

TYGODNIK EKONOMICZNY

19 - 25 września 2016

Poprzedni tydzień zaczął się w raczej słabych nastrojach po rozczarowaniu decyzją EBC. Jednak później nastroje uległy stabilizacji a inwestorzy pozycjonowali się przed posiedzeniem Fed. W Polsce dane za sierpień były poniżej oczekiwań: eksport spadł mocniej od prognoz, wzrost płac spowolnił, a zatrudnienie rozczarowało.

Posiedzenie FOMC to główne wydarzenie tygodnia. Chociaż ostatnio pojawiły się dość mocne dane z USA, to jednak rynek stracił wiarę w podwyżkę we wrześniu. Wciąż jest aktualne jest pytanie, czy stopy pójdą w górę jeszcze w tym roku i inwestorzy będą wypatrywać w tym temacie wskazówek. Ponadto, analizowany będzie 'wykres kropkowy', obrazujący oczekiwania przedstawicieli Fed odnośnie do stóp procentowych. Ostatnio ich prognoz zostały wyraźnie zrewidowane w dół. Również posiedzenie Banku Japonii może być interesujące, jako że ostatnie plotki sugerowały możliwość wycofywania się z dalszego łagodzenia polityki. W Europie opublikowane zostaną wstępne PMI w przetwórstwie i te dane będą ważne w kontekście ostatnich słabych odczytów z Niemiec (produkcja, eksport) a także dalszej polityki EBC. W Polsce zobaczymy ważne dane o aktywności gospodarczej. My jesteśmy dość optymistyczni, więc naszym zdaniem dane mogą wspierać wycenę polskich aktywów, zwłaszcza po ostatnich rozczarowujących odczytach.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (19 września)							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	5,2	6,9	-3,4
14:00	PL	Produkcja budowlana	VIII	% r/r	-13,7	-14,1	-18,8
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna (w cenach stałych)	VIII	% r/r	6,5	5,8	4,4
14:00	PL	PPI	VIII	% r/r	0,0	-0,4	-0,4
WTOREK (20 września)							
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,90	-	0,90
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VIII	% m/m	-1,6	-	2,1
14:30	US	Pozwolenia na budowę	VIII	% m/m	2,3	-	-0,1
ŚRODA (21 września)							
	JP	Decyzja Banku Japonii		%	-0,1	-	-0,1
20:00	US	Decyzja FOMC		%	0,25-0,50	-	0,25-0,50
CZWARTEK (22 września)							
11:30	PL	Aukcja zamiany obligacji					
14:00	PL	Minutes RPP	IX				
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	260
16:00	EZ	Nastroje konsumentów	IX	pkt	-8,1	-	-8,5
16:00	US	Sprzedaż domów	VIII	% m/m	1,1	-	-3,2
PIĄTEK (23 września)							
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	IX	pkt	53,2	-	53,6
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	IX	pkt	51,5	-	51,7
10:00	PL	Stopa bezrobocia rejestrowanego	VIII	%	8,5	8,5	8,6

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

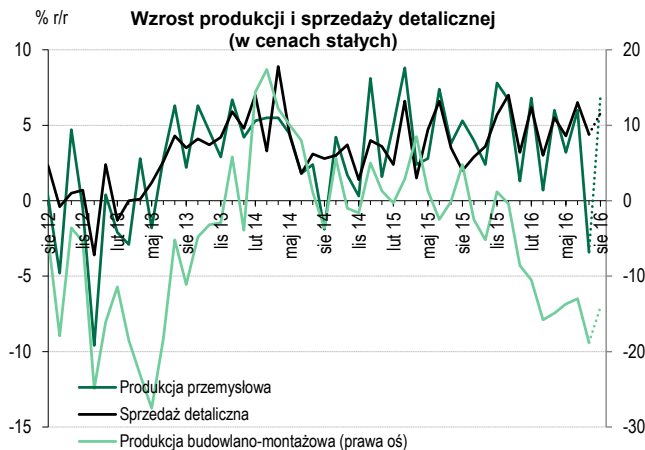
Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

