

TYGODNIK EKONOMICZNY

21 – 27 sierpnia 2017

W minionym tygodniu dominowały negatywne nastroje rynkowe, a awersję do ryzyka podsycał m.in. zamach terrorystyczny w Hiszpanii. Dane z gospodarki światowej były raczej mieszane, podczas gdy w gospodarkach CEE mieliśmy do czynienia z pozytywnymi niespodziankami. Wzrost PKB w Polsce w II kwartale okazał się nieco lepszy od prognoz, dane o zatrudnieniu i produkcji w budownictwie również przekroczyły oczekiwania. Jednak publikacje te nie dały mocnego wsparcia złotemu, który umocnił się jedynie przejściowo. Jeśli chodzi o politykę pieniężną, przeważały gołębie nastroje, m.in. za sprawą łagodnego wydzwieku protokołów z ostatnich posiedzeń Fed i EBC. Było to impulsem do spadku rentowności na świecie.

W tym tygodniu poznamy wstępne europejskie indeksy PMI oraz trochę danych z USA. W kraju nie będzie publikacji, które mogłyby istotnie wpłynąć na rynek. W czwartek rozpoczyna się konferencja bankierów centralnych w Jackson Hole, która będzie zapewne wydarzeniem tygodnia. Naszym zdaniem po łagodnych sygnałach z EBC i Fed rynek może zakładać, że na konferencji nie pojawią się istotne nowe sygnały. Jednak nie wykluczamy, że ze strony przedstawicieli głównych banków centralnych pojawi się skoordynowany przekaz, sugerujący, że zmierzamy ku końcowi ultra-łuznej polityki pieniężnej na świecie. Podobna sytuacja miała miejsce pod koniec czerwca na konferencji w Sinttrze, po której rentowności obligacji poszybowały w górę.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (21 sierpnia)							
14:30	US	Indeks Chicago Fed	VII	pkt	-	-	0,13
WTOREK (22 sierpnia)							
11:00	DE	Indeks ZEW	VIII	pkt	-	-	86,4
14:00	HU	Decyzja banku centralnego	VIII	%	0,90	-	0,90
ŚRODA (23 sierpnia)							
9:30	DE	Wstępny PMI - przemysł	VIII	pkt	-	-	58,1
9:30	DE	Wstępny PMI - usługi	VIII	pkt	-	-	53,1
10:00	EZ	Wstępny PMI - przemysł	VIII	pkt	-	-	56,6
10:00	EZ	Wstępny PMI - usługi	VIII	pkt	-	-	55,4
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	VII	% r/r	5,1	5,0	5,0
15:45	US	Wstępny PMI - przemysł	VIII	pkt	-	-	53,3
15:45	US	Wstępny PMI - usługi	VIII	pkt	-	-	1,9
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VII	% m/m	0,4	-	0,8
CZWARTEK (24 sierpnia)							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VII	%	7,1	7,1	7,1
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	VIII	tys.	-	-	-
16:00	US	Sprzedaż domów	VII	% m/m	0,6	-	-1,8
PIĄTEK (25 sierpnia)							
8:00	DE	PKB	II kw.	% kw/kw	-	-	0,6
10:00	DE	Indeks Ifo	VIII	pkt	-	-	1,3
10:00	PL	Stopa bezrobocia BAEL	II kw.	%	4,8	-	5,4
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe użytku	VII	% m/m	-5,7	-	6,4

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>

Piotr Bielski 22 534 18 87

Marcin Luzziński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Konrad Soszyński 22 534 18 86

