

TYGODNIK EKONOMICZNY

16 – 22 listopada 2015

Dane opublikowane w minionym tygodniu pokazały nieco wyższy od oczekiwań wzrost PKB w III kwartale (3,4% r/r), nieco wyższą inflację w październiku (-0,7% r/r) i rozczarowujący wzrost eksportu we wrześniu (4,1% r/r). Niemniej, perspektywy gospodarcze na najbliższe kwartały pozostały naszym zdaniem bez zmian, a dane które będą publikowane w najbliższych dniach nie zmieniają raczej tej sytuacji. Spodziewamy się dalszej stabilizacji wzrostu PKB wyraźnie powyżej 3% r/r i kontynuacji trendu wzrostowego inflacji. Jednocześnie, nadal oczekujemy, że nowa Rada Polityki Pieniężnej obniży stopy procentowe w I kwartale 2016 r. ponieważ przedstawiciele PiS konsekwentnie powtarzają, że jest jeszcze przestrzeń do złagodzenia polityki pieniężnej i kandydaci na nowych członków RPP będą się zapewne musieli wykazać analogicznymi poglądami.

Beata Szydło została desygnowana na premiera i po weekendzie powinno nastąpić zaprzysiężenie nowego rządu. Exposé pani premier będzie ważne dla oceny planów gospodarczych PiS w praktyce. Dwie nominacje na stanowiska związane z polityką gospodarczą powinny zostać przez rynek odebrane co najmniej neutralnie, a nawet z pewnym kredytem zaufania, bowiem są to osoby znane. Kandydat na ministra finansów w niedawnych wypowiedziach podkreślał znaczenie stabilności finansów publicznych i utrzymania deficytu fiskalnego pod kontrolą (możliwy jedynie nieznaczny wzrost deficytu, o 1-1,5 mld zł) i mamy przecucie, że wyborcze obietnice PiS zostaną, przynajmniej częściowo, zmiękzone. Z drugiej strony, w wypowiedziach pojawiają się kontrowersyjne pomysły (zmiana reguły wydatkowej, zmiana roli NBP, konwersja kredytów walutowych, skrócenie wieku emerytalnego), co może być dla inwestorem powodem do ostrożności. Naszym zdaniem rynek pozostanie pod wpływem oczekiwań dot. decyzji w polityce pieniężnej dwóch głównych banków centralnych: EBC i Fed.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (16 listopada)							
11:00	EZ	HICP	X	% r/r	0,0	-	0,0
14:00	PL	Inflacja bazowa	X	% r/r	0,3	0,2	0,2
WTOREK (17 listopada)							
11:00	DE	Indeks ZEW	XI	pkt	54,5	-	55,2
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	1,35	-	1,35
14:30	US	CPI	X	% m/m	0,2	-	-0,2
15:15	US	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,1	-	-0,2
ŚRODA (18 listopada)							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	X	% r/r	3,6	3,6	4,1
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	X	% r/r	1,0	1,0	1,0
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	X	tys.	1160	-	1206
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	X	tys.	1140	-	1103
20:00	US	Minutes FOMC					
CZWARTEK (19 listopada)							
11:00	PL	Aukcja zamiany obligacji					
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	2,4	1,4	4,1
14:00	PL	Produkcja budowlana	X	% r/r	-0,9	-3,5	-2,5
14:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	X	% r/r	3,0	3,2	2,9
14:00	PL	PPI	X	% r/r	-2,5	-2,4	-2,9
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	276
14:30	US	Indeks Philly Fed	XI	pkt	0,0	-	-4,5
PIĄTEK (20 listopada)							
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 Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

