

TYGODNIK EKONOMICZNY

2 – 8 listopada 2015

Oficjalne wyniki wyborów potwierdziły wyraźną wygraną Prawa i Sprawiedliwości, potwierdzając mniej więcej wcześniejsze wyniki sondaży. PiS zdobyło większość w Sejmie (235 z 460 mandatów), wystarczającą aby stworzyć rząd samodzielnie. Wynik wyborów okazał się wsparciem dla rynku długu, w szczególności na krótkim końcu krzywej, w związku ze wzrostem prawdopodobieństwa obniżki stóp procentowych na początku przyszłego roku. Złoty osłabił się za to wobec głównych walut, a kurs EURPLN wzrósł do 4,296, najwyższej od stycznia. Wbrew naszym oczekiwaniom Fed zaskoczył jastrzębim komunikatem, sugerującym, że podwyżka stóp w grudniu nie jest wykluczona. W efekcie rentowności na rynkach bazowych wzrosły, co wpłynęło również na krajowy rynek długu, szczególnie w sektorze 10 lat, a złoty – podobnie jak inne waluty wschodzące – wyraźnie odreagował, skutkując spadkiem EURPLN do 4,26.

Krajowy rynek finansowy czeka na więcej szczegółów odnośnie polityki gospodarczej PiS. Rzeczniczka partii zapowiedziała, że po weekendzie mogą pojawić się nazwiska nowych ministrów i na pewno będą to informacje pilnie śledzone przez inwestorów. RPP zapewne nie zmieni swojej polityki do końca kadencji, nawet mimo nowych projekcji NBP wskazujących na „nieznacznie niższe” ścieżki PKB i inflacji. Niemniej, wyraźna wygrana PiS w wyborach skłoniła nas do zmiany oczekiwań nt. perspektywy stóp procentowych na 2016 r. Oczekujemy obecnie, że nowa RPP obniży stopę referencyjną do poziomu 1,0% w I kwartale 2016. Naszym zdaniem większe szanse na redukcję stóp powinny wspierać dalszy spadek rentowności, głównie na krótkim końcu krzywej. Ale potencjał do umocnienia środka i długiego końca krzywej będzie ograniczony przez czynniki globalne (głównie dane z USA, w szczególności piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem). Naszym zdaniem nadal jest przestrzeń do umocnienia złotego w najbliższych tygodniach jeśli dane za granicą potwierdzą niezłą aktywność gospodarczą.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (2 listopada)							
2:45	CN	PMI – przemysł	X	pkt	47,6	-	47,2
9:00	PL	PMI – przemysł	X	pkt	51,5	51,3	50,9
9:55	DE	PMI – przemysł	X	pkt	51,6	-	52,3
10:00	EZ	PMI – przemysł	X	pkt	52,0	-	52,0
14:00	PL	Wstępny CPI	X	% r/r	-0,7	-0,6	-0,8
16:00	US	PMI – przemysł	X	pkt	50,0	-	50,2
WTOREK (3 listopada)							
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	IX	% m/m	-0,9	-	-1,7
ŚRODA (4 listopada)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50	1,50
9:55	DE	PMI – usługi	X	pkt	55,2	-	54,2
10:00	EZ	PMI – usługi	X	pkt	54,2	-	53,7
14:15	US	Raport ADP	X	pkt	180	-	200
16:00	US	ISM – usługi	X	pkt	56,5	-	56,9
CZWARTEK (5 listopada)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	IX	% m/m	1,0	-	-1,8
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	260
PIĄTEK (6 listopada)							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	0,5	-	-1,2
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	IX	% r/r	3,5	-	6,3
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	X	tys.	180	-	142
14:30	US	Stopa bezrobocia	X	%	5,1	-	5,1

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

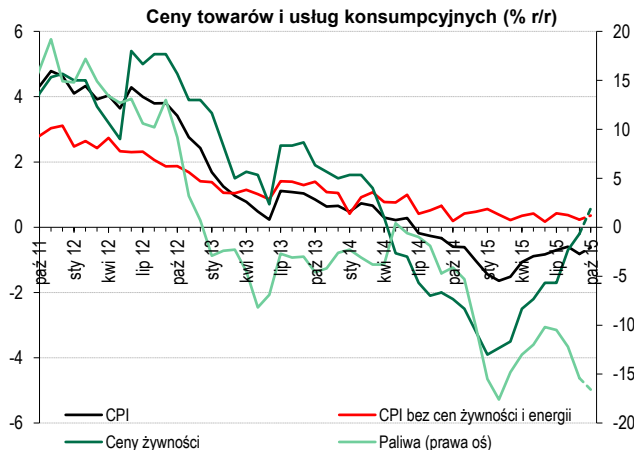
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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 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 – PMI i CPI w górę?

