

TYGODNIK EKONOMICZNY

18 – 24 września 2017

Ostatnie dni na polskim rynku przyniosły osłabienie złotego w relacji do głównych walut i wzrost rentowności obligacji. Zmiany były jednak głównie reakcją na wahania globalnego nastroju niż na czynniki krajowe. W naszej ocenie, ani sygnały z agencji ratingowych ani decyzja Komisji Europejskiej o rozpoczęciu kolejnego kroku w procedurze naruszenia prawa unijnego przeciwko Polsce nie miały znaczącego wpływu na notowania.

W tym tygodniu poznamy sporo danych z kraju. W większości przypadków nasze prognozy są powyżej konsensusu, więc odczyty mogłyby nieco poprawić nastroje. Sądzymy, że dane potwierdzą, że polski PKB rośnie w III kw. w tempie bliskim 4%. Niezależnie, w naszej ocenie największy wpływ na krajowe aktywa w dalszym ciągu będą miały czynniki globalne. Kluczowym wydarzeniem będzie zapewne decyzja FOMC i nowe prognozy, które mogą pokazać niższą ścieżkę stóp procentowych prognozowanych przez bankierów centralnych z USA, a także informacja o rozpoczęciu procesu redukcji bilansu Fed.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (18 września)							
11:00	EZ	CPI	VIII	% r/r	1,5	-	1,3
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VIII	% r/r	5,7	5,9	4,9
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VIII	% r/r	4,6	4,7	4,5
WTOREK (19 września)							
11:00	DE	Indeks ZEW	IX	pkt	86,8	-	86,7
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,90	-	0,90
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	5,9	6,1	6,2
14:00	PL	Produkcja budowlana	VIII	% r/r	24,0	27,9	19,8
14:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	VIII	% r/r	6,7	7,5	6,8
14:00	PL	PPI	VIII	% r/r	3,0	3,2	2,2
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VIII	% m/m	2,2	-	-4,8
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	VIII	% m/m	-0,8	-	-3,5
ŚRODA (20 września)							
16:00	US	Sprzedaż domów	VIII	% m/m	0,6	-	-1,3
20:00	US	Decyzja FOMC		%	1,00-1,25	1,00-1,25	1,00-1,25
CZWARTEK (21 września)							
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Indek Philly Fed	IX	pkt	17,0	-	18,9
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	284
PIĄTEK (22 września)							
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	IX	pkt	59,1	-	59,3
9:30	DE	Wstępny PMI – usługi	IX	pkt	53,7	-	53,5
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	IX	pkt	57,3	-	57,4
10:00	EZ	Wstępny PMI – usługi	IX	pkt	54,8	-	54,7
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VIII	%	7,0	7,0	7,1
14:00	PL	Podaż pieniądza	VIII	% r/r	5,2	5,3	5,0

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

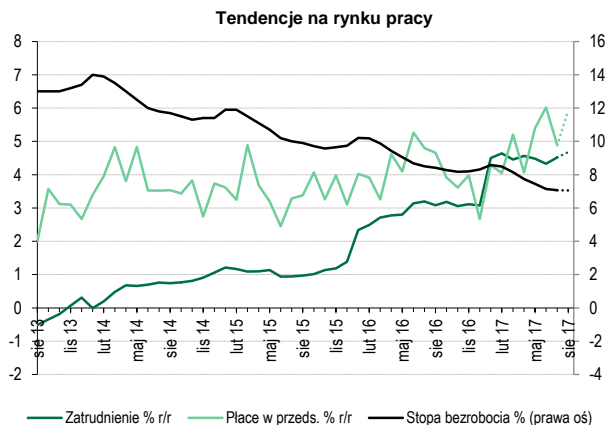
DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

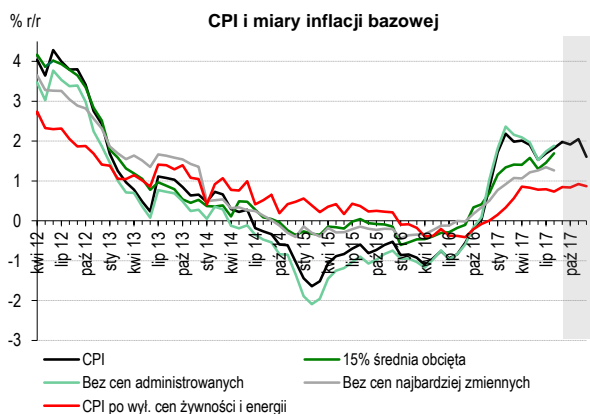
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – Mocne sierpniowe dane

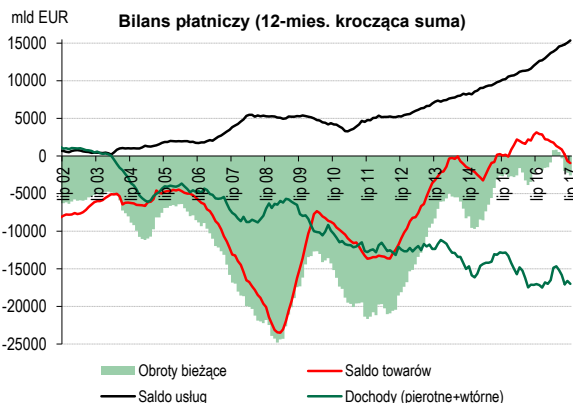


- W tym tygodniu poznamy wiele publikacji dotyczących aktywności gospodarczej w sierpniu. W większości przypadków nasze prognozy są nieco powyżej mediany rynkowej. Sierpień to miesiąc urlopowy a tym razem układ dni roboczych wokół święta 15 sierpnia zachęcał bardziej niż rok temu, żeby wziąć wolne. Jednak naszym zdaniem pod względem efektywnego czasu pracy ten sierpień był tylko nieznacznie krótszy niż ten z 2016 roku a do tego trendy gospodarcze, w tym presja na płace, pozostały silne.
- Naszym zdaniem produkcja budowlano-montażowa mogła przyspieszyć z niecałych 20% r/r do prawie 30%. Ten odczyt zasługuje na uwagę jako miernik aktywności inwestycyjnej.
- Spadek inflacji bazowej w sierpniu mógł wywołać wrażenie, że nie należy się przejmować rosnącą inflacją CPI. Sierpniowy PPI może zburzyć ten spokój, prawdopodobnie przyspieszając z 2,2% r/r do ponad 3%.

Ostatni tydzień w gospodarce – Wyważone podejście agencji ratingowych, inflacja bazowa niżej



- Inflacja CPI wyniosła w sierpniu 1,8% r/r. Inflacja bazowa spadła do 0,7% r/r po czterech miesiącach utrzymywania się na 0,8%. Inflacja w kolejnych miesiącach powinna naszym zdaniem delikatnie rosnąć, ale efekt bazy w ostatnim miesiącu roku sprowadzi ją wyraźnie poniżej 2% r/r.
- W lipcu saldo obrotów bieżących wyniosło -878 mln €, prawie tyle co miesiąc wcześniej i co zakładał rynek. Eksport i import wciąż solidnie rosły, choć z pomocą niskiej bazy – eksport przyspieszył z 8,7% r/r do 10,7% a import odnotował wzrost o 12,5% r/r wobec 15% w czerwcu. Według nas wzrost eksportu utrzyma się wysoko, ale jego średnio w II poł. roku może nie przekroczyć 10% r/r i może być niższa niż importu.
- Moody's zakłada, że wzrost wyniesie w tym roku 4,3% a w 2018 roku 3,5%. Deficyt sektora finansów publicznych ma wynieść 2,4% PKB w 2017 roku i 2,7% w przyszłym. Agencja uznała, że ryzyka dla oceny Polski pozostają zrównoważone o ile wzrost pozostanie solidny, deficyt nie przekroczy 3% PKB a dług 55% PKB. Jednocześnie prognoza agencji dla tego ostatniego została obniżona do mniej niż 55%. Zdaniem Moody's poprawa ratingu wymagałaby reform podnoszących długookresową wydolność system emerytalnego, natomiast w przypadku gwałtownego pogorszenia klimatu inwestycyjnego rating mógłby być obniżony. Agencja S&P oceniła, że solidne fundamenty makroekonomiczne ograniczają ryzyko kredytowe kraju, ale są równoważone przez ryzyka instytucjonalne. Warunkiem podwyżki ratingu Polski są mniejsze zadłużenie zewnętrzne i spadek deficytu fiskalnego. Agencja nie wierzy, że mogłoby dojść do zawieszenia prawa głosu Polski w UE ani że fundusze unijne dla Polski zostałyby ograniczone przed 2020 rokiem. Poza tym S&P pozostał przy swojej prognozie wzrostu w Polsce w 2017 na poziomie 3,6%.



Cytat tygodnia – Nie należy się wahać przed użyciem siekiery

Jerzy Żyżyński, członek RPP, Bloomberg, PAP, 12 i 14 września

Na razie nie ma absolutnie żadnego powodu do podwyżki stóp procentowych. Powinny zostać niezmienione do końca 2018 roku albo nawet dłużej, bo stabilizacja i przewidywalność stanowią dodatkowe wsparcie dla gospodarki. W tej fazie cyklu nie ma miejsca na obniżki stóp.

Eryk Łon, członek RPP, PAP, 11 września

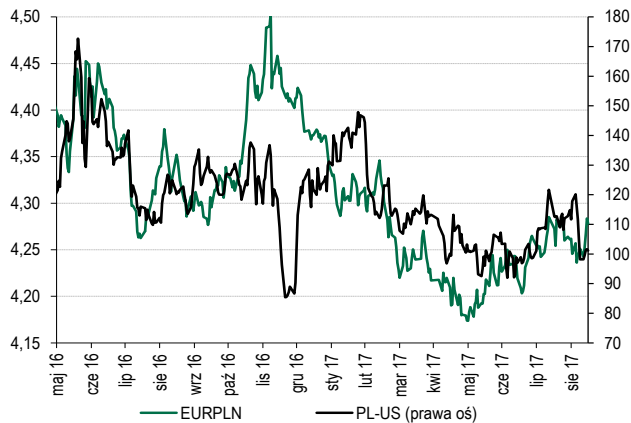
Być może w najbliższych kilku miesiącach pojawi się potrzeba złagodzenia polskiej polityki pieniężnej. Coraz bardziej intensywnie myślę o perspektywie obniżki stóp procentowych NBP o 50 pb (...) Jeśli [cięcie] będzie konieczne powinno być dokonane w sposób bezwzględny, porównywalny do cięcia drzewa za pomocą dobrze naostrzonej siekiery. Nie należy się wahać przed użyciem owej siekiery. Z uwagi na silne umocnienie kursu złotego w okresie od połowy grudnia poprzedniego roku uwarunkowania monetarne w naszym kraju uległy zaostrzeniu. Warto czynić wszystko, co możliwe, aby polityka pieniężna przyczyniała się do poprawy dynamiki nakładów inwestycyjnych oraz eksportu.

W ubiegłym tygodniu mogliśmy usłyszeć zdanie najbardziej gołębiych członków RPP. Apel Eryka Łona o dużą obniżkę stóp był dość zaskakujący i nie korespondował dobrze ze słowami prezesa NBP Adama Glapińskiego podczas wrześniowej konferencji prasowej, więc zapewne w publikowanych w tym tygodniu minutes RPP ten scenariusz też nie będzie szczególnie nagłaśniany. Nawet Jerzy Żyżyński uznawany za bardzo łagodnie nastawionego członka Rady odciął się od tej koncepcji. Poparł za to linię reprezentowaną przez Adama Glapińskiego, że najlepiej byłoby utrzymać stopy bez zmian w tym i przyszłym roku.

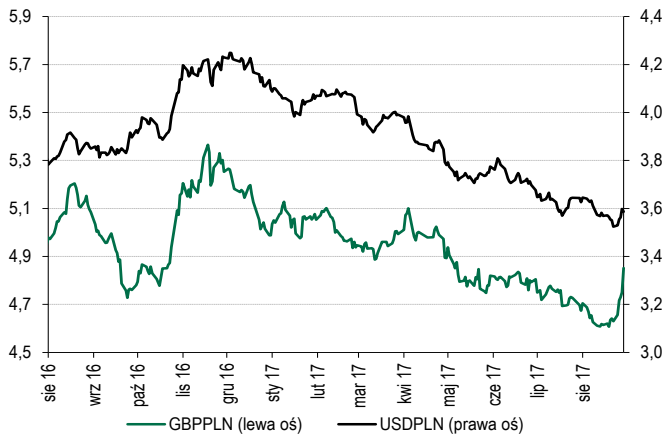
Nasze prognozy co do polityki monetarnej pozostają bez zmian – pierwszej podwyżki stóp spodziewamy się dopiero w ostatnim kwartale 2018 roku.

Rynek walutowy – FOMC kluczowy dla złotego i dolara

EURPLN



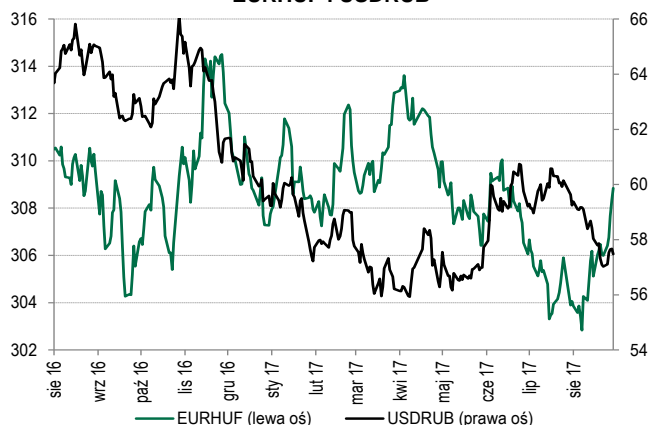
GBPPLN i USDPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



Złoty czeka na FOMC

Miniony tydzień na rynku walutowym państw rozwijających się nie należał do spokojnych. Większość walut umocniła się do euro i osłabiła do dolara, a w porównaniu do poziomów z zeszłego piątku złoty radził sobie najsłabiej. Waluty regionu CEE wyróżniały się negatywnie na tle swoich odpowiedników z Ameryki Południowej czy Bliskiego Wschodu. Wydaje się, że dodatkową presję na złotego wywierać mogła decyzja KE o podjęciu kolejnego kroku w procedurze naruszenia prawa unijnego rozpoczętej przeciwko Polsce. W efekcie, EURPLN wzrósł do 4,29 zbliżając się do lokalnego szczytu na prawie 4,30. Kurs USDPLN odbił do 3,62 z 3,53 w wyniku umocnienia dolara na świecie. Złoty stracił dość wyraźnie do funta – kurs GBPPLN odbił do 4,83 z 4,65 w reakcji na wyższą od prognoz inflację w Wielkiej Brytanii i jastrzębie sygnały z Banku Anglii.

EURPLN nie zdołał przebić ważnego wsparcia na 4,23 i w dalszym ciągu waha się w przedziale 4,23-4,30.

W tym tygodniu poznamy ważne dane makro z Polski. Nasze prognozy produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej są nieco powyżej konsensusu i takie odczyty mogą wspierać w pewnym stopniu złotego.

W perspektywie całego tygodnia kluczowe mogą okazać się jednak zmiany nastroju na globalnym rynku. Pierwszy wykres pokazuje, że od początku roku jest wysoka korelacja pomiędzy kursem EURPLN oraz spreadem polskich i amerykańskich 10-letnich obligacji. Sugeruje to wg nas, że wynik posiedzenia FOMC może mieć istotny wpływ na złotego.

Sygnały z USA kluczowe dla dolara

Aprecjacja euro do dolara zatrzymała się i EURUSD spadł na chwilę poniżej 1,19. Presję na spadek kursu wywierały impulsy z USA – wzrost szans na przeprowadzenie reformy podatkowej i niezłe dane makro.

W tym tygodniu uwaga inwestorów pozostanie zwrócona na wydarzenia w USA, bowiem FOMC zdecyduje o wysokości stóp procentowych i opublikowane zostaną nowe prognozy gospodarcze. Od ostatniego posiedzenia w lipcu rynkowe szanse na jeszcze jedną podwyżkę stóp o 25 pb w tym roku spadły, co według nas sugeruje, że ostrożny przekaz może nie mieć istotnego przełożenia na notowania i wtedy o tym gdzie EURUSD zakończy tydzień zdecydują wstępne indeksy PMI. Sądzymy, że tylko jasna sugestia ze strony amerykańskich bankierów centralnych mówiąca, że podwyżki stóp w tym roku nie można wykluczyć mogłaby umocnić dolara.

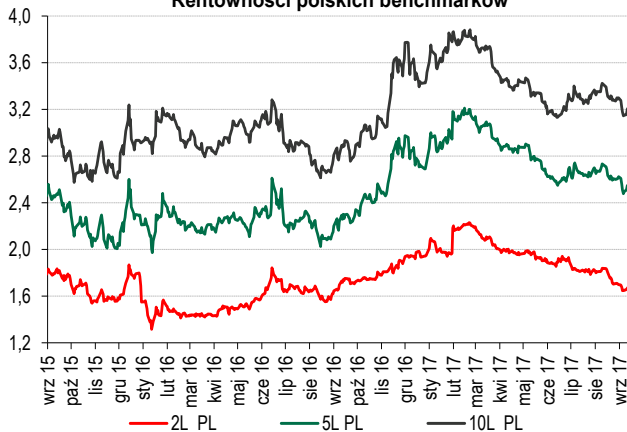
Rubel i forint słabsze, korona stabilna

W przypadku innych walut regionu, EURCZK wahał się tuż powyżej 26,0 podczas gdy forint i rubel straciły. EURHUF rósł już czwarty tydzień w rzędu i osiągnął 309, najwyższy poziom od początku lipca. Węgierska waluta była pod presją rosnących oczekiwań, że już w tym tygodniu tamtejszy bank centralny jeszcze bardziej poluzuje politykę pieniężną.

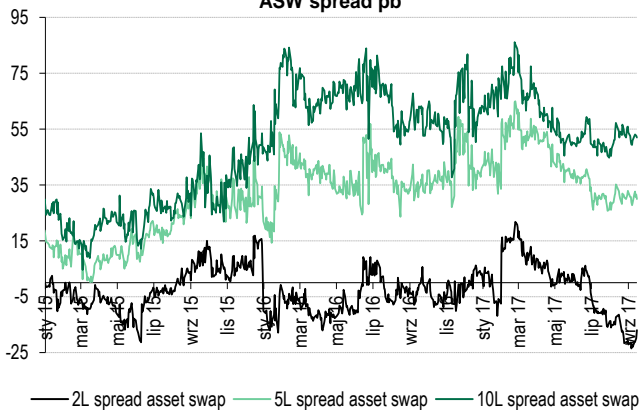
Rosyjski rubel oddał część ostatnich zysków do dolara mimo dalszego wzrostu cen ropy. Zgodnie z oczekiwaniami, bank centralny Rosji obniżył stopy procentowe o 50 pb, główną do 50 pb. Bank zapowiedział, że dalsze cięcia mogą mieć miejsce w dalszej części roku.

Rynek stopy procentowej – Fed w centrum uwagi

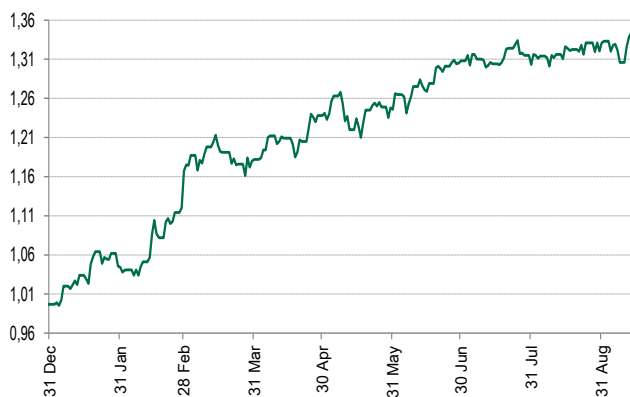
Rentowności polskich benchmarków



ASW spread pb



USDFRA1X4



Rentowności rosły za sprawą wysokich odczytów wskaźnika NFIB

▪ W ostatnim tygodniu rynki długu były zdominowane przez wzrosty dochodowości. Po serii gołych wypowiedzi bankierów centralnych z głównych banków (EBC and Fed), które zakończyły ostatni tydzień, rynek długu zmienił kierunek. Impulsem do wyprzedaży były publikacja danych NFIB (indeksu nastrojów w małych przedsiębiorstwach za Oceanem) - ogłoszona we wtorek, która pokazała silny wzrost wskaźnika oczekiwań inwestycyjnych oraz wskaźnika wynagrodzeń. Zostało to zinterpretowane przez graczy rynkowych jako potwierdzenie silnej kondycji amerykańskiej gospodarki.

▪ W konsekwencji dochodowości na rynkach bazowych i rynkach rozwijających się rozpoczęły przesuwanie się w górę. Reakcja krajowego rynku była relatywnie słaba. Polska krzywa dochodowości została pociągnięta w górę o 5 pb wobec 10-15 punktowego przesunięcia w górę w przypadku papierów amerykańskich oraz 6-10 punktowego przesunięcia w przypadku długu niemieckiego. Za ruch ten odpowiadał głównie wzrost stawek IRS. Asset swap spready wzrosły zaledwie o 2 pb w długim końcu i środku krzywej oraz 5 pb w krótkim końcu krzywej. Krajowe dane i wydarzenia, jak publikacja danych CPI i wypowiedzi gołych członków RPP zostały zignorowane przez graczy rynkowych. W ten sam sposób potraktowali oni konferencję S&P i oświadczenie Komisji Europejskiej.

FOMC na celowniku

▪ Sądzymy, że w pierwszej części tygodnia rentowności mogą dalej rosnąć (szczególnie na środku i długim końcu). Będzie to wg nas napędzane przez oczekiwania przed posiedzeniem FOMC. Kontrakty FRA na amerykańskim rynku rosły od początku tygodnia, ale naszym zdaniem konferencja prasowa rozczaruje inwestorów i w efekcie na koniec tygodnia rentowności mogą wrócić do poziomów z ostatniego piątku. Spread asset swap powinien pozostać stabilny w najbliższym tygodniu.

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