

TYGODNIK EKONOMICZNY

3 – 9 października 2016

Nastroje na rynkach finansowych były dość pozytywne na początku tygodnia dzięki gołębemu przesłaniu z posiedzenia Fed i dobrym danym makro z Niemiec i strefy euro. Jednak później optymizmowi zaszkodziły obawy o Deutsche Bank. Kurs akcji największego niemieckiego banku załamał się po tym, gdy Angela Merkel wykluczyła pomoc rządową dla tej instytucji. Później niektóre fundusze inwestycyjne podjęły decyzję o zmniejszeniu swojej ekspozycji na ten bank, dodatkowo wzmagając obawy, że Deutsche Bank może wpaść w poważne tarapaty. W Polsce zmiany w rządzie były najbardziej oczekiwanym wydarzeniem tygodnia. Minister finansów Paweł Szałamacha został zastąpiony przez Mateusza Morawieckiego, który pokieruje teraz jednocześnie dwoma resortami – finansów i rozwoju. Takie połączenie funkcji może być nie lada wyzwaniem (biorąc pod uwagę widoczną presję na przyśpieszenie wzrostu gospodarczego), jednak wygląda na to, że strategia utrzymywania deficytu poniżej 3% PKB pozostanie jednym z priorytetów „superministra”, więc zmiana w rządzie powinna być dla rynków neutralna.

Kalendarz na ten tydzień jest bogaty. Ostateczny PMI dla strefy euro i Niemiec oraz produkcja i zamówienia przemysłowe w Niemczech będą ważne w kontekście oczekiwań co do wzrostu w Europie, ale także dla perspektyw polskiego eksportu. Dane z USA – zwłaszcza z rynku pracy – będą miały wpływ na oczekiwania co do polityki pieniężnej w USA. Inwestorzy obecnie wyceniają 50% szans na podwyżkę stóp Fed w grudniu. W Polsce zobaczymy wskaźnik PMI dla przetwórstwa, który naszym zdaniem może potwierdzić, że nie ma co oczekiwać ożywienia wzrostu w III kw. Posiedzenie RPP prawdopodobnie nie wniesie wiele nowego, a stopy pozostaną stabilne.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (3 października)							
9:00	PL	PMI – przemysł	IX	pkt	52,1	51,0	51,5
9:55	GE	PMI – przemysł	IX	pkt	54,3	-	53,6
10:00	EZ	PMI – przemysł	IX	pkt	52,6	-	51,7
16:00	US	ISM – przemysł	IX	pkt	50,2	-	49,4
WTOREK (4 października)							
Brak publikacji ważnych danych							
ŚRODA (5 października)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50	1,50
9:55	GE	PMI – usługi	IX	pkt	50,6	-	51,7
10:00	EZ	PMI – usługi	IX	pkt	52,1	-	52,8
14:15	US	Raport ADP	IX	tys.	160	-	177
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VIII	% m/m	-0,5	-	1,9
16:00	US	ISM – usługi	IX	pkt	53,0	-	51,4
CZWARTEK (6 października)							
8:00	GE	Zamówienia przemysłowe	VIII	% m/m	0,3	-	0,2
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	254
PIĄTEK (7 października)							
8:00	GE	Produkcja przemysłowa	VIII	% m/m	0,9	-	-1,5
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	8,3	-	-14,1
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	IX	tys.	175	-	151
14:30	US	Stopa bezrobocia	IX	%	4,9	-	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 Luzziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

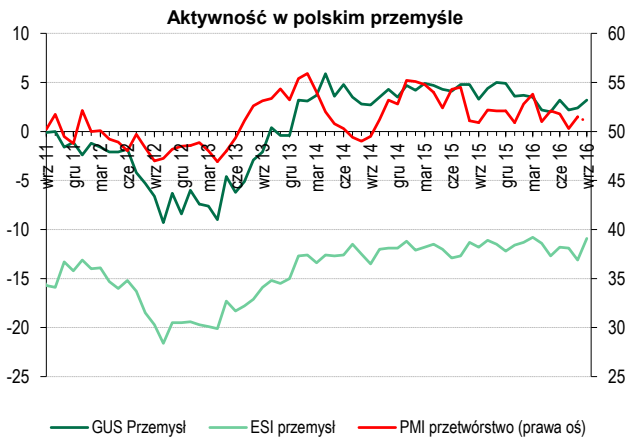
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

