

TYGODNIK EKONOMICZNY

17 - 23 października 2016

Nastroje inwestorów pogorszyły się w minionym tygodniu w wyniku jastrzębiego wydźwięku minutes FOMC i słabych danych o chińskim handlu zagranicznym. W efekcie, waluty CEE straciły pod wpływem spadku popytu na ryzykowne aktywa, a dolar umocnił się. EURPLN wzrósł powyżej 4,31, ale krajowy rynek długu lekko odreagował. Finalna wrześniowa inflacja potwierdziła wstępny szacunek na -0.5% r/r. Dane o bilansie płatniczym za sierpień rozczarowały wyższym od oczekiwań deficytem na rachunku obrotów bieżących. Dane te potwierdziły nasze oczekiwania, że w III kw. PKB rósł wolniej niż 3% r/r.

Nadchodzący tydzień pełen jest ważnych publikacji i wydarzeń, szczególnie krajowych danych o aktywności ekonomicznej (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna). Wg nas, dane będą miały mieszany wydźwięk (silna produkcja przemysłu, słaba budowlanka, stabilna sprzedaż detaliczna), więc dla złotego będą one raczej neutralne lub lekko pozytywne, jeśli potwierdzi się wzrost produkcji. Jednakże mogą one wygenerować wzrost stawek FRA i krótkiego końca krzywej. Negatywny wpływ na krajowe aktywa wywrzeć może parlamentarna dyskusja nt. konwersji kredytów walutowych. Odnośnie czynników zewnętrznych, w centrum uwagi będzie posiedzenie EBC, szczególnie w kontekście niedawnych doniesień agencji Bloomberg o możliwym wcześniejszym ograniczeniu programu skupu aktywów. Wg nas EBC nie podejmie żadnych nowych decyzji, co jest zgodne z oczekiwaniami rynku. Sądzymy, że EURPLN pozostanie w przedziale 4,25-4,32, podczas gdy rynek stopy procentowej będzie podążać za globalnymi trendami.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (17 października)							
11:00	EZ	HICP	IX	% r/r	0,4	-	0,4
15:15	US	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	0,2	-	-0,4
WTOREK (18 października)							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	IX	% r/r	4,5	4,4	4,7
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	IX	% r/r	3,1	3,0	3,1
14:30	US	CPI	IX	% r/r	1,5	-	1,1
ŚRODA (19 października)							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	IX	% r/r	3,6	4,6	7,5
14:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	IX	% r/r	-18,5	-20,9	-20,5
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych	IX	% r/r	7,8	8,0	7,8
14:00	PL	PPI	IX	% r/r	0,2	0,3	-0,1
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	IX	% m/m	2,9	-	-5,8
14:30	US	Pozwolenia na budowę	IX	% m/m	0,9	-	-0,4
20:00	US	Beżowa księga Fed					
CZWARTEK (20 października)							
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,00	-	0,00
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	246
14:30	US	Indeks Philly Fed	X	pkt.	5,0	-	12,8
16:00	US	Sprzedaż domów	IX	% m/m	0,3	-	-0,9
PIĄTEK (21 października)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					

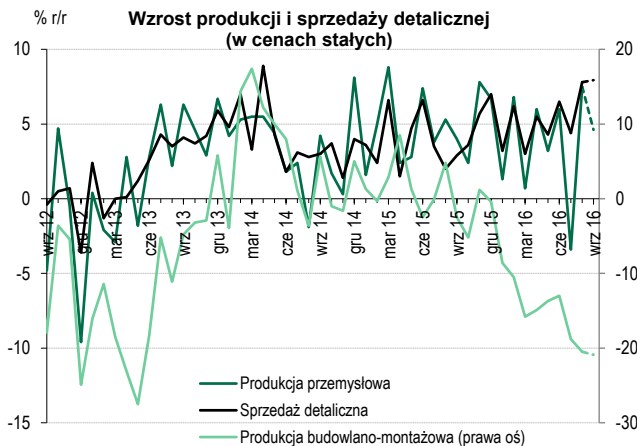
Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

