

TYGODNIK EKONOMICZNY

2 – 8 października 2017

W zeszłym tygodniu dolar zyskał, a waluty z rynków wschodzących gwałtownie się osłabiły. Głównym czynnikiem wpływającym na rynek walutowy i pchającym rentowności obligacji w górę był wzrost poparcia dla reformy podatkowej Trumpra przekładający się na wyższe prawdopodobieństwo grudniowej podwyżki stóp Fed. Wynik niemieckich wyborów parlamentarnych, po których proces tworzenia nowego rządu może być długi ciążył euro, a dodatkową presję na krajową walutę wywierać mógł brak poparcia ze strony PiS projektów prezydenta Dudy dot. zmian w sądownictwie sugerujący konflikt w obozie władzy.

Polityka może być na pierwszym planie też na początku tego tygodnia. W niedzielę odbędą się próby zorganizowania referendum niepodległościowego w Katalonii, podczas gdy hiszpański rząd jest przeciwny tej inicjatywie. Awersja do ryzyka może wzrosnąć gdyby w Hiszpanii wybuchały zamieszki z tego powodu. W dalszej części tygodnia uwaga rynku skupi się na danych z USA, które zapewne będą zaburzone przez gwałtowne zjawiska atmosferyczne. Wg nas, słabe dane zostaną potraktowane jako przejściowa zadyszka i tylko mocne odczyty mogłyby mieć istotny wpływ na notowania. W Polsce RPP zdecyduje o stopach procentowych, ale nie spodziewamy się żadnych zmian w tej kwestii. Zakładamy, że PMI odbił dość silnie po kilku miesiącach pozostawiania w tyle za indeksami europejskimi, co razem z piątkowym wstępnym szacunkiem CPI może umocnić złotego i ciężać obligacjom.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (2 października)							
9:00	PL	PMI – przemysł	IX	pkt	53,2	54,0	52,5
9:55	DE	PMI – przemysł	IX	pkt	60,6	-	59,3
10:00	EZ	PMI – przemysł	IX	pkt	58,2	-	57,4
16:00	US	ISM – przemysł	IX	pkt	57,5	-	58,8
WTOREK (3 października)							
9:00	CZ	PKB	II kw.	% r/r	4,7	-	3,0
ŚRODA (4 października)							
	PL	Decyzja RPP	X	%	1,50	1,50	1,50
9:55	DE	PMI – usługi	IX	pkt	55,6	-	53,5
10:00	EZ	PMI – usługi	IX	pkt	55,6	-	54,7
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	VIII	% m/m	0,3	-	-0,3
14:15	US	Raport ADP	IX	tys.	160	-	237
16:00	US	ISM – usługi	IX	pkt	55,1	-	55,3
CZWARTEK (5 października)							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	260
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VIII	% m/m	0,7	-	-3,3
PIĄTEK (6 października)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VIII	% m/m	0,7	-	-0,7
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	IX	tys.	70	-	156
14:30	US	Stopa bezrobocia	IX	%	4,4	-	4,4

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 Luziński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Konrad Soszyński 22 534 18 86

Marcin Sulewski 22 534 18 84

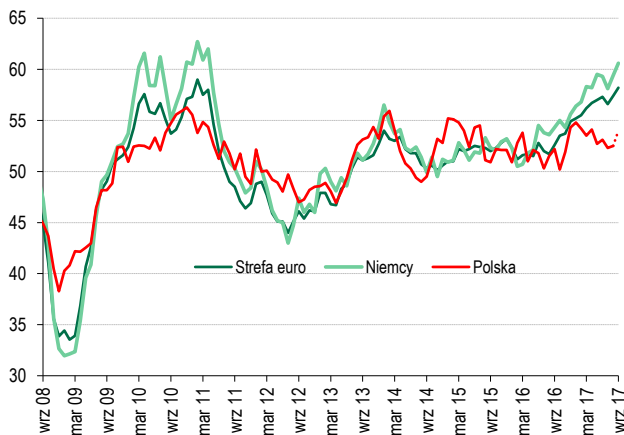
DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

