

TYGODNIK EKONOMICZNY

26 września – 2 października 2016

Krajowe dane ekonomiczne publikowane w ub. tygodniu były niejednoznaczne – produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna zaskoczyły na plus w sierpniu, ale produkcja w budownictwie mocno rozczarowała, co naszym zdaniem wskazuje na zapaść w inwestycjach i oznacza ryzyko, że wzrost PKB w III kw. był poniżej 3% r/r. Z pozytywnych wiadomości, wskaźniki koniunktury GUS poprawiły się we wrześniu we wszystkich sektorach, a PMI w przemyśle niemieckim wyraźnie odbił w górę, co może oznaczać, że spowolnienie nie będzie zbyt silne.

Nastroje na światowych rynkach finansowych poprawiły się znacząco po tym jak inwestorzy odebrali wyniki posiedzeń Banku Japonii i FOMC jako dość gołębie. W efekcie złoty umocnił się do głównych walut (EUR/PLN najniżej od połowy sierpnia), a rentowności obligacji spadły.

W tym tygodniu pojawi się tylko jedna krajowa publikacja (wstępna inflacja we wrześniu), nieco więcej danych z USA oraz sporo wypowiedzi przedstawicieli banków centralnych (Fed, EBC, BoJ). Spodziewamy się mocnego odbicia w górę dynamiki CPI (do -0,2% r/r z -0,8% w sierpniu), głównie za sprawą efektu niskiej bazy/ Byłoby to potwierdzeniem, że deflacja powinna się skończyć w tym roku, a obniżki stóp procentowych przez RPP są mało prawdopodobne. Wyczekiwany przez inwestorów wydarzeniem będzie ogłoszenie zmian w rządzie. Naszym zdaniem zmiany nie powinny mieć daleko idących implikacji rynkowych, ponieważ wymiana kilku ministrów to raczej kwestia techniczna, która nie wpłynie istotnie na ogólną strategię gospodarczą rządu. Z pewnością w przypadku dymisji ministra finansów nazwisko jego następcy będzie istotne, ale zakładamy, że niezależnie od zmiany strategia utrzymania deficytu finansów publicznych poniżej 3% PKB pozostanie w mocy.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (26 września)							
10:00	DE	Indeks Ifo	IX	pkt.	106,2	-	106,2
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VIII	tys.	595	-	645
WTOREK (27 września)							
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	IX	pkt.	98,8	-	101,1
ŚRODA (28 września)							
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	VIII	% m/m	-1,0	-	4,4
CZWARTEK (29 września)							
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
14:30	US	PKB	II kw.	% kw./kw.	1,3	-	1,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	252
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VIII	% m/m	-0,3	-	1,3
PIĄTEK (30 września)							
9:00	CZ	PKB	II kw.	% r/r	2,5	-	2,6
11:00	EZ	Wstępny HICP	IX	% r/r	0,3	-	0,2
14:00	PL	Wstępny CPI	IX	% r/r	-	-0,2	-0,8
14:30	US	Dochody osobiste	VIII	% m/m	0,2	-	0,4
14:30	US	Wydatki konsumentów	VIII	% m/m	0,2	-	0,3
16:00	US	Indeks Michigan	IX	pkt.	90,0	-	89,8

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

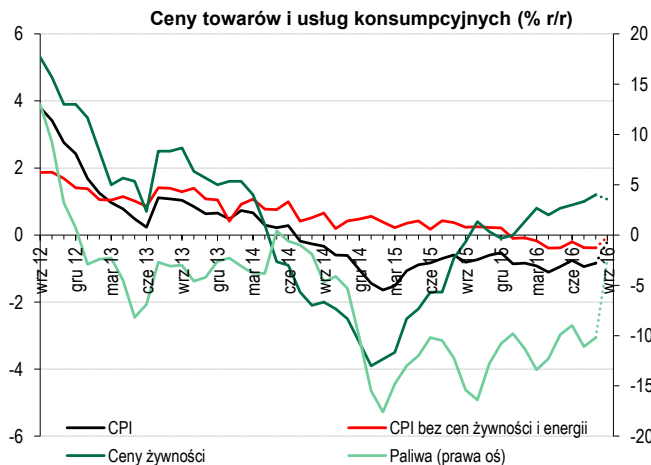
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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