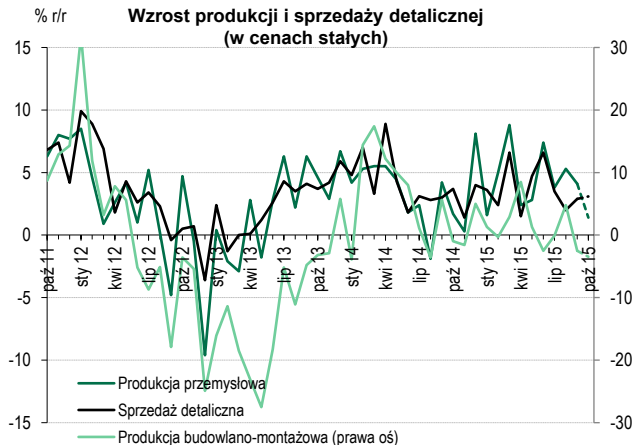
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

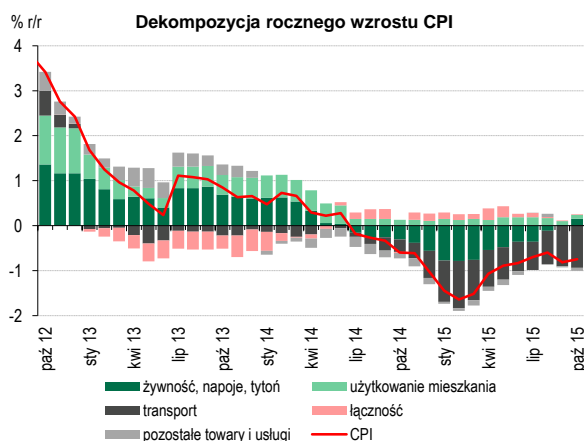
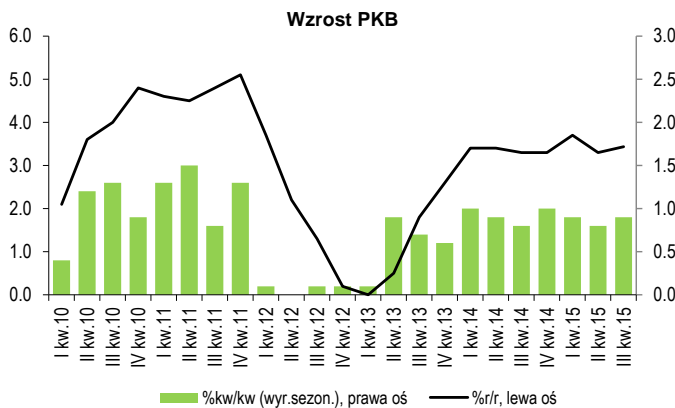
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Sporo ważnych danych



- Spodziewamy się utrzymania wzrostu zatrudnienia na 1% r/r i spowolnienia wzrostu płac do 3,6% r/r (4,4% w ujęciu realnym). Dane powinny potwierdzić siłę rynku pracy.
- Wzrost produkcji przemysłowej w październiku może nie wyglądać zbyt optymistycznie, głównie pod wpływem niższej liczby dni roboczych. Jednak uważamy, że trend pozostanie mocny a dane odsezonowane pokażą wzrost powyżej 4% r/r. Wynik budownictwa prawdopodobnie pozostanie ujemny.
- Spodziewamy się wzrostu realnej sprzedaży detalicznej o nieco ponad 3% r/r. Obroty w handlu detalicznym, które obejmują także małe sklepy, rosły ostatnio w tempie dwukrotnie szybszym.
- W tym tygodniu prawdopodobnie nowa premier przedstawi swoje exposé i rzuci więcej światła na program gospodarczy nowego rządu.