Marcin Sulewski 22 534 18 84

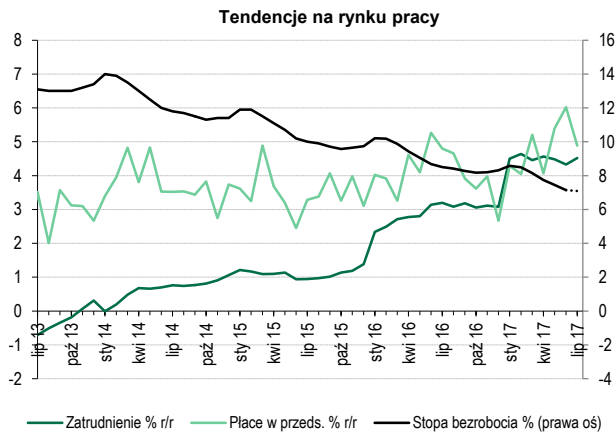
DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

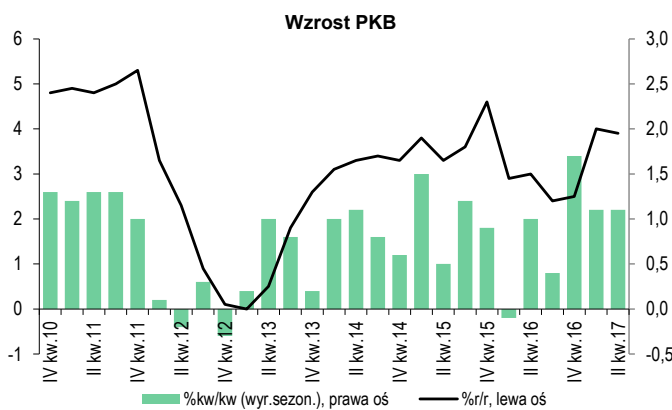
Wydarzenia najbliższego tygodnia – Zagadka z rynku pracy, minutes RPP



▪ Dane z rynku pracy mające napłynąć w tym tygodniu zapewne pokażą, że stopa bezrobocia została bez zmian na 7,1%. W naszym odczuciu miara jest już na tak niskim poziomie, że znalezienie na rynku pracy kolejnych pracowników powinno być dużym wyzwaniem. Czerwcowe spowolnienie w dynamice zatrudnienia zdawało się potwierdzać taki pogląd. Tymczasem lipiec zaskoczył wyraźnym przyrostem zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw i to bez jednoczesnego przyspieszenia w płacach. W rozwiązaniu zagadki powinien pomóc zapowiedziany na ten tydzień Biuletyn Statystyczny GUS.

▪ Minutes z lipcowego posiedzenia RPP raczej nie wniesie nic nowego. Zakładamy, że większość członków Rady wciąż podziela pogląd prezesa Adama Glapińskiego, a to oznacza, że podwyżka stóp procentowych to kwestia co najmniej roku.

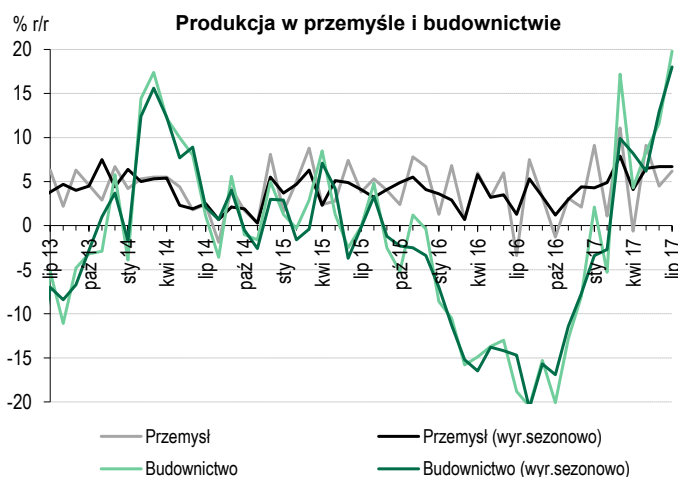
Ostatni tydzień w gospodarce – Gospodarka wciąż rozpędzona