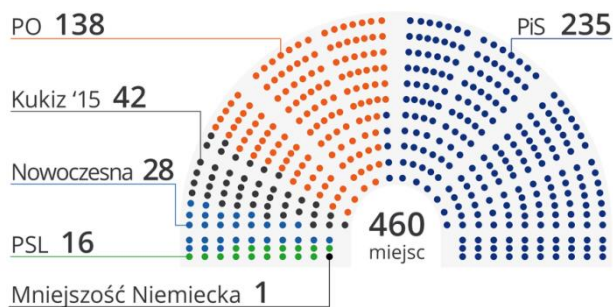


- Oczekujemy lekkiego wzrostu indeksu PMI w październiku, a naszą prognozę wspiera odbicie w indeksie ESI Komisji Europejskiej oraz wskaźnikach koniunktury GUS,
- Spodziewamy się wzrostu inflacji do -0,6% r/r w październiku, głównie pod wpływem wzrostu cen żywności. Nadchodzące miesiące pokażą zapewne mocniejszą korektę w górę: naszym zdaniem listopadowy CPI będzie blisko 0% (choć może pozostać ujemny).
- Posiedzenie RPP nie przyniesie nic nowego jeśli chodzi o politykę pieniężną. Zobaczymy jednak nową projekcję inflacji, prawdopodobnie niższą niż ostatnio (jak wynika z wypowiedzi A. Raczki). Ponadto, konferencja może okazać się ciekawa ze względu na opublikowany ostatnio list niektórych członków RPP protestujących przez wypowiedziom reprezentantów PiS na temat składu nowej Rady. Spodziewamy się pytań dziennikarzy w tej kwestii.

Ostatni tydzień w gospodarce – Zwycięzca bierze wszystko

Uwaga: pełną wersję naszego raportu nt wyniku wyborów można pobrać [tutaj](#).

Podział miejsc w Sejmie po wyborach



Propozycje PiS i ich finansowanie (roczne dane, wyliczenia PiS)

Propozycje	Finansowanie
<ul style="list-style-type: none"> ■ zwiększenie kwoty wolnej od podatku PIT z obecnych 3.091 zł do 8.000 zł – koszt 7,0 mld zł ■ przywrócenie dotychczasowego wieku emerytalnego (60 lat dla kobiet i 65 lat dla mężczyzn) – koszt 5,5 mld zł (w 1 roku) ■ wprowadzenie dodatku po 500 zł na drugie i kolejne dziecko oraz na każde dziecko w rodzinach najuboższych – koszt 21,5 mld zł ■ bezpłatne leki dla osób starszych – koszt 0,25 mld zł 	<ul style="list-style-type: none"> ■ większa ściągalskość podatku VAT – 19 mld zł (uwaga: 50 mld zł w poprzedniej wersji) ■ większa ściągalskość podatku CIT – 4,5 mld zł ■ większa ściągalskość akcyzy – 8 mld zł ■ wprowadzenie podatku bankowego (najprawdopodobniej 0,39% od aktywów) – ok. 5 mld zł ■ oraz podatku od sklepów wielkopowierzchniowych – ok. 3,5 mld zł
SUMA 34,25 mld zł	SUMA 40 mld zł

