

TYGODNIK EKONOMICZNY

1 – 7 sierpnia 2016

Posiedzenie FOMC, najbardziej oczekiwane wydarzenie minionego tygodnia, nie dało jasnych sygnałów odnośnie do przyszłej polityki pieniężnej w USA. Zawarcie przez Fed w komunikacie mieszanki jastrzębich i gołębic wątków spowodowało silną deprecjację dolara, przy braku wyraźnych zmian na rynkach długu oraz akcji. Z jednej strony, amerykańscy bankierzy centralni przedstawili stosunkowo pozytywną ocenę perspektyw gospodarczych, ale z drugiej zapowiedzieli, że podwyżki stóp procentowych będą tylko stopniowe. W naszej ocenie FOMC może podwyższyć stopy o 25 pb na grudniowym posiedzeniu.

W kraju, tygodniowy zakres wahań na EURPLN był najniższy od początku czerwca mimo pozytywnego wpływu FOMC. Krzywe IRS i rentowności przesunęły się w górę głównie w wyniku planowanej sporej podaży długu. Na aukcji odnotowano jednak silny popyt, co umożliwiło Ministerstwu Finansów uplasowanie obligacji za ok. 8 mld zł, a w konsekwencji sfinansowanie około 77% potrzeb pożyczkowych brutto na ten rok.

Niejednoznaczny komunikat FOMC nie wpłynął na rynkowe oczekiwania dot. terminu kolejnej podwyżki stóp Fed i szanse oceniane są na ok. 35% dla podwyżki o 25 pb w grudniu. To może się zmienić w tym tygodniu, kiedy poznamy miesięczne dane o zatrudnieniu poza rolnictwem i indeks ISM dla amerykańskiego przemysłu. Spodziewamy się, że mocne dane z USA będą miały większy wpływ na złotego niż słabe dane. Ten tydzień na krajowym rynku stopy procentowej powinien być dość spokojny, gdyż dane z Europy, które naszym zdaniem są kluczowe dla polskich aktywów, nie powinny znacząco zaskoczyć. Warto jednak zauważyć, że lipcowa różnica między szczytem a dołkiem dla rentowności 10L była największym miesięcznym zakresem wahań od lutego 2012, a spadająca zmienność może sugerować, że wkrótce zobaczymy jakiś silny ruch na polskim rynku stopy procentowej. Z drugiej strony w sierpniu złoty jest słaby – EURPLN obniżył się w tym miesiącu tylko dwa razy w ciągu ostatnich 10 lat.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (1 sierpnia)							
3:45	CN	PMI – przemysł	VII	pkt	48,8	-	48,6
9:00	PL	PMI – przemysł	VII	pkt	51,6	51,5	51,8
9:55	DE	PMI – przemysł	VII	pkt	53,7	-	54,5
10:00	EZ	PMI – przemysł	VII	pkt	51,9	-	52,8
16:00	US	ISM – przemysł	VII	pkt	53,0	-	53,2
WTOREK (2 sierpnia)							
14:30	US	Dochody osobiste	VI	% m/m	0,3	-	0,2
14:30	US	Wydatki konsumentów	VI	% m/m	0,3	-	0,4
ŚRODA (3 sierpnia)							
9:55	DE	PMI – usługi	VII	pkt	54,6	-	53,7
10:00	EZ	PMI – usługi	VII	pkt	52,7	-	52,8
14:15	US	Raport ADP	VII	tys.	170	-	172
16:00	US	ISM – usługi	VII	pkt	56,0	-	56,5
CZWARTEK (4 sierpnia)							
13:00	GB	Decyzja banku centralnego		%	0,25	-	0,50
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	266
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VI	% m/m	-1,9	-	-1,0
PIĄTEK (5 sierpnia)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VI	% m/m	0,5	-	0,0
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	VII	tys.	180	-	287
14:30	US	Stopa bezrobocia	VII	%	4,8	-	4,9

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:

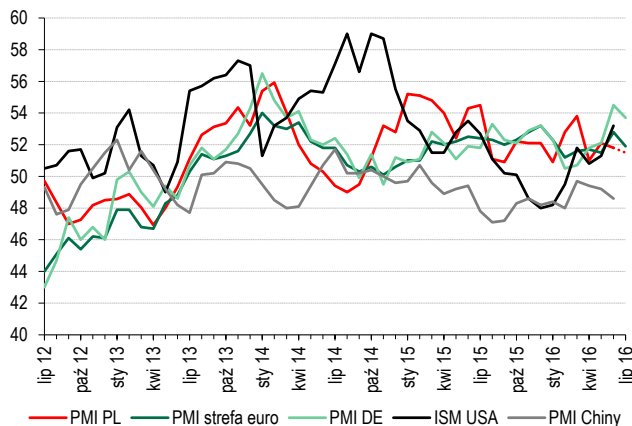
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – PMI dla Polski

Wskaźniki aktywności w przetwórstwie przemysłowym

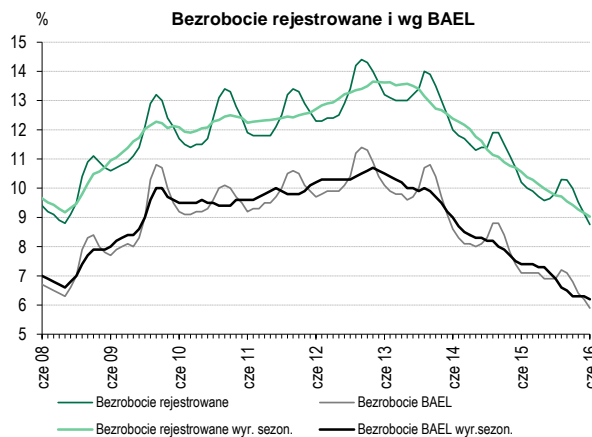


▪ Spodziewamy się lekkiego spadku indeksu PMI dla Polski w lipcu. Uważamy, że negatywny wpływ na tę miarę mogły mieć wyniki referendum w Wielkiej Brytanii, podobnie jak miało to miejsce dla indeksów PMI dla Niemiec i strefy euro. Jednak indeksy dla tych krajów spadły mniej niż oczekiwano, stąd nie widzimy mocnego obniżenia wskaźnika dla Polski. Ponadto, nie widzimy zbyt wielu czynników, które miałyby pchnąć go w górę, jako że spodziewamy się stabilizacji wzrostu PKB w okolicach 3% r/r w nadchodzących kwartałach.

▪ Nie wykluczamy, że w tym tygodniu dojdzie do prezentacji prezydenckiego projektu ustawy o konwersji kredytów walutowych. Przypominamy, że w zeszłym tygodniu doradcy Prezydenta Dudy sugerowali, że projekt jest prawie gotowy i pojawi się „na dniach”. Z drugiej strony, Sejm ma wakacje do września, więc nie można wykluczyć opóźnienia prezentacji aż do powrotu posłów.

Ostatni tydzień w gospodarce – Stopa bezrobocia i wstępny CPI

Bezrobocie rejestrowane i wg BAEL

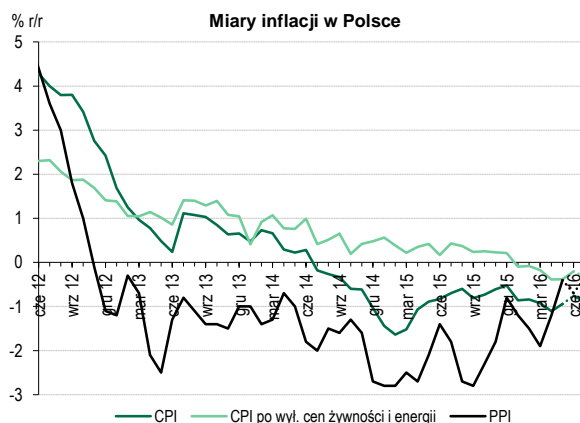


▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w czerwcu do 8,8% z 9,1%. Liczba bezrobotnych wyniosła 1392,5 tys. wobec 1456,9 tys. przed miesiącem. Nowo zarejestrowanych było 155,5 tys. (-5% r/r i +0,7% m/m). Na uwagę zasługuje utrzymujący się spadek wyrejestrowań ze względu na podjęcie pracy niesubsydiowanej (-14% r/r) przy wzroście liczby ofert pracy (do 113,6 tys., najwięcej w historii), co sugeruje wzrost napięcia na rynku pracy. Stopa bezrobocia BAEL obniżyła się do 6,2%, bijąc kolejny rekord. Wzrost zatrudnienia wynikający z danych BAEL to ok 1% r/r. W naszej ocenie kolejne miesiące mogą przynieść dalszy stopniowy spadek stopy bezrobocia.

▪ Wstępny odczyt inflacji pokazał spadek CPI do -0,9% r/r w lipcu z -0,8% r/r w czerwcu. Według naszych szacunków, obniżenie inflacji wynikało ze spadku cen paliw oraz wysokiej bazy w zdrowiu oraz łączności. Naszym zdaniem inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii spadła do -0,3% r/r w lipcu. Spodziewamy się, że inflacja pozostanie blisko obecnego poziomu w sierpniu i potem wzrośnie i osiągnie dodatnie wartości pod koniec roku.

▪ Szczegółowe dane o zatrudnieniu w czerwcu pokazały, że mocny wzrost w sektorze przedsiębiorstw (19 tys. m/m) wynikał w znacznej mierze ze wzrostu w przetwórstwie (8 tys.). Tak mocny odczyt jest dość zaskakujący, ze względu na rosnące napięcia na rynku pracy i słaby wzrost pokazywany przez dane BAEL. Naszym zdaniem częściowo może to wynikać z tendencji zamieniania umów różnego typu na umowy o pracę w związku ze zmianami prawnymi, ale spodziewaliśmy się tego efektu przede wszystkim w handlu i usługach wspierających, gdzie częściej pojawiają się nietypowe formy zatrudnienia. Mocny wzrost płac w czerwcu (5,3% r/r) wynikał częściowo z opóźnienia płatności bonusowych w przetwórstwie koks i produktów rafinacji ropy (co dodało ok. 1 pp do wzrostu).

