

TYGODNIK EKONOMICZNY

29 sierpnia – 4 września 2016

W nadchodzącym tygodniu opublikowanych danych zostanie sporo informacji z polskiej gospodarki, które mogą przyczynić się do kontynuacji trendu osłabienia złotego, mają jednocześnie pozytywny wpływ na rynek stopy procentowej. Po pierwsze, dane o PKB za II kwartał potwierdzą brak przyśpieszenia tempa wzrostu gospodarczego i spadek inwestycji. Spodziewamy się, że podobna sytuacja (PKB ok. 3%) będzie kontynuowana w drugiej połowie roku. Po drugie, wskaźnik PMI za sierpień będzie wskazówką odnośnie aktywności ekonomicznej w III kwartale, szczególnie po rozczarującym odczycie w lipcu. Jeśli PMI ponownie będzie słaby, to wzmocnią się zapewne oczekiwania na obniżkę stóp procentowych przez RPP. Ponadto, wstępny odczyt inflacji CPI pokaże, według naszej prognozy, pogłębienie deflacji (do 1%) i choć będzie to przejściowe, to może pozytywnie wpłynąć na rynek obligacji. Polski rynek będzie jednak również pod wpływem czynników globalnych. Dane o PMI i inflacji w strefie euro oraz dane z rynku pracy w USA będą kluczowe dla bazowych rynków obligacji. Po weekendzie, uczestnicy rynku przetrawią zapewne wydarzenia z konferencji Jackson Hole. W piątek na jej otwarciu Janet Yellen powiedziała, że wzmocniły się argumenty za podwyżką stóp procentowych. Reakcja rynku była jednak krótkotrwała.

Innym czynnikiem, który może wpływać na nastroje na polskim rynku w najbliższych dwóch tygodniach będzie decyzja agencji Moody's odnośnie ratingu Polski (9 września). W ubiegłym tygodniu Moody's opublikował krótką notkę zawierającą tezę, że eskalacja konfliktu wokół Trybunału Konstytucyjnego jest negatywna dla oceny wiarygodności kredytowej, ze względu na możliwość zwiększenia napięcia w stosunkach z EU i pogorszenia klimatu inwestycyjnego. Nie uważamy, żeby miało to oznaczać obniżkę ratingu we wrześniu (nasze zdanie podziela 14 z 19 analityków w ankiecie Reutersa).

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (29 sierpnia)							
14:30	US	Dochody osobiste	VII	% m/m	0,4	-	0,2
14:30	US	Wydatki konsumentów	VII	% m/m	0,3	-	0,4
WTOREK (30 sierpnia)							
10:00	PL	PKB	II kw.	% r/r	3,1	3,1	3,0
16:00	US	Zaufanie konsumentów	VIII	pkt.	97,0	-	97,3
ŚRODA (31 sierpnia)							
11:00	EZ	Wstępny HICP	VIII	% r/r	0,3	-	0,2
14:00	PL	Wstępny CPI	VIII	% r/r		-1,0	-0,9
14:15	US	Raport ADP	VIII	tys.	173	-	179
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VII	m/m	0,8	-	0,2
CZWARTEK (1 września)							
9:00	PL	PMI w przemyśle	VIII	pkt.			50,3
9:55	DE	PMI w przemyśle	VIII	pkt.	53,6	-	53,8
10:00	EZ	PMI w przemyśle	VIII	pkt.	51,8	-	52,0
14:00	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	261
16:00	US	ISM w przemyśle	VIII	pkt.	52,0	-	52,6
PIĄTEK (2 września)							
9:00	CZ	PKB	II kw.	% r/r		-	2,5
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	VIII	tys.	180	-	255
14:30	US	Stopa bezrobocia	VIII	tys.	4,8	-	4,9
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VII	% m/m	1,9	-	-1,5

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

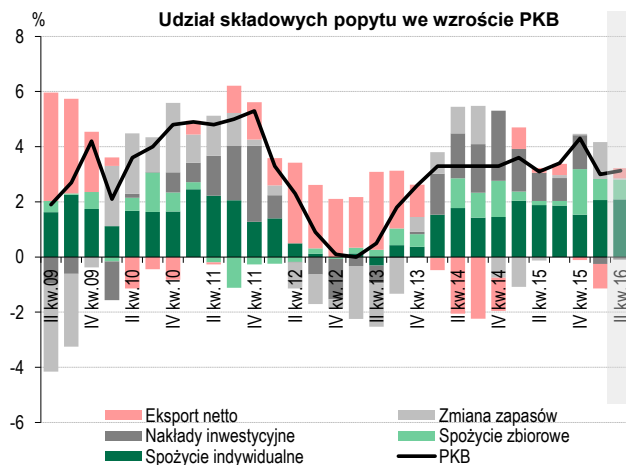
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Struktura PKB, wstępny CPI i PMI

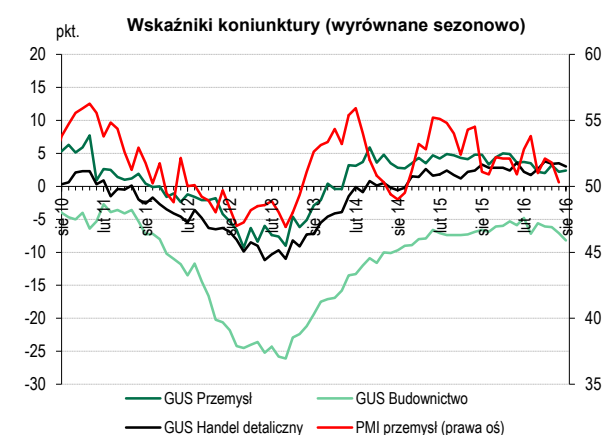
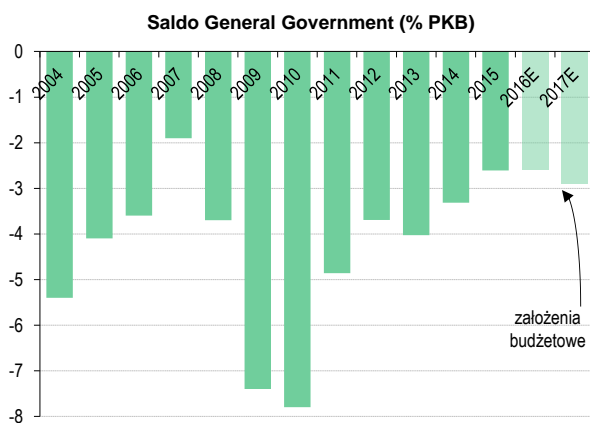


W tym tygodniu poznamy szczegółową strukturę wzrostu PKB w II kw. 2016 r. Spodziewamy się dość dobrego tempa wzrostu konsumpcji prywatnej, lekko dodatniego wkładu eksportu netto oraz spadku inwestycji. GUS może również zrewidować wcześniejsze dane. Ostatnio zrewidowano w dół bilans handlowy w IV kw. 2015 r. i naszym zdaniem może to mieć przełożenie na dane o PKB z końca 2015 r.

Szacujemy sierpniowy CPI na $-1,0\%$ r/r, nieco niżej niż w lipcu we względu na wysoką bazę w cenach żywności. Naszym zdaniem, stopniowy wzrost CPI rozpocznie się we wrześniu i inflacja będzie w okolicach zera na koniec roku.

Po mocnym spadku PMI w lipcu do 50,3 pkt., spodziewamy się lekkiego odbicia. Naszym zdaniem odczyt w lipcu był zbyt pesymistyczny, ale nie widzimy czynników, które mogłyby pchnąć go wyraźnie w górę.

Ostatni tydzień w gospodarce – Wstępny budżet na 2017, bezrobocie i wskaźniki wyprzedzające



Rząd przyjął wstępny projekt budżetu na 2017 r. Deficyt budżetu centralnego został założony na poziomie 59,3 mld zł (3,1% PKB), a deficyt sektora finansów publicznych na 2,9% PKB, co oznacza nadwyżkę w samorządach i FUS. Budżet zakłada obniżkę wieku emerytalnego w IV kw. 2017 r. oraz cofnięcie obniżki stawek VAT. Ogólnie budżet jest dość optymistyczny, zwłaszcza jeśli chodzi o prognozy wzrostu gospodarczego (3,6% - powyżej konsensusu i naszej prognozy), oraz dochody podatkowe (8% - źródłem ich wzrostu ma być głównie poprawa ściągalskości podatków). Ogólnie budżet oceniamy jako realistyczny, ale widzimy ryzyko w górę dla deficytu.

Stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w lipcu do 8,6%, zgodnie z naszymi prognozami. Na uwagę zasługuje pogłębiający się spadek liczby osób wyrejestrowanych ze względu na otrzymanie pracy ($-13,9\%$ r/r), zwłaszcza pracy niesubsydiowanej ($-22,3\%$ r/r), co sugeruje wzrost trudności z zapewnianiem wakatów i możliwe spowolnienie tempa spadku bezrobocia w przyszłości.

Wskaźniki koniunktury GUS za sierpień pokazały lekką poprawę w przemyśle, ale pogorszenie w budownictwie i handlu. Wskaźnik nowych zamówień w przemyśle wzrósł w lipcu o 0,4% r/r a nowych zamówień eksportowych o 6,7% r/r. Te liczby wskazują na znaczące spowolnienie napływu zamówień – w pierwszej połowie roku obydwa wskaźniki rosły o wiele szybciej – odpowiednio o ok. 25% r/r i ok. 30% r/r. Ogólnie, wymienione wskaźniki to nie jest to dobry znak dla perspektyw produkcji przemysłowej i wzrostu gospodarczego. Jednocześnie, dane GUS wskazują na wyraźne słabnięcie dynamiki polskiego eksportu w całej pierwszej połowie tego roku.

Cytat tygodnia – Czy obniżka celu inflacyjnego to dobry pomysł?

Kamil Zubelewicz, członek RPP, 24 sierpnia, PAP

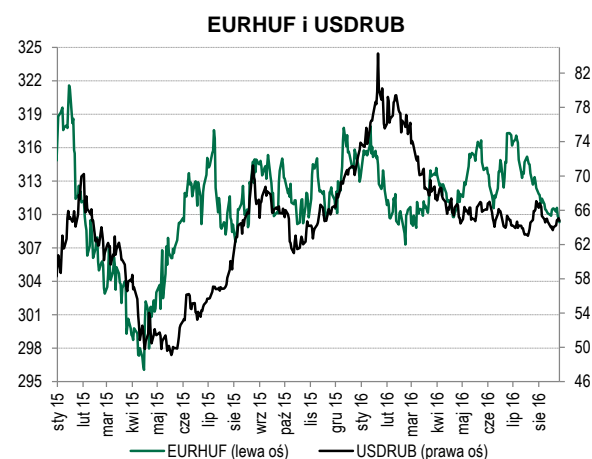
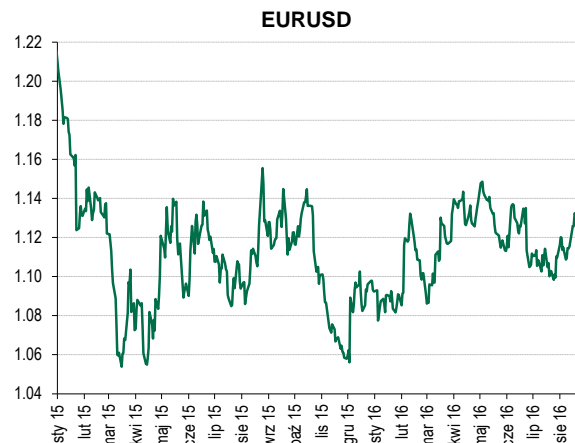
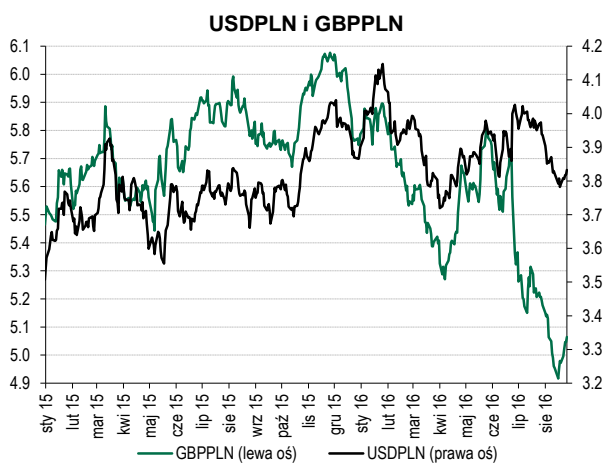
Moim zdaniem obecna polityka pieniężna dobrze służy polskiej gospodarce. Nie należy zatem szukać w zmianie jej parametrów szans na pobudzenie wzrostu gospodarczego. Stabilna polityka banku centralnego sama w sobie jest wartością. W mojej ocenie obniżka celu inflacyjnego wzmocniłaby zaufanie do polskiej gospodarki poprzez zmniejszenie niepewności dotyczącej możliwości utrzymywania się podwyższonej inflacji przez dłuższy okres.

Jerzy Żyżyński, członek RPP, 26 sierpnia, Rzeczpospolita

Obniżka stóp z obecnego poziomu byłaby umiarkowanie efektywna. Problemem nie są bowiem stopy banku centralnego, tylko oprocentowanie kredytów dla firm w bankach, które choć wyraźnie spadło w ostatnich latach pozostaje stosunkowo wysokie. Utrzymująca się nadpłynność sektora bankowego, to właśnie przejaw tego, że kredyt jest za drogi dla potencjalnych kredytobiorców. Uważam, że bank centralny powinien ograniczyć absorbowanie tej nadpłynności, żeby skłonić banki komercyjne do jej wykorzystania.

Wg K. Zubelewicza, dobrym pomysłem jest obniżka celu inflacyjnego, gdyż zmniejszyłoby to ryzyko pojawienia się podwyższonej inflacji i zwiększyłoby zaufanie do polskiej gospodarki. Zubelewicz wydaje się ekstremalnie „jastrzębim” członkiem Rady i jego poglądy nie reprezentują konsensusu. Jeśli zaś chodzi o cel inflacyjny, jego obniżenie w sytuacji utrzymywania się inflacji poniżej celu byłoby złym pomysłem. Taka decyzja mogłaby przyczynić się do utrwalenia presji deflacyjnej i szkodziłaby wiarygodności banku centralnego. Zubelewicz twierdzi, że „stabilność polityki pieniężnej jest wartością samą w sobie”. Jednak naszym zdaniem dopasowywanie celu długoterminowego do bieżącej sytuacji tylko po to by nie zmieniać stóp nie świadczy o stabilnej polityce. Mówiący ostatnio najwięcej o możliwości cięcia stóp J. Żyżyński stwierdził, że obniżka byłaby mało efektywna. Dlatego jego zdaniem NBP powinien ograniczyć absorbowanie nadpłynności, żeby skłonić banki do większej akcji kredytowej. Żyżyński stwierdził także, że oprocentowanie kredytów dla firm jest wysokie. Nie rozumiemy tego komentarza, jako że marże dla tego typu kredytów w I poł. 2016 r. były niższe niż średnio w okresie 2010-2016 i porównywalne z tymi w strefie euro.

Rynek walutowy – Polityka Fed przesłania informacje krajowe

**Złoty może się jeszcze osłabić?**

▪ Polski rynek walutowy był w ostatnim tygodniu wyjątkowo stabilny, a kurs EURPLN przez większość czasu wahał się w bardzo wąskim przedziale w pobliżu 4,31, w miarę jak inwestorzy oczekiwali na doroczne spotkanie bankierów centralnych w Jackson Hole. Dopiero pod koniec tygodnia nastąpił nieco większy ruch kursu, a EURPLN wzrósł do 4,33 w czwartek wieczorem. Przyczyną ruchu mogły być spekulacje nt. obniżki stóp procentowych w Polsce po ostatnich wypowiedziach przedstawicieli RPP i publikacji minutes z lipcowego posiedzenia Rady, a także ostrzeżenie agencji Moody's, że pogłębiający się konflikt wokół Trybunału Konstytucyjnego jest negatywny dla wiarygodności kredytowej Polski i może zaszkodzić inwestycjom i wzrostowi gospodarstwu (choć ta ostatnia informacja pojawiła się dopiero po zamknięciu czwartkowej sesji). Złoty osłabił się wobec dolara amerykańskiego i brytyjskiego funta, jako że obie waluty umocniły się do euro na początku tygodnia.

▪ Widzimy większe ryzyko dalszego osłabienia złotego niż jego istotnego umocnienia w nadchodzących tygodniach. Krajowej walucie mogą szkodzić zarówno czynniki globalne (przed wszystkim ryzyko podwyżki stóp przez Fed jeszcze w tym roku), jak i lokalne. Do tych ostatnich zaliczamy rozczarowujący wzrost gospodarczy, spekulacje nt. możliwej obniżki stóp procentowych przez RPP oraz niepewność co do decyzji agencji ratingowych (która wzrosła po ostatnim ostrzegawczym komunikacie Moody's – rewizja polskiego ratingu przez tą agencję zaplanowana jest na 9 września).

