

TYGODNIK EKONOMICZNY

14 – 20 listopada 2016

Kalendarz w najbliższym tygodniu jest pełen ważnych publikacji. Kluczowe na polskim rynku będą wstępne dane o PKB za III kw. Przekaz z ostatniego posiedzenia RPP sugeruje naszym zdaniem, że jeśli wzrost będzie tylko nieznacznie poniżej 3% r/r to raczej nie zmieni perspektyw polityki pieniężnej. Inne dane potwierdzą zapewne, że deflacja się kończy, a rynek pracy nadal jest mocny.

Po wyborach w USA na rynkach długu nastąpiła gwałtowna przecena, głównie pod wpływem ocen, że plany gospodarcze Trumpa przyczynią się do wzrostu deficytu fiskalnego i inflacji. Po tak mocnej wyprzedaży należałoby się spodziewać odreagowania, przynajmniej przejściowego, ale zagadką pozostaje jego dokładny moment. W średnim okresie nadal spodziewamy się stopniowego wzrostu rentowności. Osłabienie złotego po wygranej Trumpa było początkowo umiarkowane, ale nabrało tempa przed długim weekendem. Nie widzimy zbyt wielu czynników, które miałyby polską walutę umacniać w najbliższym czasie, oprócz ogólnej poprawy nastrojów na świecie.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (14 listopada)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	-	-	1,6
14:00	PL	CPI	X	% r/r	-0,2	-0,2	-0,5
14:00	PL	Bilans płatniczy	IX	mln €	-605	-616	-1047
14:00	PL	Eksport	IX	mln €	15680	15820	13750
14:00	PL	Import	IX	mln €	15531	15889	14259
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	X	% r/r	9,0	8,8	9,3
WTOREK (15 listopada)							
8:00	DE	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	-	-	1,8
9:00	HU	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	1,7	-	2,6
9:00	CZ	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	2,1	-	2,6
10:00	PL	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	3,0	2,9	3,1
11:00	DE	Indeks ZEW	XI	pkt	-	-	59,5
11:00	EZ	PKB	III kw.	% r/r	-	-	1,6
14:00	PL	Inflacja bazowa	X	% r/r	-0,3	-0,4	-0,4
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	0,6	-	0,6
ŚRODA (16 listopada)							
15:15	US	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,2	-	0,1
CZWARTEK (17 listopada)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
11:00	EZ	HICP	X	% r/r		-	0,4
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	X	% m/m	10,7	-	-9,0
14:30	US	Pozwolenia na budowę	X	% m/m	-2,9	-	6,3
14:30	US	CPI	X	% m/m	0,4	-	0,3
14:30	US	Indeks Philly Fed	XI	pkt	8,0	-	9,7
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	265
PIĄTEK (18 listopada)							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	X	% r/r	4,2	4,2	3,9
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	X	% r/r	3,1	3,1	3,2

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

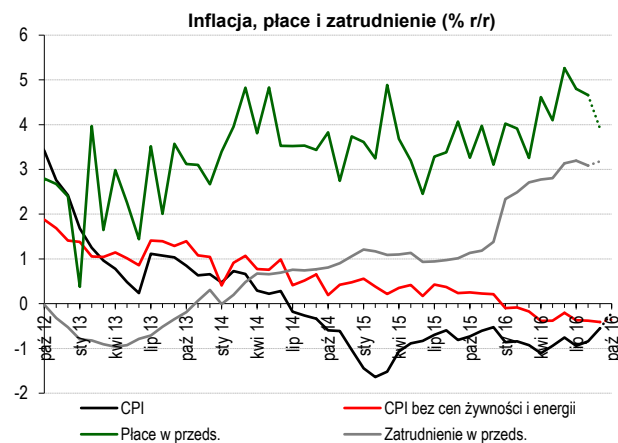
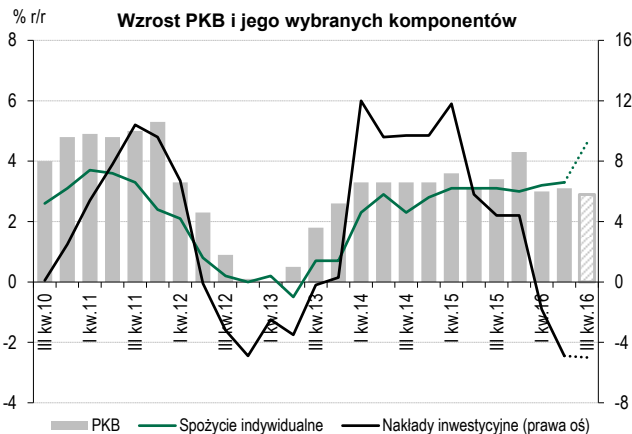
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Duża dawka ważnych danych z kraju



▪ Wstępny PKB za III kw. to najważniejsza krajowa statystyka tygodnia. Naszym zdaniem wzrostu spowolnił do 2,9% r/r, głównie pod wpływem słabszego eksportu i inwestycji. Z drugiej strony, spodziewamy się mocniejszego wzrostu konsumpcji prywatnej, której sprzyjać będą wypłaty w ramach programu 500+. Należy jednak zauważyć, że szczegółowa struktura wzrostu zostanie opublikowana dopiero pod koniec miesiąca. Naszym zdaniem taka skala spowolnienia nie będzie wystarczająca, by skłonić RPP do zastanowienia się nad obniżkami stóp, chyba że pojawią się dowody trwałości spowolnienia.

▪ Spodziewamy się, że ostateczny odczyt CPI w październiku potwierdzi wstępny na -0,2% r/r. Inflacja bazowa zapewne pozostała na -0,4% r/r. Według naszych prognoz, wzrost inflacji wynikał z drożejącej żywności i paliw, a dane pokażą czy faktycznie mieliśmy rację. Naszym zdaniem wzrost cen będzie dodatni już w grudniu a w 2017 r. zbliży się do 1% r/r.

▪ Prognozujemy spadek deficytu obrotów bieżących we wrześniu wobec sierpnia. Ta zmiana wynikać będzie głównie z niższego deficytu handlowego, podczas gdy zarówno eksport, jak i import spowolni w ujęciu r/r.

▪ Podaż pieniądza M3 prawdopodobnie spowolniła w październiku do 8,8% r/r z 9,3% r/r we wrześniu ze względu na wolniejszy wzrost depozytów i gotówki w obrocie.

▪ Według naszych prognoz, zatrudnienie wzrosło w październiku zgodnie z trendem obserwowanym dotychczas. Wzrost płac prawdopodobnie odbije w porównaniu do września (3,9% r/r) dzięki podwyżkom w handlu detalicznym. Z drugiej strony, negatywny efekt dni roboczych wywrze ujemną presję na tempo wzrostu płac.

Ostatni tydzień w gospodarce – RPP nie zmienia kursu

	Wzrost PKB			
	lis 15	mar 16	lip 16	lis 16
2016	2,3÷4,3	3,0÷4,5	2,6÷3,8	2,3÷3,4
2017	2,4÷4,6	2,6÷4,8	2,4÷4,5	2,6÷4,5
2018	-	2,1÷4,4	2,1÷4,3	2,2÷4,4
	Inflacja CPI			
	lis 15	mar 16	lip 16	lis 16
2016	0,4÷1,8	-0,9 ÷ 0,2	-0,9 ÷ -0,3	-0,7 ÷ -0,6
2017	0,4÷2,5	0,2÷2,3	0,3÷2,2	0,5÷2,0
2018	-	0,4÷2,8	0,3÷2,6	0,3÷2,6

▪ Zgodnie z oczekiwaniami RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, stopa referencyjna nadal wynosi 1,50%. Nowa projekcja NBP zakłada ścieżkę inflacji bardzo zbliżoną do tej przewidywanej w lipcu i wzrost PKB niższy w 2016 r. ale nieco wyższy w kolejnych dwóch latach.

▪ Prezes NBP Adam Glapiński powiedział, że wierzy iż nie będzie powodu do zmian stóp w 2017, chyba że wzrost PKB i inflacji mocno przyspieszy (wzrost gospodarczy na 3,6% i CPI na 1,5% nie byłyby wg Glapińskiego powodem do podwyżek). Inni członkowie RPP obecni na konferencji RPP – Jerzy Żyżyński i Eryk Łon (postrzegani jako gołębi) – potwierdzili, że obecnie stopy NBP są na optymalnym poziomie wobec niezłego tempa wzrostu PKB i stopniowego wzrostu CPI.

▪ w stanowisku RPP nie zaszły więc żadne istotne zmiany w stosunku do poprzednich miesięcy.

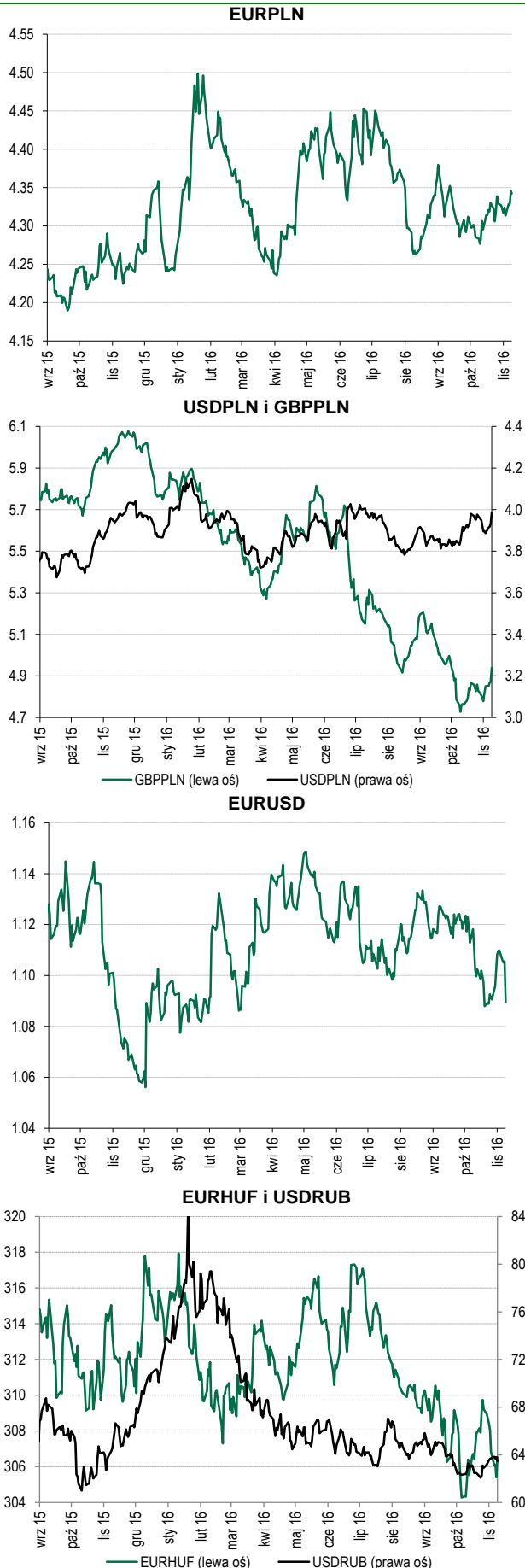
Cytat tygodnia – Nie ma ryzyka objęcia Polski procedurą nadmiernego deficytu

Mateusz Morawiecki, wicepremier, 9 listopada, PAP

Nominalnie wykonanie idzie na poniżej 40 mld zł. Są mniej więcej zgodnie z planem tegorocznym. I VAT i CIT. (...) Prognoza KE oraz podejmowane działania w zakresie ściągłości podatków wskazują, że nie ma ryzyka objęcia Polski procedurą nadmiernego deficytu. Utrzymanie prognoz wzrostu potencjalnego PKB na stabilnym poziomie wskazuje, że KE pozytywnie ocenia fundamenty polskiej gospodarki.

Po 9 miesiącach roku deficyt budżetu centralnego wyniósł 20,6 mld zł, tj. 58% kwoty wynikającej z harmonogramu (35,5 mld zł). Po wrześniu dochody były o 3,6% wyższe niż wstępnie planowano, a wydatki o 2,5% niższe. Deficyt w całym roku miał wg ustawy wynieść 54,7 mld zł, ale zgadzamy się z ministrem Morawieckim, że może się okazać niższy, być może nawet w przedziale 35-40 mld zł. Komisja Europejska spodziewa się deficytu sektora publicznego na poziomie 2,4% PKB w 2016 r., 3,0% w 2017 i 3,1% w 2018 i takie poziomy raczej nie powinny wywołać uruchomienia procedury nadmiernego deficytu. Jednak deficyt strukturalny ma wynieść 2,8% PKB w 2016, 3,1% w 2017 i 3,3% w 2018 – wszystkie trzy lata będą powyżej poziomu z 2014-15. Oznacza to, że bardziej dotkliwe spowolnienie gospodarki wypchnęłoby polski deficyt znacznie powyżej 3% PKB.

Rynek walutowy – Złoty pozostaje pod presją



Złoty stracił na wygranej Trumpa

▪ Głównym wydarzeniem minionego tygodnia były wybory prezydenckie w USA. W ubiegłotygodniowym tygodniku sugerowaliśmy, że po znacznym spadku zmienności na rynku walutowym możliwy jest jej wzrost, który zwykle wiąże się z osłabieniem złotego, i wydaje się, że taki scenariusz zaczyna się realizować. Krajowa waluta straciła na wartości po wygranej Trumpa w wyborach prezydenckich w USA, jednak skala osłabienia była różna w zależności od głównej waluty. Podczas gdy EURPLN wzrósł tymczasowo do 4,36, to CHFPLN przewyższył poziom 4,06 po raz pierwszy od połowy lipca, a GBPPLN wzrósł powyżej 5,00, najwyżej od końca września. Dużą zmiennością obserwowaliśmy również na USDPLN; kurs wzrósł ponad 4,00 (po raz pierwszy od czerwca) po wcześniejszym spadku do ok. 3.84. Decyzją RPP utrzymująca stopy na niezmiennym poziomie była zgodna z oczekiwaniami i neutralna dla złotego.

▪ Złoty był drugą najsłabszą walutą, po meksykańskim peso, wśród walut krajów rozwijających, pozostając pod presją wysokich oczekiwań na podwyżkę stóp przez Fed w grudniu (wg. Bloombergu prawdopodobieństwo jest powyżej 80%). Jednak osłabienie PLN było umiarkowane w do meksykańskiej waluty. Duża zmienność na złotym utrzymała się przed długim weekendem, a kurs EURPLN wzrósł powyżej poziomu oporu na 4,36.

▪ W tym tygodniu jest wiele istotnych publikacji krajowych danych, w tym wrześniowy bilans płatniczy, dane inflacyjne (główny wskaźnik i bazowe), wstępny PKB za III kw. Ta ostatnia publikacja może okazać się kluczowa, nasza prognoza wzrostu na poziomie 2,9% r/r jest nieco poniżej konsensusu rynkowego na 3,0% r/r. Uważamy, że tylko znaczące odchylenie w dół od tej prognozy będzie miało negatywny wpływ na złotego, gdyż może wpłynąć na zmianę retoryki przez RPP. W przeciwnym wypadku status quo w polskiej polityce pieniężnej zostanie utrzymane, co może dać impuls dla odreagowania złotego. Dane z USA, które będą opublikowane w tym tygodniu również mogą przynieść odreagowanie jeśli okażą się słabsze od oczekiwań. Kluczowe poziomy dla EURPLN to 4,39 oraz 4,30.

Dolar mocniejszy po wyborach

▪ Dolar osłabił się dość znacząco w pierwszej reakcji na wyniki wyborów prezydenckich w USA i znacznego spadku prawdopodobieństwa podwyżki stóp przez Fed w grudniu. W efekcie EURUSD wzrósł do ok. 1,13, najwyższego poziomu od końca sierpnia. Ruch wzrostowy okazał się krótkotrwały, gdyż inwestorzy skupili się na przyszłej polityce FOMC. Inwestorzy wciąż wierzą w grudniową podwyżkę stóp, co wspiera dolara. W efekcie EURUSD oscylował blisko 1.088.

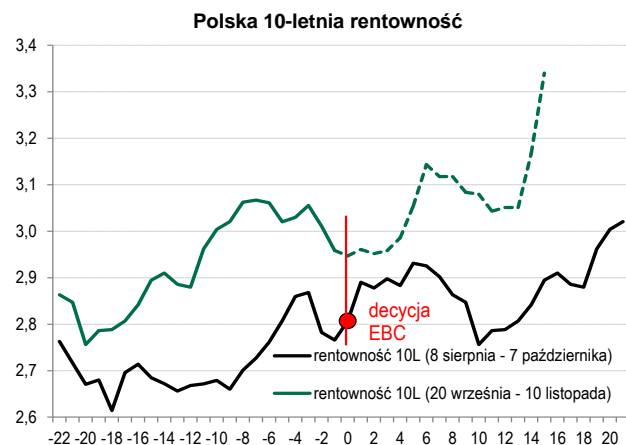
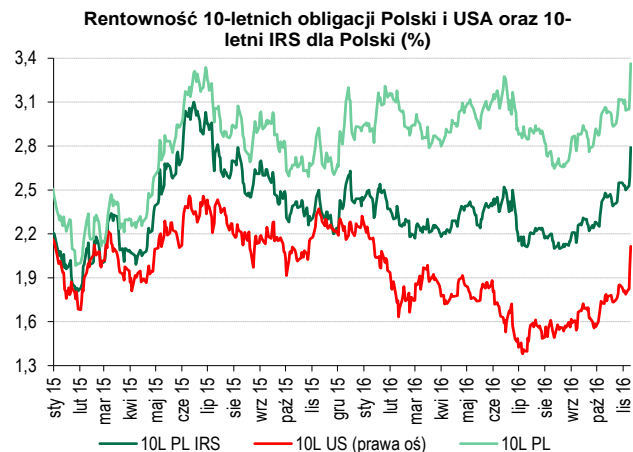
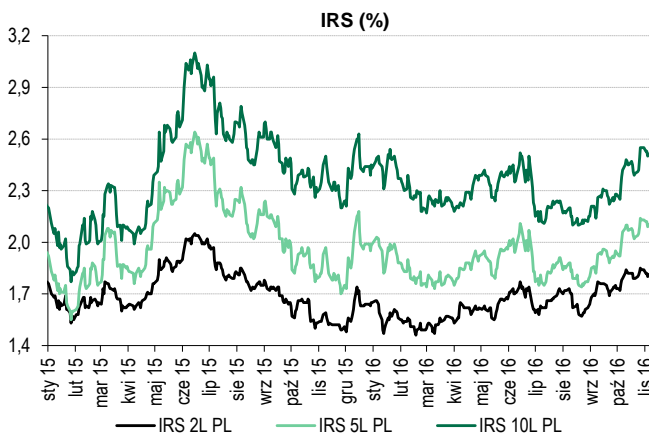
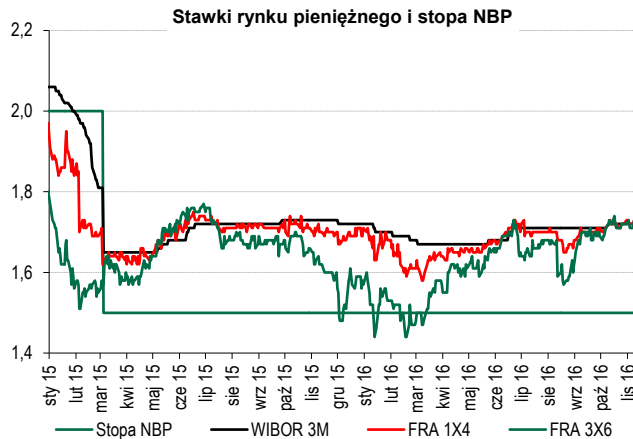
▪ W tym tygodniu będzie sporo publikacji danych z Europy i USA. Słabsze od oczekiwań odczyty danych z USA mogą dać impuls do korekty na EURUSD.

HUF i RUB słabsze po wyborach w USA

▪ Reakcja walut CEE wygraną Trumpa w wyborach prezydenckich w USA była umiarkowana. Po początkowej wyprzedaży, forint, rubel i korona odrobiły straty bardzo szybko. Jednakże, HUF, podobnie jak złoty, stracił w czwartek; kurs EURHUF wzrósł powyżej 308.

▪ W tym tygodniu inwestorzy będą śledzili nie tylko publikacje zagranicznych danych (głównie z USA), ale również i danych z poszczególnych krajów, w tym wstępne PKB za III kw. Ostatnie odczyty indeksów PMI wskazywały na dość dobre perspektywy gospodarcze w tych krajach. Jeśli wstępne odczyty PKB to potwierdzą to spodziewamy się odreagowania ostatniego osłabienia poszczególnych walut CEE.

Rynek stopy procentowej – 10-letnia rentowność powyżej 3,30%



Stawki w górę po wygranej Trumpa

▪ Nie było zaskoczeniem to, że wynik wyborów prezydenckich w USA był najważniejszym wydarzeniem zeszłego tygodnia. Niespodzianką było jednak to, że Donald Trump pokonał Hillary Clinton czego nie przewidywał żaden sondaż i w efekcie ogłoszenie wyników przyczyniło się do znacznych wahań na globalnym rynku. Pierwsza reakcja rynku obligacji była spokojna, ale wkrótce inwestorzy zaczęli wyceniać wzrost deficytu budżetowego w USA i szybsze podwyżki stóp Fed w obliczu szybszego wzrostu gospodarczego. Pchnęło to stawki rynkowe mocno w górę, w tym polska 10-letnia rentowność osiągnęła ok. 3,35% (powyżej szczytu z czerwca 2016 rosnąc do najwyższego poziomu od czerwca 2015) a odpowiedni IRS do 2,79% (najwyżej od lipca 2015). W zeszłym tygodniu sugerowaliśmy, że polski dług może stracić jeśli wygra Donald Trump, ale spread do Bunda nie musi wzrosnąć. O ile w pierwszym przypadku mieliśmy rację, to jednak krajowy dług radził sobie dużo słabiej niż jego niemiecki odpowiednik i w efekcie 10-letni spread wzrósł do 306 pb z 290 pb. Spread asset swap wzrósł tylko nieznacznie i pozostał blisko 55 pb. Warto przy tym zauważyć, że na skalę osłabienia polskich obligacji istotny wpływ miała obniżona płynność na rynku.

▪ Stawki FRA wzrosły, chociaż wyraźnie mniej niż IRS. 3-12M WIBOR-y wzrosły o 1 pb.

Czy dane z USA wesprą rynek?

▪ W tym tygodniu poznamy polski wstępny PKB za III kw. Nasza prognoza jest wciąż poniżej konsensusu i jeśli się sprawdzi, to taki odczyt mógłby nieco pomóc polskim obligacjom. Warto jednak pamiętać, że GUS zrewidował dane o PKB za 2015 (bez informacji które kwartały zostały zrewidowane), więc teraz niepewność odnośnie odczytu jest jeszcze większa niż zazwyczaj. Sądzymy, że potwierdzony zostanie wstępny odczyt październikowej inflacji i dane z rynku pracy też będą neutralne dla rynku.

▪ W USA opublikowanych zostanie sporo danych. Po przejściowym zwątpieniu w grudniową podwyżkę stóp Fed, rynek znowu wycenia 80% szans na dostosowanie o 25 pb w przyszłym miesiącu. W efekcie, sądzymy że reakcja rynku na dane będzie większa jeśli będą one gorsze od prognoz, niż jeśli zaskoczą na plus.

▪ Warto zauważyć, że polska 10-letnia rentowność w dalszym ciągu porusza się wg schematu przedstawionego przez nas w połowie października przy okazji zbliżającego się posiedzenia EBC. Co ciekawe, od tamtego czasu rynek naśladuje nie tylko kierunek, ale i momenty punktów zwrotnych. Jeśli sytuacja miałaby się utrzymać, to w najbliższym czasie możliwa jest lekka korekta, po której wznowiony zostanie trend wzrostowy rentowności.

▪ Na ten tydzień zaplanowana jest aukcja obligacji i sądzymy, że Ministerstwo Finansów może zaoferować PS0422, który nie był sprzedawany na aukcji zamiany, która odbyła się wcześniej w tym miesiącu. W zeszłym tygodniu rentowność tego papieru wzrosła powyżej 2,85%, najwyższego poziomu od pierwszej emisji pod koniec października. Ministerstwo Finansów jest w komfortowej sytuacji, bowiem tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już pokryte w 100% (nawet jeśli założymy, że deficyt będzie zgodny z planem, podczas gdy w rzeczywistości może być niższy), a przyszłoroczne są wg naszych szacunków pokryte w ok. 5%. Nie wykluczamy więc, że najbliższa aukcja zostanie odwołana.

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