Miary inflacji w Polsce



Cytat tygodnia – Prognoza wzrostu ministerstwa może pójść w dół

Paweł Szalamacha, minister finansów, 29 lipca, Puls Biznesu

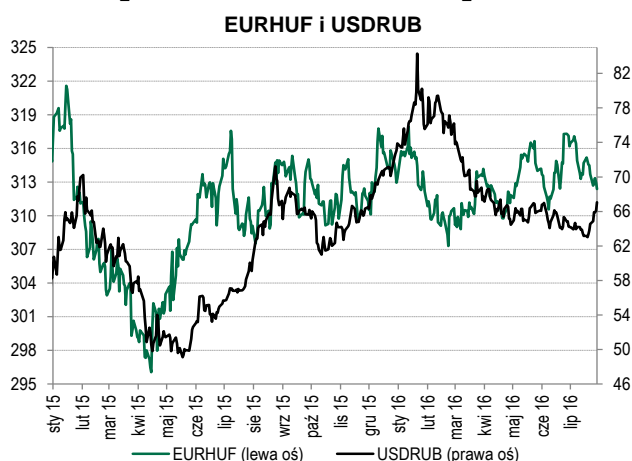
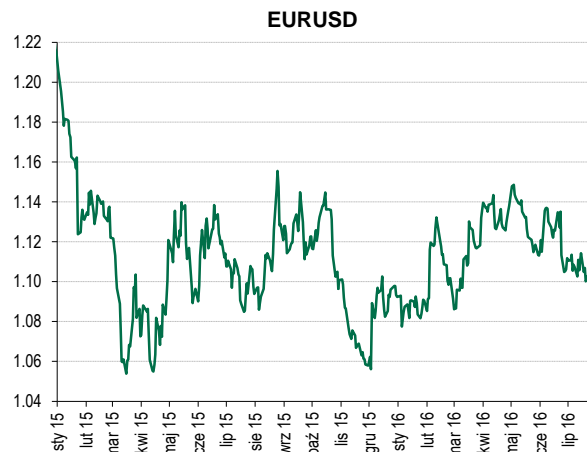
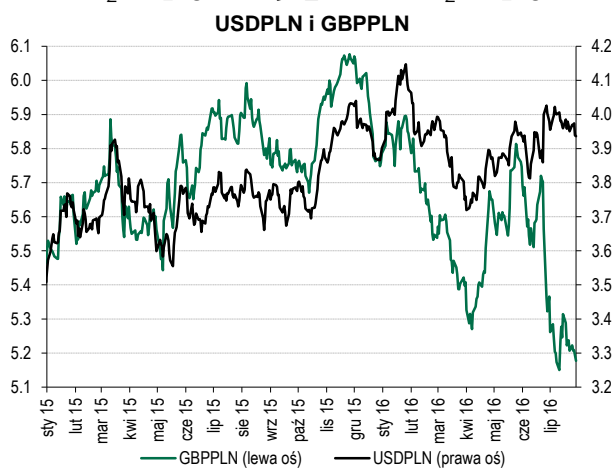
Realizujemy krok po kroku program odbudowy dochodów podatkowych. Musi to być skorelowane z naszymi obietnicami wyborczymi. To zaś ogranicza nam możliwość zniesienia czy modyfikacji tego podatku [miedzioowego] w budżecie na 2017 rok. Na początku sierpnia GUS poda dane o PKB za II kwartał. Na ich podstawie będziemy dokonywali nowych szacunków. Uaktualnimy dane wprowadzone do naszego modelu. Sygnalizowaliśmy już możliwość obniżenia prognoz

Wiesław Janczyk, wiceminister finansów, 25 lipca, PAP

Oczywiście mamy możliwość korygowania tego podatku [bankowego] (...) Koniec roku będzie dobrym momentem na przegląd ustawy i zainicjowanie jej ewentualnej nowelizacji. Plany ewentualnej korekty dochodów z tego podatku na pewno nie będą uznaniowe, lecz będą wynikały z ewentualnych potrzeb wydatkowych budżetu.

Komentarze urzędników ministerstwa finansów rzuciły nieco więcej światła na budżet w 2017 r. Po pierwsze, zapisana w ustawie obniżka VAT prawdopodobnie zostanie skasowana (minister Szalamacha sugerował to już wcześniej). Po drugie, nie będzie zmian w podatku miedzioowym (wcześniej rząd sugerował że go obniży lub nawet zlikwiduje). Po trzecie, prognoza PKB ministerstwa może zostać obniżona (obecnie to 3,9% r/r), co będzie negatywne dla prognoz wzrostu dochodów budżetowych. Wiceminister Janczyk zasugerował także, że podatek bankowy może zostać zmieniony na koniec roku, przy czym potrzeby wydatkowe budżetu będą kluczowe przy określaniu jego wysokości. Ewidentnie ministerstwo przyznaje, że sytuacja budżetowa w 2017 r. będzie trudniejsza niż w 2016 r., kiedy na korzyść działały jednorazowe wpływy.

Rynek walutowy – Czynniki ryzyka dla PLN bez zmian, dane z rynku pracy w USA istotne



Złoty dość silny, ale nastroje wciąż niestabilne

Zachowanie się złotego wobec głównych walut było zróżnicowane w minionym tygodniu. O ile EURPLN był w trendzie horyzontalnym, to USDPLN spadł do prawie 3,90 w wyniku wzrostu EURUSD. W tym samym czasie, CHFPLN na chwilę spadł poniżej 4,00 (po wzroście EURCHF powyżej 1,09), a GBPPLN obniżył się do ok. 5,15, zbliżając się do lipcowego minimum na 5,14. Złoty skorzystał na poprawie nastrojów po FOMC, którego retoryka okazała się mniej jastrzębia niż oczekiwano, niemniej zmienność EURPLN była niska – kurs pozostawał w przedziale 4,35-4,38.