Ostatni tydzień w gospodarce – Stabilny wzrost PKB, inflacja nieco wyżej



- Stopa inflacji w październiku wyniosła -0,7% r/r, nieco wyżej niż wstępny szacunek (-0,8%). Za lekkim odbiciem stały wyższe ceny żywności, które wzrosły 0,4% m/m i 0,4% r/r (-0,2% r/r we wrześniu). Szacujemy, że inflacja bazowa była w październiku stabilna na 0,2% r/r. Nadal spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach stopa inflacji będzie stopniowo wzrastać, czemu sprzyjać będzie wyjątkowo niska baza, dalszy wzrost cen żywności oraz odbicie cen paliw.
- Saldo obrotów bieżących wyniosło we wrześniu -959 mln €, import 14,97 mld € (5,8% r/r) a eksport 15,06 mld € (4,1% r/r).
- W październiku podaż pieniądza M3 wzrosła o 9,2% r/r. Głównym źródłem ruchu w górę był wzrost gotówki w obiegu o 16,1% r/r (najmocniej od marca 2009 r.).
- Wstępne dane nt. PKB w III kw. 2015 pokazały wzrost o 3,4% r/r, nieznacznie powyżej naszej prognozy i konsensusu na poziomie 3,3%. Wzrost wyrównany sezonowo wyniósł 0,9% kw/kw, zgodnie z naszymi przewidywaniami. Wyraźnej korekcie w dół uległa ścieżka wzrostu gospodarczego w 2013 i 2014 r., szczególnie w 2013 r. Aktualny szacunek tempa wzrostu PKB w I kw. 2013 r. wynosi 0%, zamiast 0,5% r/r wg wcześniejszych obliczeń. Niewykluczone więc, że pod koniec 2012 r. dynamika PKB po rewizji okaże się ostatecznie ujemna.
- Dane wskazują na stabilizację wzrostu wyraźnie powyżej 3% r/r poczynając od I kw. 2014. Warto zauważyć, że to najdłuższy okres takiej stabilizacji od kiedy dostępne są porównywalne dane (1995 r.). Naszym zdaniem w kolejnych kwartałach tempo wzrostu powinno utrzymać się na zbliżonym poziomie do obserwowanego ostatnio, a może nawet lekko przyspieszyć, wciąż wspierane umiarkowanie silnym popytem krajowym i kontynuacją ożywienia gospodarczego w strefie euro. W efekcie, w całym roku 2015 mamy szansę osiągnąć wzrost PKB na poziomie 3,5% r/r. Rok 2016 nie powinien być gorszy.

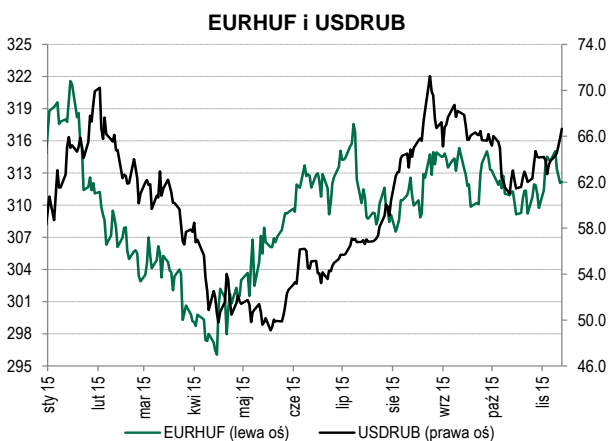
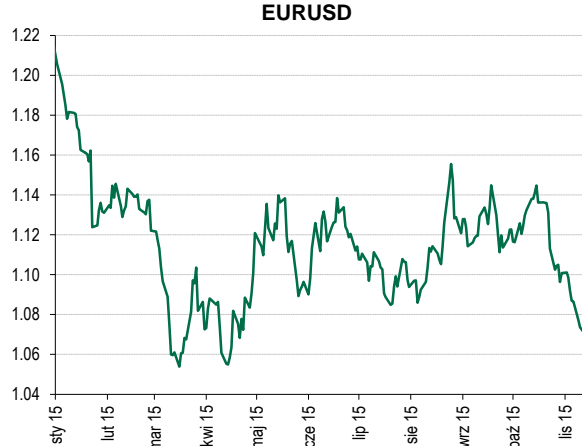
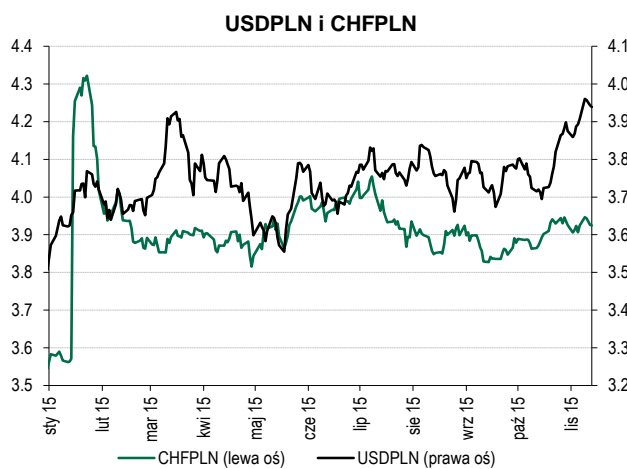
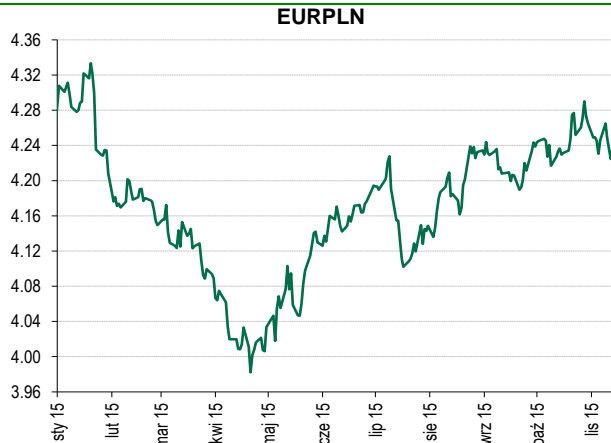
Cytat tygodnia – Na pewno będzie modyfikacja reguły wydatkowej

Paweł Szalamacha, kandydat na ministra finansów, 13.11.2015, PAP

Musimy szybko zrealizować naszą zapowiedź projektu prorodzinnego. To jest priorytet (...) Jednocześnie rozpoczniemy systemową naprawę, w pierwszej kolejności odbudowanie dochodów z VAT (...) Przy kwotowym zwiększeniu deficytu budżetu o 1-1,5 mld zł luka, którą należy uzupełnić jest względnie niewielka. Są to 2-3 miliardy złotych, które są do pozyskania poprzez założoną już w drugiej połowie roku poprawę w ściągłości podatku VAT. (...) Sądzę że w celu zrealizowania programu rodzinnego przekroczenie progu 3 proc. deficytu może nie być konieczne. (...) Na pewno będzie modyfikacja reguły [wydatkowej] i będzie to związane z umożliwieniem realizacji naszego sztandarowego projektu, jakim jest program prorodzinny „500 plus”.

Exposé nowej premier będzie kluczowe dla oceny planów fiskalnych PiS w praktyce. Paweł Szalamacha w pierwszych komentarzach po wyborach podkreślał znaczenie stabilności finansów publicznych i utrzymania deficytu fiskalnego pod kontrolą (możliwy jedynie nieznaczny wzrost deficytu, o 1-1,5 mld zł). Projekt dodatków na dzieci to priorytet do wprowadzenia w 2016 r. Projekt ma zostać sfinansowany przez podatki sektorowe (podatek bankowy, najprawdopodobniej od aktywów, plus podatek od supermarketów), lekkim wzrostem dochodów z dywidend i zwiększoną ściągłością podatków. Drugi flagowy projekt PiS – podwyżka kwoty wolnej od podatku – będzie zapewne wprowadzony w życie później (w 2017). Te plany oznaczają pewne ryzyko wzrostu deficytu (większe niż sugeruje Szalamacha), jeśli założona szybka poprawa ściągłości podatków się nie zmaterializuje. Jesteśmy zaniepokojeni deklaracją manipulacji przy regule wydatkowej – jak widać, celem jej zmiany ma być dopuszczenie wyższych wydatków a nie jej poprawienie, zwłaszcza że dotychczas działa ona dobrze.

Rynek walutowy – Czynniki globalne pozostają wciąż kluczowe



Złoty w trendzie bocznym, znaczne dzienne wahania

▪ Pierwsza połowa minionego tygodnia przyniosła umocnienie złotego. Pod nieobecność polskich inwestorów w środę krajowa waluta zyskała dość wyraźnie do euro i dolara – EURPLN obniżył się do 4,205 (najniżej od drugiej połowy września), a USDPLN poniżej 3,91. Na korzyść złotego mógł działać dość dobry nastrój na świecie i obniżona płynność na polskim rynku. Jednak to umocnienie okazało się krótkotrwałe, gdyż koniec tygodnia przyniósł wzrost EURPLN do ok. 4,24, a USDPLN do powyżej 3,95 w wyniku realizacji zysków. Złoty dość znacząco osłabił się wobec funta brytyjskiego (o ponad 1% w skali tygodnia), co wynikało ze spadku EURGBP do 0,704, najniższego poziomu od połowy sierpnia.

▪ Sytuacja na wykresie EURPLN nie uległa znacznym zmianom w minionym tygodniu. Pomimo pozytywnej niespodzianki dotyczącej wstępnego szacunku PKB za III kw. EURPLN powrócił powyżej 4,24 w wyniku pogorszenia globalnych nastrojów. W tym tygodniu pojawi się wiele istotnych publikacji z kraju i zagranicy. Biorąc pod uwagę fakt, że złoty jest bardziej wrażliwy na czynniki zewnętrzne, krajowe dane najprawdopodobniej pozostaną w cieniu. Kluczowe znaczenie będzie miał opis dyskusji z październikowego posiedzenia FOMC, który może mieć wpływ na oczekiwania odnośnie grudniowej podwyżki stóp przez Fed. Spodziewamy się, że EURPLN pozostanie w szerokim przedziale konsolidacji między 4,20-4,30, oscylując nieco poniżej środka tego przedziału.

EURUSD wrażliwy na sygnały z polityki monetarnej

▪ Sytuacja na rynku EURUSD w minionym tygodniu potwierdziła, że handel na rynku FX pozostaje pod wpływem rozbieżnej polityki monetarnej głównych banków centralnych. Na początku tygodnia EURUSD spadł do 1,067, osiągając tym samym nowe lokalne minimum. Dolar nadal korzystał z rosnących szans na grudniową podwyżkę stóp w USA, podczas gdy euro wciąż było pod presją oczekiwań na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC już w przyszłym miesiącu. Jednak EURUSD ponownie wzrósł powyżej 1,08 gdyż ostatnie informacje z Fed i EBC nie przyniosły zmian oczekiwań co do przyszłych działań tych banków. W efekcie wzrost ten okazał się krótkotrwały i kurs zakończył tydzień w okolicach 1,075.

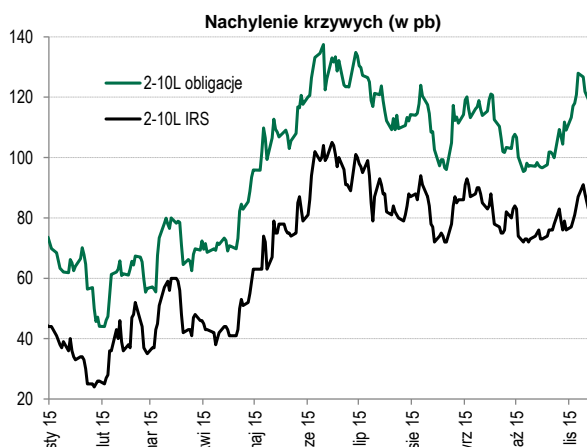
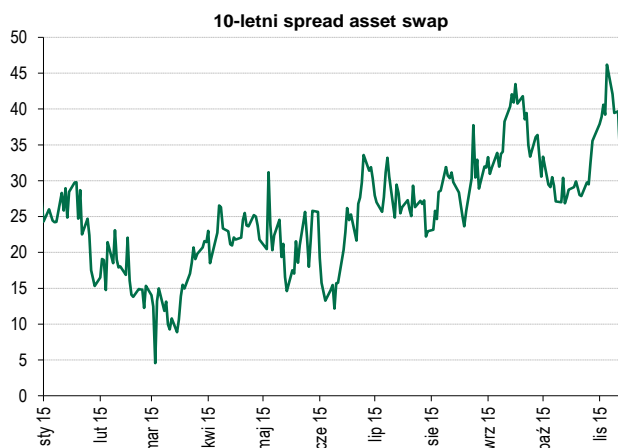
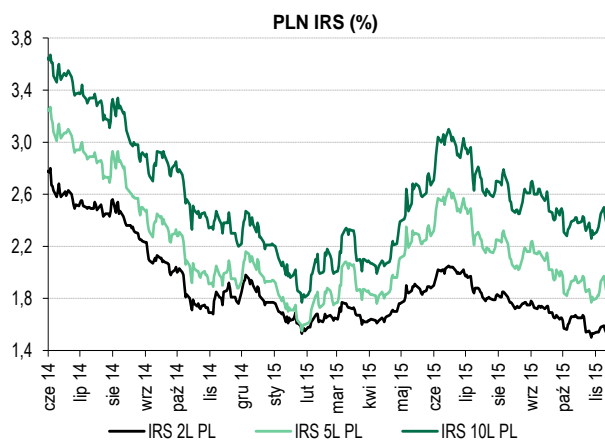
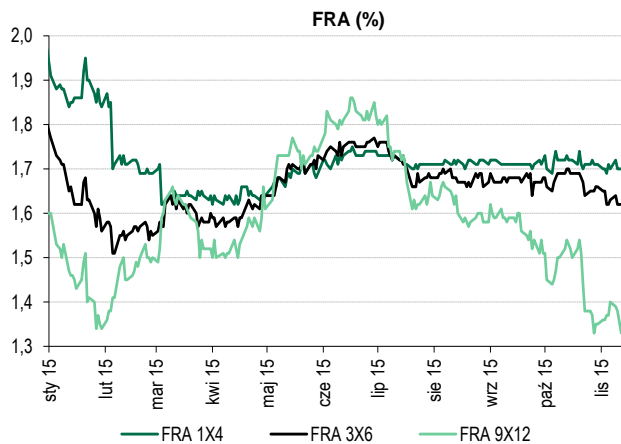
▪ Ten tydzień będzie obfity w wiele publikacji i wydarzeń z Europy i USA. W naszej ocenie kluczowe będą dane inflacyjne oraz minutes FOMC, które mogą mieć przełożenie na przyszłą politykę Fed i EBC. Oczekujemy, że EURUSD pozostanie w trendzie bocznym ze znacznymi wahaniami kursu w ciągu sesji. Jednak wzrost szans na grudniową podwyżkę stóp w grudniu może pchnąć EURUSD w kierunku marcowego minimum na poziomie 1,045 w najbliższych tygodniach.

Waluty CEE pod wpływem nastrojów globalnych

▪ Sytuacja na rynku walut region była mieszana w minionym tygodniu. Węgierski forint i rosyjski rubel były słabsze w porównaniu do czeskiej korony. Rubel stracił na wartości w wyniku spadków cen ropy oraz komentarzy przedstawicieli banku centralnego Rosji. Natomiast forint był pod presją informacji o spowolnieniu wzrostu PKB w III kw. Co więcej, forint nie skorzystał na decyzji agencji Moody's, która podwyższyła perspektywę ratingu Węgier do pozytywnej ze stabilnej.

