

TYGODNIK EKONOMICZNY

4 – 10 września 2017

Brak jakichkolwiek jastrzębich sygnałów ze strony bankierów centralnych zebranych w Jackson Hole oraz dobre dane z USA przesądziły o tym, że na przestrzeni minionego tygodnia na globalnym rynku panował dobry nastrój. Podwyższona awersja do ryzyka jaka pojawiła się po wystrzeleniu przez Koreę Płn. rakiety w kierunku Japonii miała tylko przejściowy negatywny wpływ na ryzykowne aktywa. W Polsce, tempo wzrostu PKB w II kw. zostało potwierdzone na solidnym poziomie 3,9% r/r, ale struktura wzrostu i kolejny rozczarowujący odczyt indeksu PMI nakazują ostrożność odnośnie szans na dalsze przyspieszenie gospodarki w najbliższych kwartałach. Wstępny CPI za sierpień (1,8% r/r) nie zaskoczył i był blisko konsensusu.

W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie EBC i w naszej ocenie będzie to kluczowe wydarzenie dla rynków. Zakładamy, że jego wydzźwięk będzie raczej gołębi, biorąc pod uwagę ostatnie sygnały z banku centralnego i mocne euro. W najbliższych dniach wypowiadać się będzie też wielu członków FOMC. Po sierpniowej wakacyjnej przerwie spotka się Rada Polityki Pieniężnej i sądzimy, że gołębia retoryka zostanie utrzymana. Na koniec tygodnia Moody's może opublikować przegląd polskiego ratingu. Naszym zdaniem ocena zostanie utrzymana na poziomie A2 z perspektywą stabilną i wydarzenie te nie będzie miało istotnego wpływu na rynek.

Dotychczas oczekiwaliśmy, że EURPLN może utrzymać się w ciągu najbliższych dwóch-trzech miesięcy na podwyższonym poziomie i dopiero na koniec br. spaść do 4,20. Zdecydowaliśmy się odwrócić chronologię tego scenariusza – zakładamy, że w najbliższym czasie złoty może jeszcze się umocnić i dopiero na koniec roku oddać część tych zysków – szczegóły na stronie 3 tego raportu.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (4 września)							
Brak publikacji ważnych danych							
WTOREK (5 września)							
9:00	HU	PKB	II kw.	% r/r	3,2	-	4,2
9:55	GE	PMI – usługi	VIII	pkt	53,4	-	53,1
10:00	EZ	PMI – usługi	VIII	pkt	54,9	-	55,4
11:00	EZ	PKB	II kw.	% r/r	2,2	-	1,9
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VII	% m/m	-3,2	-	3,0
ŚRODA (6 września)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50	1,50
8:00	GE	Zamówienia przemysłowe	VII	% m/m	0,3	-	1,0
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	VII	% r/r	6,7	-	2,2
16:00	US	ISM – usługi	VIII	pkt	55,1	-	53,9
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
CZWARTEK (7 września)							
8:00	GE	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	0,5	-	-1,1
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,0	-	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	236
PIĄTEK (8 września)							
Decyzja Moody's ws. ratingu Polski							
8:00	GE	Eksport	VII	% m/m	1,3	-	-2,7
9:00	HU	CPI	VIII	% r/r	2,5	-	2,1

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 Luźniński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Konrad Soszyński 22 534 18 86

Marcin Sulewski 22 534 18 84

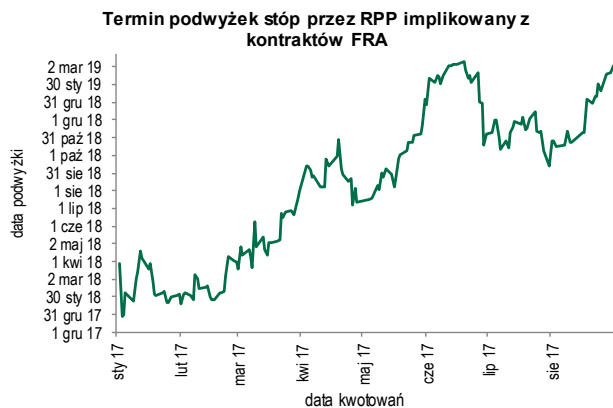
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

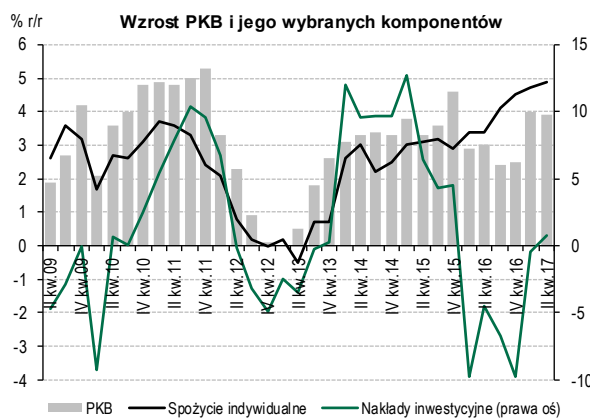
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – Decyzje RPP i agencji Moody's



- W tym tygodniu po wakacyjnej przerwie zbiera się RPP. Od ostatniego posiedzenia w lipcu inflacja pozostała względnie stabilna, a dane o aktywności gospodarczej były solidne. Ostatnie tygodnie pokazały, że w Radzie jest grupa „jastrzębi” nawołująca do szybkich podwyżek stóp, ale nadal większość członków RPP podziela poglądy prezesa Glapińskiego. Wg nas retoryka Rady pozostanie więc „gołębia”.
- W piątek Moody's może przedstawić aktualizację oceny ratingu Polski. Wg nas, agencja potwierdzi rating A2 z perspektywą stabilną, do czego przyczynią się korzystne prognozy makro i sytuacji fiskalnej (solidny wzrost PKB, deficyt fiskalny poniżej 3% PKB). Moody's może odnotować obawy związane z planami zmian w systemie sądowniczym czy trwający konflikt z Komisją Europejską, ale naszym zdaniem kwestie te nie przesłonią pozytywnej oceny perspektyw gospodarczych.

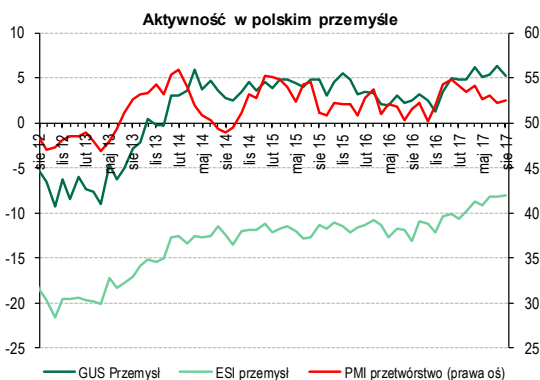
Ostatni tydzień w gospodarce – Solidny wzrost PKB, inflacja lekko w górę



▪ Wzrost PKB w II kwartale 2017 wyniósł 3,9% r/r. Głównym motorem wzrostu PKB była konsumpcja prywatna, rosnąca o prawie 5% r/r, natomiast dynamika inwestycji była niewielka (zaledwie 0,8% r/r). Wpływ eksportu netto był negatywny dla wzrostu i odjął 1,5 pkt. proc., głównie za sprawą wyraźnego spowolnienia eksportu. To ostatnie wydaje się dość dziwne, biorąc pod uwagę wyraźne ożywienie koniunktury w strefie euro, ale wytłumaczeniem może być słabszy eksport Niemiec. Naszym zdaniem w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy w Polsce pozostanie niezły, nieco poniżej 4% r/r. Bardziej szczegółową analizę przedstawiliśmy w [Komentarzu na gorąco](#).

▪ Polski PMI dla przemysłu znowu rozczarował rosnąc do 52,5 pkt w sierpniu z 52,3 pkt w lipcu. Indeks dla Polski oderwał się wyraźnie od analogicznego wskaźnika dla strefy euro, co jest dość zaskakujące, bowiem jest to nasz główny partner handlowy. Raport PMI potwierdził, że zamówienia krajowe rosły szybciej niż zagraniczne, a do niedawna sytuacja była odwrotna. Widać też negatywny wpływ napięć na rynku pracy – zaległości produkcyjne rosły najszybciej od lutego 2015, co wynikało m.in. z braku pracowników. Nakazuje to ostrożność odnośnie tempa wzrostu PKB w kolejnych kwartałach.

▪ Wstępny CPI wzrósł w sierpniu do 1,8% r/r z 1,7% w lipcu, tak jak oczekiwaliśmy. Wstępny odczyt nie zwiera szczegółów, ale nasze szacunki wskazują, że wzrost inflacji napędzały głównie wyższe ceny żywności i paliw, podczas gdy inflacja bazowa pozostała niska. Sądzymy, że do listopada roczna dynamika CPI będzie rosła i osiągnie 2% r/r, po czym spadnie na koniec roku o 0,5 pkt. proc. pod wpływem efektu bazy. Z kolei inflacja bazowa powinna się utrzymać w okolicy 1%. W tych warunkach bank centralny utrzyma zapewne swoją gołębią retorykę.



Cytat tygodnia – Stopy należy podnieść już teraz

Kamil Zubelewicz, członek RPP, Reuters, 29 sierpnia

Moim zdaniem stopy należałoby delikatnie podnieść już teraz, póki sytuacja gospodarcza jest korzystna. Taki krok pozytywnie wpłynąłby na kurs złotego, słabo natomiast oddziaływałby na inwestycje, których poziom przy tak niskich stopach w niewielkim stopniu zależy od ceny kredytu. (...) Warto taki krok uczynić, by uniknąć czynników ryzyka związanych ze wzrostem cen surowców energetycznych czy wahaniami kursowymi. Pozwoliłoby to także uniknąć wyższych podwyżek stóp w przyszłości. (...) Na razie jednak dominuje podejście 'wait and see', zakładające, że obecna sytuacja jest dość dobra. Moim zdaniem należy patrzeć w przyszłość, zwiększyć możliwości działania Rady w 2018 roku oraz odejść od polityki sprzyjającej nienaturalnemu obniżaniu kursu złotego.

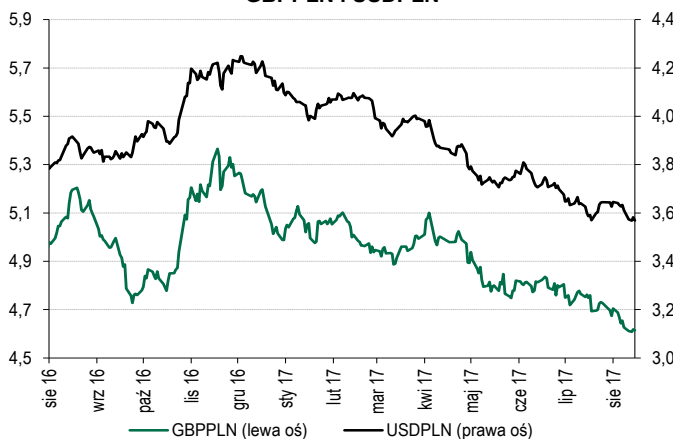
Kamil Zubelewicz powiedział, że sytuacja gospodarcza uzasadnia szybką i niewielką podwyżkę stóp procentowych. Jego zdaniem taki ruch miałby minimalny negatywny wpływ na inwestycje. Jest to najwyraźniej odniesienie do zapisu, który pojawił się w minutes z lipcowego posiedzenia RPP, na temat woli utrzymania stóp bez zmian przez większość członków Rady aby wesprzeć ożywienie inwestycyjne. Niemniej, zdaniem Zubelewicza szanse na zacieśnienie polityki pieniężnej nawet do końca 2019 r. są prawie żadne (zapewne ze względu na fakt, że większość członków Rady podziela poglądy prezentowane przez prezesa Glapińskiego).

Rynek walutowy – EBC może umocnić złotego i osłabić euro

EURPLN



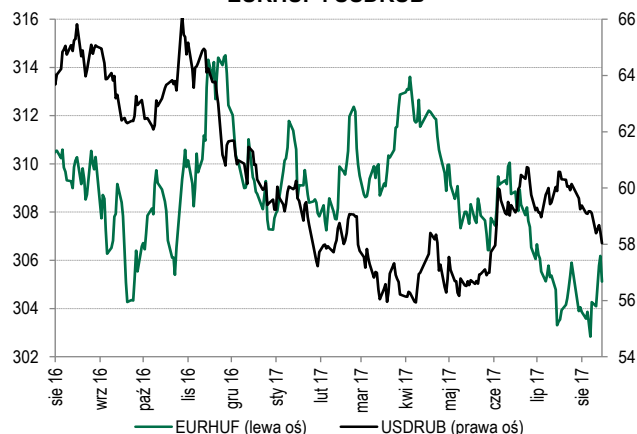
GBPPLN i USDPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



Bilans czynników na korzyść złotego

W zeszłym tygodniu EURPLN spadł trzeci tydzień z rzędu w wyniku braku jakichkolwiek jastrzębich sygnałów ze strony bankierów centralnych zebranych w Jackson Hole oraz dzięki anonimowym doniesieniom wskazujących na to, że EBC nie będzie się spieszył z ograniczeniem programu pieniężnej stymulacji gospodarki. Podwyższona awersja do ryzyka jaka pojawiła się po wystrzeleniu przez Koreę Płn. rakiety w kierunku Japonii miała tylko przejściowy negatywny wpływ na złotego. W efekcie, EURPLN testował dolne ograniczenie przedziału 4,25-4,30. Jednocześnie, CHFPLN ustabilizował się powyżej 3,70, GBPPLN odbił do 4,63 z 4,58, a USDPLN wahał się w przedziale 3,52-3,60.

Dotychczas oczekiwaliśmy, że EURPLN może utrzymać się w ciągu najbliższych dwóch-trzech miesięcy na podwyższonym poziomie i dopiero na koniec br. spaść do 4,20. Zdecydowaliśmy się odwrócić chronologię tego scenariusza. Oceniamy, że w najbliższym czasie nastroj na rynku będzie całkiem dobry dzięki solidnym danym z globalnej gospodarki oraz brakowi sygnałów ze strony banków centralnych o możliwym przyspieszeniu procesu wychodzenia z luźnej polityki pieniężnej. Również konflikt polskiego rządu z KE nie powinien zwracać znacznej uwagi rynku dopóki ryzyko sankcji finansowych jest niskie. Jednocześnie, zakładamy, że do końca roku FOMC podniesie stopy jeszcze raz o 25 pb, czego rynek z kolei nie wycenia. Kiedy szanse na taki ruch zaczną rosnać, może to mieć wg nas negatywny wpływ na waluty z rynków wschodzących, w tym na złotego. W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie EBC i w naszej ocenie jego wynik może być korzystny dla krajowej waluty.

EURPLN testuje wsparcie na 4,25. Kolejne ważne poziomy to 4,235 (sierpniowy dołek) i 4,213.

Dolar złapał oddech

Impuls wzrostowy EURUSD wyhamował w zeszłym tygodniu. Euro zyskało po zakończeniu konferencji w Jackson Hole i EURUSD wzrósł szybko powyżej 1,20. Solidne dane z USA opublikowane w kolejnych dniach umocniły dolara powodując spadek kursu do 1,18. Na koniec tygodnia EURUSD wahał się blisko 1,19.

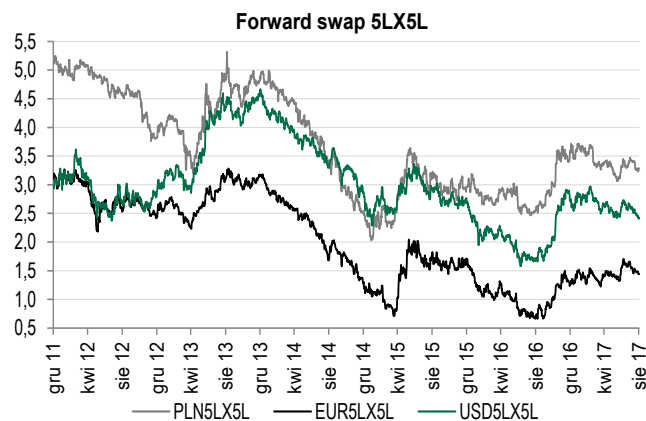
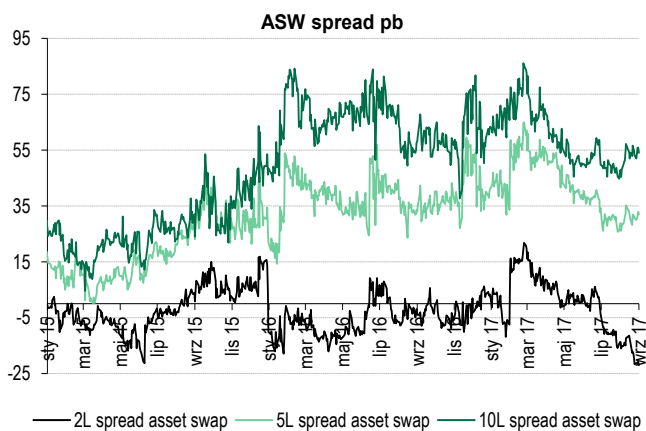
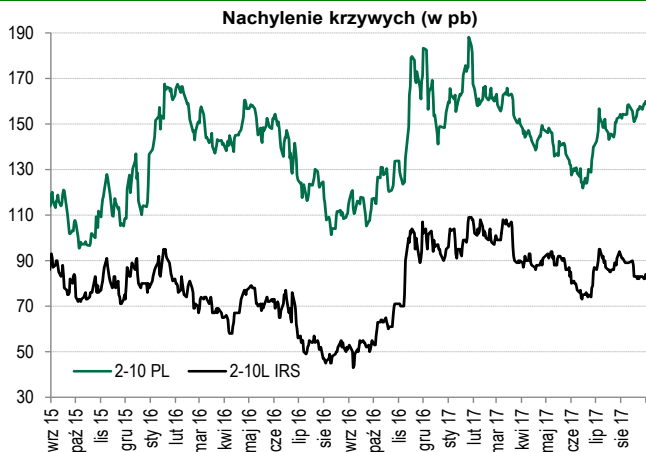
W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie EBC. Sądzymy, że jego wydzźwięk będzie miał raczej gołębi ton, biorąc pod uwagę ostatnie sygnały z banku centralnego i mocne euro.

Sądzymy też, że kursowi EURUSD trudno może być utrzymać takie tempo wzrostów bez głębszej korekty. Kurs rośnie już od 35 tygodni i 35-tygodniowa procentowa zmiana jest najwyższą od połowy 2011. Dodatkowo, większość ostatnich danych z USA było lepsze od prognoz, co powinno korzystnie wpłynąć na dolara.

Rubel zyskuje, forint traci, korona stabilna

W zeszłym tygodniu rubel zyskał do dolara i USDRUB spadł do 57,9 (najniższy od czerwca) dzięki odbiciu cen ropy i dobrym danym o rosyjskich rezerwach walutowych. EURHUF wzrósł tymczasem przejściowo do 306,5 z 304 w wyniku realizacji zysków z ostatniego silnego umocnienia forinta. Kurs EURCZK utrzymał się nieco powyżej 26,0. Dwóch czeskich bankierów centralnych (Hampl i Mora) powiedziało, że stopy w Czechach mogą pójść w górę jeszcze raz przed końcem roku, a dane o PKB za II kw. zaskoczyły na plus (po już i tak silnym wstępnym odczycie), ale wydarzenia te miały tylko chwilowy pozytywny wpływ na koronę.

Rynek stopy procentowej – Banki centralne w centrum uwagi



Rentowności bez zmian mimo mocnych indeksów PMI

▪ Z publikowanych w zeszłym tygodniu danych większość odczytów ze strefy euro zaskoczyło na plus. Wstępna sierpniowa inflacja HICP odbiła do 1,5% r/r z 1,3% r/r w lipcu i przekroczyła prognozy (1,4% r/r). Wskaźnik ESI też był lepszy od oczekiwań, a indeks PMI dla przemysłu odbił do 57,4 pkt z 56,6 pkt. Dane z USA nie były tak jednoznacznie mocne, a miesięczny raport z rynku pracy USA mocno rozczarował. Odczyty inflacji PCE oraz dochodów i wydatków konsumentów były bliskie oczekiwaniom. Inwestorzy skupili się na wyniku sympozjum w Jackson Hole i spekulacjom jak EBC zareaguje na znaczne wzrosty EURUSD. W efekcie, rentowności na bazowych rynkach długu spadały w pierwszej części tygodnia i odbiły w drugiej jego części.

▪ Krajowy dług został wsparty przez komunikaty z Ministerstwa Finansów, które zapowiedziało tylko jedną aukcję obligacji na wrzesień. Dodatkowo, wiceminister finansów Piotr Nowak powiedział, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już pokryte w 72% (a uwzględniając planowane niższe wykonanie deficytu budżetowego jest to już nawet 85%). W pierwszej części tygodnia wypowiedzi bankierów centralnych w Jackson Hole pchnęły rentowności polskich obligacji w dół o 1-3 pb, podczas gdy kolejne dni przyniosły korektę tego ruchu. Skala zmian nie była znaczna i dotyczyła głównie papierów z krótkiego końca i środka krzywej. Długi koniec radził sobie lepiej po informacji Ministerstwa Finansów o tym, że we wrześniu nie będzie standardowej aukcji sprzedaży obligacji. Rynek nie zareagował na dobre dane o PKB i wstępną inflację.

Czekając na banki centralne

▪ Sądzymy, że w tym tygodniu rentowności mogą pozostać stabilne. Konferencja prasowa po posiedzeniu EBC nie wpłynie raczej na pozytywny nastrój panujący na rynku długu. Piątkowa wypowiedź członka rady EBC, Ewalda Nowotnego, o tym że bank nie skupia się za bardzo na ostatnich ruchach kursu EURUSD wskazuje, że pojawić się mogą jastrzębie sygnały na najbliższym posiedzeniu banku centralnego (rentowność 10-letniego Bunda odbiła do 0,39% z 0,36%). Sugeruje to, że rynek może szukać jastrzębich komentarzy na konferencji prezesa EBC. Sądzymy, że finalne indeksy PMI dla sektora usług w strefie euro i posiedzenie krajowej RPP zostaną raczej zignorowane.

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