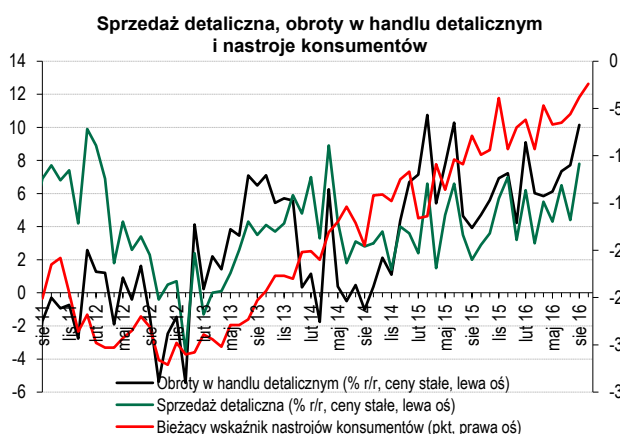
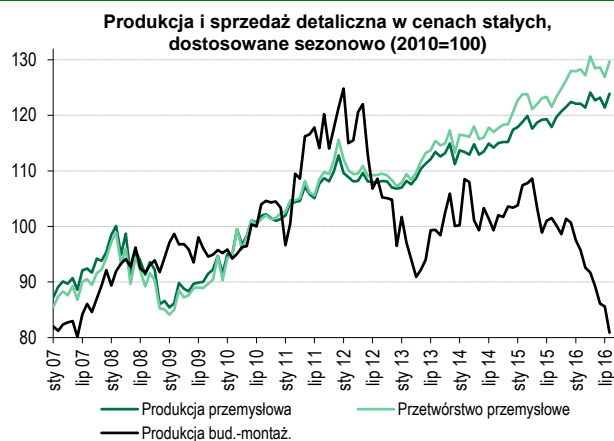
Wydarzenia nowego tygodnia – Odbicie CPI, zmiany w rządzie



▪ Spodziewamy się wyraźnego odbicia inflacji CPI we wrześniu, do $-0,2\%$ r/r z $-0,8\%$ r/r w sierpniu. Ruch w górę będzie wynikał przede wszystkim ze zmian cen paliw, gdzie nałożą się na siebie efekt niskiej bazy z września 2015 r. z względnie silnym wzrostem cen paliw we wrześniu 2016 r. Efekt niskiej bazy będzie także obecny w cenach gazu (obniżka taryfy rok temu) i w kategorii rekreacja i kultura (darmowe podręczniki). Jest pewna szansa, że wrzesień będzie ostatnim z 27 miesięcy deflacyjnych w Polsce. Ogólnie, wzrost inflacji będzie wspierał oczekiwania rynkowe, że szanse na obniżki stóp przez RPP są niskie.

▪ Premier Beata Szydło zapowiedziała rekonstrukcję rządu. Zmiany nie zostaną raczej ogłoszone przed wtorkowym posiedzeniem rządu, na którym ma zostać zatwierdzony projekt budżetu na 2017 r.

Ostatni tydzień w gospodarce – Poprawa w przemyśle i handlu detalicznym, załamanie w budownictwie



▪ Dane o produkcji przemysłowej ($7,5\%$ r/r) i sprzedaży detalicznej ($7,8\%$ r/r w cenach stałych) w sierpniu były wyraźnie powyżej oczekiwań, podczas gdy produkcja budowlana mocno rozczarowała ($-20,5\%$ r/r). Produkcja w budownictwie po korekcie sezonowej obniżyła się do poziomu z połowy 2007 r.

▪ Odbicie w sprzedaży detalicznej może być częściowo efektem programu 500+. Obroty w handlu detalicznym (które obejmują także małe sklepy) również mocno odbiły w sierpniu ($10,1\%$ r/r), a indeks nastrojów konsumentów wzrósł do najwyższego poziomu w historii. Spodziewamy się zatem wyraźnego przyspieszenia konsumpcji w II poł. 2016 r.

▪ Mocna konsumpcja nie zagwarantuje jednak przyspieszenia wzrostu PKB, jeśli inwestycje będą dalej spadać, a wzrost eksportu osłabnie. Załamanie w budowlance sugeruje przyspieszenie spadków nakładów na środki trwałe w III kw. Dlatego, mimo iż produkcja i sprzedaż były lepsze od oczekiwań, to rozczarowanie w budownictwie zwiększyło naszym zdaniem ryzyko spowolnienia PKB poniżej 3% r/r.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w sierpniu do $8,5\%$, zgodnie z prognozami. Bezrobocie wciąż spada, ale coraz wolniej. Z kolei liczba wakatów na bezrobotnego wciąż rośnie, co dowodzi, że wolniejszy spadek bezrobocia wynika z topniejących zasobów siły roboczej. Spodziewamy się, że na koniec roku wskaźnik bezrobocia osiągnie $8,5\%$.