▪ W tym tygodniu czynniki globalne będą kluczowe dla zachowania się walut regionu, a wzrost oczekiwań na podwyżki stóp w USA może wywierać presję na ich notowania. Na Węgrzech uwaga inwestorów będzie również skierowana na posiedzenie banku centralnego. Powszechnie oczekuje się, że stopy zostaną utrzymane na niezmiennym poziomie, jednak bank centralny może opublikować szczegóły odnośnie swojego nowego planu dla wsparcia wzrostu gospodarczego, co może ciężić wycenę HUF.

Rynek stopy procentowej – Wypowiedzi członków EBC ważniejsze od danych z USA?



Obligacje odrabiają straty poniesione po danych z USA

▪ Perspektywy polityki pieniężnej pozostały głównym czynnikiem wpływającym na polski i globalny rynek długu. Na początku tygodnia IRS i rentowności kontynuowały impuls wzrostowy wywołany przez wyjątkowo mocne dane z rynku pracy USA. Gołębie sygnały z EBC, które pojawiły się niedługo potem wsparły rynek i w kolejnych dniach IRS i rentowności spadły nawet poniżej poziomów sprzed ostatnich miesięcznych danych z rynku pracy USA. W ciągu tygodnia, rentowności spadły o 7-25 pb, a IRS o 5-15 pb.

▪ Nasilenie się oczekiwań na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej w strefie euro pchnęło dłuższe FRA w dół. Stawka 6x9 i dłuższe spadły o ok. 5 pb. Rynek nadal wycenia jednak tylko jedną obniżkę o 25 pb w ciągu pół roku, podczas my oczekujemy cięcia o 50 pb w I kw. 2016. Dlatego jest wg nas potencjał do dalszego spadku FRA.

Wypowiedzi członków EBC ważniejsze od danych z USA?

▪ W tym tygodniu poznamy sporo ważnych danych, głównie z Polski i USA. Pojawią się też liczne wypowiedzi członków EBC i wg nas mogą być one kluczowe dla polskiego rynku w najbliższych dniach.

▪ We wrześniu 10-letni spread asset swap przebił długoterminowy opór na ok. 40 pb i osiągnął poziom 48 pb, najwyższy od września 2012. Po pewnej korekcie, spread powrócił w okolice 48 pb tuż przed ostatnimi miesięcznymi danymi z rynku pracy USA po czym spadł w zeszłym tygodniu do 33 pb. Sądzymy, że spread może dalej spadać jeśli sygnały z EBC będą wystarczająco gołębie i wesprą oczekiwania na podjęcie dalszych działań w grudniu, a jednocześnie dane z USA nie zaskoczą za bardzo na plus. Ostatnie gołębie komentarze członków EBC pchnęły 10-letni IRS w dół o 16 pb, a rentowność 10-letniej obligacji o ok. 25 pb. Tymczasem, w reakcji na ostatnie miesięczne dane z rynku pracy USA 10-letni IRS wzrósł o 10 pb, a odpowiednia rentowność o 13 pb, więc ten drugi ruch miał mniejszy wpływ na spread asset swap.

▪ Obie krzywe wypląszczyły się nieco w zeszłym tygodniu i wg nas tendencja ta może być kontynuowana jeśli pozytywny wpływ sygnałów z EBC przestani dane z USA. Nasze prognozy październikowej produkcji przemysłowej i budowlanej są wyraźnie poniżej oczekiwań, więc oczekiwania na obniżki stóp w Polsce mogą się wzmocnić, jeśli nasze szacunki się potwierdzą. Zmiany na krótkim końcu będą jednak prawdopodobnie mniejsze, niż na długim końcu.

▪ We wtorek Ministerstwo Finansów ogłosi jakie obligacje będą odkupowane i oferowane na czwartkowej aukcji zamiany. Od ostatniej aukcji standardowej z końca października, środek krzywej zyskał 6 pb, a tenory 2- i 10-letnie nie zmieniły się. Sądzymy, że resort może chcieć wykorzystać spadek długoterminowych rentowności odnotowany w zeszłym tygodniu i na aukcji zaoferuje 5- i 10-letnie benchmarki.

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