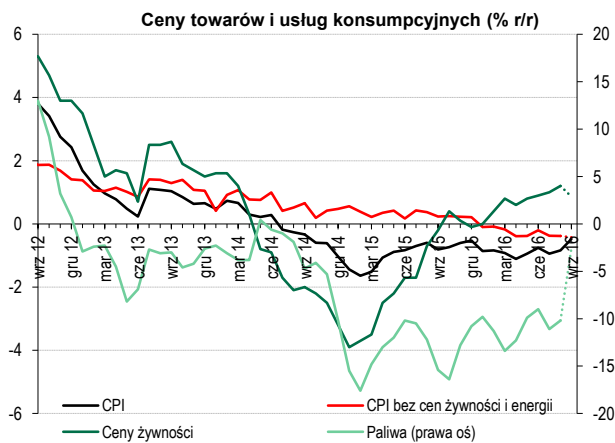
Wydarzenia nowego tygodnia – PMI w przetwórstwie i posiedzenie RPP



▪ Spodziewamy się nieznacznego obniżenia wartości indeksu PMI we wrześniu. Wprawdzie inne wskaźniki koniunktury dla Polski oraz PMI dla strefy euro i Niemiec poszły w górę, ale naszym zdaniem odbicie w sierpniu (do 51,5 z 50,3) było nieco przesadzone, a zatem możliwa jest korekta w dół. W każdym razie, PMI pozostanie na poziomie sugerującym brak przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Naszym zdaniem wzrost PKB będzie poniżej 3% r/r w III kw.

▪ Posiedzenie RPP w październiku nie przyniesie wiele nowego, a stopy pozostaną stabilne. Przypominamy, że ostatnio RPP zaakceptowała założenia polityki pieniężnej na 2017 r., ale w dokumencie tym nie zawarto istotnych zmian. Cel inflacyjny pozostał na poziomie 2,5% z akceptowanymi odchyleniami ± 1 punkt procentowy, ale Rada zaakceptowała elastyczność w reagowaniu na odchylenia inflacji od celu (m.in. by wspierać stabilność systemu finansowego).

Ostatni tydzień w gospodarce – CPI w górę, ale nadal poniżej prognoz

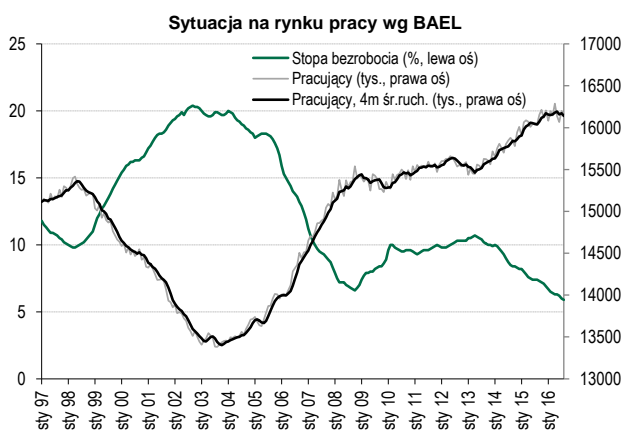


▪ Wstępna inflacja we wrześniu znowu była niższa od prognoz i wyniosła $-0,5\%$ r/r. Nie znamy na razie szczegółów. Stopę inflacji podwyższyły efekty niskiej bazy w trzech kategoriach: w cenach paliw, prądu i rekreacji. Co więcej, wg naszych szacunków we wrześniu tego roku wyraźnie rosły ceny żywności i paliw. Z drugiej strony, ujemnie na CPI wpłynęło zapewne wprowadzenie darmowych leków dla seniorów – skali wpływu tego czynnika prawdopodobnie nie doceniliśmy. W sumie, inflacja zaczęła piąć się w górę (z $-0,8\%$ r/r w sierpniu) i w kolejnych miesiącach ten trend będzie pewnie utrzymany. Deflacja może się zakończyć w grudniu, a w styczniu możliwy jest dość znaczny skok CPI (do ok. 1% r/r) za sprawą kumulacji podwyżek i opłat na początku roku i kolejnego silnego efektu niskiej bazy.

▪ Według wyników badania BAEL, odsezonowana stopa bezrobocia spadła w sierpniu do $5,9\%$, nowego najniższego poziomu w historii, jednocześnie dane sugerują, że wzrostowy trend zatrudnienia uległ spowolnieniu.

▪ Minister finansów Paweł Szałamacha podał się do dymisji. Wicepremier M. Morawiecki będzie nie tylko nadzorował ministerstwa finansów i rozwoju, ale również przewodnił nowemu Komitetowi Ekonomicznemu Rady Ministrów, odpowiedzialnemu za koordynację polityki gospodarczej.

▪ Centrum Informacyjne Rządu podało, że w przyjętym w środę projekcie budżetu podwyższono planowane dochody o $1,1$ mld zł i w podobnej skali zwiększono wydatki, dzięki czemu deficyt pozostał bez zmian. Nie znamy na razie uzasadnienia zmian, ale biorąc pod uwagę ambitne, naszym zdaniem, założenia makro (wzrost PKB o $3,6\%$, nasza prognoza $2,9\%$) oraz m.in. wątpliwości KE w sprawie podatku handlowego, taki ruch wydaje się ryzykowny.



Cytat tygodnia – Mamy większe oczekiwania co do wzrostu

Beata Szydło, premier RP, 29 września, PAP, TVP Info

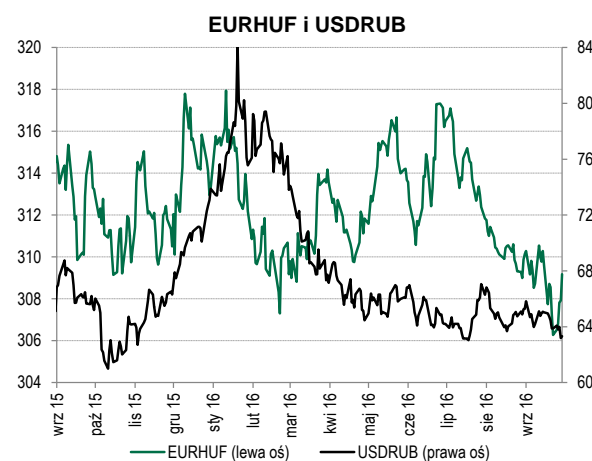
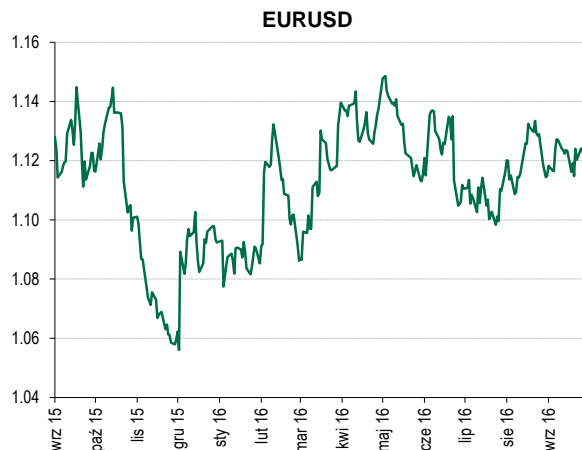
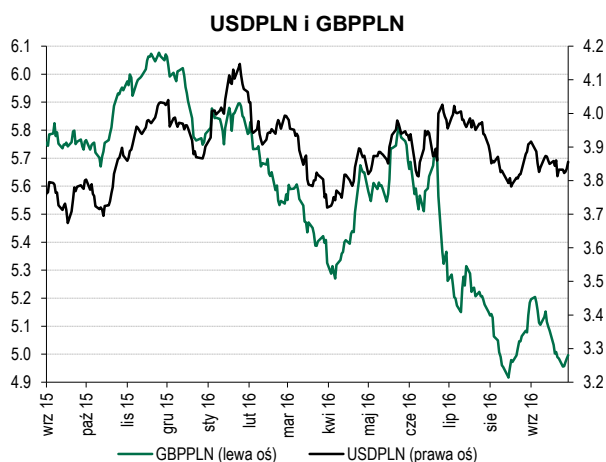
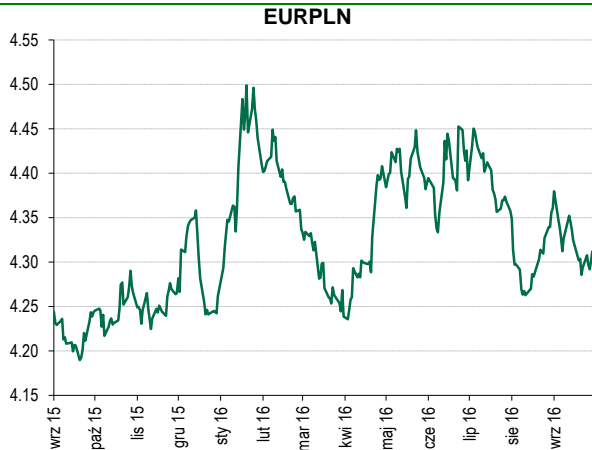
Wicepremier Morawiecki musi zastanowić się, gdzie znaleźć środki by doinwestować polską energetykę, jak rozwiązać problem górnictwa, co zrobić, żeby ceny prądu nie rosły. Mamy większe oczekiwania, jeżeli chodzi o dochody budżetowe o skalę rozwoju, to jest między innymi powód dla którego powstaje Komitet Ekonomiczny.

Mateusz Morawiecki, minister rozwoju i finansów, 29 września, PAP

Chciałbym oczywiście zadeklarować stabilność finansów publicznych. (...) Ten budżet (na 2017 r.) zakłada utrzymanie deficytu poniżej 3% (...) i to jest również moje zobowiązanie, żeby nie przekraczając tego budżetu (...) wypełnić obietnice wyborcze PiS.

Zmiany w rządzie oznaczają wzmocnienie pozycji Mateusza Morawieckiego w rządzie, ale też przerzucenie na niego pełnej odpowiedzialności za powodzenie polityki gospodarczej. Premier Szydło powiedziała, że rząd ma „większe oczekiwania, jeżeli chodzi o dochody budżetowe i o skalę rozwoju”. Oznacza to spore wyzwanie dla „superministra” jako że pilnowanie dyscypliny finansów publicznych może być trudno pogodzić ze wspieraniem wzrostu (przynajmniej w krótkim terminie), zwłaszcza w sytuacji, gdy wyniki gospodarki rozczarowują (naszym zdaniem wzrost PKB może spowolnić poniżej 3% w III kw. 2016), a otoczenie zewnętrzne nie sprzyja. Mimo to, zakładamy, że zobowiązanie do utrzymywania deficytu finansów publicznych poniżej 3% PKB pozostanie w mocy – co zresztą minister Morawiecki wyraźnie podkreślił – więc zmiana w rządzie powinna być dla rynków neutralna.

Rynek walutowy – Dane z USA ponownie w centrum uwagi

**Złoty słabszy ze względu na awersję do ryzyka**

W minionym tygodniu rynek walutowy pozostawał dość zmienny. W pierwszej części tygodnia złoty umocnił się dość wyraźnie wobec głównych walut, w tym do 4,27 za euro, najniższego poziomu od połowy sierpnia. Jednak informacje o zmianach w rządzie dały impuls do realizacji zysków, a osłabienie złotego pogłębiło się w wyniku wzrostu awersji do ryzyka (efekt obaw, że problemy Deutsche Bank przełożą się na sektor finansowy globalnie). W efekcie kurs EUR/PLN wzrósł do prawie 4,32 (najwyżej od połowy września), ale miesiąc zakończył w okolicach 4,30. Wzrost awersji do ryzyka pchnął USD/PLN powyżej 3,86 w wyniku spadku EUR/USD w związku ze wzrostem popytu na bezpieczne aktywa.