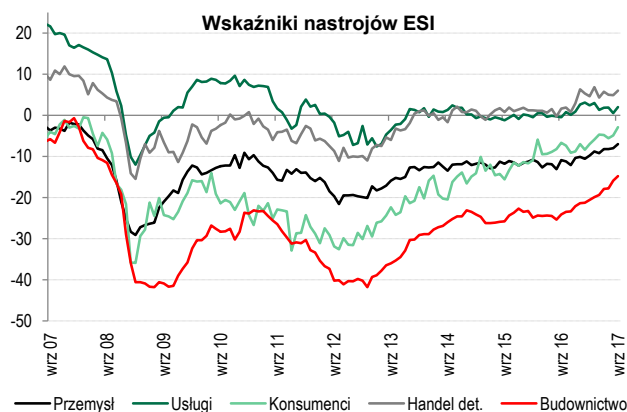
Wydarzenia najbliższego tygodnia – Niesforny PMI



▪ Po raz kolejny zakładamy, że wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu przetwórczego wyraźnie wzrósł, powracając tym samym do silnej korelacji ze wskaźnikami nastrojów biznesowych w Niemczech i strefie euro. W ostatnich miesiącach polski PMI raz za razem rozczarowywał. Jednak naszym zdaniem ta dywergencja między odczytami dla Polski i dla strefy euro nie powinna się utrzymywać w dłuższym okresie. Tym bardziej, że alternatywne wskaźniki koniunktury opisujące wrzesień opracowane przez GUS oraz przez Komisję Europejską pokazują wyraźnie pozytywne tendencje i najwyższe odczyty od lat.

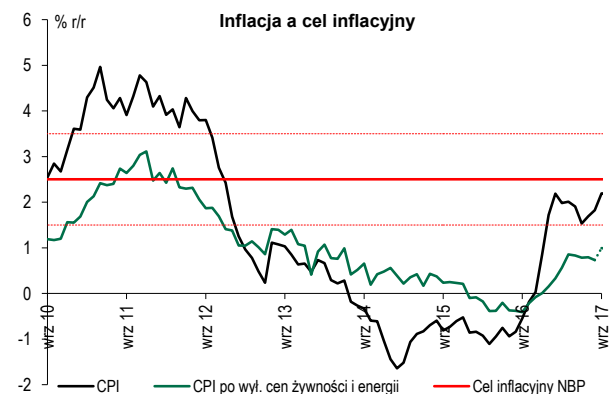
▪ RPP decyduje w tym tygodniu o stopach procentowych. Prawdopodobieństwo podwyżki jest teraz bliskie zeru a w opublikowanych założeniach polityki pieniężnej na 2018 rok nie pojawiły się żadne istotne zmiany. Wciąż uważamy, że do pierwszej podwyżki dojdzie w IV kw. 2018 roku.

Ostatni tydzień w gospodarce – Wystrzał inflacji



▪ Wskaźniki koniunktury ESI za wrzesień okazały się być całkiem mocne. Wskaźnik prezentujący syntetycznie nastawienie w całej gospodarce oraz jego składniki dotyczące przemysłu, budownictwa oraz konsumentów wszystkie pokazały najwyższe poziomy optymizmu od około dziesięciu lat. W przypadku indeksu dla budownictwa zobaczyliśmy trzynasty z rzędu miesiąc nieprzerwanej poprawy. Wskaźniki dla usług i dla sektora sprzedaży detalicznej poprawiły się wyraźnie pod koniec 2016 roku, ale od tego czasu nie pojawił się żaden trend w górę. Sektor przemysłowy, który jeszcze w I kw. miał wątpliwości co do trwałości poprawy w produkcji regularnie podnosi teraz swoje oczekiwania co do skali działalności – wskaźnik oczekiwanej produkcji przewyższa wskaźnik produkcji bieżącej. Uzasadnieniem może być najwyższy poziom indeksu nowych zamówień od połowy 2008 roku. Wpływ trudności w pozyskaniu nowych pracowników na oczekiwaną przyszłą produkcję może być maskowany właśnie przez stan portfela zamówień.

▪ Wstępny odczyt CPI za wrzesień pokazał wzrost z 1,8% r/r do 2,2%. Oczekiwania wahały się między 1,9% a 2%. Wzrost inflacji to zapewne efekt m.in. wyższych cen paliw i żywności oraz efektu bazy w kategorii „zdrowie”. Naszym zdaniem te czynniki nie są jednak w stanie wyjaśnić całego zaskakująco silnego ruchu. W rezultacie inflacja bazowa mogła skoczyć z 0,7% r/r do 1%. RPP na posiedzeniu nie będzie jeszcze znała szczegółów, a kluczowe jest na czym oparty był ten wzrost inflacji – bez wiedzy czy przyspieszenie CPI można przypisać silnemu popytowi wewnętrznemu Rada raczej nie będzie zaostrzać tonu.



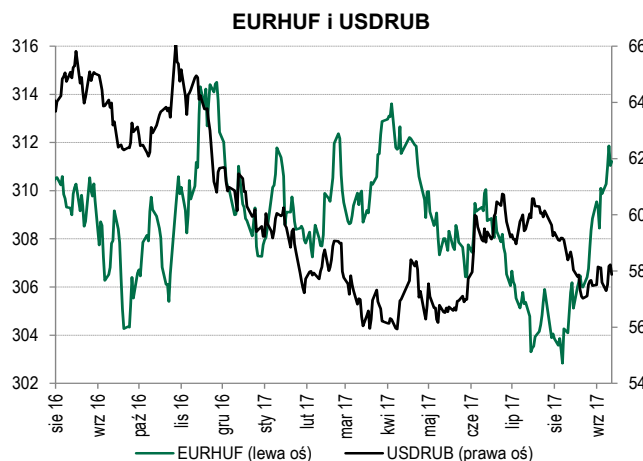
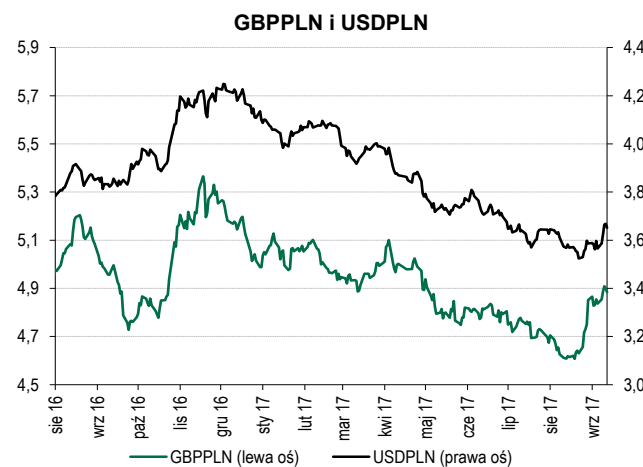
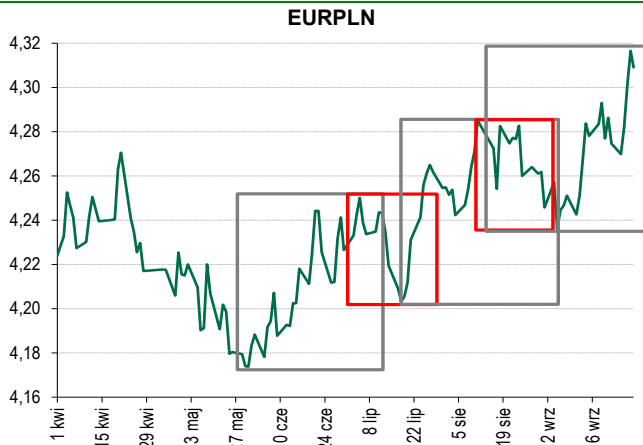
Cytat tygodnia – Z punktu widzenia RPP najważniejsza jest dynamika kredytu

Jerzy Żyżyński, członek RPP, Reuters, 25 września

Dopiero jeśli wzrost gospodarczy przełoży się na zbyt dużą akcję kredytową, to wtedy trzeba będzie reagować. A dopóki inflacja jest w przedziale celu inflacyjnego, to możemy nie reagować. Na razie wszystko wskazuje na to, że rok 2018 będzie stabilny, jeśli chodzi o poziom stóp procentowych. Nie ma sensu schładzać gospodarki, żeby ograniczyć wzrost płac, skoro akcja kredytowa nie rośnie nadmiernie. Z punktu widzenia RPP najważniejsza jest dynamika kredytu. Przyczyną wzrostu inflacji obecnie nie jest wzrost wynagrodzeń finansowanych kredytem. Zatem polityką pieniężną nie zatrzyma się rosnących wynagrodzeń. Jak na razie sektor bankowy charakteryzuje nadpłynność, kredyt nie rośnie tak szybko, jak można by się tego spodziewać.

Jerzy Żyżyński, jeden z bardziej gołych członków, dość często nawiązuje w wypowiedziach do wzrostu kredytu. Przyznajemy mu rację, że dynamika kredytów wygląda dość błado w porównaniu z tempem PKB i wobec rekordowo niskich stóp. Spodziewamy się poprawy w kredytach wraz z odbiciem inwestycji w III kw. i rosnącą skłonnością do konsumpcji. Nie podzielamy za to zdania, że rozmiar akcji kredytowej to najważniejszy wskaźnik dla RPP. Prezes NBP bardzo rzadko komentuje zmiany agregatów monetarnych, chociaż czasami wspomina, że depozyty to istotne zagadnienie dla jastrzębi, szukających efektów ujemnych realnych stóp procentowych.

Rynek walutowy – Złoty pod presją polityki



Złoty pod presją polityki

▪ Wynik niemieckich wyborów parlamentarnych (wskazujące na ryzyko dłuższego tworzenia nowego niemieckiego rządu) i rosnące szanse na podwyżkę stóp procentowych Fed o 25 pb ciążyły walutom z rynków wschodzących. W ostatnim tygodniu tylko meksykańskie peso radziło sobie słabiej niż złoty. Wg nas, dodatkową presję na krajową walutę wywierać mógł brak poparcia ze strony PiS projektów prezydenta Dudy dot. zmian w sądownictwie.

▪ W efekcie, EURPLN przebił opór na 4,30 i osiągnął 4,33, do najwyższego poziomu od połowy marca. USDPLN odbił do 3,70 z 3,57, a kurs CHFPLN do 3,79 z 3,68. GBPPLN pozostał stabilny.

▪ W naszej ocenie, szczyt EURPLN z minionego tygodnia jest pierwszym oporem dla kursu. Przy tym poziomie fala wzrostowa trwający od początku września jest równa poprzednim ruchom w górę – tym z czerwca oraz lipca/sierpnia), którego przebicie otwiera drogę do dalszej deprecjacji krajowej waluty. Według nas, globalny rynek niebawem się ustabilizuje i pozytywne fundamenty polskiej gospodarki skłonią inwestorów i korporacje by wykorzystać ostatnie osłabienie złotego do kupna krajowej waluty/sprzedania euro.

▪ Nasza prognoza wrześniowego PMI dla Polski jest powyżej konsensusu i zakłada dość silne odbicie po kilku miesiącach pozostawania w tyle za indeksami europejskimi. Najbliższe dane z USA zostaną zapewne zaburzone przez gwałtowne zjawiska atmosferyczne i wpłyną na notowania jedynie jeżeli zaskoczą na plus.

Euro traci po wyborach w Niemczech

▪ W zeszłym tygodniu dolara zyskał do euro po tym jak wyniki niemieckich wyborów pokazały, że utworzenie nowego rządu może potrwać nieco dłużej niż zazwyczaj, a szanse na kolejną podwyżkę stóp Fed jeszcze w tym roku rosły. W efekcie, kurs EURUSD spadł przejściowo do prawie 1,17, co sprawiło, że trwający od wieloletniego szczytu na ok. 1,21 ruch w dół jest już największy w obserwowanym od początku roku trendzie wzrostowym.

▪ Od pewnego czasu powtarzaliśmy, że oczekujemy spadku EURUSD do ok. 1,15 w horyzoncie do końca roku i połączenie wyników niemieckich wyborów z coraz wyższymi szansami na jeszcze jedną podwyżkę stóp Fed w tym roku przy rosnącym poparciu dla reformy podatkowej w USA może być korzystne dla dolara.

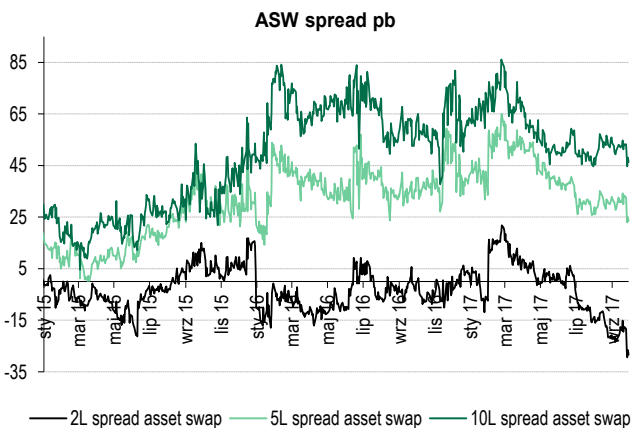
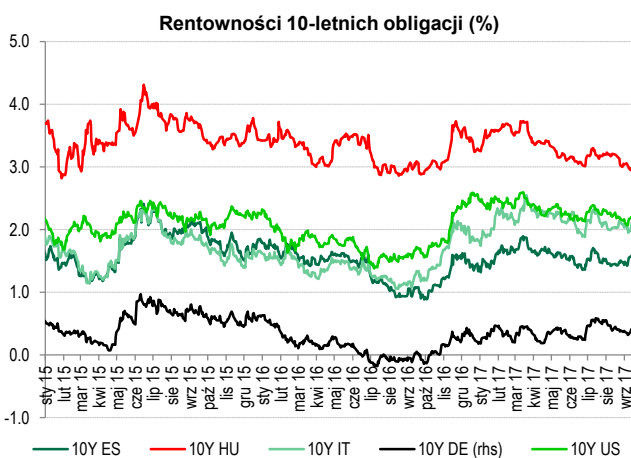
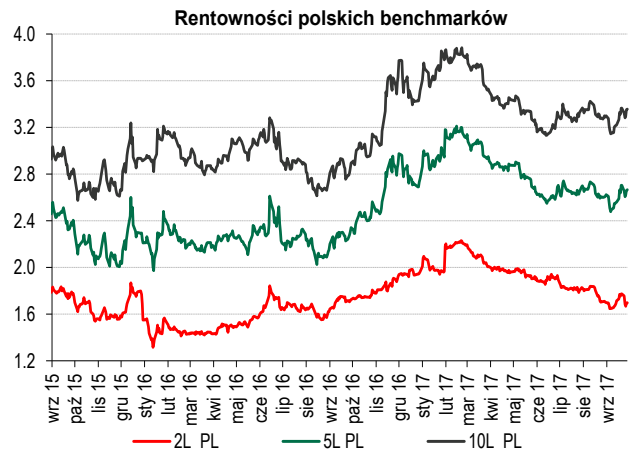
▪ W tym tygodniu poznamy miesięczne dane z rynku pracy USA. Oczekiwania rynku są bardzo nisko, zapewne z powodu przypuszczeń, że huragany zakłóciły proces zatrudniania. W naszej ocenie, słabe dane zostaną zignorowane (potraktowane jako przejściowa zadyszka) i tylko mocne odczyty mogłyby mieć istotny wpływ na notowania.

Przerwa w podwyżkach stóp w Czechach

▪ Bank centralny Czech pozostawił stopy procentowe bez zmian, w tym główną na 0,25%. Prezes banku, Jiri Rusnok, powiedział, że uwarunkowania gospodarcze stały się bardziej pro-inflacyjne, ale większość bankierów centralnych chciała poczekać z podwyżką na nowe prognozy PKB i CPI. Trzech z nich głosowało za podwyżką, czterech było przeciwnych. W reakcji na tę decyzję korona tylko na chwilę się osłabiła i kurs EURCZK pozostał blisko 26,0.

▪ Kursy EURHUF i USDRUB wzrosły w wyniku niestabilnego nastroju na globalnym rynku oraz umacniającego się dolara. Rubel odrobił część strat dzięki odbiciu cen ropy, podczas gdy forint pozostał słaby do euro.

Rynek stopy procentowej – 2L asset swap spread obniżył się do 5-letniego minimum



Polityczna niepewność spycha rentowności w dół

W ostatnim tygodniu wyniki niemieckich i francuskich wyborów podniosły polityczną niepewność dotyczącą perspektyw europejskiej gospodarki. Po wschodniej stronie Renu słabe wyniki wyborcze członków poprzedniej koalicji rządowej (CDU/CSU i SPD) wskazują, że możemy mieć do czynienia z przedłużeniem się procesu tworzenia nowego rządu. W poprzednią niedzielę po zachodniej stronie Renu partia centrysty Emmanuela Macrona osiągnęła słaby wynik, w wyborach do Senatu gdzie triumfowali konserwatyści. Oznacza to, że implementacja planu ambitnych reform francuskiego rynku pracy może zostać odłożona w czasie. W efekcie w pierwszej połowie tygodnia rentowności na bazowym i krajowym rynku zostały zepchnięte w dół. Krajowa krzywa spadła w długim końcu do 3,29%, podczas gdy w środku obniżyła się do 2,62%, zaś w krótkim do 1,68%.

Wypowiedź bankiera centralnego wyzwoliła wyprzedząz obligacji

Druga połowa tygodnia została zdominowana przez wypowiedzi bankierów centralnych i zaskakująco wysokie odczyty amerykańskich zamówień na dobra trwałe. W środowe popołudnie szefowa Fed Janet Yellen powiedziała, że stopy powinny być podnoszone pomimo niepewnych perspektyw inflacji. Ta wypowiedź była wyzwaniem dla wyciągnięcia w górę rentowności i stóp na rynku krajowym i rynkach bazowych. Wysokie odczyty zamówień na dobra trwałe z USA wsparły proces wzrostu stóp. Publikacja zaskakująco wysokiego odczytu inflacji za wrzesień w kraju (2,2% r/r) pomogła podciągnąć rentowności w górę po raz kolejny i wyciągnęła długi koniec i środek krzywej 2-3 pb powyżej poziomów zarejestrowanych w końcu poprzedniego tygodnia. Krótki koniec zakończył tydzień 6 pb niższe niż w poprzedni piątek. Mimo znacznego wzrostu rentowności w drugiej części tygodnia, spread asset swap spread dla 5 i 10 lat pozostał blisko sierpniowego dołka, podczas gdy dla 2 lat nadal waha się na najniższym poziomie od 2012.

Amerykańskie dane z rynku pracy w centrum uwagi

Sądzymy, że w pierwszej części tygodnia krajowe stawki mogą pozostać stabilne. Spodziewany mocny odczyt polskiego PMI może w kolejnych dniach wywierać presję na wzrost IRS i rentowności. Wg nas, wpływ tej publikacji może być niwelowany przez tendencję do zawężania się spreadów asset swap (w reakcji na wstępny odczyt inflacyjny). Dodatkowo, zachętą do kupowania obligacji może być tylko umiarkowana planowana podaż obligacji w IV kw. (resort finansów planuje sprzedać dług na dwóch regularnych aukcjach za 8-16 mld zł w ostatnim kwartale br.). W drugiej połowie tygodnia widzimy ryzyko wzrostu IRS/rentowności jeśli dane z USA zaskoczą na plus.

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