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:

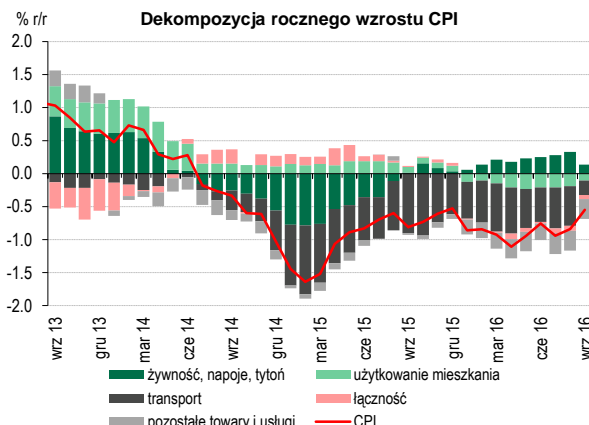
Poznań 61 856 5814/30
 Warszawa 22 586 8320/38
 Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Rynek pracy, produkcja, sprzedaż i minutes RPP

■ Oczekujemy, że zatrudnienie ponownie wzrośnie we wrześniu po nieoczekiwanym spadku w sierpniu. Niemniej jednak roczna dynamika może obniżyć się, gdyż potencjał do wzrostu zatrudnienia wyczerpuje się, w naszej opinii. Wzrost płac może spowolnić nieznacznie, pozostając jednak powyżej 4% r/r.

■ Naszym zdaniem dynamika produkcji przemysłowej nieco spowolni we wrześniu, ze względu na słabszy efekt dni roboczych. Jednak umiarkowany trend wzrostowy produkcji powinien zostać utrzymany. Sprzedaż detaliczna powinna również pokazać dobre wyniki, co będzie m.in. efektem programu 500+. Z drugiej strony, spadek produkcji budowlano-montażowej powinien pozostać znaczący, potwierdzając brak odbicia w inwestycjach w III kw.

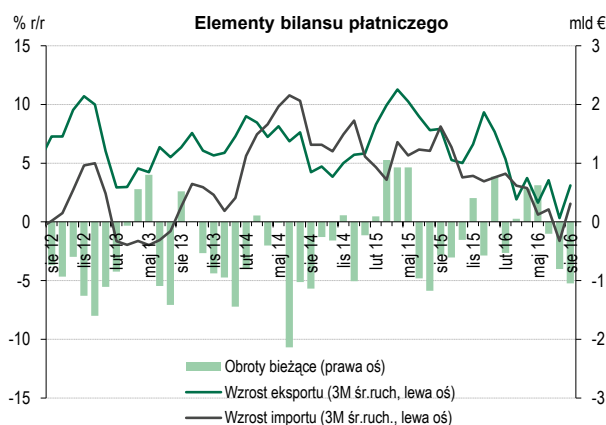
■ Protokół z ostatniego posiedzenia RPP będzie interesujący w kontekście oceny sytuacji gospodarczej przez członków RPP.

Ostatni tydzień w gospodarce – Mniejsza deflacja, eksport nadal rozczarowuje

■ Deflacja we wrześniu zmniejszyła się do -0,5% r/r, zgodnie ze wstępnym szacunkiem i wobec -0,8% r/r w sierpniu. Największym zaskoczeniem były dla nas ceny żywności, które lekko się obniżyły, o 0,2% m/m, co jest niezgodne z wzorcem sezonowym (zwykle po wakacjach żywność nieco drożeje). Naszym zdaniem trend wzrostowy inflacji będzie kontynuowany i jest szansa, że w grudniu dynamika CPI może wyjść na lekki plus, po raz pierwszy po 29 miesiącach deflacji. W styczniu z kolei silne efekty niskiej bazy i podwyżki w niektórych kosztach eksploatacji mieszkań (dostawa wody, elektryczność) mogą pchnąć stopę inflacji w kierunku 1% r/r. W takiej sytuacji Rada Polityki Pieniężnej nie będzie zapewne skłonna myśleć o obniżkach stóp procentowych, o ile tempo wzrostu gospodarczego w III kw. nie okaże się ogromnym rozczarowaniem.

■ Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii pozostała bez zmian na -0,4% r/r.

■ Sierpniowe dane o bilansie płatniczym były naszym zdaniem dość rozczarowujące, pokazując niższy niż się spodziewaliśmy eksport i nieco wyższy import. Roczna dynamika eksportu i importu poprawiła się (do odpowiednio 8,0% i 10,4% r/r), ale poprawa wynikała naszym zdaniem głównie z efektu kalendarzowego i odreagowania słabego lipca. Było to jednak odreagowanie słabsze niż sugerowały dane o wynikach polskiego i niemieckiego przemysłu. Potwierdza to naszą opinię, że wkład eksportu netto do PKB w II połowie roku będzie wyraźnie mniejszy niż w I półroczu. Saldo obrotów bieżących wyniosło w sierpniu -1.05 mld € i był to deficyt wyraźnie większy od prognoz (mediana wg Bloomberg'a -366 mln €). Dane potwierdzają naszym zdaniem, że wzrost PKB w III kwartale był lekko poniżej 3% r/r.

**Cytat tygodnia – Mamy silne spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego****Grażyna Ancyparowicz, członek RPP, 13 października, PAP**

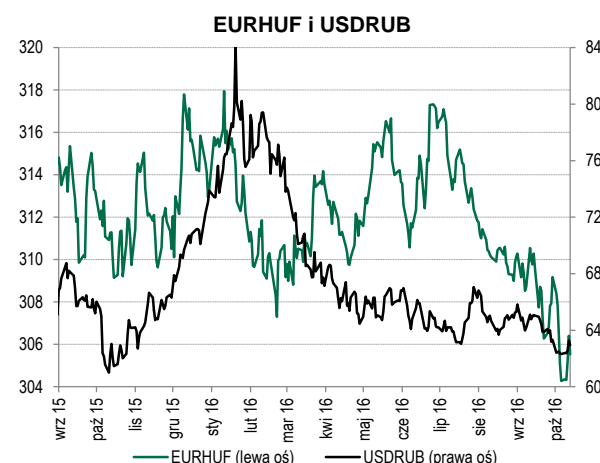
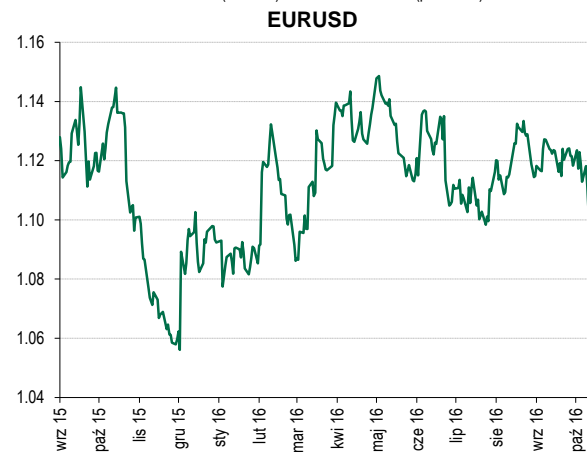
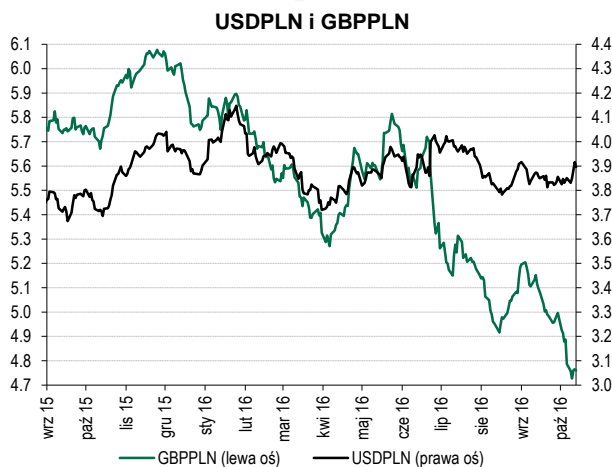
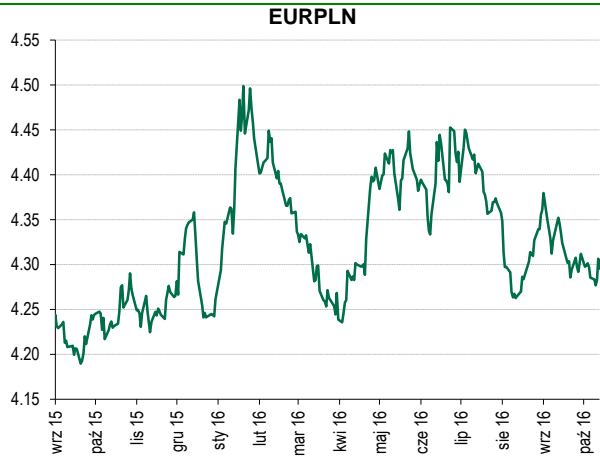
Mamy duży obszar niepewności, który hamuje skłonność do inwestycji. (...) Mamy silne spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego. Ono nie tylko z tego wynika, ale w dużej mierze niepewność, w której funkcjonują przedsiębiorcy powoduje takie reakcje.

Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, 14 października, PAP

Scenariusz obniżenia stóp procentowych wydaje mi się nierealistyczny. Nie widzę takich przesłanek, które powodowałyby u mnie niepokój, że trzeba byłoby iść z tym w dół. [w odpowiedzi na pytanie czy możliwe jest że w 2017 r. RPP nie zmieni stóp] Ja tak daleko nie patrzę. (...) Trzeba obserwować istotne trendy w gospodarce. Dla mnie w szczególności będzie ważne to, co się będzie działo na rynku paliw. To jest dla mnie główny powód dla którego przewidyuję, że ceny w Polsce będą prawdopodobnie na poziomie plus/minus 1%.

Grażyna Ancyparowicz powiedziała, że wzrost gospodarczy w Polsce silnie spowolnił, a niepewność ma negatywny wpływ na inwestycje. Ten komentarz stoi w jawnej opozycji do wypowiedzi prezesa NBP Adama Glapińskiego, który był ostatnio optymistyczny co do wzrostu gospodarczego, a winą za spadek inwestycji obarczył przestój w wykorzystaniu środków UE. To pokazuje, że RPP nie jest wcale taka jednogłośna jeśli chodzi o ocenę perspektyw gospodarczych. Także Jerzy Kropiwnicki powiedział kilka ciekawych zdań. W przeciwieństwie do prezesa NBP, nie chciał wypowiadać się na temat ścieżki stóp w 2017. Co ciekawe, uznał także ceny paliw za jeden z podstawowych wskaźników gospodarczych. Przypominamy, że członkowie RPP wielokrotnie mówili o tym, że deflacja jest skutkiem szoków cen paliw, na które Rada nie ma wpływu i to dlatego spadek cen nie uzasadnia obniżek stóp procentowych.

Rynek walutowy – Posiedzenie EBC w centrum uwagi

**Złoty słabszy wobec euro i dolara**

W minionym tygodniu złoty osłabił się dość znacząco wobec głównych walut, w szczególności wobec amerykańskiej waluty. Był to głównie efekt jastrzębiej retoryki protokołu FOMC z wrześniowego posiedzenia a także słabych danych o handlu zagranicznym Chin. W efekcie EUR/PLN wzrósł na chwilę powyżej 4,31, niezbyt daleko od lokalnego maksimum na 4,315. W tym samym czasie USD/PLN wzrósł tymczasowo powyżej 3,92, najwyższego poziomu od końca sierpnia.

