

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 10 - 16 października 2016

Europejskie indeksy aktywności ekonomicznej w dalszym ciągu utrzymują się na przyzwoitych poziomach mimo perspektywy Brexitu. Zostało to też odzwierciedlone w polskim PMI dla przemysłu za wrzesień, który zaskoczył w górę. Indeksy ISM dla USA też przekroczyły prognozy, co miało pozytywny wpływ na dolara i pchnęło rentowności na globalnym rynku w górę. Innym czynnikiem pchającym stawki rynkowe w górę, także w Polsce, były medialne spekulacje, że EBC może ograniczyć swój program skupów aktywów wcześniej niż w marcu 2017. Wydzwięk posiedzenia krajowej RPP nie przyniósł żadnych przełomowych informacji, kontrastując z ciekawymi wydarzeniami za granicą. W naszej ocenie, jedynym wartościowym wątkiem były słowa szefa NBP, który powiedział, że stopy procentowe nie wzrosną w 2017, potwierdzając nasz bazowy scenariusz.

W tym tygodniu poznamy niewielką liczbę ważnych danych ze świata i raczej nie będą one w stanie wygenerować kierunkowego trendu, co może skłonić inwestorów do realizacji zysków z ostatniej aprecjacji złotego. Jednocześnie, wypowiedać się będzie wielu bankierów centralnych. Ostatnie komentarze członków FOMC były dość jastrzębie i ten ton może się utrzymać jeśli stopy Fed mają pójść w górę jeszcze w tym roku. Jeśli jednak globalny nastrój uspokoi się, to rentowność polskiej 10-latki powyżej 3% może pobudzić popyt inwestorów i wg nas potencjał do trwalszego wzrostu rynkowych stawek w kraju jest obecnie ograniczony. Jednocześnie, inwestorzy będą szukać wskazówek odnośnie do tego czy plan programu skupu aktywów EBC uległ zmianie.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (10 października)</b>							
8:00	GE	Eksport	VIII	% m/m	2,2	-	-2,6
9:00	CZ	CPI	IX	% r/r	0,6	-	0,6
<b>WTOREK (11 października)</b>							
9:00	HU	CPI	IX	% r/r	0,6	-	-0,1
11:00	GE	Indeks ZEWA	X	pkt.	2,0	-	0,5
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>CPI</b>	<b>IX</b>	<b>% r/r</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>
<b>ŚRODA (12 października)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VIII	% m/m	0,7	-	-1,1
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja bazowa</b>	<b>IX</b>	<b>% r/r</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>
20:00	US	Minutes FOMC	IX				
<b>CZWARTEK (13 października)</b>							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	249
<b>PIĄTEK (14 października)</b>							
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Saldo obrotów bieżących</b>	<b>VIII</b>	<b>mln €</b>	<b>-318</b>	<b>-672</b>	<b>-802</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Eksport</b>	<b>VIII</b>	<b>mln €</b>	<b>13815</b>	<b>14089</b>	<b>13519</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Import</b>	<b>VIII</b>	<b>mln €</b>	<b>13754</b>	<b>14134</b>	<b>13832</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Podaż pieniądza</b>	<b>IX</b>	<b>% r/r</b>	<b>9,5</b>	<b>9,6</b>	<b>10,0</b>
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	IX	% m/m	0,5	-	-0,1
16:00	US	Wstępny Michigan	X	pkt.	92,0	-	91,2