▪ Wzrost PKB w II kw. wyniósł 3,9% r/r i 1,1% kw/kw po oczyszczeniu z wahań sezonowych, wobec 4,0% r/r i 1,1% kw/kw za I kw. To więcej niż oczekiwał rynek oraz my (3,8% r/r) i w zasadzie wynik zgodny z ostatnią projekcją NBP. Wstępny szacunek GUS nie pokazuje struktury, ale podejrzewamy, że wzrost gospodarczy napędzała konsumpcja prywatna, rosnąca według nas o prawie 5% r/r i wspierana solidnymi wzrostami dochodów. W kolejnych kwartałach wzrost konsumpcji może nieco spowolnić, ale inwestycje powinny się rozkręcać. Utrzymujemy, że w tym roku wzrost PKB powinien wynieść średnio prawie 4%.

▪ Zatrudnienie w sektorze firm urosło w skali miesiąca najmocniej od 2009 r. (pomijając styczeń, kiedy dane są zaburzone przez czynniki statystyczne), mimo że wiele firm raportuje trudności w znalezieniu pracowników. Wzrost zatrudnienia wyniósł 4,5% r/r, konsensus przewidywał 4,3% r/r. Wzrost płac w sektorze firm spowolnił do 4,9% r/r, podczas gdy rynek spodziewał się ruchu do 5,4% z 6,0%. Lipcowy odczyt wzrostu płac był zgodny z naszą prognozą, a naszym zdaniem zaskoczenie względem konsensusu wcale nie świadczy o spadku presji płacowej.

▪ Produkcja przemysłowa wzrosła w lipcu o 6,2% r/r, co było odczytem poniżej prognoz, ale wydaje się w sumie całkiem niezłym rezultatem, biorąc pod uwagę, że nie był on zaburzony przez efekt kalendarzowy. Produkcja w budownictwie wystrzeliła w górę o prawie 20% r/r, znacznie mocniej od oczekiwań, co zdaje się być sygnałem, że długo oczekiwane ożywienie w inwestycjach wreszcie zaczyna się materializować (produkcja w inżynierii lądowej i wodnej wzrosła o prawie 34% r/r). Wzrost sprzedaży detalicznej w lipcu również był niezły (6,8% r/r w cenach stałych), co potwierdza, że konsumpcja prywatna ma się dobrze. W sumie, dane wskazują, że wzrost PKB w Polsce na początku III kwartału utrzymuje się na wysokim poziomie, ok. 4% r/r.



Cytat tygodnia – Inwestycje prawie neutralne dla wzrostu PKB w II kw.

Maria Jeznach, dyr. Dep. Rachunków Narodowych GUS, 16 sierpnia 2017 r., Bloomberg, PAP, ISBNews

Oceniamy, że wszystkie segmenty gospodarki, oprócz sektora finansowego, miały pozytywny wpływ na PKB w II kw. Szczególnie widoczna jest poprawa w budownictwie. Popyt krajowy miał pozytywny wpływ na dynamikę PKB, głównie za przyczyną popytu konsumpcyjnego. Wkład popytu inwestycyjnego na PKB był prawdopodobnie zbliżony do neutralnego. Bilans handlowy miał lekko pozytywny wpływ na PKB w II kw., ale mniejszy niż w I kw.

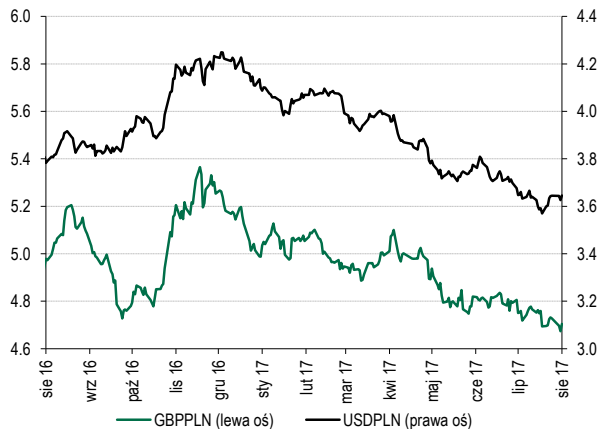
Sam wstępny odczyt PKB za II kw. nie był dużym zaskoczeniem, ale za to komentarz, jakim okrasiała go dyrektor GUS daje do myślenia. Wygląda na to, że inwestycje kolejny kwartał pozostały blisko 0% r/r. W I kw. spadły o 0,4% r/r, a w II kw. musiały rosnąć nie więcej niż ok. 2% r/r, żeby można było mówić (za dyr. Jeznach) o ich „zbliżonym do neutralnego” wpływie na wzrost gospodarczy. Zaskoczyło nas też sformułowanie o dodatnim ale mniejszym niż poprzednio wkładzie eksportu netto. Według dostępnych danych w I kw. ten wkład wyniósł zaledwie 0,1pp a do tego miesięczne dane o bilansie w handlu dobrami i usługami pokrywające II kw pokazały duże pogorszenie w ujęciu r/r.

Rynek walutowy – Złoty może być pod presją

EURPLN



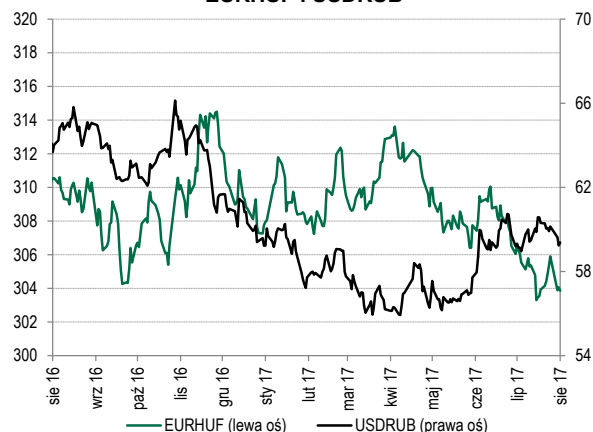
GBPPLN i USDPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



EURPLN może być pod presją

▪ EURPLN rozpoczął poprzedni tydzień na 4,28 przy obniżonej płynności w związku ze świętem. Później dobre dane o polskim PKB i pozytywne informacje z naszego regionu wsparły polską walutę, która umocniła się do 4,25 za euro. Jednak ten ruch szybko został skorygowany do 4,27 a wzrost awersji do ryzyka po atakach terrorystycznych w Hiszpanii pomógł zakotwiczyć kurs na podwyższonym poziomie. Gorsze od oczekiwań dane z przemysłu pchnęły kurs powyżej 4,28 na koniec tygodnia.

▪ W tym tygodniu brak jest istotnych krajowych publikacji makro, zatem wydarzenia zagraniczne będą dla złotego kluczowe. Naszym zdaniem wstępne PMI w Europie będą dobre, co może nieco wesprzeć popyt na ryzyko i krajowe aktywa.

▪ Kluczowym wydarzeniem będzie konferencja w Jackson Hole rozpoczynająca się 24 sierpnia (czwartek). Naszym zdaniem dość gołębnie minutes FOMC i ECB uspiły czujność rynku, który spodziewa się gołębkiego przesłania. Tymczasem, nie wykluczamy, że główne banki centralne ponownie wyślą w eter wiadomość, że era ultra luźnej polityki pieniężnej dobiega końca, podobnie jak miało to miejsce w Sintrze. Argumentem za takim rozwojem wydarzeń jest obawa bankierów centralnych o nadmierny wzrost cen aktywów finansowych. Może się to negatywnie odbić na złotym.

▪ Również nastroje wobec aktywów gospodarek EM i innych ryzykownych aktywów stały się ostatnio nieco mniej pozytywne, co będzie ograniczało potencjał złotego do zysku.

▪ EURPLN jest też blisko ważnego technicznego poziomu, ruchomej średniej z 200 dni (4,29). Przebicie tego poziomu może być przyczynkiem do poważniejszej deprecjacji.

▪ Naszym zdaniem ryzyko dla EURPLN jest asymetryczne w górę, zwłaszcza w drugiej połowie tygodnia. Osiągnięcie 4,29 jest wg naszej prognozy wysoce prawdopodobne.

Dolar może się dalej umacniać

▪ Ostatni tydzień na rynku EURUSD był dość ciekawy, a kurs poruszał się w przedziale 1,165-1,182. Dane z USA były mieszane (dobre o sprzedaży, słabe o produkcji), więc miały też dwojaki wpływ na kurs. Presja na wzrost kursu wynikała z gołębich minutes FOMC i napięcia w rządzie Trumpa (konflikt z Republikanami), a na spadek z jastrzębich słów Williama Dudleya i gołębich minutes EBC. Dolar zakończył tydzień nieco mocniej niż go rozpoczął, na poziomie 1,173 za euro.

▪ W tym tygodniu podwyższona awersja do ryzyka będzie wspierała dolara. Jastrzębie przesłanie z Jackson Hole powinno być pozytywne dla amerykańskiej waluty, gdyż członkowie EBC byli ostatnio zafrasowani nadmiernym umocnieniem wspólnej waluty. Presja wynikająca z konfliktu Trumpa z Partią Republikańską też powinna zanikać.

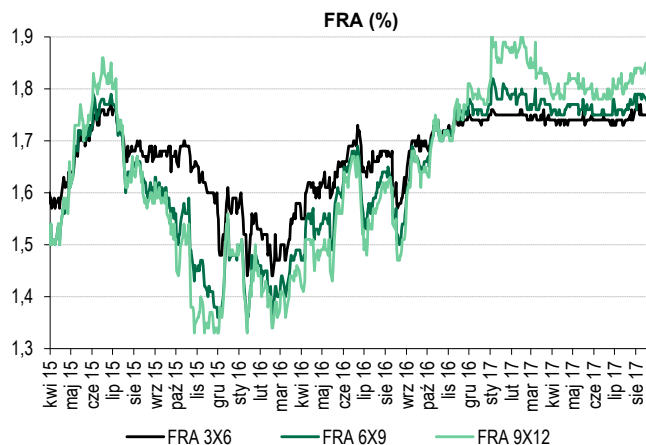
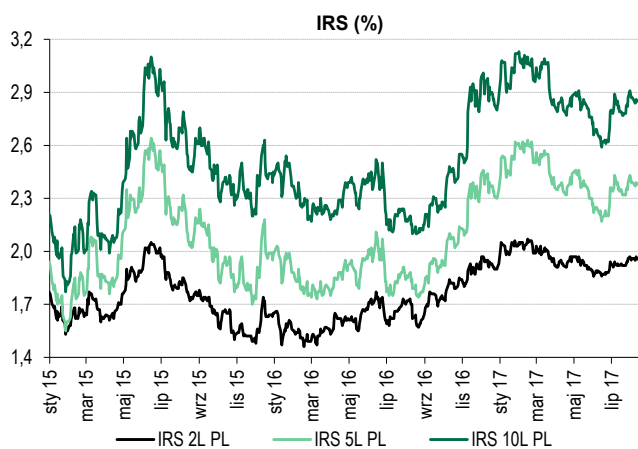
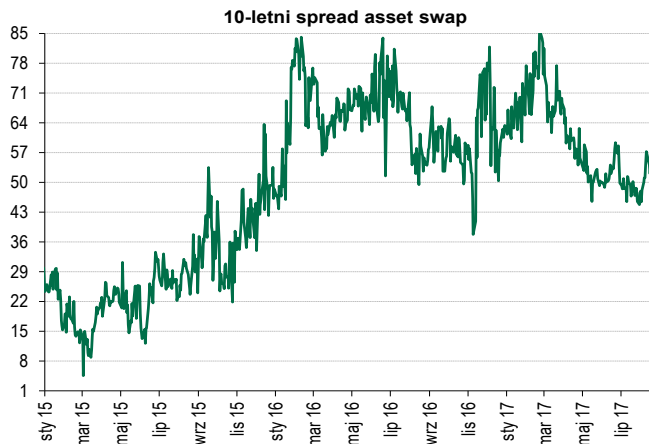
▪ Ogólnie naszym zdaniem ten tydzień będzie korzystny dla dolara, a EURUSD powinien podążać w kierunku 1,16.

Każda waluta CEE po swoim

▪ Czeska korona zyskiwała w ostatnim tygodniu, a kurs EURCZK obniżył się z 26,15 do 26,00 (najniższej od 2013 r.) dzięki bardzo dobrym danym o wzroście PKB w II kw. (4,5% wobec konsensusu 3,0%). Pod koniec tygodnia korona osłabiła się a kurs wzrósł powyżej 26,10. EURHUF przez większą część tygodnia oscylował wokół 304, a w piątek zyskał do 303,50. USDRUB był najbardziej zmienną z tych par walutowych, zaczynając tydzień od wzrostu do 60,0 pod wpływem tańszej ropy i wyższego EURUSD. Później, wraz z odbiciem cen ropy, dobrych danych o rosyjskim budżecie i oczekiwaniach rynku co do sprzedaży dolarów przez eksporterów, USDRUB spadł do 59,0.

▪ Ten tydzień może być negatywny dla walut regionu, podobnie jak w przypadku złotego.

Rynek stopy procentowej – Czekając na bankierów centralnych



Rentowności spadły w reakcji na dane o PKB

▪ W zeszłym tygodniu obserwowaliśmy spadek marż asset swap (ASW) polskiego długu, po dwóch tygodniach rozszerzania się spreadów. Marże ASW spadły z 58 do 54 pb. dla 10L, z 36 do 33 pb. dla 5L oraz z -8 do -11 pb. dla 2L, głównie za sprawą solidnych danych o PKB w Polsce, które zostały opublikowane w połowie zeszłego tygodnia. Spadek krzywej rentowności obligacji (napędzany przez kompresję spreadów ASW) został, w końcu zeszłego tygodnia, wsparty przez spadek stawek IRS. Zniżka stawek IRS była reakcją na wzrost ryzyka politycznego po czwartkowym ataku terrorystycznym w Barcelonie. W efekcie krajowa krzywa obligacji skarbowych została zepchnięta w dół o 10 pb. w długim końcu, 8 pb. w środku i 3 pb. w krótkim końcu krzywej. Stawki IRS nie uległy znacznym zmianom. Stawka 10-letnia wahała się w przedziale 2,84-2,88%, 5-letnia pozostała między 2,37% i 2,40%, a 2-letnia utrzymała się blisko 1,95%.

▪ Gracze rynkowi całkowicie zignorowali dobre dane o płacach i zatrudnieniu z kraju, podobnie jak pakiet całkiem dobrych danych o produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej.

▪ Stawki FRA i WIBOR pozostały bez zmian.

Konferencja w Jackson Hole w centrum uwagi

▪ W naszym przekonaniu w centrum uwagi rynku długu w kolejnym tygodniu będzie konferencja w Jackson Hole, która zaczyna się w czwartek. Inwestorzy będą z uwagą przyglądać się wypowiedziom Mario Draghiego i Janet Yellen, wypatrując sygnałów wycofania się z ultra luźnej polityki monetarnej.

▪ Spodziewamy się, że krajowa krzywa rentowności może zostać wyciągnięta w górę przez bardziej jastrzębie komentarze bankierów centralnych i w konsekwencji powróci do poziomów widzianych na początku zeszłego tygodnia. Prawdopodobnie będzie to głównie efekt dekompresji spreadów ASW.

▪ Stawki FRA i WIBOR prawdopodobnie pozostaną na niezmiennym poziomie.

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., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl