na temat możliwych kandydatów. Andrzej Rzońca (jeden z najbardziej jastrzębich członków RPP) ujawnił się jako autor pomysłu podwyższenia stóp w celu stworzenia większej przestrzeni do ich obniżenia w razie szoku zewnętrznego. To rozumowanie znamy z ostatnich minutes RPP, ale na szczęście taki pogląd jest w zdecydowanej mniejszości.

## Rynek walutowy – Minutes FOMC – więcej wskazówek na temat przyszłej polityki Fed?



### EURPLN w trendzie bocznym

W minionym tygodniu złoty osłabił się dość znacząco wobec głównych walut. Krajowa waluta znalazła się pod presją niższej wstępnej inflacji za wrzesień, słabszego od oczekiwań odczytu PMI dla polskiego sektora przemysłowego oraz spadku kursu EURUSD. W konsekwencji EURPLN tymczasowo wzrósł powyżej 4,25, a następnie ustabilizował się nieco poniżej tego poziomu przed danymi z rynku pracy w USA. W tym samym czasie USDPLN wzrósł powyżej 3,80, po raz pierwszy od początku sierpnia. Słabsze dane z USA pchnęły EURPLN powyżej 4,25 a USDPLN w kierunku 3,76.

Trzeci kwartał 2015 r. nie był korzystny dla notowań złotego. Krajowa waluta najmocniej straciła wobec funta brytyjskiego (ok. 3% bazując na średnich kursach w drugim i trzecim kwartale), a następnie wobec EUR (ok. 2,4% kw/kw) oraz USD (ok. 1,7% kw/kw). Natomiast złoty zyskał nieznacznie (0,6% kw/kw) wobec CHF.

W tym tygodniu nie ma istotnych krajowych publikacji danych makro. Posiedzenie RPP nie przyniesie zmian w polityce monetarnej. W związku z tym uwaga inwestorów pozostanie skupiona na globalnych czynnikach, które wyznaczają kierunek dla złotego, w szczególności dane makro z Europy i USA. Sytuacja na wykresach EURPLN nie zmieniła się znacząco po publikacji danych z rynku pracy w USA – kurs pozostaje w przedziale wahań między 4,18 a 4,26. Te poziomy pozostają wciąż kluczowe i dopóki któryś z nich nie zostanie przełamany EURPLN powinien pozostać w trendzie bocznym.

### EURUSD w górę po słabych danych z rynku pracy USA

EURUSD wzrósł do prawie 1,128 na początku tygodnia, a następnie spadł tymczasowo do 1,114 w oczekiwaniu na miesięczne dane z rynku pracy w USA. W konsekwencji dolar odrobił większość wcześniejszych strat w wyniku negatywnego wstępnego odczytu HICP dla strefy euro za wrzesień oraz w związku z przekonaniem inwestorów, że stabilna sytuacja na rynkach finansowych zwiększa szansę na podwyżki stóp w USA. Po słabych danych o zatrudnieniu w USA wiara rynku w szybką podwyżkę jeszcze bardziej zmalała. W efekcie EURUSD tymczasowo wzrósł do 1,13.

W tym tygodniu inwestorzy po raz kolejny będą szukali czynników, które mogą zdecydować o kolejnych krokach Fed. W związku z tym publikacja opisu dyskusji FOMC z wrześniowego posiedzenia może wskazać inwestorom kierunek dalszych działań Fed. Ponowny wzrost oczekiwań na podwyżki stóp w tym roku (po wypowiedziach przedstawicieli Fed) może pchnąć EURUSD w kierunku ubiegłotygodniowego minimum (1,114), w szczególności jeśli dane z Europy (kolejne dane o aktywności gospodarczej) będą sugerowały spowolnienie.

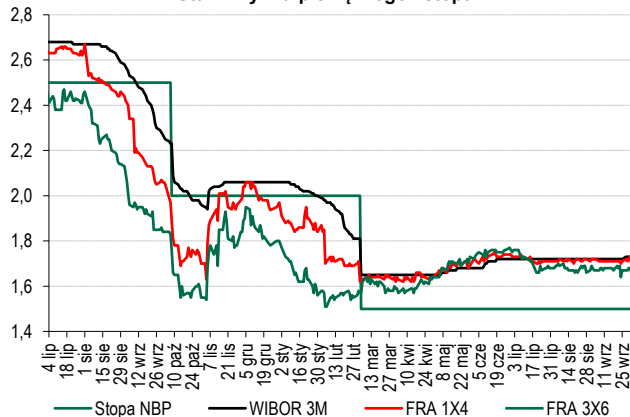
### Dane inflacyjne z krajów CEE w centrum uwagi

Forint i czeska korona umocniły się dość wyraźnie w minionym tygodniu. Był to wynik dobrych danych makro z tamtejszych gospodarek, włączając odczyty indeksów PMI. W tym samym czasie kurs USDRUB był mniej więcej stabilny przez większą część tygodnia, a na koniec tygodnia wzrósł do ok. 66,6 w wyniku słabych danych z USA. Rynek nie zareagował na informacje o rosyjskich nalotach w Syrii.

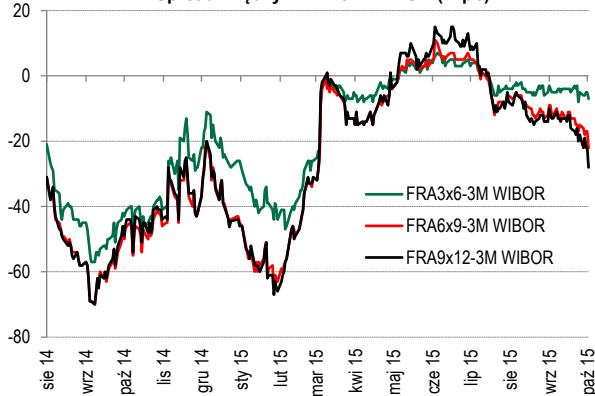
W tym tygodniu waluty z krajów regionu będą pod wpływem czynników zewnętrznych, ale również i krajowych publikacji (głównie danych inflacyjnych). Oczekuje się, że wskaźniki inflacji na Węgrzech i w Czechach mogą nieznacznie spaść, co może ciążyć notowaniom HUF i CZK. W Rosji natomiast oczekuje się wzrostu inflacji co może dodać zmienności notowaniom USDRUB na początku tygodnia.

## Rynek stopy procentowej – Stawki mogą pozostać nisko

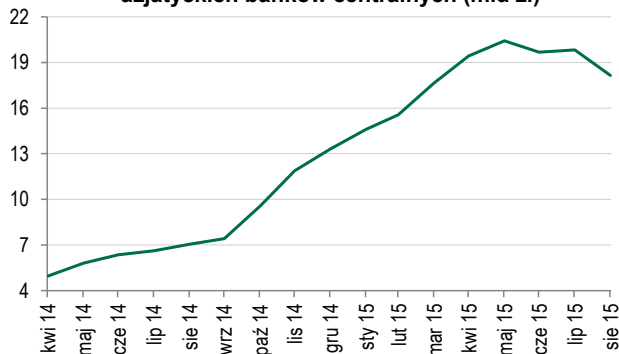
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



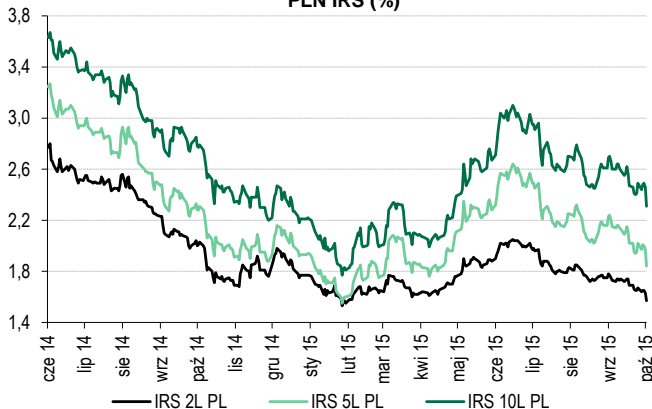
Spread między FRA i 3M WIBOR (w pb)



Polskie, złotowe, rynkowe obligacje w posiadaniu azjatyckich banków centralnych (mld zł)



PLN IRS (%)



### Dalsze umocnienie dzięki czynnikom lokalnym i globalnym

▪ Polskie obligacje i IRS były bardzo wrażliwe na zmiany globalnego nastroju i zyskiwały w okresach niższego popytu na ryzykowne aktywa. Dodatkowym wsparciem były niższe od oczekiwań inflacyjne dane z Polski i strefy euro oraz rozczarowujące dane z rynku pracy USA. W ciągu tygodnia 2-letni IRS spadł o 10 pb do 1,57%, 5-letni o 18 pb do 1,84%, a 10-letni o 18 pb do 2,31%.

