

TYGODNIK EKONOMICZNY

23 – 29 listopada 2015

Premier Beata Szydło przedstawiła w exposé priorytety rządu na pierwsze 100 dni urzędowania: (1) program 500 zł na dziecko, (2) obniżenie wieku emerytalnego, (3) podwyższenie kwoty wolnej od podatku do 8 tys. zł, (4) darmowe leki dla osób powyżej 75 lat, (5) minimalna stawka godzinowa 12 zł. Zapowiedziała również program rozwoju inwestycji, m.in. przez zachęty dla firm i tanie finansowanie dla banków z banku centralnego na wzór LTRO. Premier wspomniała także o obniżeniu CIT dla małych firm do 15%. Poza programem 500 zł na dziecko (który ma wejść w życie w I połowie 2016) nie zostały sprecyzowane daty uruchomienia pozostałych punktów programu i naszym zdaniem będą one odłożone w czasie, ponieważ budżet na 2016 będzie i tak niezwykle napięty. Premier zapowiedziała, że wyższe wydatki mają być pokryte z podatków sektorowych (na banki i supermarkety), wyższych wpływów z dywidend, lepszej ściągłości VAT i lekkiego wzrostu deficytu budżetu (o 1-1,5 mld zł). Naszym zdaniem może być trudno utrzymać przyszłoroczny deficyt fiskalny poniżej 3% PKB.

Powalorczy kurz będzie w najbliższym czasie opadał i naszym zdaniem rynki skupią się na razie na czynnikach globalnych. W kalendarzu na najbliższy tydzień znajdziemy sporo ważnych publikacji danych w USA i strefie euro, które mogą istotnie wpływać na oczekiwania związane z polityką Fed i EBC. Jedyną publikacją krajową jest stopa bezrobocia rejestrowanego, która najprawdopodobniej spadła w październiku do 9,6%, najniższego poziomu od połowy 2008 r. To dobra wiadomość, ale raczej pozostanie bez wpływu na rynek. Złoty może się naszym zdaniem umocnić w krótkim okresie, wspierany przez nastroje na rynkach światowych. Widzimy też pewną przestrzeń do umocnienia rynku długu, szczególnie po gołębich sygnałach ze strony EBC, ale jest ona już dość ograniczona (zwłaszcza w przypadku środka i długiego końca krzywych), ze względu na zbliżającą się podwyżkę stóp w USA oraz ryzyko bardziej ekspansywnej polityki fiskalnej.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (23 listopada)							
9:30	DE	Wstępny PMI-przemysł	XI	pkt	51,8	-	52,1
10:00	EZ	Wstępny PMI-przemysł	XI	pkt	52,2	-	52,3
16:00	US	Sprzedaż domów	X	% m/m	-2,7	-	4,7
WTOREK (24 listopada)							
8:00	DE	PKB	III kw.	% r/r	1,7	-	1,6
10:00	DE	Indeks Ifo	XI	pkt	108,0	-	108,2
14:30	US	Drugi szacunek PKB	III kw.	% kw./kw.	2,0	-	3,9
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	XI	pkt	99,2	-	97,6
ŚRODA (25 listopada)							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	X	%	9,6	9,6	9,7
14:30	US	Dochody osobiste	X	% m/m	0,4	-	0,1
14:30	US	Wydatki konsumentów	X	% m/m	0,3	-	0,1
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	X	% m/m	1,5	-	-1,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	-
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	X	% m/m	6,8	-	-11,5
16:00	US	Indeks Michigan	XI	pkt	93,0	-	93,1
CZWARTEK (26 listopada)							
	US	Dzień wolny					
PIĄTEK (27 listopada)							
9:00	CZ	Drugi szacunek PKB	III kw.	% r/r	-	-	4,6

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzbwbk.pl Web site: <http://www.bzbwbk.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

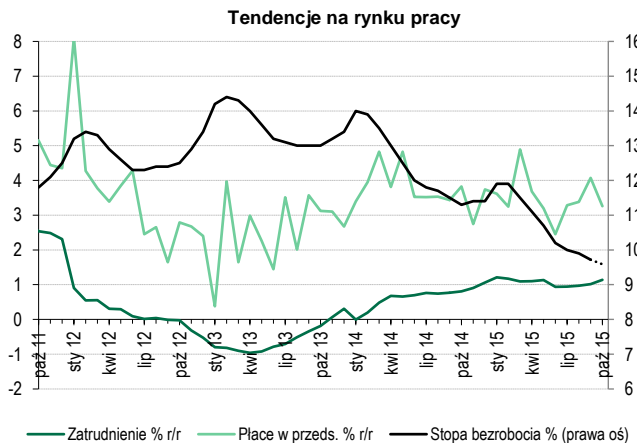
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

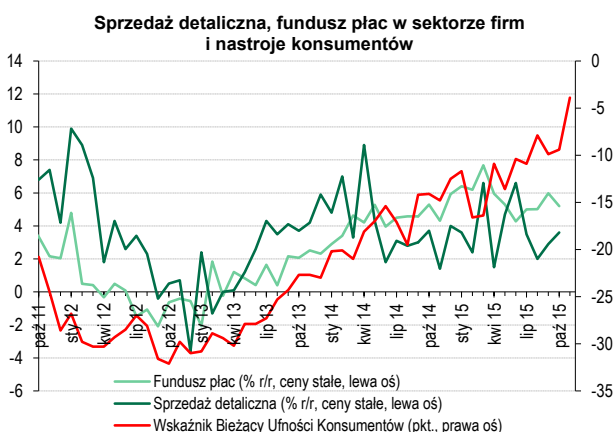
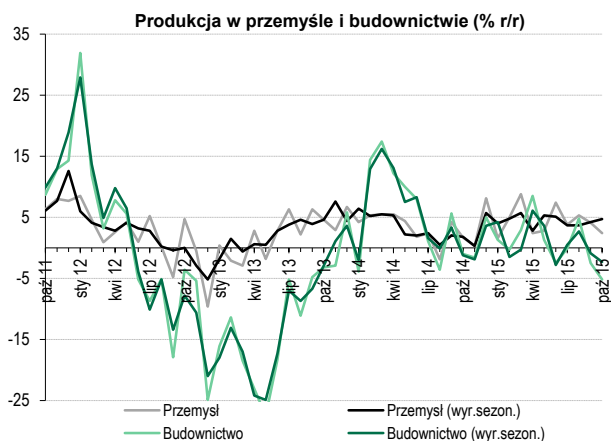
Wydarzenia nowego tygodnia – Stopa bezrobocia leci w dół



▪ Według szacunku Ministerstwa Pracy, stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w październiku do 9,6%, czyli do najniższego poziomu od połowy 2008 r. Uważamy, że dane GUS potwierdzą ten odczyt.

▪ Jest to bardzo dobry wynik, biorąc pod uwagę prawidłowości sezonowe. Dane Ministerstwa Pracy za październik sugerują, że liczba wakatów na 100 bezrobotnych wzrosła do najwyższego poziomu w historii. Tymczasem liczba osób wyrejstrowanych ze względu na podjęcie pracy jest niższa niż rok wcześniej. To oznacza, że pomimo dużej liczby wakatów proces zatrudniania traci na sile, sugerując niedopasowanie popytu i podaży na rynku pracy i coraz większą presję na rynku pracy, co naszym zdaniem przełoży się na szybszy wzrost wynagrodzeń.

Ostatni tydzień w gospodarce – Dobre dane z rynku pracy, przemysłu i handlu detalicznego



▪ Tempo wzrostu zatrudnienia w sektorze firm przyśpieszyło w październiku do 1,1% r/r z 1,0% r/r, a wzrost płac spowolnił do 3,3% r/r z 4,1% r/r. W ujęciu miesięcznym w sektorze przybyło 14 tys. miejsc pracy i był to najlepszy wynik w październiku od 2007 r. Naszym zdaniem płace spowolniły głównie ze względu na efekt dni roboczych, co miało ujemny wpływ na zarobki pracujących na akord. Popyt na pracę ze strony firm jest wciąż silny, a tendencje w tworzeniu miejsc pracy ulegają w ostatnich miesiącach wzmocnieniu.

▪ Wskaźniki koniunktury konsumenckiej poszły w listopadzie mocno w górę, do najwyższego poziomu od połowy 2008 r. Według naszych szacunków na podstawie danych GUS, odsezonowane wskaźniki koniunktury gospodarczej dla przemysłu, budownictwa i handlu również uległy poprawie.

▪ W październiku dynamika produkcji sprzedanej przemysłu spowolniła do 2,4% r/r z 4,1% r/r, co wynikało głównie z niekorzystnej liczby dni roboczych. Po wyrównaniu sezonowym produkcja wzrosła o 4,7% r/r, przewyższając średni wzrost z tego roku na poziomie 4,4% r/r. Pozytywną niespodziankę sprawiły też dane o sprzedaży detalicznej, która wzrosła o 3,6% r/r w ujęciu realnym, natomiast produkcja budowlano-montażowa kolejny miesiąc z rzędu rozczarowała spadając o 5,2% r/r, mocniej od oczekiwań.

▪ Uważamy, że dane wskazują na solidny wzrost gospodarczy w Polsce na początku IV kw. 2015 r. Wzrost dochodów do dyspozycji oraz sprzedaży detalicznej – a także wskaźników koniunktury konsumenckiej – wspierają nasze prognozy mocnej konsumpcji prywatnej pod koniec 2015 r. i w 2016 r. Dobre wyniki przemysłu także są dobrym sygnałem dla tempa wzrostu eksportu, zatrudnienia i inwestycji w IV kw.

▪ Inflacja PPI wzrosła do -2,3% r/r w październiku a inflacja bazowa bez żywności energii do 0,3% r/r.

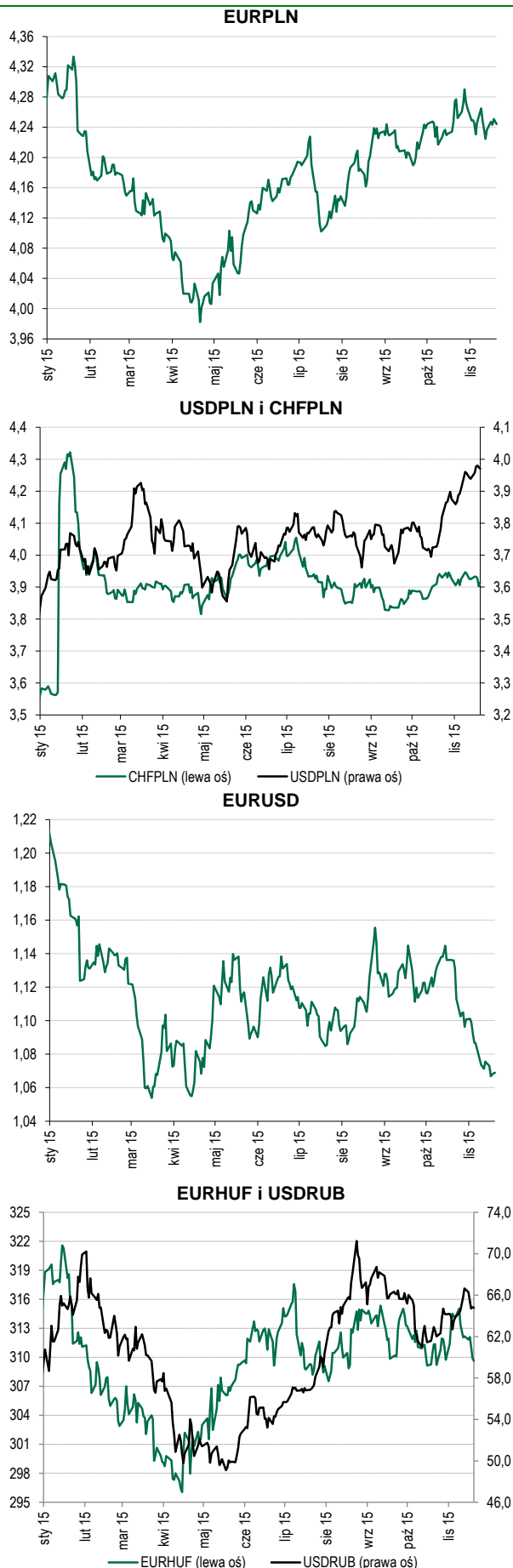
Cytat tygodnia – Priorytety na pierwsze sto dni

Beata Szydło, premier, 18.11.2015, www.premier.gov.pl

Chcę powiedzieć, co przede wszystkim zrobimy w czasie pierwszych stu dni naszych rządów. Po pierwsze, pięćset złotych na dziecko, począwszy od drugiego, a w rodzinach o mniejszych dochodach od pierwszego dziecka. Dziecko to nie koszt to inwestycja. Po drugie, obniżenie wieku emerytalnego do sześćdziesięciu lat dla kobiet i sześćdziesięciu pięciu lat dla mężczyzn. Po trzecie, podniesienie do ośmiu tysięcy złotych kwoty wolnej od podatku. Po czwarte, bezpłatne leki od siedemdziesiątego piątego roku życia. Po piąte, podwyższenie minimalnej stawki godzinowej do dwunastu złotych o czym szczegółowo będę mówić w dalszej części wystąpienia.

Exposé Beaty Szydło nie zawierało nowych propozycji dotyczących gospodarki. Wiemy już, które propozycje mają zostać zrealizowane w ciągu pierwszych 100 dni rządzenia. Wśród nich są te najbardziej kosztowne: dodatki na dzieci (15-20 mld zł), wyższa kwota wolna od podatku (ok. 15 mld zł) i niższy wiek emerytalny (5-10 mld zł). Jednak pomimo szybkiej ścieżki legislacyjnej, niektóre ustawy wejdą w życie później niż w 2016 r. (dodatki na dzieci to priorytet, który zostanie wprowadzony prawdopodobnie już od I kw. 2016 r.), chyba że rząd będzie chciał zwiększyć deficyt mocniej niż o zadeklarowane 1-1,5 mld zł. Uważamy, że w 2016 r. trudno będzie utrzymać deficyt finansów publicznych poniżej 3% PKB, biorąc pod uwagę możliwe problemy z realizacją założonego przyrostu wpływów budżetowych.

Rynek walutowy – Złoty może zyskać



PLN stabilny do EUR, traci do USD i GBP

▪ Po lekkim wzroście zmienności odnotowanym w połowie listopada, EURPLN ustabilizował się w ostatnich dniach w okolicy 4,245 i pozostał w paśmie wahań z poprzedniego tygodnia. Złoty osłabił się do ponad 4,26 za euro w reakcji na słowa premier Szydło o możliwym powierzeniu NBP nowych zadań. Deprecjacja była jednak tylko przejściowa i krajowa waluta szybko odrobiła straty dzięki poprawie globalnego nastroju.

▪ Tymczasem USDPLN kontynuował wzrosty i zbliżył się mocno do 4,0, najwyższego poziomu od maja 2004. Jeszcze większe zmiany odnotowano w przypadku GBPPLN, który przebił wieloletni opór na 6,0 i wzrósł gwałtownie powyżej 6,06, najwyższej od lipca 2005.

▪ W poprzednim tygodniu impuls aprecjacyjny złotego do euro zatrzymał się dokładnie na 100-dniowej średniej kroczącej i EURPLN oddalił się w kolejnych dniach od 4,205. Z drugiej strony, warto zauważyć, że ruch wzrostowy rozpoczęty w poprzednim tygodniu jest niemal równy odbiciu z połowy miesiąca, co daje nadzieję, że złoty mógłby w najbliższych dniach zyskać nieco do euro. Sądzymy, że po exposé premier Szydło polska polityka może pozostać w cieniu globalnych danych. Jak już wskazywaliśmy, mocne dane z USA – wzmacniające szanse na grudniową podwyżkę stóp Fed – nie szkodzą złotemu. Z drugiej strony, jeśli najbliższe odczyty z amerykańskiej gospodarki nie będą zbyt dobre, wtedy perspektywa dłuższego okresu niższych stóp Fed może wesprzeć globalne ryzykowne aktywa. Pierwsze wsparcie dla EURPLN jest na ok. 4,21, poziomy oporu to 4,28.

Polityka pieniężna nadal kluczowa dla EURUSD

▪ Dolar zyskał do euro w zeszłym tygodniu i EURUSD spadł przejściowo do niemal 1.06. Wspólna waluta w dalszym ciągu była pod presją perspektywy dalszego poluzowania polityki pieniężnej przez EBC.

▪ Rynek wycenia obecnie, że jest ok. 70% szans na podwyżkę stóp Fed w grudniu i wg nas jest to dość wysoki poziom. Sporo danych z USA poznamy w tym tygodniu i sądzymy, że kwestia polityki pieniężnej pozostanie głównym czynnikiem wpływającym na EURUSD. Uważamy, że dane z USA musiałyby być naprawdę mocne, aby pchnąć EURUSD istotnie w dół, bowiem rynek już w zasadzie wycenił grudniową podwyżkę stóp Fed.