W tym tygodniu będzie wiele publikacji danych makro z Polski i ze świata oraz istotnych wydarzeń. Nieznaczny spadek wskaźników wyprzedzających (spodziewamy się spadku indeksu PMI dla polskiego sektora przemysłowego) może być negatywnym czynnikiem dla złotego. Z drugiej strony lekko jastrzębia retoryka RPP powinna zneutralizować ten efekt. Czynniki globalne, w tym miesięczne dane z rynku pracy w USA również znajdują się w centrum uwagi inwestorów. Sądzymy, że rynek mocniej zareaguje na słabszy odczyt tych danych. To może dać impuls do odrealizowania złotego. W oczekiwaniu na te publikacje spodziewamy się, że EUR/PLN pozostanie w przedziale 4,27-4,36, kształtując się bliżej środka tego przedziału wahań. W kolejnych tygodniach widzimy ryzyko, że EUR/PLN będzie podążał w kierunku górnego ograniczenia tego przedziału.

EUR/USD blisko 1.12 w oczekiwaniu na dane z USA

Kurs EUR/USD wzrósł tymczasowo do 1,128 mimo zwiększonej awersji do ryzyka. To wynikało z lepszych od oczekiwań danych z Niemiec oraz niepewności odnośnie wyników debaty prezydenckiej w USA. Jednakże dolar zyskał dość znacząco na koniec tygodnia, niwelując większość wcześniejszych strat, w wyniku wzrostu popytu na bezpieczne aktywa (w tym na amerykańską walutę).

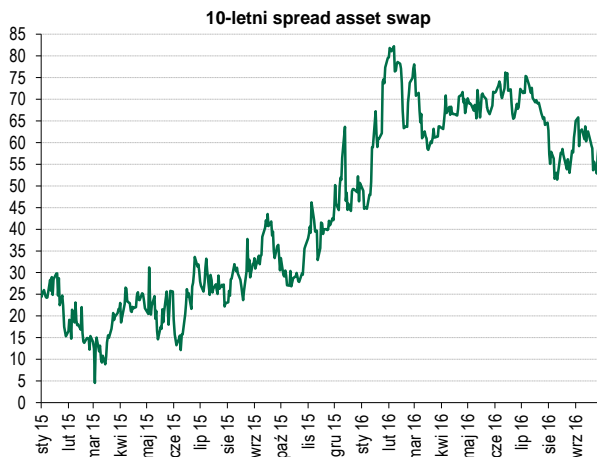
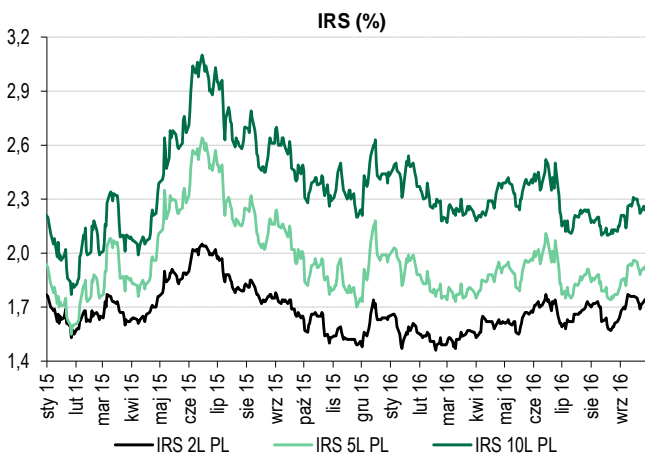
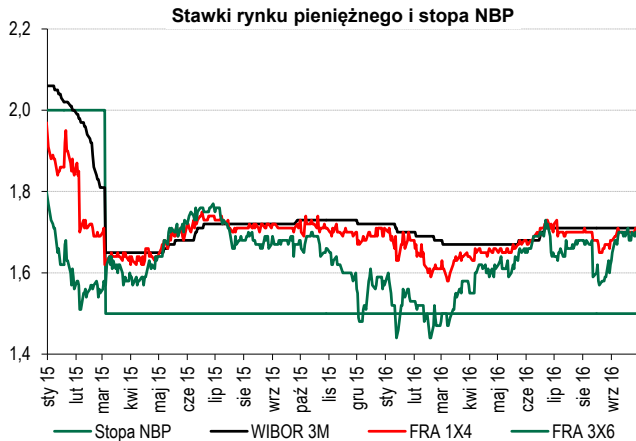
W tym tygodniu inwestorzy ponownie skierują swoją uwagę w stronę danych z USA (głównie publikacji indeksu ISM i wrześniowych danych z rynku pracy). Silne dane będą wsparciem dla naszych oczekiwań, że Fed zdecyduje się na podwyżkę stóp w grudniu. Ten czynnik w połączeniu z przedłużającą się awersją do ryzyka może pchnąć kurs EUR/USD w kierunku istotnego wsparcia na 1,11.

Mieszany obraz rynków walutowych CEE

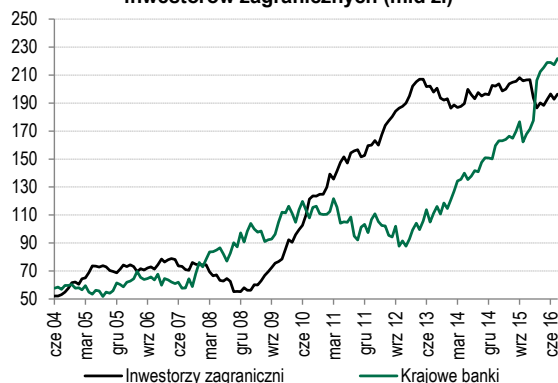
Sytuacja na pozostałych rynkach walutowych Europy Środkowo-Wschodniej (CEE) była zróżnicowana w minionym tygodniu. Podczas gdy czeska korona i rubel pozostawały względnie stabilne, to forint stracił dość mocno na wroście awersji do ryzyka i w oczekiwaniu na wyniki referendum ws. obowiązkowych kwot imigrantów zaplanowanego na 2 października. W rezultacie EUR/HUF wzrósł do prawie 310, najwyższego poziomu od ponad dwóch tygodni. Spadek cen ropy negatywnie wpłynął na kwotowania rubla na koniec tygodnia, niemniej USD/RUB był niższy niż tydzień wcześniej.

Czynniki globalne pozostaną kluczowe dla notowań walut CEE. Odczyty indeksów PMI dla Węgier i Rosji ogólnie charakteryzują się większą zmiennością, dlatego ich publikacja może mieć ograniczony wpływ na wycenę HUF i RUB. Niemniej, na początku tygodnia notowania HUF będą pod wpływem wyników referendum, a jeśli Węgrzy opowiedzą się za "Nie" forint ponownie znajdzie się pod presją. Dane z USA również będą kluczowe dla wyceny HUF w krótkim terminie. Rubel pozostanie pod wpływem cen ropy naftowej – ważne poziomy dla USD/RUB to 63 oraz 67.

Rynek stopy procentowej – Niewielki potencjał do wzrostu stawek



Polskie rynkowe, złotowe obligacje w posiadaniu krajowych banków i inwestorów zagranicznych (mld zł)



Polskie i zagraniczne czynniki pchają stawki w górę

W zeszłym tygodniu rynkowe stopy wzrosły znacznie, głównie w przypadku obligacji, które radziły sobie gorzej niż dług z innych rynków europejskich. Głównym czynnikiem pchającym IRS i rentowności w górę były solidne dane z USA, niepewność związana ze zmianami w polskim rządzie, wypowiedź Hardta z RPP, który powiedział, że nadal nie widzi potrzeby obniżek stóp oraz wstępna wrześnieowa inflacja, która wyraźnie odbiła. 10-letni spread do Bunda wzrósł powyżej 300pb pierwszy raz od połowy lipca.

W efekcie, 2-letni IRS wzrósł o 2 pb do 1,73%, 5- i 10-letni o 4-5 pb do odpowiednio ok. 1,95% i prawie 2,30%. Spread asset swap rozszerzył się o 6-8 pb dla 5 i 10 lat. Obie krzywe wystromiły się, głównie w segmencie 2-10 i 2-5.

Stawki FRA podążały za rynkiem IRS i dalej nie wyceniają zmian stóp NBP w najbliższych 21 miesiącach. WIBOR-y 1-12M nie zmieniły się w zeszłym tygodniu.

Polskie banki i nierezydenci kupują polskie obligacje

Ministerstwo Finansów podało, że w IV kw. na 3-4 aukcjach standardowych i 1-2 zamiany planuje wyemitować obligacje za 14-28 mld zł. W październiku sprzedaż ma wynieść 8-16 mld zł. W tym tygodniu resort zaoferuje OK1018 i DS0727 za łączną kwotę 3-6 mld zł. Wiceminister finansów powiedział, że na koniec III kw. tegoroczne potrzeby pożyczkowe były pokryte w 91%.

Według najnowszych danych Ministerstwa Finansów, w sierpniu nierezydenci kupili polskie, rynkowe, złotowe obligacje za 3,6 mld zł (wartości nominalne), neutralizując odpływ z lipca. Po stronie inwestorów zagranicznych najbardziej aktywne były fundusze inwestycyjne, które kupiły dług za 1,6 mld zł. Banki komercyjne oraz centralne nieco zredukowały zaangażowanie o odpowiednio 406 mln zł oraz 128 mln zł. Pod względem geograficznym największe zakupy poczyniły jednostki ze strefy euro i Ameryki Północnej (ok. +1,1 mld zł w obu przypadkach), podczas gdy gracze z Azji (bez Bliskiego Wschodu) sprzedali polskie obligacje o nominalnej wartości 400 mln zł.

Znaczny przyrost posiadania zanotowano też w przypadku polskich banków, które zwiększyły stan posiadania o 4,4 mld zł w stosunku do lipca i w wyniku największego miesięcznego przyrostu od marca, wartość ich portfela osiągnęła nowy rekord na ok. 221,7 mld zł.

Niewielki potencjał do wzrostu stawek

W tym tygodniu poznamy wrześnieowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA oraz indeks ISM dla przemysłu. Obok danych pojawią się także wypowiedzi członków FOMC. Rynek nie wycenia w pełni grudniowej podwyżki stóp Fed (ok. 50% szans na podwyżkę o 25 pb wg Bloomberg), niemniej uważamy, że fakt, że wydarzy się to raczej prędzej niż później sprawia, że rynek jest bardziej wrażliwy na dane słabsze od konsensusu niż na odczyty wskazujące na dobrą formę amerykańskiej gospodarki.

W minionym tygodniu polskie rynkowe stawki wzrosły i rentowności 10-latki odbiła powyżej 2,90% zbliżając się do strefy oporu 2,95-3,0% ograniczającej potencjał do wzrostów od połowy lipca. Uważamy, że w świecie ultra niskich stóp procentowych, polskie obligacje z rentownością zbliżonym do 3% mogą być postrzegane jako atrakcyjne aktywo, dlatego też sądzimy, że potencjał wzrostu polskich rentowności/IRS, przynajmniej na obecną chwilę, jest ograniczony. Taki scenariusz możliwy jest jednak jedynie wtedy gdy nie dojdzie do znaczącego pogorszenia nastroju na globalnych rynkach, które mogłyby wynikać np. z obaw o niemiecki sektor bankowy.

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