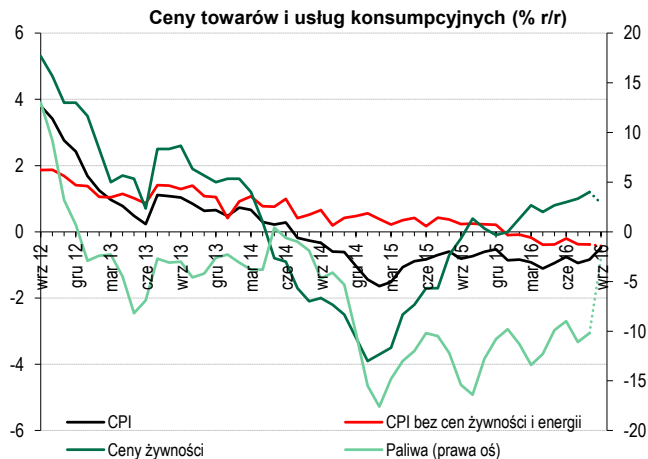
Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

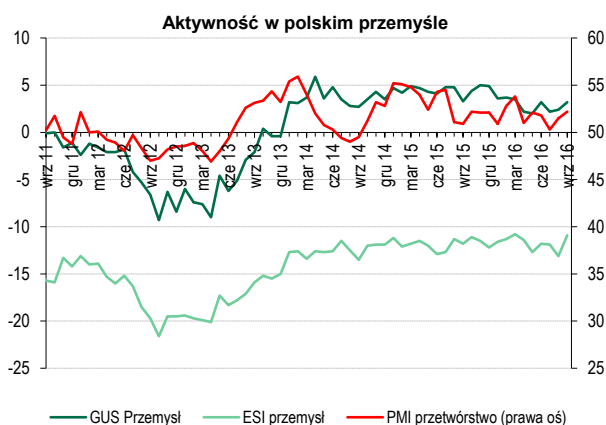
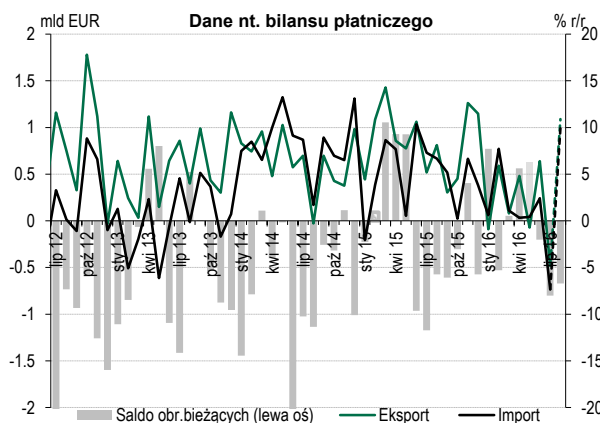
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40  
 email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>  
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Agnieszka Decewicz 22 534 18 86  
 Marcin Luziński 22 534 18 85  
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30  
 Warszawa 22 586 8320/38  
 Wrocław 71 369 9400

**Wydarzenia nowego tygodnia – CPI, bilans płatniczy i podaż pieniądza M3**

- Spodziewamy się, że wrześniowy CPI potwierdzi wstępny odczyt na -0,5% r/r. Przypominamy, że ten odczyt charakteryzował się większą niepewnością niż zwykle ze względu na wprowadzenie darmowych leków dla osób starszych – efekt ten był trudny do oszacowania i chętnie zobaczymy jakie okażą się faktyczne dane. Według naszych prognoz, inflacja bazowa pozostała bez zmian na -0,4% r/r.
- Dane o bilansie płatniczym w sierpniu prawdopodobnie pokażą odbicie wobec lipca dzięki pozytywnemu efektowi dni roboczych oraz dobrym wynikom przemysłu. Eksport to obecnie jedna z kluczowych statystyk dla oceny tempa wzrostu. Ostatnio odbicie w PMI dla Niemiec i Polski pozwala mieć nadzieję, że nie będzie znaczącego spowolnienia tej miary.
- Dane o M3 będą ważne w świetle trendów w depozytach i kredytach, a także pozwolą ocenić efekt programu 500+.

**Ostatni tydzień w gospodarce – PMI w górę, stopy bez zmian**

- Indeks PMI dla polskiego przemysłu zaskoczył na plus rosnąc we wrześniu do 52,2 pkt z 51,5 pkt w sierpniu. Największy wpływ na odbicie miały rosnące najszybciej od marca produkcja oraz nowe zamówienia przemysłowe, głównie eksportowe. Zatrudnienie z kolei rośnie 38 miesięcy z rzędu, ale w tempie najsłabszym od ponad dwóch lat. Indeks PMI dołączył do kilku innych wskaźników koniunktury gospodarczej, które poprawiły się we wrześniu, co sugeruje, że wyniki polskiego przemysłu za ten miesiąc mogą być stosunkowo niezłe. Nadal jednak widzimy ryzyko, że wzrost gospodarczy w III kwartale mógł być nieco poniżej 3% r/r (wstępne dane o PKB pojawią się w połowie listopada).
- RPP nie zmieniła stóp procentowych, stopa referencyjna wciąż wynosi 1,50%. Komunikat po posiedzeniu był podobny do tego we wrześniu, a prezes NBP Adam Glapiński rozpoczął konferencję prasową od słów, że nic ciekawego się nie dzieje. Glapiński powtórzył także, że stopy powinny być stabilne w tym roku i w przyszłym oraz – jeśli nic złego się nie wydarzy – następną decyzją w polityce pieniężnej będzie podwyżka stóp (ale raczej nie wcześniej niż w 2018 r.). Glapiński przyznał, że wzrost gospodarczy w 2016 r. jest nieco niższy niż oczekiwano, ale wierzy, że 2017 r. będzie „doskonały”. Jednocześnie inflacja będzie się pięła w górę (koniec deflacji jeszcze w 2016 r.). Największym zmartwieniem NBP są perspektywy dla inwestycji, ale wg Glapińskiego jest pewne, że w końcu one odbiją, pytanie tylko czy będzie to już na koniec tego roku czy na początku 2017. Ogólnie, przekaz komunikatu i konferencji prasowej był podobny do wrześniowego – RPP nawet nie myśli o luzowaniu polityki. Musielibyśmy zobaczyć naprawdę słabe dane o aktywności ekonomicznej, aby oczekiwania na obniżki stóp odżyły, szczególnie przy stopniowo rosnącej inflacji.

**Cytat tygodnia – Marek Chrzanowski zrezygnował ... znowu****Marek Chrzanowski, członek RPP, 6 października, PAP**

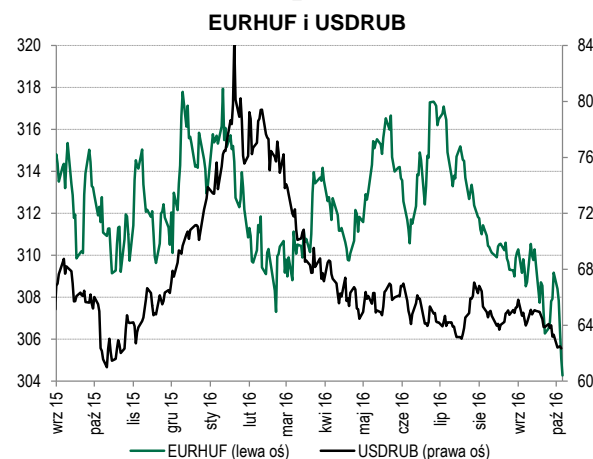
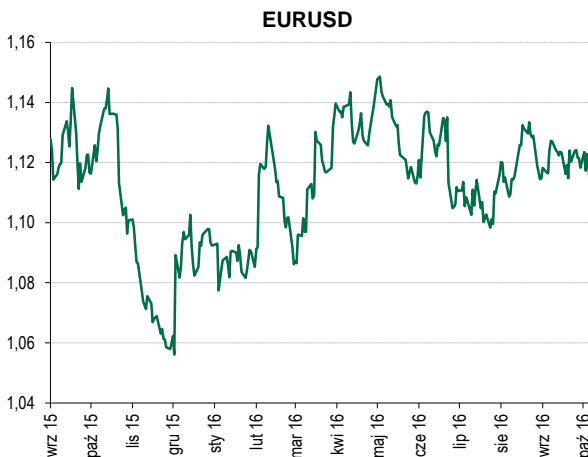
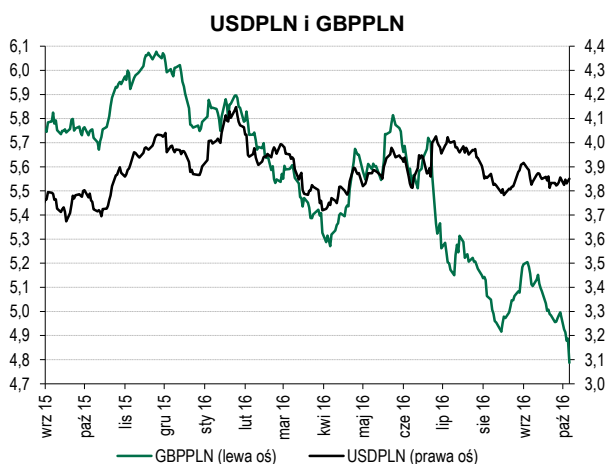
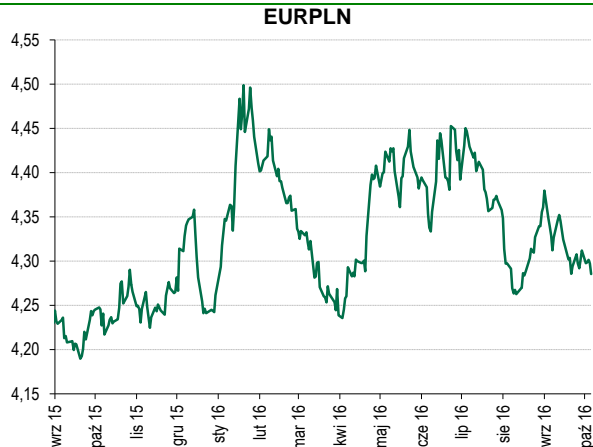
Moje przyczyny są czysto osobiste. Nie są to przyczyny związane z kwestiami służbowymi.

**Adam Glapiński, prezes NBP, 5 października, konferencja RPP**

Przejęcie przez Narodowy Bank Polski kompetencji Komisji Nadzoru Finansowego nastąpi niebawem

Marek Chrzanowski ponownie złożył rezygnację z funkcji członka RPP ze względu na przyczyny osobiste, zaledwie kilkanaście dni po wycofaniu poprzedniej rezygnacji. W czwartek Senat odwołał Chrzanowskiego z funkcji członka Rady Polityki Pieniężnej. Wg szefa Kancelarii Senatu, Jakuba Kowalskiego, w poniedziałek ogłoszony może zostać 14-dniowy termin zgłaszania kandydatów na członka RPP, a finalny wybór może nastąpić na przełomie listopada i grudnia. Wg nas, zmiana w składzie RPP nie będzie miała wpływu na polską politykę pieniężną. W tym tygodniu kończy się kadencja szefa KNF Andrzeja Jakubiaka, niedługo powinniśmy więc poznać nazwiska kandydatów na to stanowisko. Z drugiej strony, wkrótce KNF może zniknąć a jego kompetencje mogą przejść do NBP.

## Rynek walutowy – Czekając na wypowiedzi bankierów centralnych

**EURPLN blisko lokalnego dołka**

Przez większą część zeszłego tygodnia EURPLN wahał się blisko 4,30 i dopiero pod koniec spadł na chwilę do lokalnego dołka na 4,27. USDPLN tymczasem wzrósł lekko do 3,85 w wyniku spadku EURUSD.

Złoty ustabilizował się po wrześniowym umocnieniu i według nas zbliża się istotniejsza korekta. W tym tygodniu poznamy niewielką liczbę nowych danych ze świata i raczej nie będą one w stanie wygenerować kierunkowego trendu, co może skłonić inwestorów do realizacji zysków z ostatnich zmian. Jednocześnie, wypowiedzi się będzie wielu bankierów centralnych. Ostatnie komentarze członków FOMC były dość jastrzębie i ten ton może się utrzymać jeśli stopy Fed mają pójść w górę jeszcze w tym roku.

Miesięczny raport z rynku pracy USA może przesądzić o tym gdzie złoty zakończy tydzień. Rynek oczekuje pewnej poprawy po słabszym odczycie za sierpień i jeśli dane będą mocne, wtedy waluty CEE mogą znaleźć się pod presją.

Pewnym wsparciem dla złotego mogą się wg nas okazać dane o krajowym bilansie płatniczym za sierpień. Nasza prognoza deficytu na rachunku bieżącym jest nieco poniżej konsensusu, ale sądzimy, że deficyt handlowy spadnie dość istotnie w stosunku do lipca, co mogłoby zostać pozytywnie odebrane przez rynek.

**Wkrótce wzrost wahań EUR/USD?**

Na koniec minionego tygodnia EURUSD testował dolne ograniczenie konsolidacji 1,112-1,135, do czego przyczyniły się mocne dane o indeksach ISM dla USA i spekulacje agencji Bloomberg o możliwym ograniczeniu programu skupu aktywów EBC wcześniej niż w marcu 2017. Dane o miesięcznej zmianie zatrudnienia w USA poza rolnictwem mogą przesądzić o tym czy próba wyraźniejszego umocnienia dolara będzie udana.

Zmienność EURUSD spadła po brytyjskim referendum i teraz rynek czeka na kolejny czynnik, który mógłby wygenerować trwalszy ruch. W tym tygodniu głos zabiorą członkowie FOMC i EBC, więc zakres wahań mógłby wzrosnąć, przynajmniej w krótkim terminie. Sądzimy, że jastrzębia retoryka z Fed utrzyma się, co powinno być korzystne dla dolara. Jednocześnie, inwestorzy będą szukać wskazówek odnośnie do tego czy plan programu skupu aktywów EBC uległ zmianie.

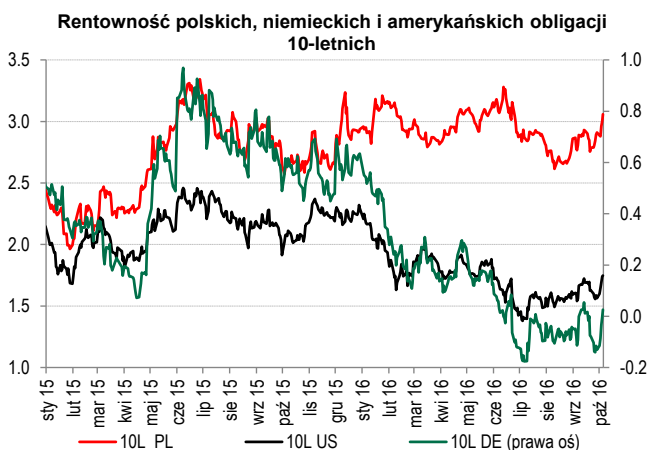
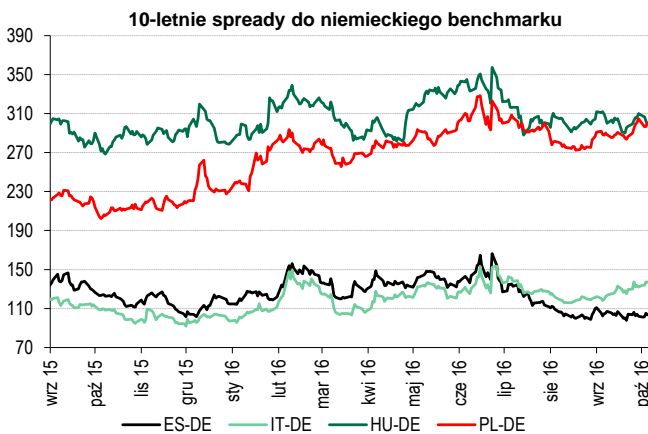
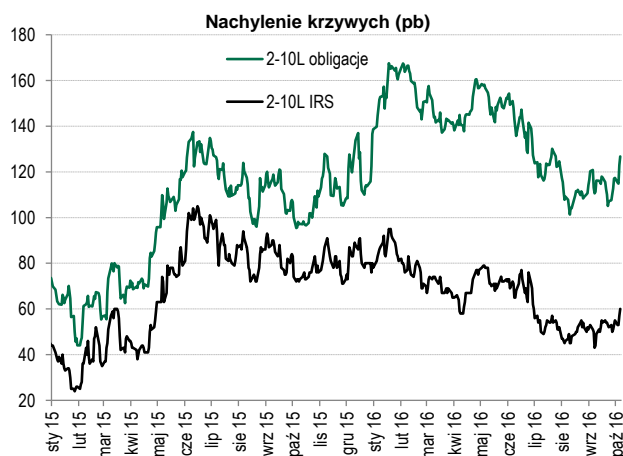
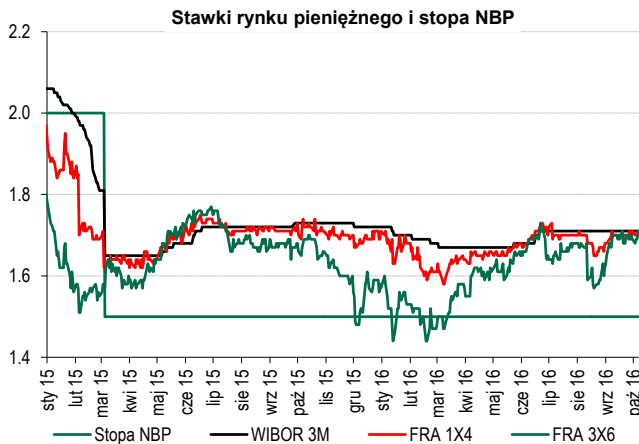
Ważne poziomy poniżej 1,112 to 1,105 (sierpniowy dołek) i 1,095 (minimum z lipca).

**Forint i rubel najmocniejsze w tym roku**

Forint i rubel radziły sobie w tym tygodniu lepiej niż złoty – EURHUF i USDRUB osiągnęły nowe tegoroczne minima na odpowiednio 305 i 62. Na korzyść rubla działały rosnące ceny ropy Brent.

W tym tygodniu w państwach CEE opublikowane zostaną dane inflacyjne. Węgierski roczny CPI jest poniżej zera już od czterech miesięcy i teraz rynek oczekuje dodatkowego odczytu. Wg nas, nawet jeśli inflacja zaskoczy w dół, to wcale nie musi to być czynnik negatywny dla forinta. W drugiej połowie września węgierski bank centralny poluzował politykę pieniężną zwiększając płynność rynku międzybankowego, co miało pozytywny wpływ na tamtejsze obligacje i mogło też tym kanałem umocnić forinta.

## Rynek stopy procentowej – Krajowe aktywa wrażliwe na globalne trendy



## Krajowy dług słabszy w wyniku globalnych czynników

W minionym tygodniu stawki IRS oraz rentowności obligacji wzrosły dość znacząco w wyniku globalnych tendencji. To wynikało głównie z obaw, że EBC może zdecydować o wcześniejszym wyjściu z programu QE. Trend wzrostowy wzmocnił się po lepszych danych z USA, które umocniły oczekiwania na podwyżki stóp przez Fed w tym roku (obecnie prawdopodobieństwo wynosi ponad 63%) oraz po spotkaniu RPP. Dobre wyniki krajowej aukcji długu (szczegóły poniżej) na chwilę dały rynkowi nieco wytchnienia, gdyż negatywne nastroje szybko powróciły. W konsekwencji rentowność 10-latkı wzrosła powyżej 3%, a stawka 10L IRS powyżej 2,40%, co było najwyższymi poziomami od końca czerwca.

W pierwszym tygodniu października środek i długi koniec krzywych straciły najbardziej na pogorszeniu nastrojów na rynkach globalnych. W tym samym czasie krótki koniec krzywych pozostał względnie stabilny. W konsekwencji obie krzywe się wystromiły, w tym spread 2-10L wzrósł do ok. 130 pb dla obligacji i ok. 60 pb dla IRS. Tymczasem premia za ryzyko dla polskich aktywów pozostała dość wysoka, w tym spread wobec niemieckich obligacji dla sektora 10L oscylował wokół 300 pb.

Ministerstwo Finansów z sukcesem uplasowało obligacje na pierwszej aukcji w październiku. Zgłoszony popyt wyniósł ok. 10 mld zł, znacząco przewyższając maksymalny poziom oferty (6 mld zł) i koncentrował się przede wszystkim na nowej 10-latkce DS0727. Resort finansów sprzedał OK1018 i DS0727 za łączną wartość 6,8 mld zł na obu aukcjach regularnej i uzupełniającej. Po tej aukcji szacujemy, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w ok. 94%.

Na rynku pieniężnym stawki FRA wzrosły dość znacząco w ślad za wzrostem stawek IRS. Rynek wciąż nie widzi szans na obniżki stóp w nadchodzących miesiącach, co wpisuje się w scenariusz przedstawiony przez RPP. W tym samym czasie stawki WIBOR pozostały stabilne.

## Czynniki globalne w centrum uwagi

W tym tygodniu będzie sporo publikacji krajowych (dane inflacyjne, bilans płatniczy, podaż pieniądza M3) i zagranicznych (dane inflacyjne w Czechach i na Węgrzech, sporo danych ze strefy euro i USA) danych makro oraz wydarzeń (protokół z posiedzenia FOMC). W naszej ocenie, ostateczny odczyt inflacji za wrzesień będzie raczej neutralny, gdyż wg nas potwierdzi wstępne dane na poziomie -0,5% r/r. Ten fakt z utrzymaniem miar inflacji bazowych blisko historycznych minimów powinien stabilizować krótki koniec krzywych blisko bieżących poziomów.

Ostatnie zmiany na rynku stopy procentowej wyraźnie wskazują, że polski rynek jest bardzo wrażliwy na tendencje globalne. Publikacja wrześniowego raportu z rynku pracy w USA może zainicjować wyraźne wahania za granicą, a tym samym w kraju. Według nas, reakcja na dane z USA może być asymetryczna – osłabienie w wyniku pozytywnej niespodzianki może być mniejsze niż zyski jakie mogą zanotować obligacje kiedy dane rozczarują. Co więcej, w tym tygodniu inwestorzy skoncentrują się na protokole z posiedzenia FOMC i wypowiedziach bankierów centralnych (ECB, Fed). Każdy sygnał, który może wzmocnić oczekiwania na podwyżkę stóp w USA w tym roku, spowoduje wzrost rentowności na rynkach bazowych. W efekcie możemy zobaczyć stopniowy wzrost rentowności krajowej 10-latkı i dalsze stromienie krzywej.

Rentowność benchmarku 10L znajduje się powyżej 3%. Wciąż uważamy, że ten poziom jest atrakcyjny dla inwestorów szukających wysokich stóp zwrotu. Dlatego też poprawa nastrojów globalnie może szybko odwrócić trend obserwowany na krajowym rynku.

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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)