▪ Szczegółowe dane o zatrudnieniu w sektorze firm pokazały, że za zaskakującym spadkiem w sierpniu stał sektor „informacja i komunikacja”, gdzie zatrudnienie obniżyło się o 5 tys. Sytuacja w innych sektorach była stabilna lub lekko pozytywna. Naszym zdaniem, dowodzi to, że wyniki sierpniowe były zaburzone przez czynniki jednorazowe.

Cytat tygodnia – Będą zmiany w rządzie

Beata Szydło, premier RP, 23 września, Polskie Radio 1

Będą zmiany w rządzie. Ale zmiany nie tylko personalne (...). Potrzebne są też zmiany systemowe. (...) O tym, jakie będą zmiany systemowe i o zmianach personalnych poinformuję w przyszłym tygodniu.

Rafał Bochenek, rzecznik rządu, 23 września, Bloomberg

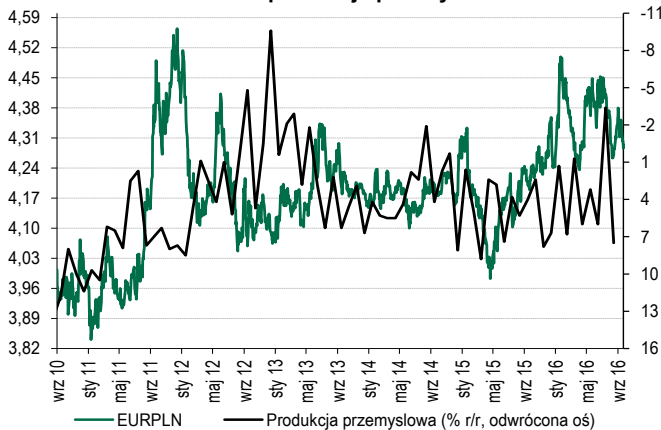
Nie ma takich planów (dot. dymisji ministra finansów Pawła Szalამაchy). Rząd pracuje jak do tej pory.

Inwestorzy będą oczekiwać informacji na temat rekonstrukcji rządu. Jednak naszym zdaniem ta decyzja nie powinna mieć istotnego przełożenia na rynki, nawet jeśli obejmie wymianę ministra finansów Pawła Szalამაchy (co nie jest pewne – w piątek rzecznik rządu zaprzeczył plotkom o jego dymisji).

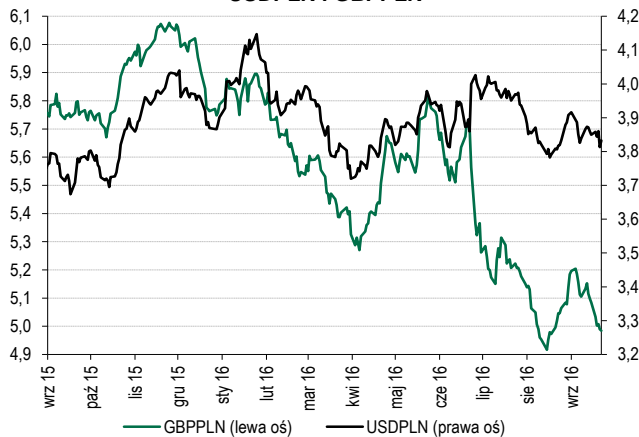
Uważamy, że rekonstrukcja rządu to raczej kwestia techniczna a nie sygnał zwrotu w polityce gabinetu, nie powinna zatem mieć wpływu na nastroje inwestorów co do polskich aktywów. W przypadku dymisji Szalამაchy, nazwisko jego następcy będzie istotne, ale zakładamy, że strategia utrzymywania deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB pozostanie bez zmian.

Rynek walutowy – Zmienność może pozostać podwyższona

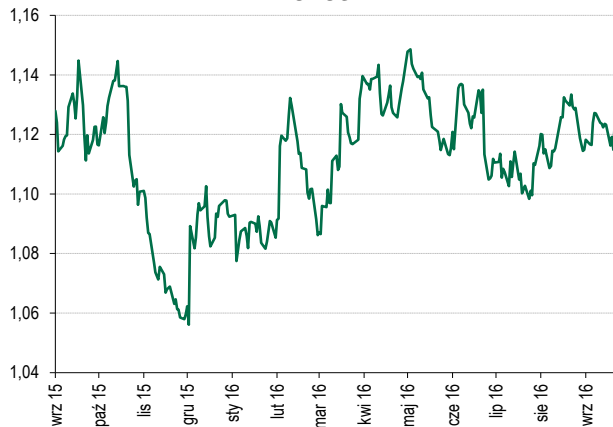
EURPLN i produkcja przemysłowa



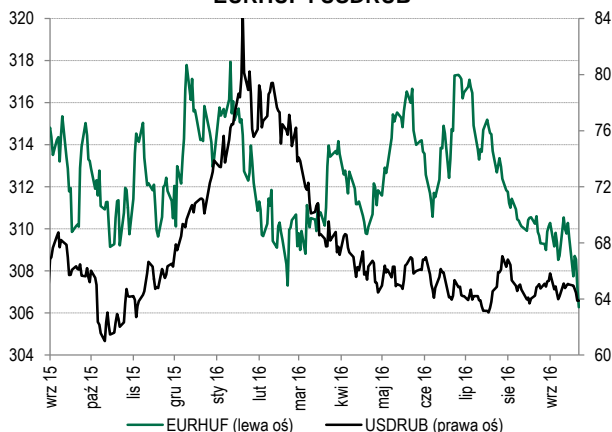
USDPLN i GBPPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



Złoty zyskuje, ale trend może się wkrótce zatrzymać

Wynik ubiegłotygodniowego posiedzenia FOMC zainicjował impuls aprecjacyjny złotego, który umocnił się względem euro, dolara i funta brytyjskiego. Kurs EURPLN spadł do 4,27 osiągając nowe wrześniowe minimum, jednak na koniec tygodnia odnotowano realizację zysków i kurs powrócił do poziomu 4,29.

W tym tygodniu poznamy dużo danych z USA i pojawią się wypowiedzi wielu bankierów centralnych (nie tylko z Fed). Po wrześniowej decyzji FOMC wydaje się, że rynek jest zgodny, że stopy Fed pójdą w górę jeszcze w tym roku stopy, a tempo ich podnoszenia w 2017/2018 będzie wolniejsze niż do tej pory oczekiwano. W związku z tym, uważamy, że jeśli dane z USA rozczarują, to mogą mieć większy krótkoterminowy wpływ na rynek niż w sytuacji, gdyby przekroczyłyby oczekiwania. W takim wypadku, waluty z rynków wschodzących, w tym złoty, mogłyby dalej się umacniać.

Nie spodziewamy się jednak, by EURPLN spadł poniżej sierpniowego minimum na ok. 4,25. Uważamy za to, że nadchodzące tygodnie pokażą, że polski wzrost gospodarczy jest poniżej oczekiwań, a w krótkim czasie uwaga inwestorów może skupić się na kwestiach politycznych związanych ze zmianami w rządzie.

Trwająca fala spadkowa EURPLN jest już podobnej długości do impulsu z pierwszego tygodnia września, więc mógłby to być dobry moment na jej odwrócenie.

EURUSD w górę, ale wciąż bez przełomu

Kurs EURUSD wzrósł gwałtownie w reakcji na wydzwięk posiedzenia FOMC bowiem ważniejsze od prawdopodobnej jeszcze w tym roku podwyżki stóp Fed było obniżenie tempa planowanych kolejnych podwyżek w latach 2017/2018. Euro zyskało, ale kurs nie zdołał przebić maksimum z poprzedniego piątku na ok. 1,125.

W tym tygodniu poznamy sporo ważnych danych z USA oraz wypowiadać się będzie wielu bankierów centralnych z EBC, SNB oraz Fed. Kwestia zmiany perspektyw polityki pieniężnej mogą ponownie wzmocnić wahania. Kurs EURUSD po raz kolejny nie zdołał spaść poniżej 1,115, więc sądzimy, że w tym tygodniu pozostanie powyżej tego poziomu. Z drugiej strony, potencjał do wzrostu ogranicza strefa 1,13-1,135.

Co ciekawe, wygląda na to, że zmienność EURUSD spadła po brytyjskim referendum i kurs w dalszym ciągu porusza się w przedziale wahań wyznaczonym przez dzień ogłoszenia jego wyników.

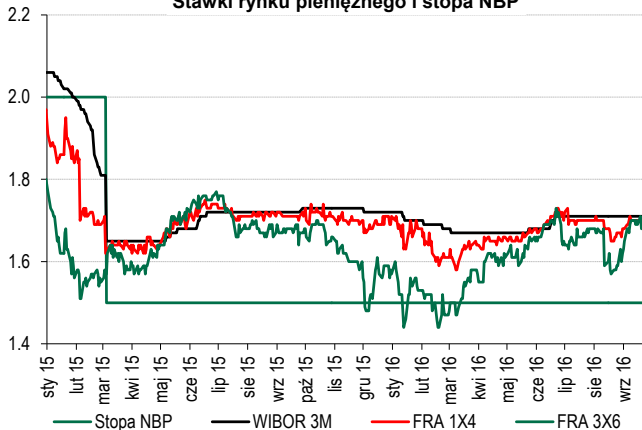
Gołębie MNB i FOMC kluczowe dla forinta

Zgodnie z oczekiwaniami, bank centralny Węgier utrzymał stopy bez zmian, główna nadal wynosi 0,90%. Jednocześnie, bank obniżył wartość przyjmowanych depozytów do 900 mld HUF z 1,6 bln HUF, co oznacza, że więcej gotówki może się znaleźć na rynku. Decyzja ta została przez rynek odczytana jako gołębia, co miało negatywny wpływ na forinta. Efekt ten był jednak tylko przejściowy i szybko zneutralizowany przez wydzwięk posiedzenia FOMC. W efekcie, na koniec tygodnia EURHUF ustanowił nowe tegoroczne minimum na ok. 305.

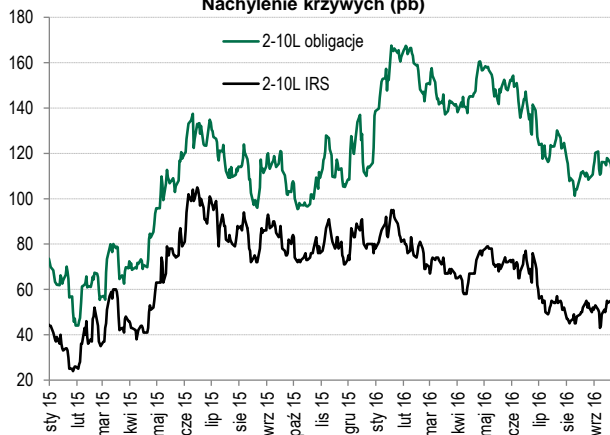
Bank Węgier przedstawił nowe prognozy inflacji, które na ten i przyszły rok zostały obniżone – do 0,4% z 0,5% na ten rok i do 2,3% z 2,6% na 2017. Prognozy PKB nie zmieniły się – bank oczekuje wzrostu gospodarczego w tempie 2,8% w 2016 oraz 3,0% w 2017.

Rynek stopy procentowej – Ciekawy tydzień przed nami

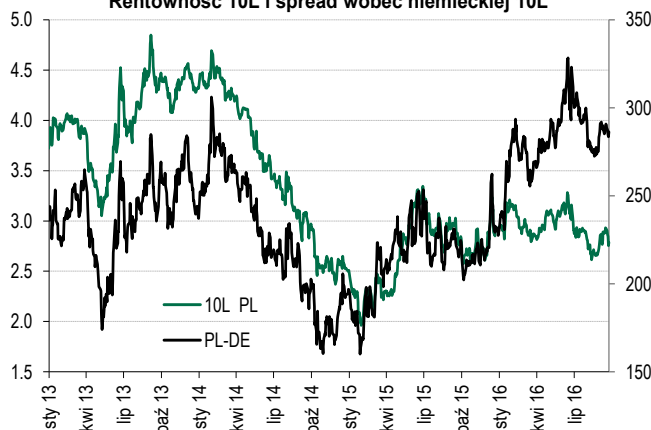
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



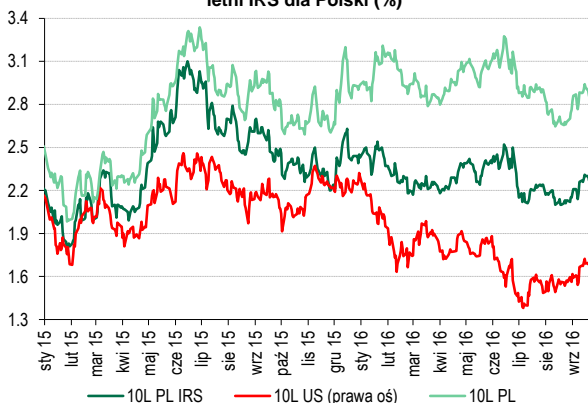
Nachylenie krzywych (pb)



Rentowność 10L i spread wobec niemieckiej 10L



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



Znaczące umocnienie po Fed

W minionym tygodniu krajowy dług zyskał znacząco, w ślad za rynkiem globalnym. Spadki rentowności/stawek IRS były wynikiem decyzji FOMC o utrzymaniu stóp na niezmiennym poziomie a także obniżenia ścieżki przyszłych stóp Fed, co zostało odebrane jako gołębi sygnał. W konsekwencji rentowność niemieckiej 10-latki spadła o 8 pb, do poziomu sprzed decyzji EBC dwa tygodnie temu. W tym samym czasie rentowność krajowej 10-latki obniżyła się o 10 pb do 2,76%, najniższej od końca sierpnia. Krajowy rynek stopy wspierany był również przez dobre wyniki aukcji zamiany (szczegóły poniżej). Zapowiedź przez premier Beatę Szydło zmian w rządzie dała impuls do realizacji zysków na koniec tygodnia.

Krzywa rentowności spłaszczyła się istotnie, gdyż środek i długi koniec krzywej zyskały mocniej niż krótki koniec. Co więcej, dług zyskał mocniej niż IRS, co spowodowało zawężenie asset swap spreadów, w szczególności w sektorze 10L. Premia za ryzyko dla polskich aktywów nieco się zmniejszyła, o czym świadczy zawężenie spreadu wobec Bundów.

Na rynku pieniężnym stawki FRA wahały się, podczas gdy stawki WIBOR pozostały stabilne. W ślad za zamianami na rynku IRS, stawki FRA spadły znacząco po posiedzeniu FOMC, co w konsekwencji obniżyło implikowaną przez FRA ścieżkę WIBOR 3M.

Publikacje danych makro, zmiany w polskim rządzie ...

Przed nami ciekawy tydzień z publikacjami makro i istotnymi wydarzeniami. Inwestorzy będą oczekiwali na zmiany w rządzie, zapowiedziane w piątek przez premier Beatę Szydło. Reakcja rynku będzie zależała od tego w których resortach nastąpią te zmiany (np. Ministerstwo Finansów) i kto zastąpi ustępujących ministrów. Niepewność związana z tymi zmianami zwiększy zmienność na rynku, głównie na długim końcu krzywych.

W tym tygodniu poznamy też wstępną inflację CPI za wrzesień. Spodziewamy się istotnego odbicia w porównaniu do poprzedniego miesiąca. Jeśli nasze oczekiwania się sprawdzą oczekujemy osłabienia na rynku FRA oraz na krótkim końcu krzywych.

W centrum uwagi znajdują się także publikacje danych z USA, oraz wypowiedzi bankierów centralnych. Po wrześniowym posiedzeniu Fed inwestorzy oczekują podwyżki stóp w dalszej części roku. W związku z tym, oczekujemy, że rynek zareaguje tylko na dane, które będą znacząco odbiegały od konsensusu.

... i plan emisji długu na IV kw. w centrum uwagi

Ministerstwo Finansów z sukcesem uplasowało obligacje (5-letni benchmark PS0721 i obligacje zmiennokuponowe WZ0120 i WZ0126) w ramach aukcji zamiany. Wartość sprzedaży wyniosła 12,7 mld zł, w tym ok. 6 mld zł pochodziło ze sprzedaży PS0721. W naszej ocenie, krajowe banki i zagranica dominowali na aukcji. Szacujemy, że po wrześniu tegoroczne potrzeby pożyczkowe (182,7 mld zł) są już pokryte w ok. 90%.

Na koniec tygodnia poznamy plan emisji długu w IV kw. Spodziewamy się, że łączna podaż będzie zbliżona do sprzedaży w III kw. (ok. 28 mld zł) i gros oferty będzie przypadające na październik. To wiąże się z sytuacją płynnościową – w przyszłym miesiącu na rynek wpłynie łącznie 21,1 mld zł z wykupu PS1016 i płatności odsetkowych (serie DS). Co więcej, wysoka oferta w IV kw. to efekt planów Ministerstwa Finansów, zakładających prefinansowanie potrzeb pożyczkowych na 2017 r. (178,5 mld zł) na poziomie ok. 20%.

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