Sytuacja na wykresie EURPLN tylko nieznacznie się zmieniła, gdyż kurs zakotwiczył się blisko dolnego ograniczenia powyższego przedziału wahań. W tym tygodniu poznamy tylko dane o PMI z polskiego sektora przemysłowego. Nie oczekujemy, aby Brexit miał istotnie negatywny wpływ na indeks PMI za lipiec, dlatego też reakcja rynku na te dane powinna być ograniczona. W efekcie cała uwaga może być skupiona na publikacjach danych z Europy i USA. Silne odczyty amerykańskich danych (ISM / rynek pracy) mogą wzmocnić oczekiwania na wcześniejszą podwyżkę w tym roku, co może osłabić złotego w krótkim terminie.

Czynniki ryzyka dla PLN pozostają niezmiennie, a najważniejszy z nich to finalna wersja prezydenckiego projektu ustawy o konwersji kredytów w CHF (możliwa publikacja w tym tygodniu). Złoty może osłabić się dość znacząco (do powyżej 4,40 za euro) jeśli projekt ten będzie niekorzystny dla sektora bankowego. Istotne poziomy dla EURPLN to 4,33 oraz 4,43.

Fed może podwyższyć stopy przed końcem roku

EURUSD wahał się w wąskim przedziale 1,096-1,103 w oczekiwaniu na decyzję Fed. FOMC nie zmienił stóp i nie dał jasných sygnałów co do terminu kolejnej podwyżki. Niemniej retoryka Fed spowodowała wzrost zmienności na EURUSD – dolar umocnił się po informacji, że na posiedzeniu głosowano nad podwyżką stóp, a następnie osłabił się. EURUSD wzrósł powyżej 1,11 (najwyżej od połowy lipca) po informacji, że podwyżki stóp będą stopniowe oraz słabych danych z USA na koniec tygodnia (PKB za II kw.).

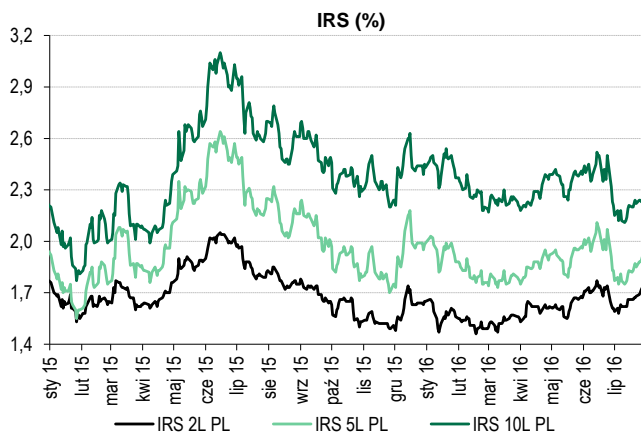
FOMC w komunikacie podkreślił, że ryzyka dla perspektyw amerykańskiej gospodarki zmniejszyły się, co zwiększa szanse na podwyżki stóp w tym roku. W naszej ocenie Fed podniesie stopy w grudniu, niemniej silne dane z gospodarki USA mogą wzmocnić oczekiwania na taki ruch już we wrześniu. W efekcie lipcowy raport o zatrudnieniu w USA będzie istotny dla inwestorów. Jeśli najbliższe dane potwierdzą silne fundamenty gospodarki USA, oczekiwania na wcześniejszą podwyżkę wzrosną, umacniając tym samym USD.

Silniejszy forint, słabszy rubel

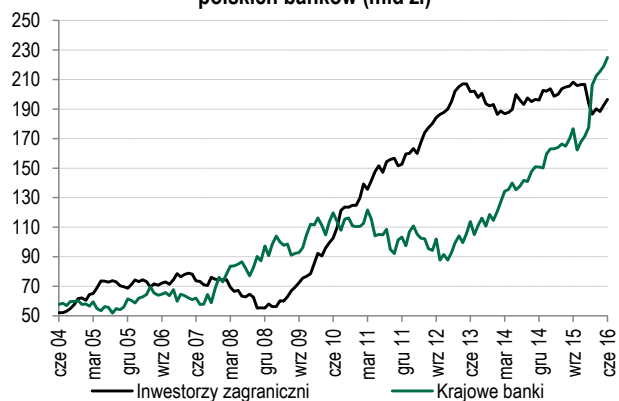
W minionym tygodniu forint umocnił się wobec euro (o 0,5% w skali tygodnia). EURHUF zbliżył się do 311, najniższego poziomu od połowy czerwca, co mogło wynikać z łagodniejszej retoryki FOMC. Z drugiej strony HUF nie zareagował na wynik posiedzenia banku Węgier, który utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie. W tym samym czasie rubel osłabił się wobec dolara w wyniku spadków cen ropy naftowej do poniżej 43 USD za baryłkę (najniżej od połowy maja). W konsekwencji USDRUB wzrósł powyżej 67, po raz pierwszy od początku czerwca. Utrzymanie stabilnych stóp przez bank centralny Rosji wzmocniło rubla na koniec tygodnia.

Czynniki globalne będą kluczowe dla walut CEE, głównie raport z rynku pracy w USA. Dane te wyznaczą kierunek rynków. Posiedzenie banku centralnego Czech będzie neutralne dla CZK ze względu na utrzymanie parametrów polityki monetarnej na niezmiennym poziomie.

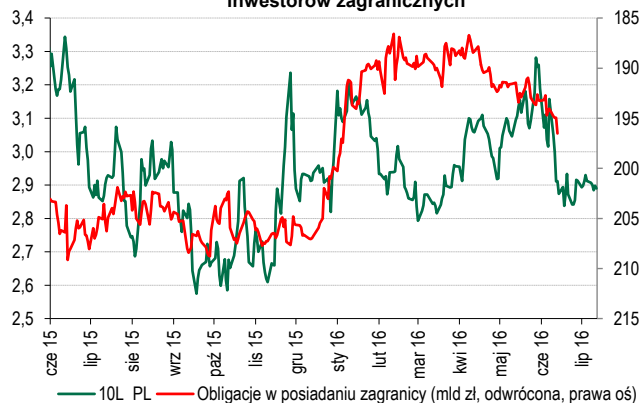
Rynek stopy procentowej – Spokojny tydzień, ale zmienność może wkrótce wzrosnąć



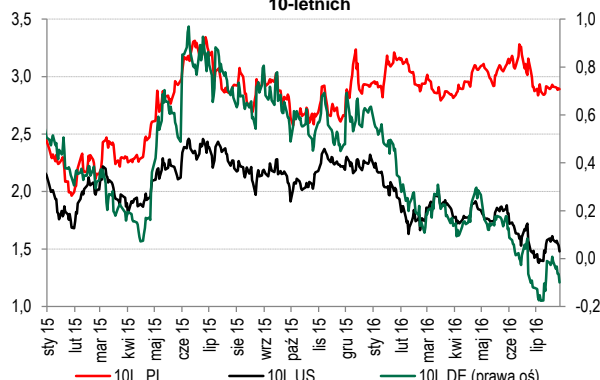
Polskie, złotowe, rynkowe obligacje w posiadaniu nierezzydentów i polskich banków (mld zł)



Rentowność polskiej 10-latki i obligacje w posiadaniu inwestorów zagranicznych



Rentowność polskich, niemieckich i amerykańskich obligacji 10-letnich



Stawki w górę pod wpływem dużej podaży na aukcji

▪ Polskie krzywe IRS i obligacyjna przesunęły się w zeszłym tygodniu w górę głównie w wyniku planowanej sporej podaży długu na aukcji i mimo spadających stawek za granicą. W efekcie, 5-letni IRS odbił do 1,90%, a 10-letni zbliżył się do 2,25%, w obu przypadkach ustanawiając lipcowe szczyty.

▪ Ministerstwo Finansów uplasowało obligacje za prawie 8 mld zł, a więc na górnej granicy planowanej oferty. Największym zainteresowaniem cieszył się 5-letni benchmark PS0721, ze sprzedaży którego pozyskano ponad 5 mld zł. Średnia rentowność na aukcji wyniosła 2,327%, nieco poniżej poziomu z rynku wtórnego na otwarciu czwartkowej sesji. Szacujemy, że po wczorajszej aukcji resort finansów ma pokryte ok. 77% tegorocznych potrzeb pożyczkowych.

Nierezydenci i polskie banki kupują obligacje

▪ Wg najnowszych danych Ministerstwa Finansów, w czerwcu nierezydenci kupili polskie złotowe rynkowe obligacje za ok. 4 mld zł i nominalna wartość posiadanych przez nich obligacji wyniosła 196,5 mld zł. Czerwiec był również ósmym z rzędu miesiącem agresywnych zakupów ze strony polskich banków, których nominalna wartość portfela wzrosła o 5,9 mld zł do nowego rekordu prawie 225 mld zł.

▪ Resort finansów ogłosił, że w sierpniu odbędzie się tylko jedna aukcja obligacji, na której zaoferowany zostanie dług za 4-8 mld zł.

Spokojny tydzień ale zmienność może wkrótce wzrosnąć

▪ Niejednoznaczny komunikat FOMC nie wpłynął na rynkowe oczekiwania dot. terminu kolejnej podwyżki stóp Fed i szanse w dalszym ciągu oceniane są na 35% dla podwyżki o 25 pb w grudniu. Wg nas może się to zmienić w tym tygodniu, kiedy to poznamy miesięczną zmianę w zatrudnieniu poza rolnictwem i indeks ISM dla amerykańskiego przemysłu.

▪ Ostatnie dane z USA były całkiem mocne – ISM znalazł się najwyższy od czerwca 2015, a przyrost etatów poza rolnictwem szybko odbudował się po majowym załamaniu. Publikacje te pchnęły rentowność amerykańskiej 10-latki w górę o 15 pb, a niemieckiej o 10 pb, podczas gdy na koniec tego tygodnia rentowność polskiego 10-letniego benchmarku jest poniżej lipcowego szczytu. Być może lepszy wynik krajowej obligacji to skutek spekulacji nie czy, ale kiedy EBC jeszcze bardziej poluzuje politykę pieniężną, a Bank Anglii jest na dobrej drodze do obniżki stóp – zupełnie inna historia niż w USA. Warto zauważyć, że na przestrzeni miesiąca korelacja między 10-letnimi rentownościami dla Polski i Niemiec spadła do 0,36 z 0,70, a dla Niemiec i USA utrzymuje się nieco poniżej 1.

▪ Jeśli powyższe rozumowanie jest poprawne, to dla polskiego rynku istotniejsze od danych z USA powinny być te ze strefy euro. Finalne PMI dla przemysłu i usług za lipiec nie będą się zapewne istotnie różnić od wstępnych szacunków, a poza nimi nie ma w kalendarzu innych ważnych publikacji. Sądzymy więc, że najbliższy tydzień na polskim rynku stopy procentowej będzie dość spokojny.

▪ Warto jednak zwrócić uwagę, że lipcowa różnica między szczytem a dołkiem dla 10-letniej rentowności była największym miesięcznym zakresem wahań od lutego 2012. Spadająca zmienność może sugerować, że wkrótce zobaczymy jakiś silny ruch na polskim rynku stopy procentowej.

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