W tym tygodniu będzie sporo publikacji krajowych danych makro (m.in. produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna). W naszej ocenie dane te będą mieszane (silniejsza produkcja, słaba produkcja budowlano-montażowa), a w związku z tym będą miały one raczej neutralny wpływ na złotego albo lekko pozytywny jeśli sprawdzą się nasze prognozy odnośnie przemysłu. W efekcie złoty może się lekko umocnić po ostatnim dość silnym osłabieniu. Jednakże skala spadku EUR/PLN może być ograniczona, gdyż inwestorzy z uwaga będą śledzić debatę sejmową dotyczącą konwersji kredytów walutowych.

Odnosząc się do czynników zewnętrznych, w centrum uwagi znajdzie się posiedzenie EBC, w szczególności biorąc pod uwagę sugestie Bloomberg, że EBC może nieco ograniczyć program QE. Spodziewamy się, że EBC utrzyma politykę monetarną na niezmiennym poziomie i taka decyzja jest powszechnie oczekiwana. Niemniej, sygnały dotyczące przyszłości programu QE będą miały istotny wpływ na kierunek rynku w najbliższych dniach.

Podsumowując, oczekujemy, że EUR/PLN pozostanie w dość szerokim przedziale wahań między 4,25-4,32. Nastroje na rynku są bardzo zmienne, dlatego też nie można wykluczyć testu oporu na 4,32 w najbliższych dniach. Kolejny opór dla EUR/PLN znajduje się na 4,36.

EUR/USD tymczasowo poniżej 1,10

W minionym tygodniu zmienność na EUR/USD wzrosła i kurs tymczasowo spadł poniżej 1,10. Był to efekt publikacji protokołu FOMC, który potwierdził oczekiwania rynkowe, że Fed może podwyższyć stopy w grudniu. Na koniec tygodnia umocnienie dolara wytraciło swoją siłę i kurs EUR/USD pozostał nieco powyżej 1,10 w oczekiwaniu na dane z USA oraz wystąpienie szefowej Fed Janet Yellen. W tym samym czasie niepewność odnośnie Brexitu ciążyła brytyjskiej walucie, a kurs USD/GBP oscylował nieco powyżej 1,22.

W tym tygodniu będzie sporo publikacji danych makro z Europy i USA oraz wiele wydarzeń. Silne dane z USA potwierdzą grudniową podwyżkę stóp przez Fed, utrzymując EUR/USD blisko 1,10. Natomiast najważniejszym wydarzeniem w Europie będzie czwartkowe posiedzenie EBC.

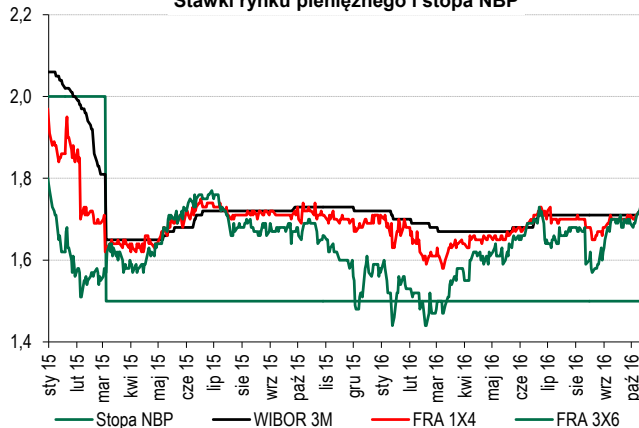
Ceny ropy ciężą rublowi

W minionym tygodniu odnotowano osłabienie również pozostałych walut CEE. Forint ograniczył zyski z początku października, podczas gdy USD/RUB wzrósł na chwilę powyżej 63 w wyniku spadku cen ropy (po osiągnięciu tegorocznego szczytu blisko 54 USD za baryłkę). Wzrost zmienności na EUR/HUF wynikał z obaw inwestorów o przyszłość węgierskiego rynku długu w oczekiwaniu na konferencję AKK. Konferencja AKK potwierdziła brak radykalnych zmian i to pomogło forintowi nieco odrealizować. Na koniec tygodnia EUR/HUF oscylował wokół 305.

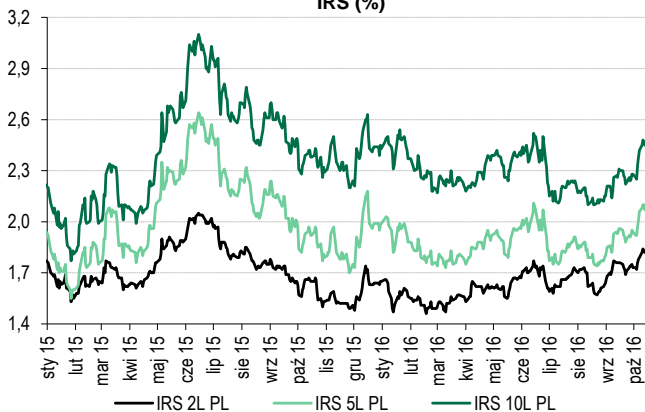
Czynniki globalne będą kluczowe dla walut CEE. Sądzimy, że EUR/HUF może pozostać w przedziale 303 - 310, podczas gdy ceny ropy będą wyznaczały kierunek dla USD/RUB.

Rynek stopy procentowej – Podążając za globalnymi trendami

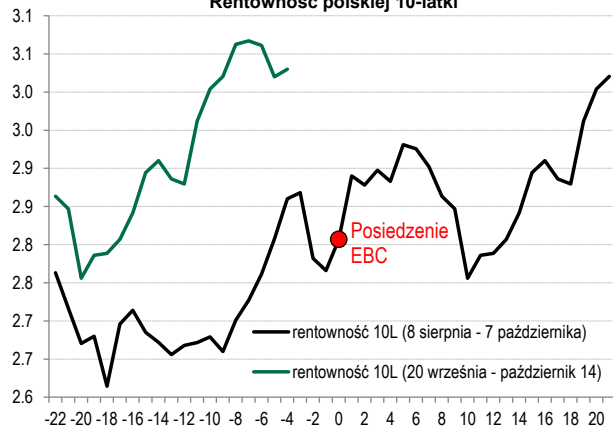
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



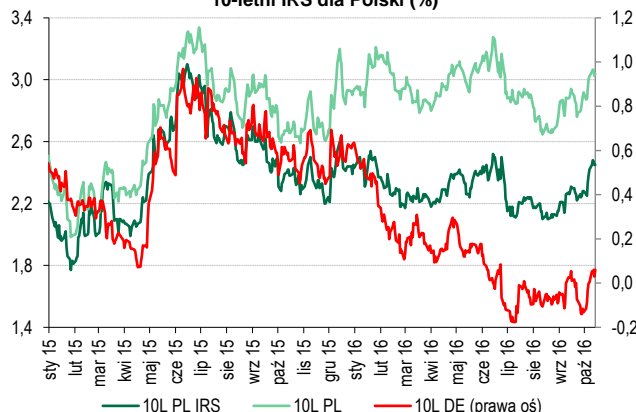
IRS (%)



Rentowność polskiej 10-latkii



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



Tydzień bogaty w spore wahania

W tygodniowym rozrachunku IRS i rentowności nie zmieniły się od zeszłego piątku, ale w trakcie minionego tygodnia wahania na rynku były całkiem spore. Zbliżająca się podwyżka stóp Fed i medialne doniesienia sugerujące możliwość ograniczenia przez EBC programu skupu aktywów pchnęły 10-letnią rentowność przejściowo powyżej 3,10%, a odpowiedniego IRS-a do ok. 2,50%. Na koniec tygodnia, rynkowe stawki wróciły do poziomów bliskich zamknięciu z zeszłego piątku.

Stawki WIBOR wzrosły w zeszłym tygodniu – 3- oraz 6-miesięczne o 1 pb, a 9- i 12-miesięczne o 2 pb.

EBC w centrum uwagi

Posiedzenie EBC zaplanowane na najbliższy czwartek będzie zapewne kluczowym wydarzeniem tygodnia na globalnego (i krajowego) rynku. W ostatnim czasie pojawiło się sporo medialnych doniesień sugerujących, że EBC może ograniczyć swój program skupu aktywów (informacja agencji Bloomberg) oraz że w tym miesiącu bank centralny jedynie omówi kształt programu, a zmiany ogłosi dopiero w grudniu (jak doniósł Reuters). Już we wrześniu Mario Draghi powiedział, że w kolejnych tygodniach może dojść do przeglądu dostępnych narzędzi, tak aby nowe/zmodyfikowane instrumenty były dostępne w razie potrzeby.

Miesiąc temu EBC powstrzymał się od zmian programu skupu aktywów argumentując, że sytuacja na rynku i w gospodarce nie uzasadnia większego poluzowania polityki pieniężnej. Od wrześniowego posiedzenia PMI i inne indeksy aktywności ekonomicznej zachowywały się dość dobrze, więc sądzimy, że w tym tygodniu bank centralny też nie podejmie żadnych nowych decyzji. Miesiąc temu rynek był rozczarowany takim wynikiem posiedzenia, ale tym razem taka decyzja powinna być już mniej zaskakująca, więc to konferencja prasowa Mario Draghiego może wywołać wyraźniejszą reakcję. Wg nas, szef EBC nie da jednak żadnych nowych wskazówek odnośnie tego co i kiedy mógłby zrobić.

Skoro wynik posiedzenia EBC może być zbliżony do poprzedniego, to reakcja rynku też może być podobna. Trzeci wykres pokazuje, że 10-letnia rentowność rośnie na miesiąc przed i po wrześniowym posiedzeniu EBC. Teraz też podąża w górę przed posiedzeniem banku centralnego. Wrześniowe rozczarowanie wywołało ruch w górę, który wg nas tym razem może być mniejszy z dwóch powodów – rynek może być w pewnym stopniu przygotowany na brak dalszych działań EBC, a 10-letnia rentowność jest już powyżej 3%, co może być atrakcyjnym poziomem dla zagranicznych inwestorów. W dalszej części roku spodziewamy się dalszych wzrostów w wyniku podwyżki stóp Fed.

1-miesięczna korelacja polskiego 10-letniego benchmarku i jego niemieckiego i amerykańskiego odpowiednika wynosi odpowiednio 63% i 75%. Pokazuje to, że tak długo jak nie ma żadnych istotnych wydarzeń krajowych, czynniki globalne mają kluczowy wpływ na polskie stawki.

Krótki koniec krzywych może być nieco bardziej wrażliwy na krajowe publikacje – nasza prognoza produkcji przemysłowej jest powyżej konsensu i jeśli się sprawdzi, to może wygenerować wzrostową presję na stawki FRA, szczególnie po ostatnich wypowiedziach członków RPP.

Druga aukcja obligacji w tym miesiącu

W tym tygodniu odbędzie się druga październikowa aukcja obligacji. Wg pierwotnego planu, Ministerstwo Finansów będzie chciało uplasować dług o wartości 5-10 mld zł i nowy 5-letni benchmark (PS0422) może zostać zaoferowany. Planowana podaż jest dość duża, ale w dniu rozliczenia aukcji na rynek wpłynie ok. 21 mld zł z wykupu PS1016 i płatności kuponowych. Wg nas, powinno to wspierać popyt i wyniki aukcji powinny być niezłe.

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