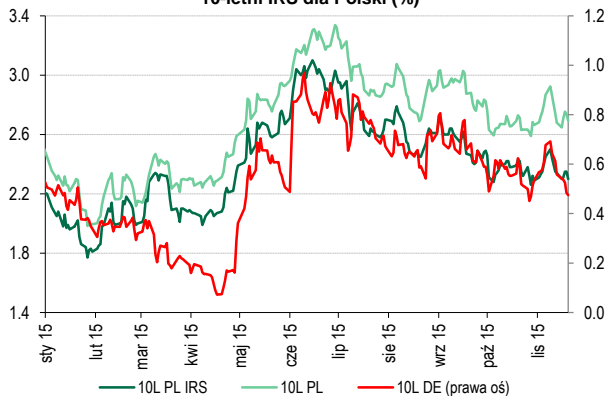
Forint i rubel zyskują

▪ Forint zyskał do euro drugi tydzień z rzędu, EURHUF spadł poniżej 309 z 312, najniższej od końca października. Węgierska waluta zyskała dzięki decyzji banku centralnego, który pozostawił stopy procentowe bez zmian i nie zasugerował, aby w najbliższym czasie była potrzeba dalszego poluzowania polityki pieniężnej. Pod koniec tygodnia wsparciem dla forinta były też plotki, że Fitch zamierza podnieść rating Węgier.

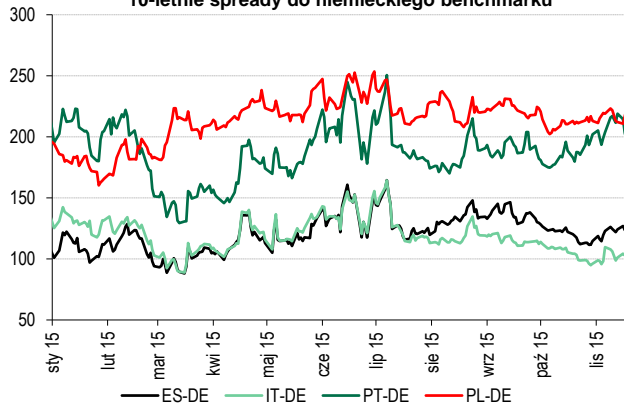
▪ Rubel przerwał serię czterech kolejnych tygodni deprecjacji do dolara i USDRUB spadł do 64,3 z 67,0. Kurs pozostał jednak w przedziale wahań z poprzedniego tygodnia.

Rynek stopy procentowej – Polityka pieniężna wciąż głównym motorem rynku

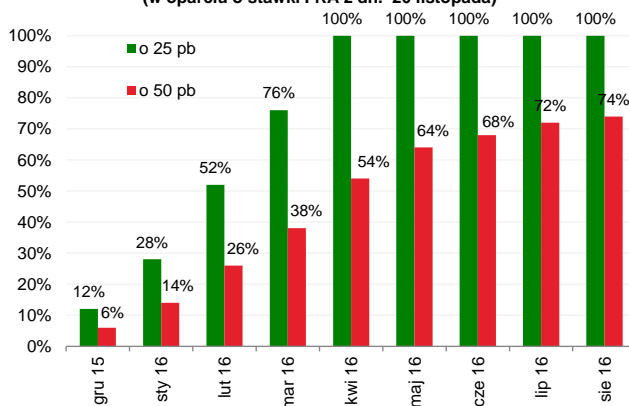
Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)



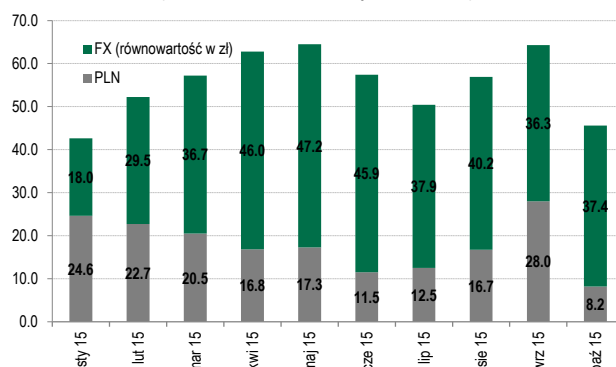
10-letnie spready do niemieckiego benchmarku



Prawdopodobieństwo obniżki stóp NBP (w oparciu o stawkę FRA z dn. 20 listopada)



Stan środków złotych i walutowych na rachunkach budżetowych (dane na koniec miesiąca, w mld zł)



Mieszane nastroje na krajowym rynku długu

W minionym tygodniu nastroje na krajowym rynku stopy procentowej były mieszane. Obligacje i IRS, podobnie jak rynki bazowe, zyskiwały na początku tygodnia, a następnie nastąpił wzrost rentowności w wyniku publikacji szczegółowej oferty SPW na czwartkową aukcję, ale również wygłoszonego exposé przez premier Beatę Szydło w Sejmie. Krajowy dług ponownie umocnił się na koniec tygodnia.

W skali tygodnia krzywa obligacyjna przesunęła się nieco w górę, w tym najbardziej na wartości tracił środek i długi koniec krzywej. W rezultacie spread 2-10L rozszerzył się w ujęciu tygodniowym. W tym samym czasie zmiany wzdłuż krzywej IRS były nieznaczne, co w konsekwencji doprowadziło do ponownego dość wyraźnego rozszerzenia asset swap spreadów dla wszystkich sektorów, w tym dla sektora 10L spread pozostał poniżej 40 pb. Co więcej, nastąpiło rozszerzenie spreadów wobec niemieckich obligacji (w tym dla 10L spread ten tymczasowo wzrósł do 225 pb, najwyższej od końca września), co sugeruje wzrost premii za ryzyko w wycenie polskich obligacji.

Ministerstwo finansów z sukcesem uplasowało na rynku obligacje w ramach aukcji zamiany. Resort finansów sprzedał PS0421, DS0726 oraz obligacje o zmiennym oprocentowaniu WZ0120 o łącznej wartości 8,3 mld zł. Pomimo mieszanych nastrojów na rynku aukcyjna wycena była bliska poziomom z rynku wtórnego. Po wczorajszej aukcji zamiany przyszłoroczne wykupy krajowego długu zmniejszyły się o prawie 11 mld zł.

Czynniki zewnętrzne i aukcja odkupu w centrum uwagi

Polityka pieniężna banków centralnych pozostaje głównym wyznacznikiem kierunku na rynku długu. Obecnie stawki FRA wyceniają nieco ponad 60% szans na redukcję stóp o 50 pb w perspektywie 6 miesięcy, co jest bliskie naszemu scenariuszowi zakładającemu obniżki o 50 pb w I kw. 2016 r. W związku z tym widzimy jeszcze miejsce do nieznacznego umocnienia na krótkim końcu krzywych w perspektywie najbliższych tygodni. W tym tygodniu nie ma natomiast istotnych czynników, które mogłyby zmienić oczekiwania inwestorów odnośnie perspektyw dla stóp procentowych. W efekcie oczekujemy, że krótki koniec krzywych powinien oscylować blisko bieżących poziomów.

Środek i długi koniec krzywych będą bardziej wrażliwe na czynniki zewnętrzne, włączając w to publikacje danych makro z Europy i USA, które mogą być kluczowe dla przyszłej polityki EBC oraz Fed. W naszej ocenie, w krótkim terminie wciąż jest miejsce do spadku rentowności /stawek IRS na długim końcu krzywej (co powinny wspierać oczekiwania na poluzowanie polityki monetarnej przez EBC w grudniu). W średnim terminie wciąż oczekujemy wyższych rentowności długoterminowych obligacji /stawek IRS w wyniku kontynuacji poprawy krajowych fundamentów (solidnego wzrostu PKB, wzrostu inflacji) oraz wzrostów rentowności na rynkach bazowych.

W tym tygodniu odbędzie się aukcja odkupu obligacji denominowanych w euro o wartości do 1 mld € o terminie wykupu w lutym 2016 r. To oznacza ok. 22% zapadającego w przyszłym roku długu zagranicznego ogółem (obligacje, kredyty), którego wartość nominalna wynosi ok. 4,6 mld €. Nie spodziewamy się problemów z odkupem biorąc pod uwagę stan środków walutowych na rachunkach budżetowych na koniec października, który w przeliczeniu na złote wyniósł 37,4 mld zł.

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