▪ Wyczekiwane długo przemówienie Janet Yellen nie rozjaśniło zbyt mocno perspektyw polityki pieniężnej Fed, więc rynek będzie wypatrywał kolejnych wskazówek, czekając m.in. na nowe publikacje danych w USA (najważniejsze będą jak zwykle miesięczne dane o zatrudnieniu). Krajowe dane, które pojawią się w najbliższym czasie (PKB, PMI) nie będą raczej wspierały złotego, potwierdzając niewielkie szanse na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w III kw.

Przemówienie Yellen nie dało silnego impulsu

▪ Dolar umocnił się na początku minionego tygodnia, wsparty przez mocne dane z USA oraz komentarze przedstawicieli Fed, sugerujące możliwość podwyżki stóp. Wyceniane przez rynek prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych w USA we wrześniu wzrosło powyżej 30%, najwyższej od głosowania w sprawie Brexitu. Po początkowym spadku do 1,125, EURUSD odbijał jednak stopniowo w górę, wracając do 1,130 w oczekiwaniu na przemówienie szefowej Fed.

▪ W piątek EURUSD zareagował początkowo spadkiem na słowa Janet Yellen, że argumenty za podwyżką stóp są mocniejsze, ale szybko nastąpiło odbicie kiedy padła sugestia, że działania banku centralnego będą stopniowe. Konferencja w Jackson Hole potrwa jeszcze dwa dni i niewykluczone, że dopiero po weekendzie inwestorzy zdolają w pełni przetrwać wnioski z tego co tam usłyszą.

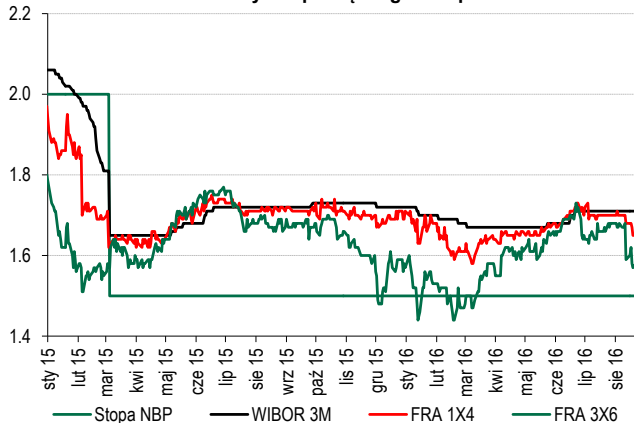
Forint mocniejszy, rubel słabszy

▪ W oczekiwaniu na konferencję w USA wahania na innych rynkach walutowych w regionie były też ograniczone. Forint był jedną z najlepiej radzących sobie walut wschodzących i to pomimo początkowego osłabienia po posiedzeniu banku centralnego. EURHUF obniżył się o ok. 0,7%, z niemal 311 do 308,5. Tymczasem rosyjski rubel tracił pod wpływem niższych cen ropy naftowej.

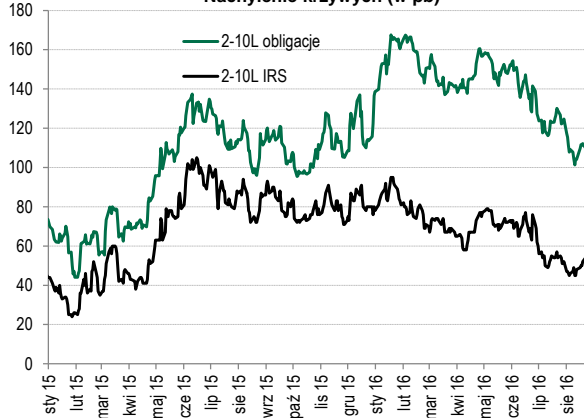
▪ W najbliższych dniach kluczowe dla walut CEE będą dane ze świata, w szczególności publikacje z USA.

Rynek stopy procentowej – Więcej argumentów za bardziej stromą krzywą?

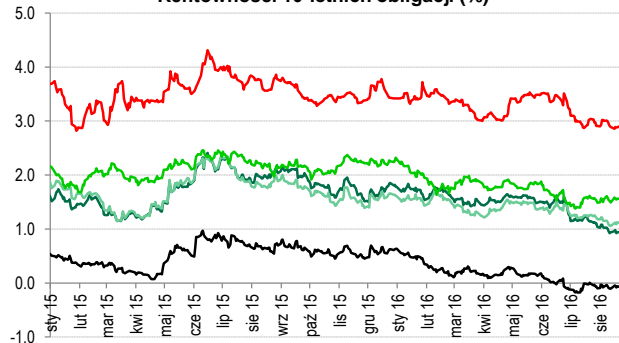
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



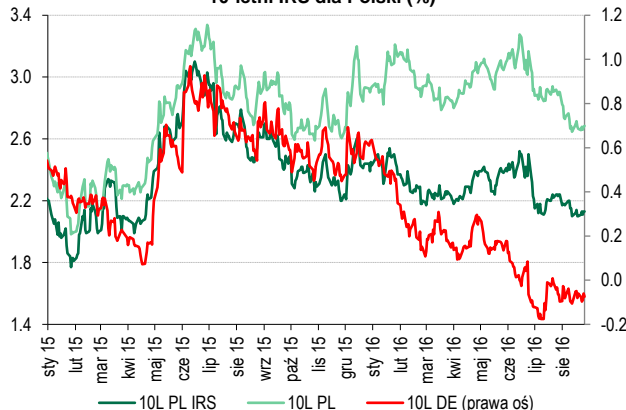
Nachylenie krzywych (w pb)



Rentowności 10-letnich obligacji (%)



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



Stabilne stopy w oczekiwaniu na przemówienie Yellen

Przez większą część tygodnia aktywność i zmienność na krajowym rynku stopy procentowej była bardzo niska, ponieważ brakowało pierwszoplanowych wydarzeń i panowało wyczekiwanie na piątkową konferencję w Jackson Hole.

Stawki WIBOR pozostały stabilne, za to FRA nieznacznie wzrosły, w miarę jak inwestorzy próbowali wyciągnąć wnioski z ostatnich wypowiedzi przedstawicieli RPP (Żyżyński, który w poprzednim tygodniu sugerował, że zaproponuje obniżkę stóp, teraz stwierdził, że nie byłaby ona efektywna, a Zubelewicz był mocno przeciwny łagodzeniu polityki i zaproponował obniżenie celu inflacyjnego).

Rentowności obligacji były stabilne przez większą część tygodnia, mimo tego, że na bazowych rynkach długu rentowności lekko rosły w oczekiwaniu na piątkowe przemówienie Janet Yellen.

Polska z sukcesem wyemitowała tzw. obligacje panda o wartości 3 mld juanów (ok. 1,7 mld zł), stając się tym samym pierwszym krajem w Europie który przeprowadził emisję długu na chińskim rynku. Rentowność 3-letniej obligacji ustalono na poziomie 3,4%, tj. -0,17% po przeprowadzeniu operacji swap na euro. Wiceminister finansów Piotr Nowak powiedział, że MF liczy na poszerzenie bazy inwestujących w polskie obligacje w różnych walutach.

Nowe dane powinny wspierać polskie obligacje

Krajowe dane, które pojawią się w najbliższych dniach, powinny być pozytywne dla obligacji. Po pierwsze, dane o PKB za II kw. potwierdzą niewielkie szanse na przyspieszenie wzrostu przy spadających inwestycjach. Po drugie, dane o PMI za sierpień będą ważną wskazówką nt. aktywności ekonomicznej w III kw. Jeśli indeks ponownie rozczaruje po mocnym spadku w lipcu, rynkowe oczekiwania obniżek stóp mogą wzrosnąć. W końcu, nasza prognoza sierpniowego wskaźnika CPI wskazuje na pogłębienie deflacji do -1% r/r, co też może nasilić spekulacje nt. obniżek stóp.

Wakacje dobiegają końca, więc być może pojawi się więcej wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego. Wydaje się, że obecnie większość członków RPP nadal jest przeciwna obniżaniu stóp procentowych, ale konsensus w Radzie może się stopniowo zmieniać jeśli kolejne dane z krajowej gospodarki będą rozczarowujące. Naszym zdaniem nasilenie spekulacji nt. obniżek stóp powinno sprzyjać umocnieniu głównie krótkiego końca krajowej krzywej rentowności.

Polski rynek może również reagować na publikację za granicą. Ważne będą m.in. dane o PMI i CPI w Europie, ponieważ mogą wpłynąć na europejski rynek długu. Dane z USA też będą w centrum uwagi (w tym przede wszystkim te o zatrudnieniu), będąc wskazówką nt. polityki pieniężnej Fed.

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., Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl