

TYGODNIK EKONOMICZNY

19 – 25 grudnia 2016

Reakcja rynków na “jastrzębią podwyżkę” FOMC, najważniejsze wydarzenie zeszłego tygodnia, okazała się być krótkotrwała. Sugestia członków Fed, że w przyszłym roku mogą podnieść stopy aż trzykrotnie (czyli mocniej niż rynek się spodziewał), osłabiła rynek długu oraz waluty gospodarek rozwijających się, ale inwestorzy wykorzystali ten ruch do zakupów, więc rynki szybko odbiły. Rentowności polskiej 10-latkę spadła do 3,40%, podczas gdy kurs EURPLN obniżył się do 4,42. Krajowy rynek finansowy nie zareagował na publikację danych z Polski. Inflacja CPI w listopadzie została potwierdzona na 0,0% r/r, kończąc okres deflacji trwający 28 miesięcy. O ile dane o październikowym deficycie obrotów bieżących były lepsze od oczekiwań, to eksport rozczarował i obniżył się o 3,1% r/r. Uważamy, że słabość eksportu może być dalej obserwowana w kolejnych miesiącach (wzrost eksportu w IV kw. 16 może być ujemny licząc w euro, po raz pierwszy od 2009 r.), ale pewne ożywienie powinno mieć miejsce w 2017 r. pod wpływem odbicia gospodarczego za granicą. Krajowy rynek pracy pozostał w formie w listopadzie, ze wzrostem zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw o 3,1% r/r i płac o 4,0% r/r.

W ostatnim tygodniu przed Świętami kalendarz makro w Polsce jest dość obfity. Nasze prognozy produkcji przemysłowej i budowlanej czy sprzedaży detalicznej są poniżej konsensusu. Odczyty zgodne z naszymi założeniami oznaczać będą potwierdzenie słabej aktywności gospodarczej w IV kw. 16. Spodziewamy się, że dane z Polski mogą mieć pewien negatywny wpływ na złotego i wspierać rynek stopy. Z drugiej strony, dostaniemy dawkę danych z USA, ale naszym zdaniem nie będą one miały trwałego wpływu na rynek. Spadek zmienności sugeruje, że inwestorzy są już w przedświątecznym nastroju, gdy płynność spada a rynki się stabilizują. Jeśli w przyszłym tygodniu nie będzie negatywnych informacji, to na rynku walutowym i stopy zobaczymy stabilizację lub nawet lekkie umocnienie.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (19 grudnia)							
10:00	GE	Indeks Ifo	XII	pkt	-	-	110,4
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	2,0	0,5	-1,3
14:00	PL	Produkcja budowlana	XII	% r/r	-18,9	-23,1	-20,1
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	XII	% r/r	5,3	5,0	4,6
14:00	PL	PPI	XII	% r/r	1,0	1,1	0,6
WTOREK (20 grudnia)							
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,90	-	0,90
ŚRODA (21 grudnia)							
16:00	US	Sprzedaż domów	XI	mln	5,52	-	5,60
CZWARTEK (22 grudnia)							
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Trzeci szacunek PKB	III kw.	% kw./kw.	3,3	-	1,4
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	254
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	XI	% m/m	-4,7	-	4,6
14:30	US	Dochody osobiste	XI	% m/m	0,3	-	0,6
14:30	US	Wydatki konsumentów	XI	% m/m	0,4	-	0,3
PIĄTEK (23 grudnia)							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	XI	%	8,2	8,2	8,2
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	XI	tys.	575	-	563
16:00	US	Indeks Michigan	XII	pkt	98,1	-	93,8

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

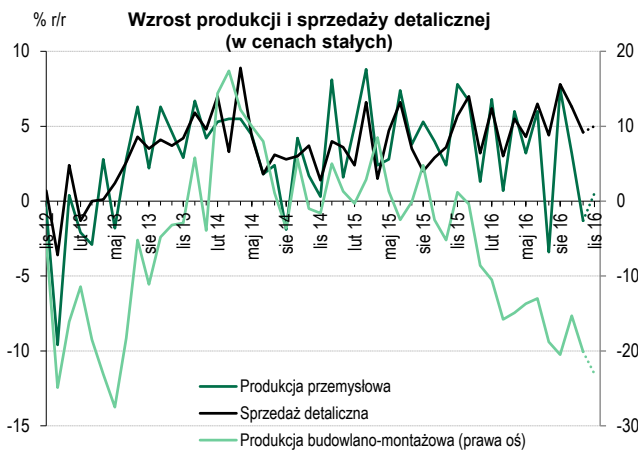
Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

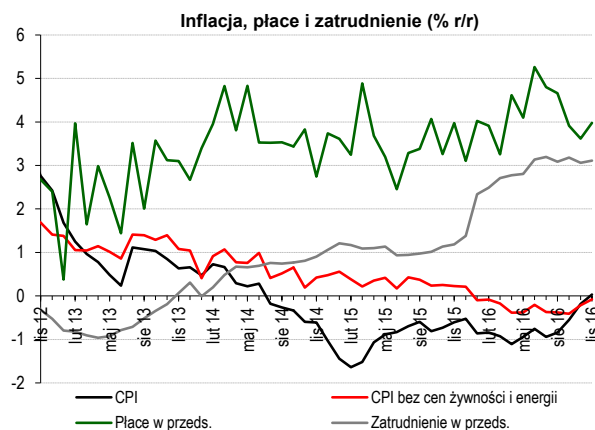
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Słaba produkcja, mocniejsza sprzedaż detaliczna

■ Spodziewamy się, że w listopadzie produkcja przemysłowa wzrośnie w tempie ledwo powyżej zera, zanim znowu pokaże spadek w ujęciu r/r w grudniu. Polskiemu sektorowi przemysłowemu szkodzą słabe tendencje w handlu zagranicznym, wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych oraz wyczerpywanie się zasobów siły roboczej. Wzrost produkcji budowlanej wciąż pozostaje głęboko pod kreską.

■ Według naszej prognozy, wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył nieco w listopadzie. Przypominamy, że rok temu GUS wprowadził tymczasowe przetasowanie między kategoriami, co odbije się na stopach wzrostu sprzedaży żywności i w niewyspecjalizowanych sklepach.

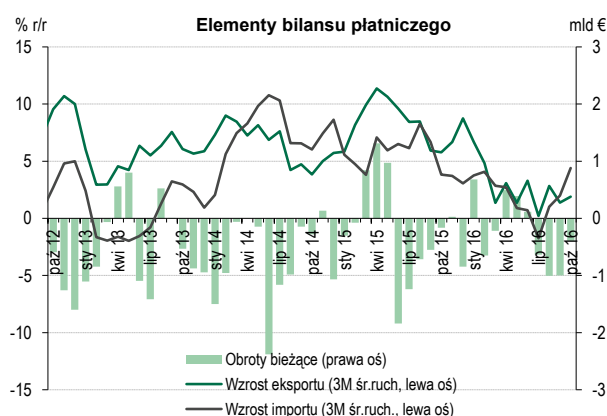
■ Stopa bezrobocia pozostała w listopadzie bez zmian na 8,2%. Nasza prognoza jest zgodna z szacunkiem MRPiPS, więc niespodzianka jest mało prawdopodobna.

Ostatni tydzień w gospodarce – Koniec deflacji, słaby eksport

■ CPI wzrosła w listopadzie do 0,0% r/r z -0,2% r/r w październiku, zgodnie ze wstępnym odczytem. Po 28 miesiącach pożegnaliśmy deflację i naszym zdaniem w średnim terminie nie należy spodziewać się jej powrotu. Wzrost wskaźnika inflacji wynikał przede wszystkim ze wzrostu cen żywności o 0,4% m/m. Inflacja bazowa wzrosła do -0,1% r/r. Spodziewamy się dalszego wzrostu inflacji, do ok. 0,5% r/r w grudniu i ok. 1,5% r/r w styczniu, za co odpowiadać będzie efekt bazy oraz wzrost cen żywności i paliw. Wzrost inflacji do dodatnich poziomów jest argumentem za stabilizacją stóp procentowych w Polsce.

■ Deficyt obrotów bieżących obniżył się w październiku do 393 mln € i był lepszy od oczekiwań. Eksport spowolnił do -3,1% r/r, zgodnie z naszymi prognozami, odzwierciedlając słabość niemieckiego handlu zagranicznego oraz produkcji przemysłowej, ale też pod wpływem ujemnego efektu dni roboczych. Import również spowolnił, do 0,2% r/r i był poniżej oczekiwań. Ogólnie spodziewamy się, że eksport może być słaby także w kolejnych miesiącach (w IV kw. 2016 możemy zobaczyć spadek r/r w euro, po raz pierwszy od 2009), ale pewne ożywienie jest możliwe w 2017 pod wpływem ożywienia gospodarczego za granicą i odbicia w handlu światowym.

■ Wzrost zatrudnienia w sektorze firm ustabilizował się w listopadzie na poziomie 3,1% r/r, podczas gdy dynamika płac przyspieszyła do 4,0% r/r z 3,6% r/r. Dane o płacach były pod wpływem efektu kalendarzowego oraz podwyżek w handlu detalicznym. Spodziewamy się wzmocnienia presji płacowej w nadchodzących miesiącach. Jednakże, będziemy mieli również do czynienia ze wzrostem inflacji, co spowoduje, że wzrost realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych nie przyspieszy w przyszłym roku. Konsumpcja prywatna pozostanie głównym motorem wzrostu, jednak jej wzrost może spowolnić w II poł. 2017 r. gdy zaniknie efekt 500+.

**Cytat tygodnia – 2017 będzie nudny?**

Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, 14 grudnia, PAP

Można powiedzieć, że będzie to nudny rok (2017). Średniorocznie inflacja w 2017 roku w najlepszym wypadku dojdzie do 1,5% r/r. W mojej ocenie w całym roku gospodarka może osiągnąć wzrost na poziomie pod 4%.

Grażyna Ancyparowicz, członek RPP, 12 grudnia, PAP

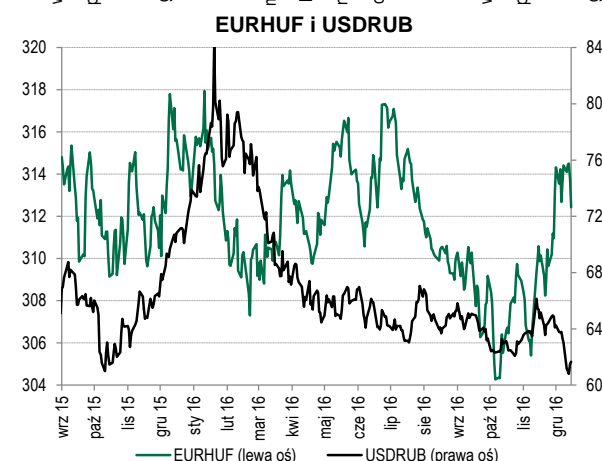
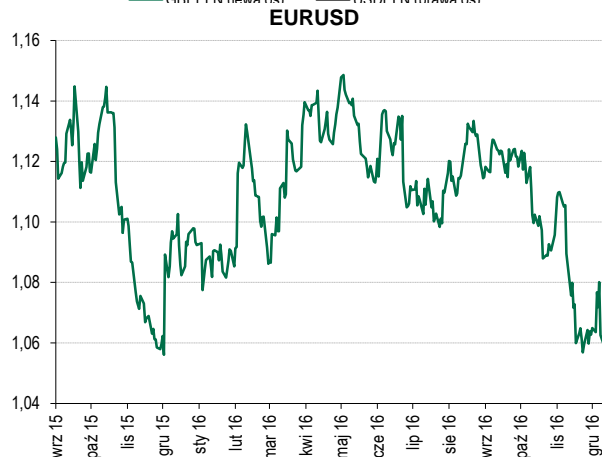
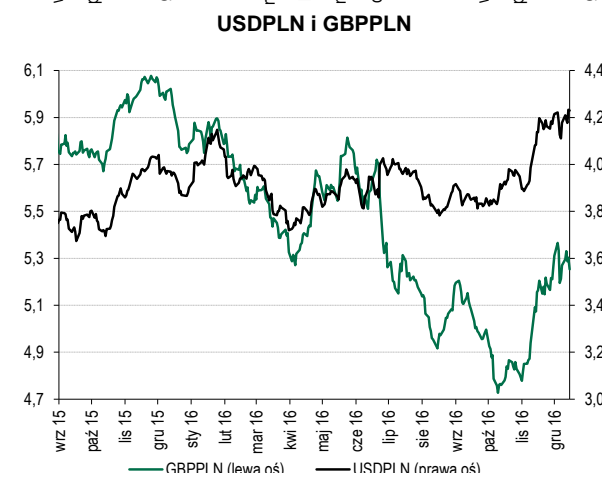
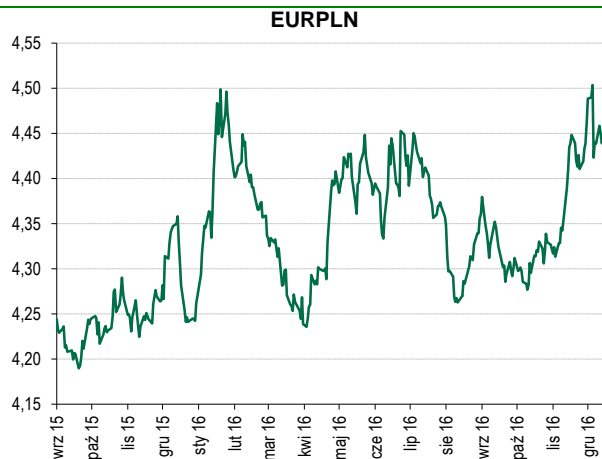
Stopy będą stabilne co najmniej do końca III kw. 17, a niewykluczone, że do końca przyszłego roku, a nawet końca I kw. 18. Pierwszą korektą raczej będzie delikatny ruch w górę. Taki ruch będzie zasadny tylko wtedy, jeśli dynamika cen na rynku zbliży się do górnej granicy celu inflacyjnego.

Łukasz Hardt, członek RPP, 14 grudnia, Reuters

Jeżeli będziemy zbliżać się do dolnego odchylenia od celu i jeśli nasze prognozy będą wskazywać na to, że inflacja będzie rosła dalej, to nie możemy przegapić momentu na podwyżkę. Nie wydaje się realne, aby inflacja osiągnęła poziom 1,5% przed końcem 2017, a tym samym trudno myśleć o zmianie stóp. Nie spodziewam się mocnego odbicia wzrostu w pierwszych dwóch kwartałach 2017 roku.

Ostatni tydzień obrodził w wypowiedzi członków RPP w sprawie perspektyw polityki pieniężnej. Wspólnym punktem tych wypowiedzi jest sugestia braku zmian stóp w 2017 r. Co ciekawe jednak, Grażyna Ancyparowicz była zaskakująco gołębia i stwierdziła, że inflacja musi osiągnąć 3,5%, aby RPP powinna rozważyć podwyżki stóp. Z drugiej strony, według Łukasza Hardta Rada powinna zastanowić się nad zacieśnieniem polityki już przy inflacji na poziomie 1,5%, a takiego odczytu spodziewamy się już w styczniu. Hardt jest również dość pesymistyczny co do wzrostu (brak odbicia w I poł. 17), podczas gdy Kropiwnicki widzi przyszłość przez różowe okulary (prawie 4% w 2017 r.). Naszym zdaniem, wbrew słowom Kropiwnickiego, 2017 może być dla bankierów centralnych ciekawy, z rosnącą inflacją i słabym wzrostem gospodarczym. Biorąc pod uwagę komentarze zacytowane po lewej, uważamy że reakcja banku centralnego na takie otoczenie nie jest wcale taka oczywista (choć spodziewamy się stabilizacji stóp).

Rynek walutowy – Zmienność może spaść

**EURPLN stabilny, USDPLN w górę**

W minionym tygodniu EURPLN pozostał relatywnie stabilny wokół 4,43 i mimo jastrzębiej podwyżki stóp Fed tygodniowy zakres wahań był najwęższy od drugiej połowy października. Jednocześnie, USDPLN wznowił impuls wzrostowy i osiągnął na chwilę 4,28 w wyniku umocnienia dolara na świecie dzięki retoryce FOMC. Kursy GBPPLN i CHFPLN pozostały stabilne blisko odpowiednio 5,30 i 4,10.

Spadająca zmienność sugeruje, że inwestorzy powoli wchodzą w okres końca roku kiedy spada płynność i notowania stabilizują się. Zakładamy, że tak właśnie jest i oczekujemy pozostania EURPLN w przedziale 4,40-4,46 przynajmniej w najbliższym tygodniu mimo serii ważnych danych z USA i Polski. Kurs zbliżył się do dolnego ograniczenia powyższego przedziału, ale najbliższe dane z kraju będą wg nas niezbyt sprzyjające dla złotego. Nasze prognozy produkcji przemysłowej i budowlanej oraz sprzedaży detalicznej są poniżej konsensusu, więc mogą nieco osłabić złotego w tym tygodniu.

Nie odnotowano żadnej trwałej reakcji kursu EURPLN na jastrzębią podwyżkę stóp Fed, co wg nas sugeruje, że zaplanowane na ten tydzień dane z USA też nie wywołają żadnego istotnego wpływu na notowania.

Jastrzębia podwyżka stóp Fed umacnia dolara

Wydzwięk czwartkowego posiedzenia FOMC miał największy wpływ na EURUSD w zeszłym tygodniu. Retoryka bankierów centralnych była całkiem jastrzębia, co umocniło dolara na globalnym rynku. W efekcie, EURUSD przebił się w końcu przez minimum z marca 2015 na ok. 1,046 i spadł poniżej 1,04, najniżej od początku 2003.

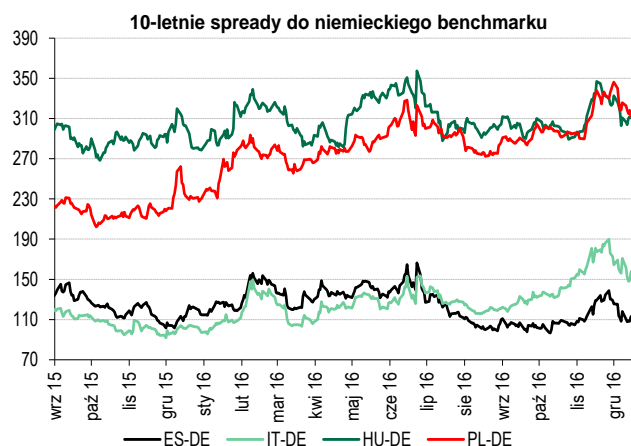
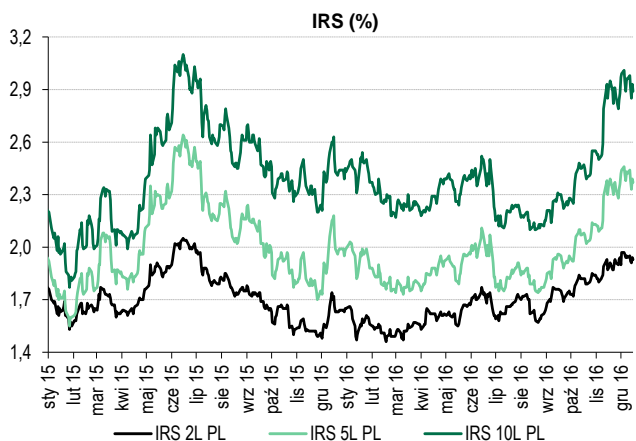
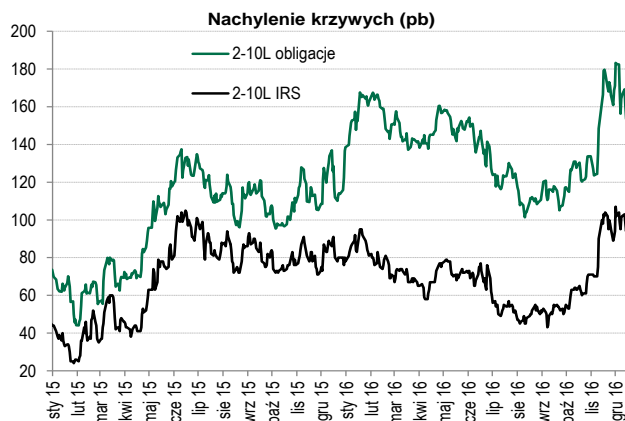
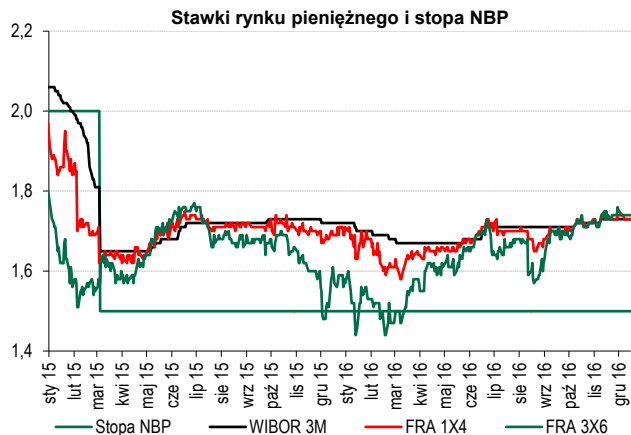
Biorąc pod uwagę ostatnie ważne wydarzenia na świecie – wybory prezydenckie w USA, referendum we Włoszech, podwyżkę stóp Fed – te ostatnie wywołało najmniejszą reakcję EURUSD. Sugeruje to, że dolar (euro) wycenił już sporo z ostatnich pozytywnych (negatywnych) informacji jakie pojawiły się w ostatnim czasie i potencjał do dalszego spadku EURUSD wydaje się być ograniczony, przynajmniej w krótkim okresie. W tym tygodniu poznamy dużo danych z USA, które naszym zdaniem musiałyby zaskoczyć mocno na plus, żeby pchnąć EURUSD jeszcze niżej przed końcem roku.

Forint i rubel zyskały więcej niż złoty

Węgierski forint oraz rosyjski rubel radziły sobie w zeszłym tygodniu lepiej niż złoty. EURHUF spadł do 312 z 315 podczas gdy USDRUB osiągnął nowe tegoroczne minimum na 60,425. Rubel korzystał z dalszego wzrostu cen ropy napędzanego decyzją państw niezrzeszonych w OPEC, które też ograniczyły wydobycie ropy.

W tym tygodniu węgierski bank centralny (MNB) ogłosił decyzję ws. stóp procentowych. Już od kilku miesięcy MNB luzuje politykę pieniężną innymi środkami niż obniżki głównej stopy procentowej. Sądzymy, że w tym miesiącu bank pozostawi parametry polityki pieniężnej bez zmian.

Rynek stopy procentowej – Rynek może się stabilizować przed świętami



Rentowności niższe mimo „jastrzębiej podwyżki” Fed

Miniony tydzień był dość zmienny na krajowym rynku stopy procentowej. Rentowności i stawki IRS spadły dość znacząco na początku tygodnia w ślad za umocnieniem na rynkach bazowych. Rentowność 10-latki sięgnęła 3,45% (najniżej od połowy listopada) przed środową decyzją FOMC odnośnie stóp. Nieoczekiwanie, podwyżka stóp przez Fed (o 25 pb zgodnie z oczekiwaniami) okazała się być jastrzębią, gdyż wykres kropkowy, pokazujący ścieżkę stóp oczekiwaną przez poszczególnych członków Fed, przesunął się w górę, wskazując na trzy podwyżki po 25 pb w 2017 r. Wzrost rentowności amerykańskiej 10-latki (o 14 pb po decyzji) przyczynił się do wzrostu nie tylko niemieckich rentowności, ale także i polskich. Rentowność krajowych 10-latek sięgnęła prawie 3,60%, niwelując wcześniejsze zyski. Jednakże to osłabienie było krótkotrwałe, a inwestorzy wykorzystali je do akumulacji obligacji. W efekcie w czasie piątkowej sesji rentowność 10-letniego benchmarku zbliżyła się do 3,405.

W skali tygodnia obie krzywe się nieco spłaszczyły, a spread 2-10 lat zawężił się do poniżej 155pb dla obligacji oraz poniżej 100 pb dla IRS. Premia za ryzyko mierzona spreadem do Bundu) również nieco się zmniejszyła; spread ten zawężił się do poniżej 320 pb dla sektora 10 lat.

Ubiegły tydzień był dość intensywny na rynku pierwotnym. Polska jako pierwszy emitent na świecie uplasowała obligacje tzw. Green Bonds. Sprzedano 5-letnie papiery denominowane w euro o wartości 750 mln € i rentowności 0,634% (co odpowiadało 48 pb powyżej średniej stopy swap). Struktura kupujących pokazała, że 61% tej emisji nabyli inwestorzy zorientowani na tego typu aktywa. Co więcej, wyniki aukcji zamiany można uznać za satysfakcjonujące. Resort finansów sprzedał nową 2-latkę za ok. 5,5 mld zł. Uwzględniając czwartkową aukcję, szacujemy, że Ministerstwo Finansów prefinansowało ok. 8% planowanych potrzeb pożyczkowych brutto w ramach tylko aukcji zamiany.

Na rynku pieniężnym stawki WIBOR 1M-12M pozostały stabilne, podczas gdy stawki FRA nieznacznie spadły (o 1-5 pb) w skali tygodnia dzięki umocnieniu na rynku IRS.

Rynek może się stabilizować przed świętami

W ostatnim tygodniu przed świętami oczekujemy pewnej stabilizacji na rynku. Na początku tygodnia zostaną opublikowane istotne krajowe dane, które w naszej ocenie potwierdzą spowolnienie aktywności gospodarczej w IV kw. 2016 (nasze prognozy produkcji są wyraźnie poniżej oczekiwań rynkowych) i mogą mieć one przełożenie na wycenę krajowych krzywych w krótkim terminie.

Czynniki globalne będą miały istotny wpływ na zachowanie się środka i długiego końca krzywych, o czym świadczy silna korelacja pomiędzy rentowności polskiej 10-latki a jej amerykańskim i niemieckim odpowiednikami (R^2 odpowiednio na 0,95 oraz 0,85 w ostatnich trzech miesiącach). w naszej ocenie dane makroekonomiczne z Europy i USA mogą dodać nieco zmienności na rynku. Jednak zwracamy uwagę, że ostatnie reakcje rynku na kluczowe wydarzenia (w tym jastrzębią podwyżkę Fed) są krótkotrwałe i rynek szybko powraca do stabilizacji, a nawet umacnia się. Bazując na tym, brak negatywnych wydarzeń w najbliższych dniach może spowodować, że rentowności i stawki IRS mogą poruszać się w trendzie bocznym.

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