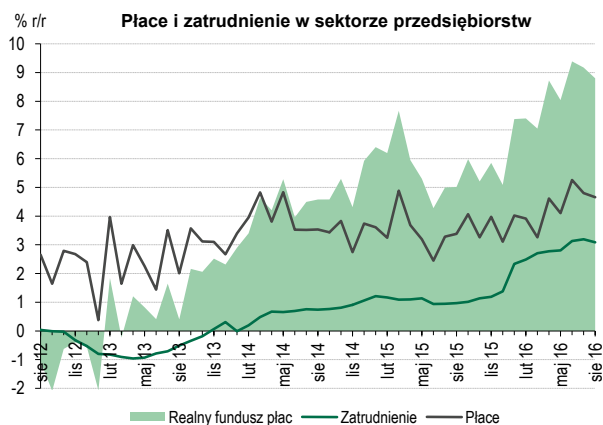
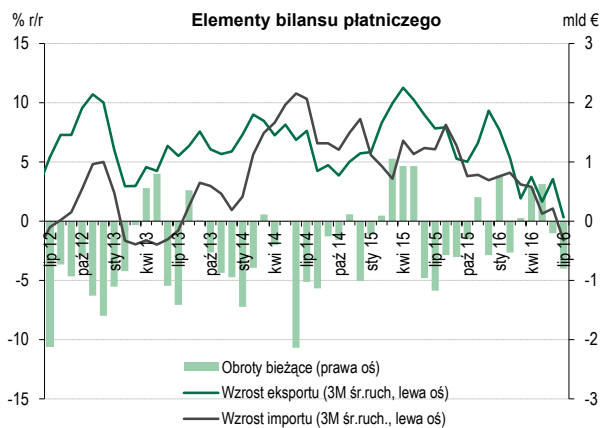
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Produkcja przemysłowa i budowlana, sprzedaż detaliczna

- Spodziewamy się mocnego odbicia produkcji przemysłowej w sierpniu, między innymi ze względu na pozytywny efekt dni roboczych i po słabym lipcu. Lipcowy spadek częściowo również wynikał z kalendarza, chociaż pewnie też z popytu zagranicznego (słaba produkcja i eksport w Niemczech). Jeśli sierpniowe dane znowu okażą się słabe, to obawy o wzrost gospodarczy w Polsce w II poł 2016 r. ulegną wzmocnieniu.
- Naszym zdaniem odbicie produkcji budowlanej w sierpniu nie było znaczne, choć w kolejnych miesiącach powinniśmy zobaczyć pewną poprawę, która może zapowiadać stopniowe odbicie w inwestycjach.
- Sprzedaż detaliczna nie pokazała dotychczas efektów programu 500+. Możliwe, że pojawią się one w sierpniu, zwłaszcza że dane o depozytach gospodarstw domowych i gotówce w obiegu sugerują odpływ środków, być może z przeznaczeniem na konsumpcję.

Ostatni tydzień w gospodarce – Rozczarowujące dane z polskiej gospodarki

- Inflacja CPI wyniosła w sierpniu -0,8% r/r wobec -0,9% r/r w lipcu. W ujęciu m/m ceny spadły o 0,2%. Dane o inflacji nie wniosły wiele nowego do obrazu procesów cenowych w Polsce, a także są dla RPP argumentem za stabilizacją stóp procentowych. Odbicie inflacji wynikało przede wszystkim ze zmian cen żywności, a także wzrostu cen ubezpieczeń. Inflacja bazowa pozostała na -0,4% r/r. Spodziewamy się, że w przyszłych miesiącach inflacja dalej będzie się pięła w górę i może osiągnąć dodatni poziom w grudniu.

- Deficyt obrotów bieżących wyniósł w lipcu 802 mln €, czyli więcej od oczekiwań. Zaskoczenie wynikało przede ze słabszego eksportu i wyższego importu. W ujęciu r/r eksport spadł o 4,8% i był to najgorszy wynik od 2009 r. Spowolnienie eksportu było łatwe do przewidzenia, biorąc pod uwagę słabe wyniki przemysłu w lipcu a także rozczarowujące dane o niemieckim eksporcie. Skala spowolnienia była jednak mocniejsza niż się spodziewaliśmy i naszym zdaniem skłania ona do wątpliwości co do możliwości szybkiego wzrostu polskiego eksportu w kolejnych miesiącach.

- Zatrudnienie w sektorze firm w sierpniu wzrosło o 3,1% r/r wobec oczekiwań 3,2% r/r. Z kolei płace wzrosły w sierpniu o 4,7% r/r i były słabsze od konsensusu. W ujęciu m/m zatrudnienie obniżyło się o 1 tys., co jest dużym rozczarowaniem. Spowolnienie wzrostu zatrudnienia wieszczyliśmy już od pewnego czasu, wskazując na wyczerpujące się zasoby wolnej siły roboczej. Na razie za wcześnie aby przesądzić, czy już sprawdza się nasz scenariusz, czy mieliśmy do czynienia z jednorazowym wydarzeniem. Jeśli chodzi o płace, to ich dynamika obniżyła się mimo pozytywnego efektu dni roboczych, co wspiera naszą interpretację, że tempo wzrostu płac w czerwcu i lipcu było zaburzone przez wypłaty premii.

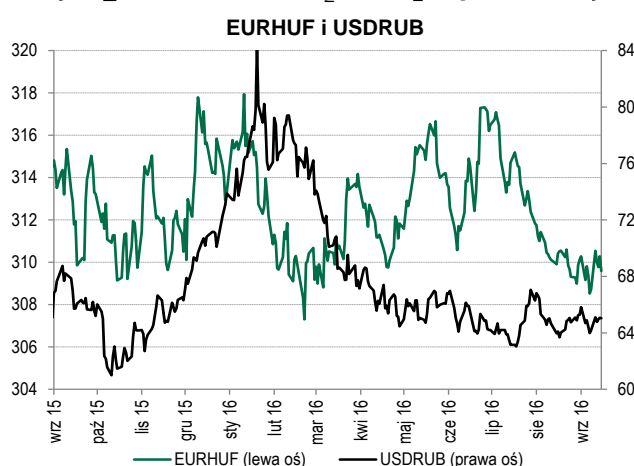
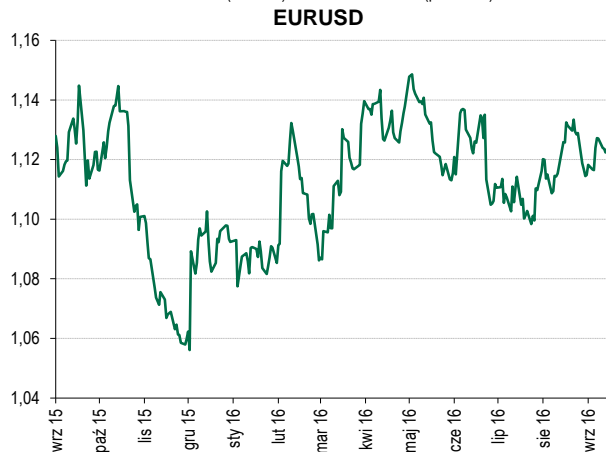
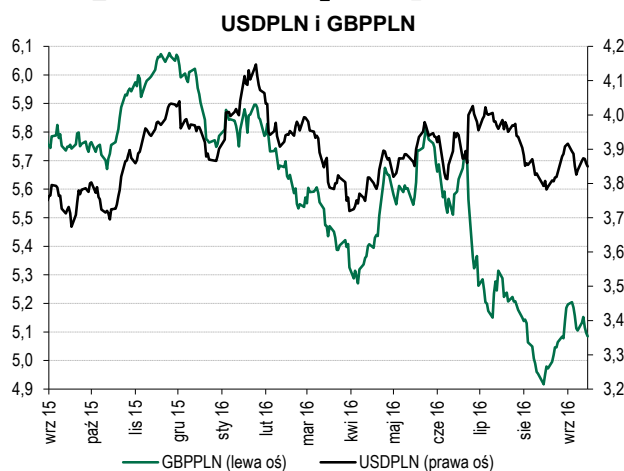
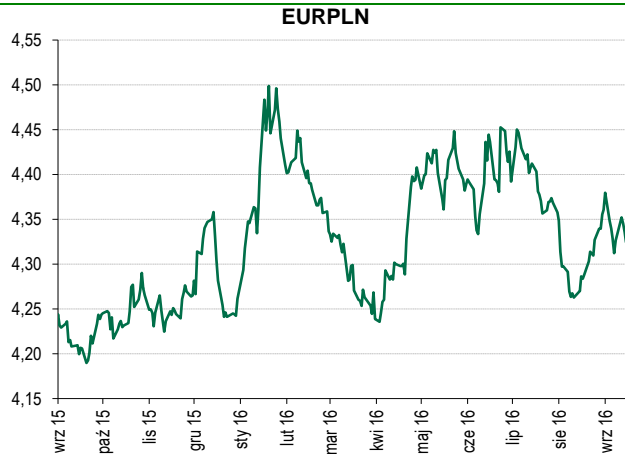
Cytat tygodnia – Deficyt nie przekroczył 30% planu

Paweł Szalamacha, minister finansów, 13 i 14 września, PAP

Deficyt nie przekroczył 30 proc. planu po 8 miesiącach. Dochody budżetowe ogółem po ośmiu miesiącach tego roku wyniosły 214 mld zł. (...) W kwestii stawek podatków w przyszłym roku nie będzie wielu zmian. Możliwa jest natomiast dyskusja na temat struktury podatku od handlu ze względu na uwagi Komisji Europejskiej.

Według Pawła Szalamacha, wpływy budżetowe wyniosły 214 mld zł w okresie styczeń-sierpień, co oznacza, że w samym sierpniu przyrosły o 14% r/r, co jest bardzo dobrym wynikiem. Nie znamy niestety jeszcze szczegółów dot. struktury wzrostu. Szacujemy, że wykonanie wydatków po sierpniu to ok. 98%, zatem dochody są powyżej planu, wydatki – poniżej. Naszym zdaniem, jest bardzo prawdopodobne, że deficyt będzie poniżej 50 mld zł w tym roku, a nawet nie można wykluczyć wyniku poniżej 45 mld zł (wobec planu 54,7 mld zł). Szalamacha także stwierdził, że rząd może tę okoliczność wykorzystać i przesunąć część wydatków z 2017 r. na 2016 r. Naszym zdaniem taki ruch jest rozważany, aby zmniejszyć ryzyko przekroczenia limitu 3% PKB w przyszłym roku.

Rynek walutowy – FOMC wyznaczy kierunek

**Złoty czeka na impuls**

▪ Krajowa waluta ustabilizowała się w zeszłym tygodniu i kurs EURPLN wahał się blisko 4,34, a USDPLN w pobliżu 3,86. Na rynku zabrakło silnych impulsów i zakres wahań EURPLN był w zeszłym tygodniu największy w tym miesiącu.

▪ Spadek zmienności mógł wynikać z oczekiwania na decyzję FOMC. Rynek nie spodziewa się, by podwyżka stóp miała być ogłoszona już w tym tygodniu i taki też jest nasz scenariusz bazowy, więc taka decyzja nie powinna wywołać znacznych zmian. Istotniejszy będzie zapewne komunikat, który pokaże jak amerykańscy bankierzy centralni oceniają ostatnie dane z USA, które miały raczej mieszany wydźwięk (słaby ISM, bardzo dobry indeks Philly Fed, solidna tygodniowa liczba nowych bezrobotnych, tylko nieznacznie gorsze od prognoz produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna).

▪ Warto pamiętać, że rosnące szanse na podwyżkę stóp Fed jeszcze w tym roku i jastrzębie wypowiedzi członków FOMC były jednym z czynników napędzających deprecjację złotego obserwowaną od połowy sierpnia. Jeśli pojawią się dodatkowe okoliczności wskazujące, że stopy Fed mogą pójść w górę w tym roku (czego rynek w pełni jeszcze nie wycenia), to mogą one ponownie osłabić złotego.

▪ Jeśli chodzi o krajowe dane, to wg nas sierpniowa sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa będą wyglądały znacznie lepiej niż w lipcu. Nasza prognoza produkcji jest powyżej rynku, ale w przypadku sprzedaży jesteśmy mniej optymistyczni niż konsensus. Dane o produkcji powinny jednak wg nas bardziej przykuć uwagę inwestorów i netto polskie dane mogą okazać się pozytywne dla złotego. O ile możliwe jest przebicie poziomu 4,30, zapewne byłoby ono tymczasowe. Ważne poziomy oporu dla kursu EURPLN to z kolei 4,36 i 4,40.

Zmienność spada przed decyzją FOMC

▪ Zmienność EURUSD również wyraźnie spadła i kurs spędził prawie cały tydzień w przedziale wahań wyznaczonym przez minimum i maksimum z poprzedniego piątku (1,12-1,128), a tygodniowy spread między maksimum i minimum był największy od sierpnia 2014. Spadek wynikał najprawdopodobniej z tego, że inwestorzy czekają na środową decyzję FOMC.

▪ Jak wspomnieliśmy powyżej, rynek nie oczekuje podwyżki stóp Fed w tym tygodniu, więc kluczowy będzie komunikat. Statystycznie, okresy obniżonej zmienności przeplatają się z okresami wysokiej zmienności, oczekujemy, że zakres wahań EURUSD wzrośnie w reakcji na komunikat FOMC.

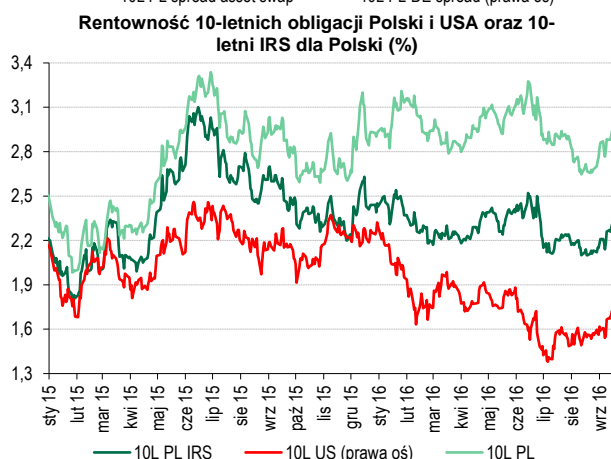
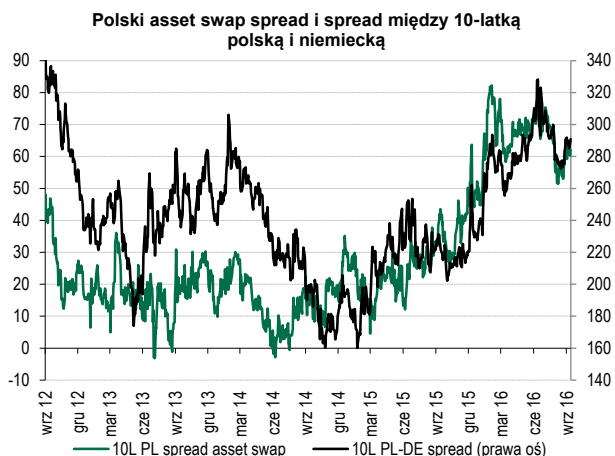
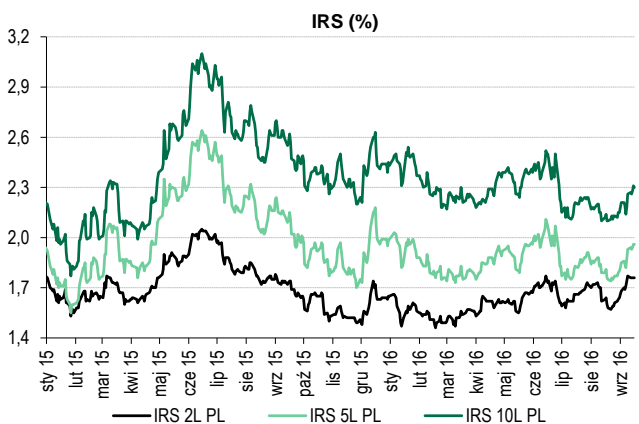
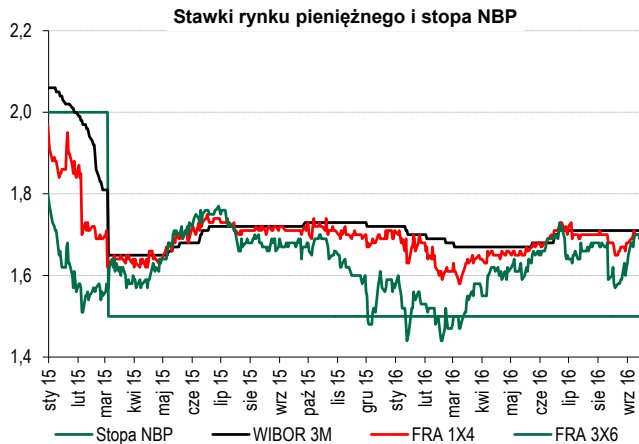
Bank Rosji obniża stopy, Bank Węgier raczej ich nie zmieni

▪ Kursy EURHUF oraz USDRUB nie oddaliły się istotnie od poziomów z zeszłego tygodnia – pierwszy pozostał blisko 310, drugi wahał się w pobliżu 65.

▪ Zgodnie z oczekiwaniami, bank centralny Rosji obniżył stopy procentowe o 50 pb do 10%. Bank zapowiedział, że w tym roku nie będzie więcej obniżek, ale jeśli inflacja będzie spadać oraz nie wzrośnie ryzyko nieosiągnięcia na koniec 2017 celu inflacyjnego, to dalsze poluzowanie polityki pieniężnej może mieć miejsce w pierwszej połowie przyszłego roku.

▪ W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie banku centralnego Węgier i nie spodziewamy się żadnych zmian parametrów polityki pieniężnej. Kluczowy dla forinta będzie wynik posiedzenia FOMC.

Rynek stopy procentowej – Czekając na banki centralne



Polskie IRS/rentowności stabilne...

▪ W zeszłym tygodniu IRS i rentowności obligacji pozostały w pobliżu lokalnych maksimów, a pewien wzrost wahań nastąpił dopiero na sam koniec tygodnia. W rezultacie, 2-letni IRS był blisko 1,75%, 5-letni wahał się wokół 1,95%, a 10-letni blisko 2,30%.

▪ Stawki FRA też nie uległy dużym zmianom i rynek w dalszym ciągu nie wycenia żadnych zmian stóp NBP w horyzoncie 21 miesięcy. Stawki WIBOR od 1 do 12 miesięcy nie zmieniły się.

... czekając na Fed i BoJ

▪ Na rynku nie było żadnej istotnej reakcji na decyzję Moody's o pozostawieniu ratingu i perspektywy bez zmian i teraz uwaga inwestorów zwróci się zapewne na czynniki globalne, jako że zbliżają się posiedzenia FOMC i Banku Japonii.

▪ Miesięczna korelacja między polskim 10-letnim IRS czy rentownością, a 10-letnim Treasuries to ponad 80%, co sprawia, że polski rynek stopy procentowej może być bardzo wrażliwy na decyzję FOMC. Nie spodziewamy się podwyżki stóp w tym tygodniu i taka decyzja nie powinna też zaskoczyć inwestorów. Kluczowy będzie komunikat, którego wydźwięk może pchnąć stawki na świecie (oraz w Polsce) w górę, jeśli retoryka członków FOMC będzie w dalszym ciągu jastrzębia. Kolejnym obok jastrzębich sygnałów z Fed czynnikiem pchającym krajowe rynkowe stopy w górę była niechęć BoJ do poluzowania polityki pieniężnej. Bank Japonii ogłosi swoją decyzję w środę rano, a rynek nie oczekuje ani zmian stóp ani rozmiaru programu skupu aktywów. W ostatnim czasie pojawiły się jednak plotki, że BoJ chce tak zmienić strukturę skupowanych aktywów, by pchnąć długoterminowe stopy procentowe w górę i jeśli się one potwierdzą, wtedy polski długi koniec może być wyżej przez decyzją FOMC.

▪ Jednocześnie, sądzimy, że potencjał do osłabienia polskich obligacji jest ograniczony i jeśli 10-letnia rentowność zbliżyłaby się do 3%, to poziomy te w warunkach ultra-niskich stóp na świecie mogą zostać wykorzystane do kupna krajowego długu.

Aukcja zamiany rozpocznie proces prefinansowania

▪ W czwartek odbędzie się aukcja zamiany obligacji. Ministerstwo Finansów nie podało jeszcze jakie obligacje będą oferowane, ale nie będą to serie emitowane na początku miesiąca (OK1018, WZ1122, DS0726). Wydaje się więc, że są spore szanse na to, że na aukcji będzie można nabyć 5-letni benchmark PS0721. Najnowsze dane wskazują, że na koniec lipca nierezydenci posiadali 37% (7 mld zł) tej obligacji wyemitowanej na tamten moment i w poprzednich miesiącach akumulowali ten papier.

▪ Czwartkowa aukcja rozpocznie proces prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych. Resort finansów planuje osiągnąć 20% prefinansowania, co jest wg nas realistyczne.

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