- PiS wygrał wybory parlamentarne z poparciem 37,8% głosujących, przed PO (24,1% głosów), ruchem Kukiz'15 (8,8%), Nowoczesną (7,6%) i PSL (5,13%).
- PiS zdobył bezwzględną większość w Sejmie (235 z 460 miejsc) i Senacie (61 ze 100) i będzie mógł budować rząd samodzielnie.
- Oczekujemy, że nowy rząd (z Beatą Szydło jako premierem) zostanie powołany przed końcem listopada. PiS utworzy rząd tak szybko jak będzie to możliwe, tym bardziej, że zamierza wnieść poprawki do projektu budżetu na 2016 r., które obejmą niektóre obietnice wyborcze.
- Exposé nowej premier będzie kluczowe dla oceny programu fiskalnego PiS. Pierwsze komentarze polityków PiS po wyborach sugerują, że ich priorytetem będzie projekt „Rodzina 500+” (500 zł dodatku na każde dziecko w najbiedniejszych rodzinach, na drugie oraz każde kolejne w pozostałych, koszt to ok. 20 mld zł). Inne ważne pomysły to podwyższenie kwoty wolnej od podatku (7 mld zł) i obniżenie wieku emerytalnego (5 mld zł wg szacunków PiS). Podatek bankowy również wydaje się priorytetem zwycięskiej partii (by choć częściowo sfinansować ich kosztowne pomysły) i może zostać wprowadzony w 2016 r.
- PiS podkreśla, że deficyt sektora finansów publicznych powinien być utrzymany w granicach 3% PKB. Jednak projekt budżetu na 2016 r. przygotowany przez PO już zakłada deficyt blisko 3% PKB (wobec 2,3% w Programie Konwergencji). W związku z tym, możliwości zwiększenia wydatków są ograniczone. Nowy rząd może oczywiście założyć większą ściągalskość podatków na 2016 (jak sugerowano w kampanii wyborczej) a deficyt (przynajmniej na papierze) utrzyma się poniżej progu 3% PKB. Problem pojawi się, jeśli plan poprawy ściągalskości podatków nie przyniesie zakładanych skutków.

Cytat tygodnia – Użyjemy wszystkich narzędzi by przyspieszyć wzrost

Henryk Kowalczyk, poseł PiS, 29.10.2015, PAP

W planie B możliwe jest zastosowanie większej kwoty wolnej od podatku dopiero od 2017 r. (...) Natomiast program 500+ chcemy, żeby wszedł w roku 2016. (...) Ja przewiduję, że może to być ok. 1 marca 2016. (...) Filozofia reguły (wydatkowej) powinna być zachowana. Ale w związku z tym, że odnosi się ona do kwoty wydatków z ostatnich lat nie uwzględniając dochodów, więc jej korekta może polegać na zwiększeniu kwoty wydatków o kwotę zwiększonych dochodów bez naruszania poziomu deficytu. (...) Uważam, że jest pole do obniżki stóp procentowych o 25 lub 50 pb.

Zbigniew Kuźmiuk, europoseł PiS, 29.10.2015, Dziennik Gazeta Prawna

Stać nas na wzrost (PKB) na poziomie 5–6%. Będziemy się starali za pomocą wszystkich instrumentów, które są w arsenale polityki fiskalnej i monetarnej, do takiego poziomu doprowadzić. Oczywiście nie będzie to ani w roku 2016, ani 2017, ale myślę, że w ciągu pierwszej kadencji się uda.

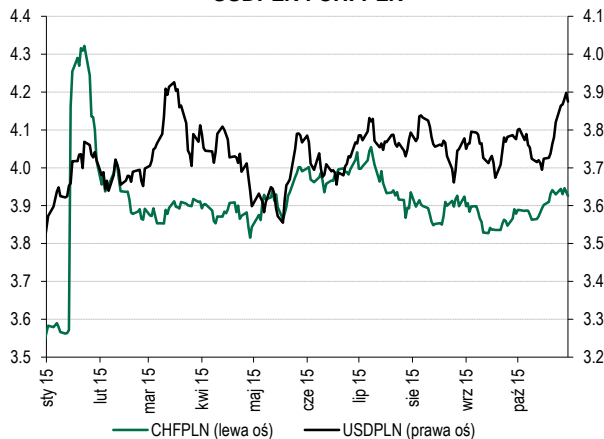
Widzimy ryzyko bardziej ekspansywnej polityki gospodarczej po ostatnich wyborach. Stopy procentowe zostaną zapewne obniżone na początku 2016 r. (choć uważamy to za niepotrzebny ruch) ze względu na deklaracje PiS odnośnie kryteriów wyboru nowych członków RPP. Polityka fiskalna może zostać rozluźniona (przynajmniej w krótkim terminie), jeśli nie zostaną zrealizowane ambitne założenia na temat ściągalskości podatków. Może to być pozytywne dla wzrostu gospodarczego, ale tylko w krótkim terminie i może doprowadzić do nierównowag. Polityka fiskalna będzie musiała ulec korekcie gdy Komisja Europejska upomni nas za wzrost deficytu powyżej 3% PKB, a stopy procentowe będą musiały zostać podniesione gdy wzrostowy trend inflacji zostanie wzmocniony przez impulsy stymulujące popyt i transmisję podatku od supermarketów na klientów detalicznych.

Rynek walutowy – Czynniki globalne wciąż kluczowe

EURPLN



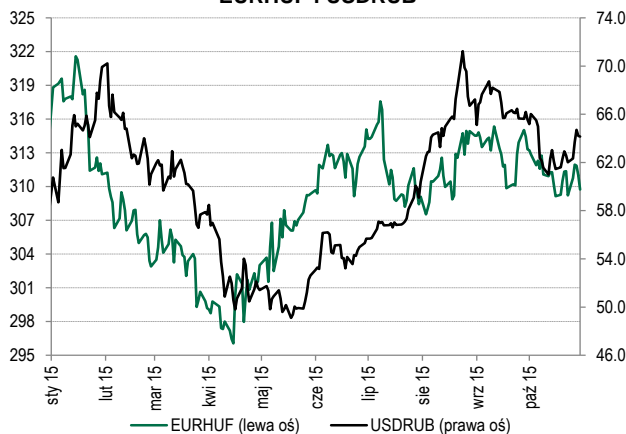
USDPLN i CHFPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



Złoty silniejszy po Fed

▪ Złoty osłabił się dość wyraźnie na początku minionego tygodnia w wyniku znacznej wygranej PiS (co umocniło oczekiwania na obniżki stóp procentowych w przyszłym roku) oraz odrotu inwestorów od ryzykowanych aktywów. W konsekwencji kurs EURPLN na chwilę wzrósł do 4.296, najwyższego poziomu od stycznia. Druga połowa tygodnia przyniosła umocnienia złotego, mimo jastrzębiej retoryki Fed. Rynek odebrał retorykę Fed jako oznakę pewności dobrej kondycji gospodarki USA. W efekcie złoty odrobił większość strat wobec euro i na koniec tygodnia EURPLN był blisko 4,25. W tym samym czasie kurs USDPLN podlegał znacznym wahaniom. Kurs wzrósł do prawie 3,92 po Fed, ale szybko powrócił do spadków i na koniec tygodnia wahał się nieznacznie powyżej 3,85.

▪ Zgodnie z naszymi oczekiwaniami ostatni tydzień października przyniósł umocnienie złotego, głównie w wyniku globalnych czynników, które przysionły krajowe wydarzenia. W tym tygodniu wydarzenia zagraniczne będą dominowały w kalendarzu publikacji. Sądzimy, że posiedzenie krajowej RPP nie powinno zaskoczyć, tym bardziej, że powszechnie oczekuje się, że stopy pozostaną bez zmian do końca kadencji obecnej Rady. W związku z tym w centrum uwagi znajdą się publikacje danych makro w Europie i USA, w szczególności miesięczny raport z amerykańskiego rynku pracy, z którego inwestorzy będą starali się wywnioskować co w przyszłości zrobi Fed. Podsumowując, uważamy, że jest miejsce do dalszej aprecjacji złotego w nadchodzących tygodniach. Widzimy możliwość spadku EURPLN w kierunku 4,24, a następnie do 4,21 jeśli sygnały z krajowej, a przede wszystkim globalnej gospodarki pokażą przyzwolony wzrost. Jednakże napływające informacje polityczne mogą podwyższać zmienność na rynku.

EURUSD ponownie powyżej 1,10

▪ Amerykańska waluta umocniła się po Fed, który utrzymał stopy na niezmiennym poziomie i zasugerował możliwość podwyżki stóp procentowych w grudniu. To spowodowało spadek kursu EURUSD na chwilę nieco poniżej 1,09, ustanawiające nowe minimum za ostatnie prawie trzy tygodnie. Jednak kurs szybko powrócił nieznacznie powyżej 1,10 po nieco słabszych danych z USA.

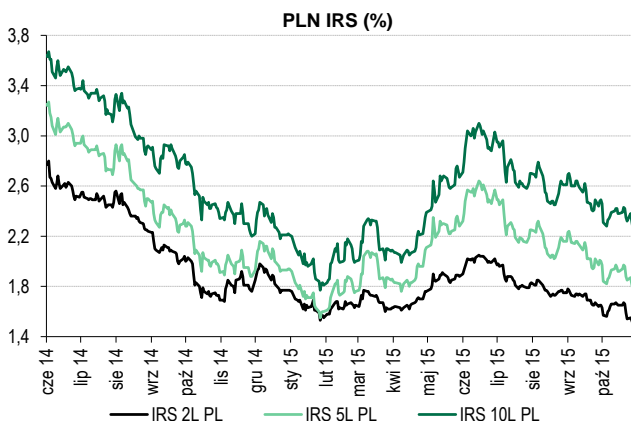
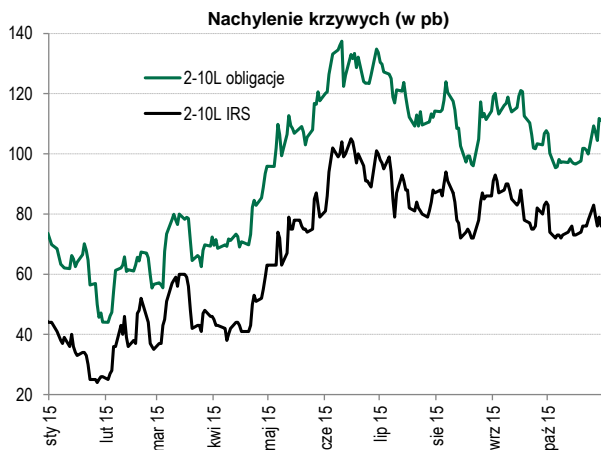
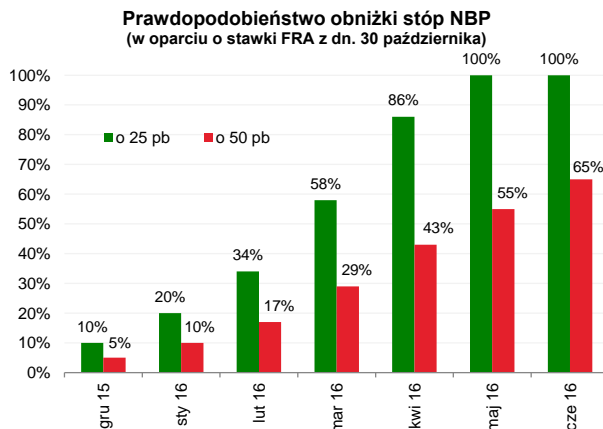
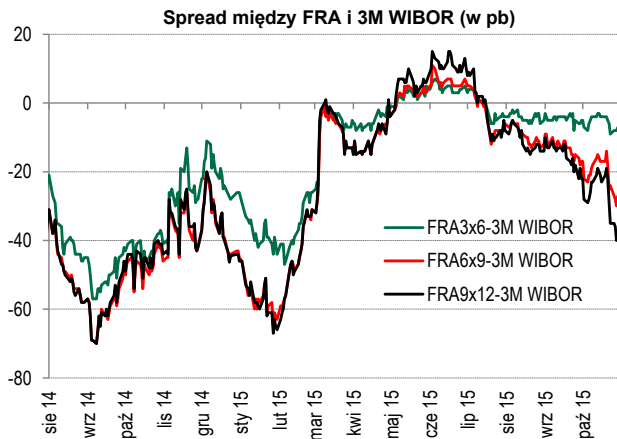
▪ Patrząc w przyszłość uważamy, że perspektywa zwiększenia programu stymulującego europejską gospodarkę przez EBC w grudniu i perspektywa podwyżki stop przez Fed w tym samym miesiącu będą negatywnie oddziaływały na kurs EURUSD. Jednak w tym tygodniu inwestorzy skoncentrują się na publikacjach danych makro z Europy i USA. Kluczowy będzie piątkowy raport z rynku pracy w USA. Do tej publikacji EURUSD może pozostać w trendzie bocznym. Istotne poziomy dla EURUSD to 1,08 i 1,135.

Posiedzenie banku Czech w centrum uwagi

▪ Waluty regionu również nieco odreagowały po osłabieniu na początku minionego tygodnia. EURHUF spadł poniżej 310 na koniec tygodnia z ok. 313. W skali tygodnia węgierska waluta zyskała najbardziej wobec euro spośród walut krajów rozwijających się. Rosyjski rubel zyskał wobec dolara w wyniku odbicia cen ropy na rynkach międzynarodowych. Kurs testował poziom 63,5, który powstrzymał dalsze spadki. Rosyjska waluta zyskała nieco na decyzji banku Rosji, który utrzymał parametry polityki monetarnej na niezmiennym poziomie. Natomiast kurs EURCZK poruszał się w trendzie bocznym między 27,06 a 27,11.

▪ W tym tygodniu czynniki globalne będą kluczowe. Dane makro, głównie z USA wyznaczą kierunek dla rynku. W Czechach odbędzie się posiedzenie banku centralnego. W naszej ocenie nie przyniesie ono zmian w dotychczasowej polityce pieniężnej.

Rynek stopy procentowej – Środek i długi koniec mogą pozostać zmienne



Krótki koniec wsparty wygraną PiS, długi traci przez Fed

Wynik polskich wyborów parlamentarnych był istotnym wsparciem dla krótkiego końca krzywych obligacyjnej i IRS. 2-letnie rentowności oraz IRS spadły o 1-4 pb, a krzywa FRA przesunęła się w dół o 3 pb w wyniku nasilenia się oczekiwań na poluzowanie polityki pieniężnej w 2016. Dłuższe końce były bardziej zmienne w reakcji na retorykę FOMC i wahania globalnego nastroju.

Dwa tygodnie temu napisaliśmy, że polskie krzywe mogą się wystromić, a 10-letnie spready do Bunda mogą wzrosnąć bowiem krajowy długoterminowy dług może sobie radzić słabiej w wyniku przedwyborczej niepewności. Spready 2-10 faktycznie wzrosły od tego czasu o ok. 15 pb, ale było to głównie wynikiem znacznego umocnienia na krótkim końcu w wyniku wzrostu szans na poluzowanie polityki pieniężnej w 2016. 10-letni spread do Bunda rozszerzył się o 6 pb bowiem niemiecki dług radził sobie lepiej niż polski.

Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje OK0717, PS0421 oraz DS0726 za prawie 8,1 mld zł, w tym 125 mln na aukcji dodatkowej. Łączny popyt wyniósł ponad 10,6 mld zł (na aukcji regularnej). Największym powodzeniem cieszył się 5-letni benchmark, którego sprzedano za 5,6 mld zł, a popyt wyniósł 6,7 mld zł.

Dane Ministerstwa Finansów pokazały, że inwestorzy zagraniczni zwiększyli we wrześniu swoje posiadanie polskich, złotowych, rynkowych obligacji o 2,6 mld zł i nominalna wartość ich stanu posiadania wyniosła na koniec III kw. 208,1 mld zł. W tej grupie, warto zwrócić uwagę na wyraźną redukcję zaangażowania przez banki komercyjne (o 2,5 mld zł) i znaczne zakupy po stronie banków centralnych (o 7,2 mld zł, głównie dzięki bankom azjatyckim). Znaczne zakupy (6,7 mld zł), największe od lutego, poczyniły też polskie banki komercyjne i nominalna wartość ich stanu posiadania odnotowała kolejny rekord rosnąc do 176,7 mld zł.

Środek i długi koniec mogą pozostać zmienne

Zmieniliśmy nasze prognozy stóp procentowych NBP na przyszły rok i teraz sądzimy, że nowa RPP obniży stopy o 50 pb w I kw. 2016. Już w styczniu do Rady dołączy pięcioro nowych członków, którzy będą zapewne bardzo gołębni. FRA obecnie wyceniają, że poluzowanie polityki pieniężnej nastąpi dopiero w II kw., więc naszym zdaniem jest jeszcze potencjał do spadku krótszych FRA.

Jak wspomnieliśmy powyżej, krzywe wystromiły się w ostatnich dwóch tygodniach wskutek znacznego umocnienia w tenorze 2 lat, podczas gdy dłuższe sektory były bardziej zmienne z powodu czynników zewnętrznych. Nie widzimy czynnika, który mógłby zainicjować korektę na krótkim końcu. W naszej ocenie, oczekiwania na obniżki stóp w Polsce mogą się jedynie wzmocnić, a wstępny CPI, który poznamy w poniedziałek, nie powinien wg nas wygenerować wyraźniejszej reakcji. Sądzimy, że tak długo jak roczna inflacja nie wzrośnie powyżej -0,6% (lokalny szczyt z sierpnia), rynek nie będzie się tym wskaźnikiem zbytnio przejmował.

W naszej ocenie środek i długi koniec krzywej mogą pozostać bardziej zmienne z powodu czynników globalnych. Komunikat z październikowego posiedzenia FOMC pozostawił drzwi otwarte dla podwyżki stóp w grudniu, co miało negatywny wpływ na polskie 5- i 10-letnie obligacje i teraz rynek z pewnością będzie bardzo wrażliwy na dane z USA. W tym tygodniu poznamy miesięczne dane o zmianie zatrudnienia poza rolnictwem i rynki mogą pozostać względnie stabilne w oczekiwaniu na ten odczyt i dopiero pod koniec tygodnia wahania mogą ponownie wzrosnąć. Jednocześnie, jeśli ze strony PiS pojawią się dalsze sugestie o możliwej modyfikacji reguły wydatkowej, może to ciężać polskim obligacjom.

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