### Azjatyckie banki centralne sprzedają krajowy dług

▪ Ministerstwo Finansów opublikowało dane o posiadaczach polskich, złotych rynkowych obligacji. Największą miesięczną zmianę w sierpniu odnotowano dla krajowych banków, które kupiły dług za 5 mld zł i nominalna wartość ich portfela wzrosła do rekordowych prawie 170 mld zł. Był to największy miesięczny przyrost od lutego, a aktywność zakupowa skoncentrowała się na seriach PS. Stan posiadania nierezzydentów wzrósł o zaledwie 0,7 mld zł do 205,6 mld zł, ale zmiany w poszczególnych grupach były dość wyraźne. Zagraniczne banki kupiły dług za 2,7 mld zł, a na rachunkach zbiorczych odnotowano przyrost o 1,5 mld zł. Jednocześnie, banki centralne sprzedały polski dług za 1,8 mld zł, a fundusze inwestycyjne za 1,7 mld zł. W grupie banków centralnych, 1,7 mld zł całej ich redukcji było wynikiem sprzedawania przez banki z Azji. Dane dla stanu posiadania przez banki centralne dostępne są od kwietnia 2014 i w tym czasie azjatyckie banki sprzedawały polski dług tylko w dwóch miesiącach, a sierpień przyniósł największą redukcję. Stan posiadania banków centralnych jest obecnie najniższy od marca i wynosi 18,1 mld zł. Patrząc pod kątem geograficznym, sprzedaż banków centralnych odpowiadała za 85% redukcji azjatyckich inwestorów. W sierpniu, inwestorzy ze strefy euro kupili natomiast polski dług za 2 mld zł.

▪ Ministerstwo Finansów podało, że w IV kw. planuje tylko jedną standardową aukcję, która odbędzie się pod koniec października lub na początku listopada, a wartość oferowanych obligacji ma wynieść 5-10 mld zł. Zorganizowane zostaną natomiast aż trzy aukcje zamiany, pierwsza będzie miała miejsce 8 października. Resort finansów planuje także emisję zagraniczne oraz pozyskanie 0,9-1,1 mld € z kredytów od międzynarodowych instytucji finansowych. Dyrektor Dep. Długu MF Piotr Marczak powiedział, że resort ma pokryte już 93% tegorocznych potrzeb.

### Stawki mogą pozostać nisko

▪ Od ostatniego posiedzenia RPP opublikowano sporo rozczarowujących danych, ale ostatnie komentarze członków Rady nie wskazują, aby bardziej obawiali się o polską gospodarkę. Nie sądzimy więc, aby najbliższe posiedzenie Rady było istotnym wydarzeniem. Odnotowane zostaną ostatnie słabsze dane, ale powtórzone będzie zapewne, że obecna sytuacja nie wymaga obniżek stóp. FRA wyceniają obniżki stóp w przyszłym roku, częściowo zapewne w wyniku oczekiwań że kolejna RPP będzie dość gołębia. Sądzimy, że spekulacje o obniżkach stóp mogą się utrzymać w najbliższych tygodniach, ale solidny wzrost PKB i rosnąca stopniowo inflacja przesądzą, że w 2016 stopy jednak nie zostaną obniżone.

▪ Minutes FOMC i wypowiedzi jego członków mogą się okazać znacznie ważniejsze dla polskiego rynku, szczególnie po ostatnich słabych danych z rynku pracy USA. Inwestorzy będą próbowali ocenić jak przebiegała wrześniowa dyskusja, po której stopy pozostały bez zmian. Polskie 2-, 5- i 10-letnie IRS są najniższe od maja i mogą pozostać nisko w kolejnych tygodniach pod wpływem spekulacji o obniżkach stóp w kraju i raczej oddalającym się podwyżkom w USA.

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)