

TYGODNIK EKONOMICZNY

7 – 13 listopada 2016

Wstępna inflacja CPI za październik była wyższa od oczekiwań i odbiła do $-0,2\%$ r/r, zwiększając prawdopodobieństwo, że deflacja skończy się w Polsce przed końcem roku. PMI w przetwórstwie mocno rozczarował i spadł w październiku prawie do 50 punktów. Inne wskaźniki koniunktury w przetwórstwie również się obniżyły (choć nie aż tak znacząco), co sugeruje, że wzrost produkcji przemysłowej w październiku był słaby (spodziewamy się odczytu nieznacznie poniżej zera). Pomimo spowolnienia gospodarki, sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, a odsezonowana stopa bezrobocia BAEL spadła we wrześniu do nowego rekordu $5,7\%$.

Globalne nastroje miały ostatnio największy wpływ na polski rynek finansowy i taka sytuacja będzie miała miejsce nadal, ponieważ w tym tygodniu w centrum uwagi będą wybory prezydenckie w USA. Wyniki wyborów mogą mieć decydujący wpływ na zachowanie rynków w nadchodzących tygodniach.

Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej będzie jedynym ważnym wydarzeniem krajowym w tym tygodniu. O ile dość oczywiste jest, że parametry polityki pieniężnej pozostaną bez zmian, to spotkanie będzie jednak bardziej interesujące niż ostatnio, jako że Rada zapozna się z wynikami nowej projekcji NBP. Uważamy, że nowe prognozy pokażą niższe ścieżki PKB i inflacji (w lipcu projekcja przewidywała inflację średnio na $1,3\%$ w 2017 r. i $1,5\%$ w 2018 r., wzrost PKB na $3,5\%$ w 2017 r. i $3,3\%$ w 2018 r.). W lipcu RPP raczej nie uwierzyła ekspertom NBP, wyrażając przekonanie, że wzrost gospodarczy będzie szybszy. Ostatnie dane potwierdziły jednak, że nie jest tak dobrze, jak się spodziewali. Nowa projekcja i nowe dane z gospodarki mogą ponownie ożywić oczekiwania, że RPP może stać się bardziej gołębia.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (7 listopada)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	IX	% m/m	0,2	-	1,0
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	IX	% m/m	-0,5	-	-0,1
WTOREK (8 listopada)							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	-0,2	-	2,5
8:00	DE	Eksport	IX	% m/m	-0,7	-	5,4
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	IX	% r/r	3,8	-	13,1
9:00	HU	CPI	X	% r/r	0,8	-	0,6
	US	Wybory prezydenckie					
ŚRODA (9 listopada)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,5	1,5	1,5
9:00	CZ	CPI	X	% r/r	0,7	-	0,5
CZWARTEK (10 listopada)							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	265
PIĄTEK (11 listopada)							
	PL	Dzień wolny					
16:00	US	Wstępny Michigan	XI	pkt.	87,3	-	87,2

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

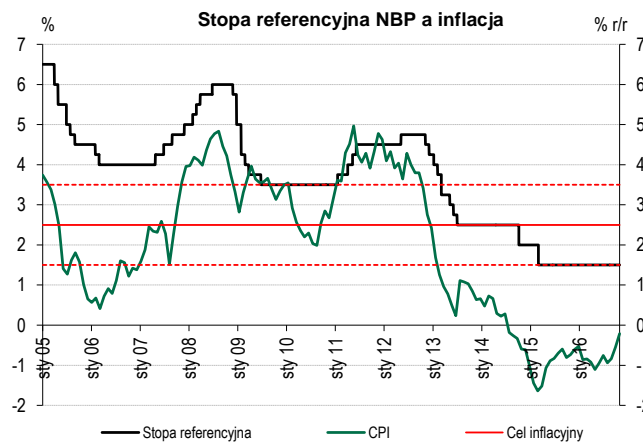
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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 SKARBURU:

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

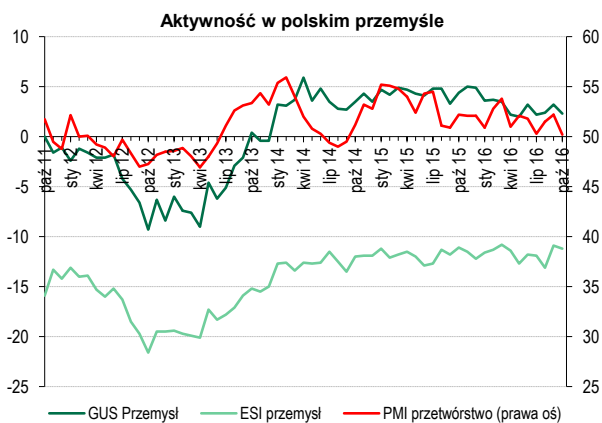
Wydarzenia nowego tygodnia – Posiedzenie RPP i wybory w USA



▪ Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej będzie jedynym ważnym wydarzeniem krajowym w tym tygodniu. O ile dość oczywiste jest, że parametry polityki pieniężnej pozostaną bez zmian, to spotkanie będzie jednak bardziej interesujące niż ostatnio, jako że Rada zapozna się z wynikami nowej projekcji NBP. Uważamy, że nowe prognozy pokażą niższe ścieżki PKB i inflacji. W lipcu RPP raczej nie uwierzyła ekspertom NBP, wyrażając przekonanie, że wzrost gospodarczy będzie szybszy. Ostatnie dane potwierdziły jednak, że nie jest tak dobrze, jak się spodziewali. Nowa projekcja i nowe dane z gospodarki mogą ponownie ożywić oczekiwania, że RPP może stać się bardziej gołębia.

▪ Wybory prezydenckie w USA to główne wydarzenie tygodnia. Wyniki mogą mieć decydujący wpływ na zachowanie rynków.

Ostatni tydzień w gospodarce – CPI w górę, PMI i bezrobocie w dół

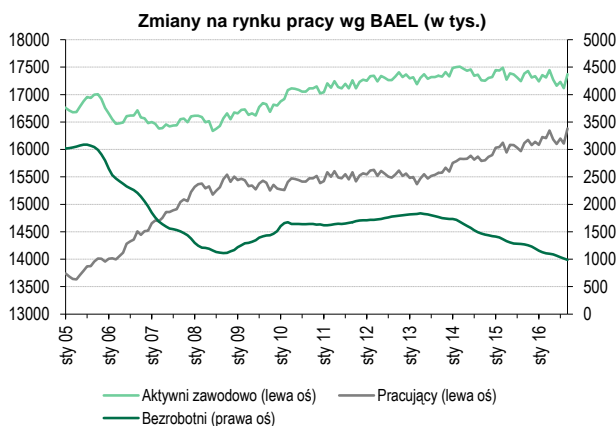


▪ Wstępna październikowa inflacja wyniosła -0,2% r/r wobec -0,3% r/r oczekiwanych przez nas i przez rynek i -0,5% we wrześniu. Nie wiemy na razie co było źródłem niespodzianki, ale taki odczyt zwiększa szanse na zakończenie deflacji w Polsce jeszcze w tym roku.

▪ Polski październikowy PMI dla przemysłu mocno rozczarował spadając do 50,2 pkt z 52,2 pkt i osiągając najniższy poziom od września 2014. Za taki słaby wynik odpowiadała większość ze składowych indeksu, a w największym stopniu nowe zamówienia (które spadły w stosunku do września w drugim najmocniejszym tempie od dwóch lat). Słaby napływ nowych zamówień sprawił, że produkcja wzrosła jedynie nieznacznie, była bliska stagnacji. Zatrudnienie wzrosło w najwolniejszym tempie od sierpnia 2014. Ostatnie miesiące pokazują całkiem znaczne wahania PMI dla polskiego przemysłu. Ogólna tendencja pokazuje jednak stopniowy spadek aktywności ekonomicznej i wg nas wczorajsze wyniki potwierdzają nasze przypuszczenia, że druga połowa br. nie przyniesie przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Polsce.

▪ Inne wskaźniki koniunktury (GUS, ESI) również pokazały pogorszenie sytuacji w przetwórstwie w październiku, co sygnalizuje, że produkcja przemysłowa może być w tym miesiącu ponownie słaba (zwłaszcza, że będzie pod negatywnym efektem dni roboczych).

▪ Według BAEL, odsezonowana stopa bezrobocia w Polsce spadła we wrześniu do nowego minimum 5,7%. Liczba bezrobotnych spadła o 280 tys. r/r poniżej 1 mln po raz pierwszy w historii. Dane sugerują solidny wzrost zatrudnienia – o ok. 2% r/r, czyli o 300 tys. rocznie. Gdyby taki trend się utrzymał, to bezrobocie spadłoby do zera w ciągu trzech lat.



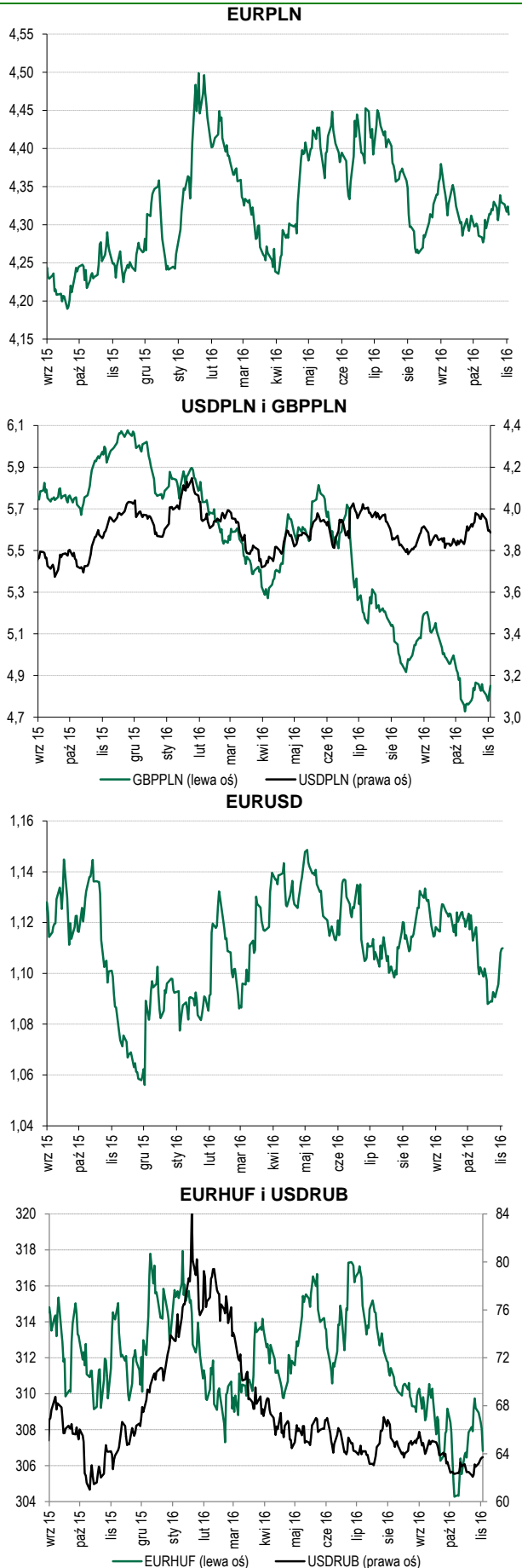
Cytat tygodnia – Wzrost 3,5% to nie powód do podwyżek stóp

Adam Głapiński, prezes NBP, 3 listopada, PAP

Jeśli będzie kontynuacja tych procesów, które obserwujemy w 2016 r., to wydaje mi się, że wówczas w 2017 r. też nie będzie przesłanek do wzrostu stóp procentowych. Jeśli mielibyśmy bardzo pozytywny scenariusz: dynamika wzrostu PKB by szybko odbijała, a inflacja rosła, wtedy tak. Ale niestety wzrost nie przekroczy przecież 4%. Jestem pewien, że wzrost PKB w przyszłym roku przekroczy 3%, a jak włączą się inwestycje, wówczas może to być 3,5%. Ale to jeszcze nie będzie powód, żeby zmieniać stopy.

Prezes NBP wciąż wydaje się być umiarkowanie optymistyczny co do perspektyw wzrostu gospodarczego (jest „pewien”, że wzrost będzie szybszy niż 3% w przyszłym roku), ale warto zauważyć, że nie widzi on przesłanek za zacieśnieniem polityki pieniężnej w 2017 r., nawet jeśli gospodarka przyspieszy do 3,5%. Niemniej, naszym zdaniem kluczowe pytanie w tej chwili nie dotyczy podwyżek (bo te faktycznie wydają się dość odległe), ale szans na złagodzenie polityki pieniężnej jeśli tempo wzrostu będzie dalej rozczarowywać. Nowa, niższa projekcja NBP i nowe, zapewne dość słabe dane ekonomiczne mogą rozbudzić spekulacje nt tego, że obniżki nie są zupełnie wykluczone.

Rynek walutowy – EURPLN nadal czeka na impuls



Złoty wciąż stabilny do euro

W zeszłym tygodniu w notowaniach EURPLN ponownie nie zaszły duże zmiany i kurs w dalszym ciągu wahał się blisko 4,32. W reakcji na znacznie słabszy od oczekiwań polski PMI dla przemysłu złoty tylko nieznacznie stracił. USDPLN tymczasem spadł drugi tydzień z rzędu i osiągnął 3,875. Krajowa waluta straciła natomiast do funta – GBPPLN odbił powyżej 4,87.

1-miesięczna zmienność implikowana waha się nieco powyżej najniższych poziomów od marca 2015 r., a 2- i 3-miesięczne osiągnęły w tym tygodniu najniższe poziomy od I kw. 2015 r. Okresy obniżonej zmienności przeplatają się z czasem podwyższonych wahań. Dla walut z rynków wschodzących wzrost zmienności często oznacza deprecjację.

W tym tygodniu uwaga rynku skupi się na wynikach wyborów prezydenckich w USA. W ostatnich tygodniach widać było jak rosnące poparcie dla Donalda Trumpa ciąży meksykańskiemu peso i może to być dobra wskazówka jak waluty z rynków wschodzących mogą zareagować jeśli wynik wyborów wywoła wzrost awersji do ryzyka. Wygrana Clinton może wg nas wywołać reakcję przeciwną.

Ważne poziomy dla EURPLN to 4,34 (kolejny opór to 4,36) i 4,29 (następne wsparcie na 4,26). W dalszym ciągu oczekujemy osłabienia złotego w dalszej części roku.

Dolar traci przed wyborami

Rosnące poparcie dla Donalda Trumpa ciążyło dolarowi i EURUSD osiągnął 1,11 po drugim z rzędu tygodniu wzrostów.

W Wielkiej Brytanii na pierwszym planie była decyzja Wysokiego Sądu, który orzekł, że tamtejszy rząd potrzebuje zgody parlamentu aby rozpocząć procedurę wychodzenia z UE. Informacja ta osłabiła obawy o szybki Brexit i w efekcie umocniła funta – GBPUSD odbił do prawie 1,25 (najwyżej od początku października), a EURGBP spadł poniżej 0,89 (najniżej od miesiąca).

Wynik wyborów prezydenckich w USA może być kluczowy dla EURUSD w krótkim terminie. W zeszłym tygodniu dolar stracił do walut G10 – najwięcej do dolara nowozelandzkiego, funta, jena, franka i euro. Sądzymy, że tendencja ta może być kontynuowana jeśli Donald Trump wygra i euro nadal może zyskiwać mniej niż pozostałe waluty G-10.

Pierwszy opór dla EURUSD to 1,114 (kolejny 1,12), a wsparcie to 1,095 (kolejne na 1,085).

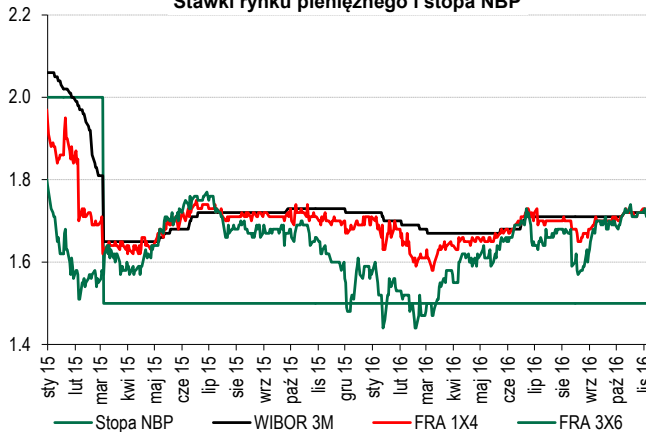
Forint zyskuje, rubel traci

Rubel stracił do dolara drugi tydzień z rzędu w wyniku spadku cen ropy. W efekcie, USDRUB wzrósł powyżej 64, najwyżej od końca września. Jednocześnie, forint zyskał do euro po trzech tygodniach deprecjacji i EURHUF spadł do 306 z 310. Wsparciem dla węgierskiej waluty były mocne dane o PMI.

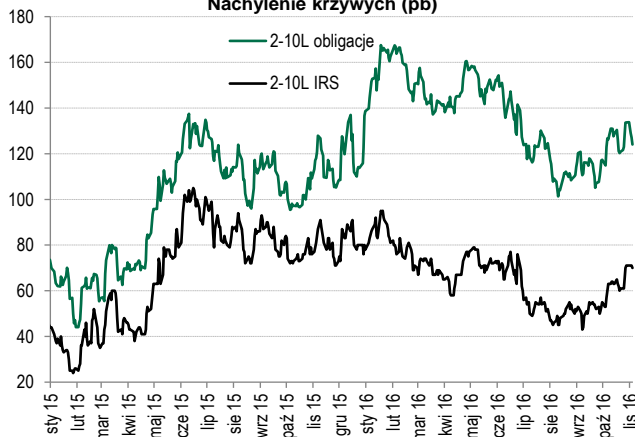
W tym tygodniu kluczowy dla forinta i rubla będzie zapewne wynik wyborów prezydenckich w USA.

Rynek stopy procentowej – Zwiększona zmienność przed wyborami prezydenckimi w USA

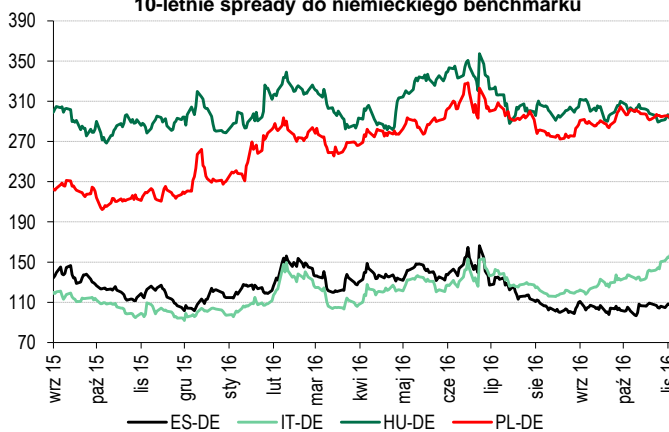
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



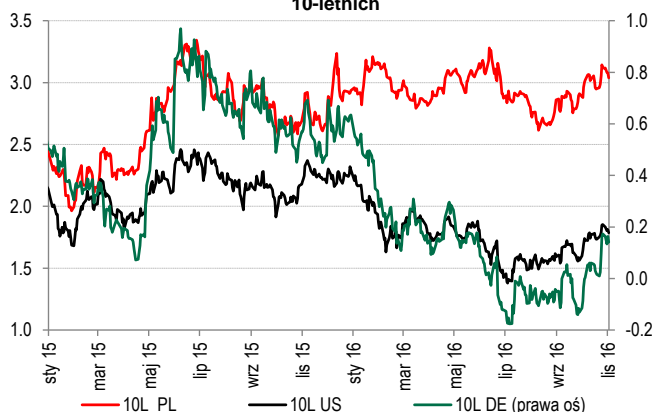
Nachylenie krzywych (pb)



10-letnie spready do niemieckiego benchmarku



Rentowność polskich, niemieckich i amerykańskich obligacji 10-letnich



Polskie krzywe w dół w ślad za rynkami bazowymi

W minionym tygodniu krajowy rynek stopy procentowej nieznacznie się umocnił. W skali tygodnia rentowności i stawki IRS obniżyły się w wyniku umocnienia na rynkach bazowych. Był to efekt wzrostu popytu na bezpieczne aktywa mimo jastrzębiej retoryki FOMC. Jednakże skala umocnienia nieco wyhamowała pod koniec tygodnia w wyniku ogłoszenia przez Bank Anglii, że w tym roku nie będzie obniżek stóp procentowych. Relatywnie słabe wyniki aukcji zamiany (szczegóły niżej) były właściwie neutralne dla inwestorów. Reakcja rynku na słabsze od oczekiwań październikowe dane z rynku pracy w USA była ograniczona.

Krzywa rentowności spłaszczyła się w ubiegłym tygodniu gdyż środek i długi koniec krzywej zyskały najbardziej na poprawie nastrojów globalnych. Krótki koniec znalazł się pod presją silniejszego od oczekiwań odczytu wstępnej inflacji za październik. Co więcej, krajowy dług zyskał mocniej niż niemieckie obligacje, co zaowocowało zawężeniem spreadu dla sektora 10L do prawie 290 pb.

Na pierwszej aukcji listopadowej Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje WZ0117, PS0417 i DS1017 za 3,7 mld zł oraz sprzedało obligacje OK1018, IZ0823 i DS0727 za 3,9 mld zł. Wyniki aukcji zamiany można uznać za słabe w porównaniu z wrześniową aukcją, w czasie której uplasowano dług za łącznie 12,7 mld zł. Resort nie zaakceptował najmniej korzystnych ofert inwestorów, przez co faktyczna sprzedaż wyraźnie odbiegała od docelowego poziomu ok. 6 mld zł. To wskazuje, że ministerstwo nie jest zdeterminowane prefinansować przyszłoroczne potrzeby pożyczkowych brutto po każdej cenie. Szacujemy, że po tej aukcji prefinansowanie wynosi ok. 5%.

Sytuacja na rynku pieniężnym nie uległa większym zmianom. Stawki WIBOR oraz IRS pozostały względnie stabilne.

Wybory w USA i posiedzenie RPP w centrum uwagi

Tak jak sugerowaliśmy w poprzednim tygodniu krajowy dług nieznacznie odreagował poprzednie osłabienie. Jednakże tendencja może zostać zakłócona biorąc pod uwagę istotne wydarzenia tego tygodnia w kraju i za granicą. Wybory prezydenckie w USA (8 listopada) będą kluczowe. Obawy o wyniki tych wyborów mogą podtrzymywać wysoką zmienność na rynku na początku tygodnia. Ostatnie dni po raz kolejny potwierdziły, że polskie długoterminowe obligacje podążają za rynkami bazowymi. Wygrana Trumpa może wywołać znaczące zawirowania na rynkach finansowych, wzrost awersji do ryzyka oraz przepływ kapitału w stronę bezpiecznych aktywów. W efekcie rentowność krajowej 10-latki może po raz kolejny testować poziom 3,15%. Jednakże skala osłabienia może być ograniczona, gdyż znacząca wyprzedaż na rynkach finansowych (głównie giełdzie w USA) może skłonić Fed do przesunięcia podwyżki stóp. W przeciwnym wypadku oczekujemy, że rentowności 10-latki pozostanie w trendzie bocznym, wahając się w przedziale 3,0-3,15%. Skala osłabienia krajowego długu może być mniejsza niż niemieckiego, co skutkowałoby dalszym zawężeniem spreadu wobec 10L Bunda.

W kraju kluczowe będzie posiedzenie RPP. Powszechnie oczekuje się, że Rada utrzyma stopy stabilne, jednak uwaga będzie skierowana na nową projekcję NBP. Oczekiwane przez nas niższe ścieżki PKB oraz CPI powinny wspierać krótki koniec krzywych.

W drugiej części tygodnia płynność spadnie ze względu na piątkowe święto. Krajowy rynek stopy procentowej będzie bardziej wyeksponowany na trendy na rynkach globalnych.

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