

TYGODNIK EKONOMICZNY

23 – 29 października 2017

W zeszłym tygodniu aprecjacja złotego do euro zatrzymała się, a obligacje straciły wobec wzrostu rentowności na świecie. Rynek obligacji wycenił, że następcą Janet Yellen na fotelu szefa Fed będzie bardziej jastrzębi. W Polsce opublikowano niezłe dane o aktywności ekonomicznej, chociaż odczyt produkcji przemysłowej był poniżej prognoz. Pojawiły się też jastrzębie wypowiedzi kolejnych członków RPP sugerujące, że rośnie poparcie dla podwyżki stóp w 2018 r.

W piątek 20 października wieczorem S&P może przedstawić wynik przeglądu ratingu Polski. Agencja podwyższyła ostatnio prognozy wzrostu PKB do 4,2% z 3,6% na 2017 i do 3,8% z 3,1% na 2018, lepiej niż oceniano dotychczas ma wyglądać też sytuacja fiskalna. Ton raportu będzie więc zapewne neutralny lub nieznacznie pozytywny. W naszej ocenie, tylko podniesienie ratingu albo jego perspektywy mogłyby wpłynąć na rynek, ale taki ruch ze strony S&P jest wg nas raczej mało prawdopodobny.

Na globalnym rynku, w centrum uwagi będą dane z USA i decyzja EBC. Rynek czeka na szczegóły nt. tempa redukcji zakupów obligacji przez EBC. Wg inwestorów, bank centralny ograniczy miesięczne zakupy do 40 mld € z 60 mld €, ale program będzie trwał jeszcze w 2018. Sądzymy, że gotowość rynku do realizacji zysków z ostatniej aprecjacji złotego może spowodować, że decyzja EBC o ograniczeniu miesięcznych zakupów obligacji może nieco ciążyć złotemu. Dodatkową presję na polskie obligacje wywierać będzie niepewność kto zostanie nowym szefem Fed.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (23 października)							
14:00	PL	Podaż pieniądza	IX	% r/r	5,6	5,6	5,5
WTOREK (24 października)							
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	X	pkt	60,0	-	60,6
9:30	DE	Wstępny PMI – usługi	X	pkt	55,6	-	55,6
10:00	DE	Wstępny PMI – przemysł	X	pkt	57,7	-	58,1
10:00	DE	Wstępny PMI – usługi	X	pkt	55,8	-	55,8
10:00	PL	Stopa bezrobocia	X	%	6,9	6,9	7,0
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,90	-	0,90
ŚRODA (25 października)							
10:00	DE	Indeks Ifo	X	pkt	115,0	-	115,2
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	IX	% m/m	1,3	-	2,0
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	IX	% m/m	-1,8	-	-3,4
CZWARTEK (26 października)							
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,0	-	0,0
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	222
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	IX	% m/m	0,3	-	-2,6
PIĄTEK (27 października)							
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	III kw.	kw./kw.	2,5	-	3,1
16:00	US	Indeks Michigan	X	pkt	101,0	-	95,1

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 Luziński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Konrad Soszyński 22 534 18 86

Marcin Sulewski 22 534 18 84

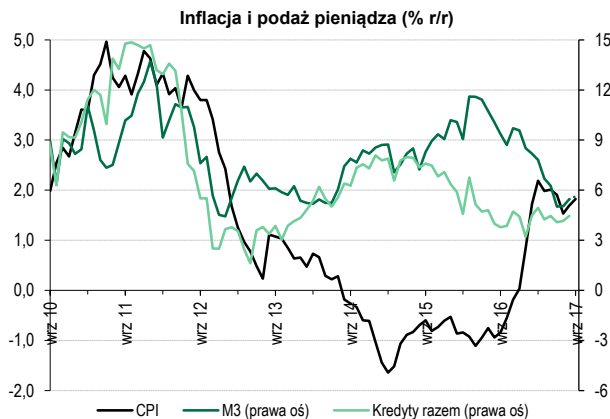
DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

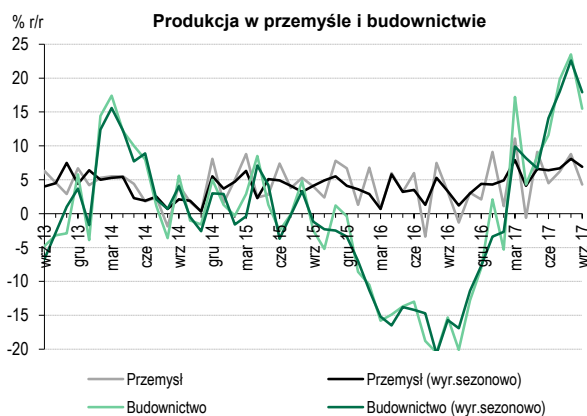
Wydarzenia najbliższego tygodnia – Podaż pieniądza i stenogram RPP



■ Według naszych szacunków, że dynamika podaży pieniądza odbija po tym jak w pierwszej połowie roku spowolniła do 5% r/r w lipcu z 11% r/r. W sierpniu rosła już o 5,5%. Wzrost kredytów dla firm przyspiesza, podczas gdy pożyczki konsumenckie i złotowe kredyty hipoteczne rosą w stałym tempie odpowiednio 8% i 10%. Hipoteczne kredyty walutowe są spłacane i ich wartość spada wraz z umocnieniem złotego. Wygląda na to, że aby zobaczyć silniejsze odbicie M3 potrzeba wzrostu popytu na kredyt wspieranego przez silną gospodarkę oraz optymizm konsumentów, które zniwelują efekt kredytów walutowych. Po stronie podażowej też widać słabość – niskie stopy procentowe zachęcają do alternatywnych form oszczędzania.

■ W czwartek NBP opublikuje minutes z ostatniego posiedzenia RPP. Po komentarzach ze strony członków RPP jakie pojawiły się od październikowego posiedzenia może się okazać, że dokument nie będzie już zawierał żadnych nowych wskazówek.

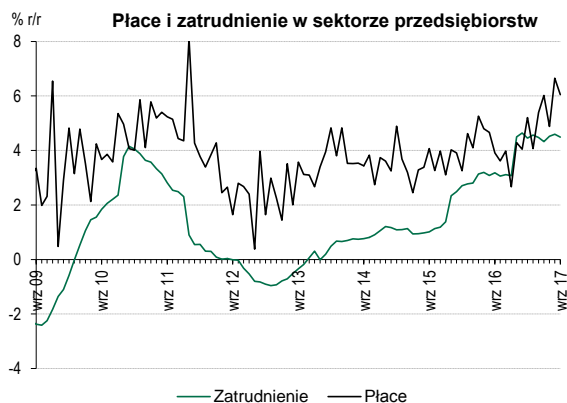
Ostatni tydzień w gospodarce – Rozczarowująca produkcja i import, ale nie dynamika płac



■ Produkcja przemysłowa rozczarowała wynikiem 4,3% r/r we wrześniu po 8,8% w sierpniu wobec konsensusu 5,2% i naszej prognozy 6,1%. Wg nas to spowolnienie wcale nie świadczy o pogorszeniu sytuacji w przemyśle. Ujemnie zadziałał efekt dni roboczych i efekt wysokiej bazy w górnictwie. Cofnął się niespodziewany wysoki dochód energetyki w sierpniu. Produkcja budowlano-montażowa była blisko oczekiwań (wzrost o 15,5% r/r, nasza prognoza: 16,6%, rynek: 18,4%). Realna sprzedaż detaliczna wyraźnie zaskoczyła w górę przyspieszając z 6,9% r/r do 7,5%, co wynikało przede wszystkim z chłodnego września, który podbił sprzedaż odzieży. Ogólnie, wrześniowe dane wspierają naszą prognozę lekkiego przyspieszenia wzrostu PKB w III kw. i wyniku powyżej 4,0% r/r.

■ W sierpniu deficyt na rachunku obrotów bieżących był dużo niższy niż oczekiwano: 100 mln €, zamiast 660 mln € (nasza prognoza 602 mln €). Przyczyną było spowolnienie w imporcie z 12,8% r/r do 7,6% przy konsensusie na ponad 11% i średniej za okres styczeń-lipiec rzędu 14%. Eksport pokazał solidny wzrost o 12,3% r/r, podobny jak w lipcu.

■ We wrześniu płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły o 6,0% r/r wobec 6,6% r/r w sierpniu, mniej więcej zgodnie z prognozami. Spowolnienie wynikało głównie z mniej korzystnego efektu dni roboczych oraz zapewne z nieco niższego wzrostu płac w górnictwie, który w ostatnich miesiącach charakteryzował się podwyższoną zmiennością. Spodziewamy się przyspieszenia wzrostu płac w kolejnych kwartałach. Zatrudnienie wzrosło o 4,5% r/r i o 5,2 tys. w skali miesiąca, czyli nieco mniej od naszych i rynkowych oczekiwań (4,6% r/r).



Cytat tygodnia – Jestem zaniepokojony presją płacową

Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, PAP, Bloomberg, 20 października

Widzę niebezpieczeństwo narastania presji inflacyjnej, ponieważ protest rezydentów może doprowadzić do rozszerzenia żądań płacowych w całej budżetowce. Ponadto sytuacja budżetowa przedstawiona przez rząd zachęca do zwiększania żądań płacowych. Stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione do połowy 2018 roku, ale o ewentualnej zmianie swojego stanowiska poinformuję pod koniec listopada.

Jerzy Osiatyński, członek RPP, PAP, 20 października

Jestem zaniepokojony presją płacową, więcej będziemy wiedzieć w listopadzie. Jak będzie się dalej utrzymywać presja płacowa, to pamiętając o okresie odziaływania RPP, być może decyzję o podwyżce stóp trzeba będzie podjąć wcześniej niż jest to teraz komunikowane (...) wcześniej niż w IV kwartale 2018.

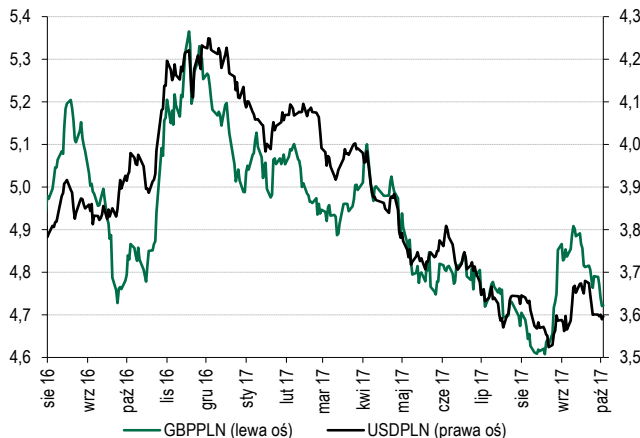
We wrześniu na konferencji prasowej RPP Jerzy Osiatyński i Jerzy Kropiwnicki nie wydawali się zaniepokojeni napięciami na rynku pracy a ich poglądy wyglądały na zbieżne z poglądem prezesa Adama Glapińskiego o braku potrzeby podwyżek stóp do końca 2018 r. Jednak ich ostatnie komentarze pokazują, że w miarę potwierdzania się w danych obecności presji płacowej są oni coraz bardziej skłonni rozważyć zacieśnienie polityki. Wg nich, kluczowy pod tym względem wydaje się być listopadowy raport o inflacji NBP. Jeśli przejdą na stronę jastrzębi to ta grupa będzie miała pięć głosów. Jednak dla niektórych jastrzębi właściwym momentem na rozważenie podwyżki stóp będzie dopiero połowa 2018 r., i to przy pewnych warunkach. Dlatego nie wydaje nam się, żeby już wkrótce miało dojść do głosowania wniosku o podwyżkę. Według nas Rada przegłosuje ją dopiero w IV kw. 2018 r.

Rynek walutowy – Czas na realizację zysków

EURPLN



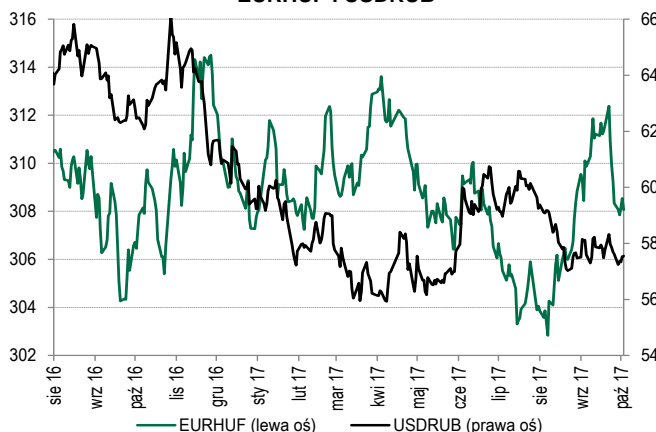
USDPLN i GBPPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



Możliwa realizacja zysków z umocnienia złotego

W zeszłym tygodniu aprecjacja złotego do euro zatrzymała się i krajowa waluta oddała część ostatnich zysków. EURPLN próbował przebić wsparcie na 4,23, ale nie utrzymał się na dłużej poniżej tego poziomu i na koniec tygodnia był powyżej 4,24. Dane z Polski były niejednoznaczne i jedynie niższy od prognoz deficyt na rachunku obrotów bieżących na chwilę umocnił złotego. Dwa tygodnie temu pisaliśmy, że EURPLN może spadać i teraz uważamy, że może nastąpić realizacja zysków z tego ruchu.

W piątek 20 października wieczorem S&P może przedstawić wynik przeglądu ratingu Polski. Agencja podwyższyła ostatnio prognozy wzrostu PKB do 4,2% z 3,6% na 2017 i do 3,8% z 3,1% na 2018, lepiej niż oceniano dotychczas ma wyglądać też sytuacja fiskalna. Ton raportu będzie więc zapewne neutralny lub nieznacznie pozytywny. W naszej ocenie, tylko podniesienie ratingu albo jego perspektywy mogłoby wpłynąć na rynek, ale taki ruch ze strony S&P jest wg nas raczej mało prawdopodobny.

EURPLN ustabilizował się w ostatnich dniach po tym jak w poprzednich tygodniach obserwowaliśmy napływ pozytywnych informacji nt. sytuacji w Polsce (podwyżki prognoz PKB przez agencje ratingowe, MFW czy Bank Światowy po mocnych danych makro). Wg nas sugeruje to, że teraz potrzebny może być silniejszy impuls, by złoty mógł dalej się umacniać.

W naszej ocenie, kolejne tygodnie mogą stać pod znakiem realizacji zysków z ostatniego spadku EURPLN. Scenariusz ten stał się bardziej prawdopodobny po tym jak wzrosły szanse na reformę podatkową w USA gdy amerykański Senat przyjął przyszłoroczny budżet.

W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie EBC i rynek czeka na szczegóły nt. tempa redukcji zakupów obligacji. Wg inwestorów, EBC ograniczy miesięczne zakupy do 40 mld € z 60 mld €, ale program będzie trwał jeszcze w 2018. Sądzymy, że gotowość rynku do realizacji zysków z ostatniej aprecjacji złotego może spowodować, że decyzja EBC o ograniczeniu miesięcznych zakupów obligacji może nieco ciężać złotemu.

EURUSD czeka na impuls

EURUSD pozostał stabilny blisko 1,18, a tygodniowy zakres wahań był największy od połowy lipca. Euro korzystało z danych makro, a dolara wspierały rosnące szanse na grudniową podwyżkę stóp Fed po tym jak Senat USA zatwierdził przyszłoroczny budżet, co w ocenie rynku sprawiło, że bardziej prawdopodobna stała się reforma podatkowa.

Wg nas, kluczowymi wydarzeniami tego tygodnia będą dane z USA (szczególnie pierwszy szacunek PKB za III kw.) oraz decyzja EBC. Jak w poprzednich miesiącach, bank centralny będzie zapewne starał się brzmieć gołębio, by nie wywołać umocnienia euro. EURUSD ustabilizował się w przedziale 1,166-1,188 i czeka na impuls. Nadal sądzymy, że do końca roku dolar może pozostać mocny.

Wybory w Czechach i decyzja banku centralnego Węgier

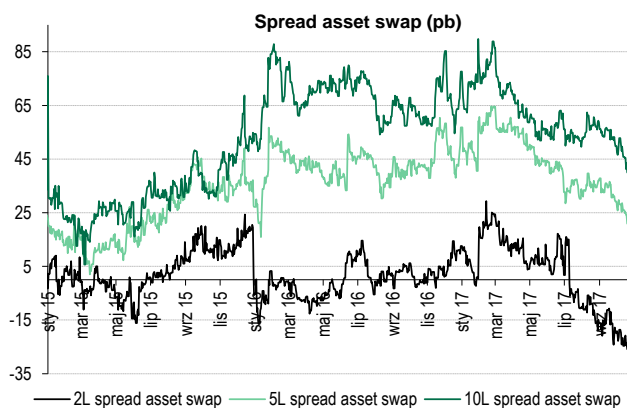
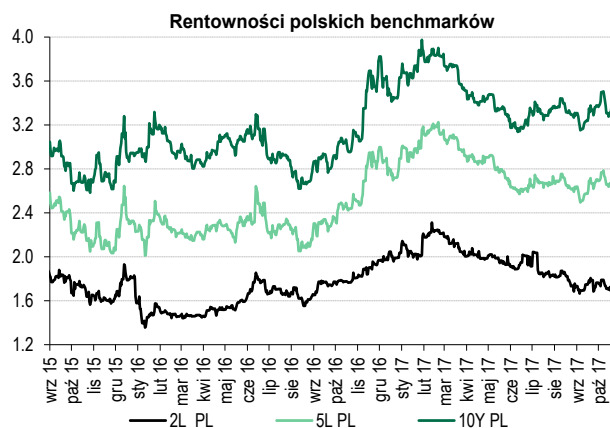
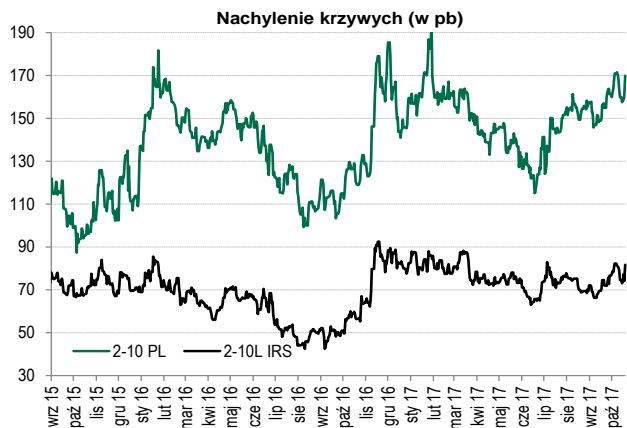
W zeszłym tygodniu EURHUF wahał się blisko 308 (po tym jak spadł z ponad 312 w poprzednich tygodniach), EURCZK testował 25,7, a USDRUB ustabilizował się w pobliżu 57,4.

Najważniejsze wydarzenia w regionie to weekendowe wybory parlamentarne w Czechach i decyzja banku centralnego Węgier (MNB, we wtorek).

Wg nas, polityka może zatrzymać aprecjację korony. Partia ANO prowadzi w sondażach, ale w przypadku wygranej i tak będzie musiała szukać koalicjanta. Jej lider, Andrej Babis jest oskarżony o oszustwo i może to sprawić, że czas tworzenia nowego rządu będzie dłuższy niż zazwyczaj.

MNB będzie pewnie brzmiał gołębio by zatrzymać aprecjację forinta, ale powstrzyma się od luzowania polityki pieniężnej po tym jak miesiąc temu obniżył 1-miesięczną stopy depozytowa

Rynek stopy procentowej – Bankierzy centralni nadają ton



Koniec spadków rentowności

Rentowności krajowych obligacji w segmencie 5L-10L spadały na początku zeszłego tygodnia, dyskontując spodziewany w tym tygodniu wykup długu. Lepsze wyceny w segmencie 5L-10L z poniedziałku i wtorku były też wspierane przez pozytywne nastroje na niemieckim rynku obligacji. Niemieckie papiery zyskiwały napędzane przez obawy o spójność europejskiej polityki, po dobrym wyniku Austriackiej Partii Wolności w weekendowych wyborach. W dalszej części tygodnia pozytywne impulsy ze strony niemieckich papierów nie działały już na krajowy dług. Stopniowe wzrosty rentowności były pochodną powrotu na rynek dyskusji na temat potencjalnych następców Janet Yellen na stanowisku szefa Fed. Największe prawdopodobieństwo objęcia steru w Fed przypisuje się Kevinowi Warshowi postrzeganemu jako jastrząb. Przełożyło się to na przesunięcie amerykańskiej krzywej w górę i w konsekwencji zaszkodził także krajowym obligacjom w segmencie 5Y-10Y. Nieco inaczej zachowywał się krótki koniec krajowej krzywej, która cały czas obniżała się dyskontując wykup prawie 13 mld PLN papierów w ostatnim tygodniu października. W efekcie krótki koniec obniżył się o 2 pb podczas gdy długi koniec krzywej przesunął się w górę o 5 pb. Krajowe dane o wynikach przemysłu, handlu detalicznego i płacach miały umiarkowany i przejściowy wpływ na rynek.

Spready asset swap w dół

W przypadku krzywej IRS mieliśmy do czynienia z nieco innym procesem. Na długim końcu i w środku krzywej stawki IRS rosły w szybszym tempie niż rentowności. W krótkim końcu stawki IRS rosły, mimo spadku dochodowości obligacji. W efekcie mieliśmy do czynienia z ruchem w górę rzędu 1-2 pb na krótkim końcu krzywej i 6 pb na długim końcu i w środku krzywej IRS. Zmiany powyższe skutkowały silnym 5-punktowym zredukowaniem marż ASW dla 5L oraz 1-2 punktowym w segmencie 2L i 10L.

EBC w centrum uwagi

W tym tygodniu spodziewamy się kontynuacji wzrostu rentowności krajowego długu i stawek IRS w długim końcu i środku krzywej. Zaakceptowanie przez Senat USA budżetu na przyszły rok powinno wesprzeć tych inwestorów, którzy uważają, że reforma podatkowa przybliży wyższe i szybsze podwyżki stóp przez Fed. Naszym zdaniem inwestorzy będą koncentrować się na konferencji EBC (rynek oczekuje informacji o redukcji skali zakupów obligacji z 60 do 40 mld EUR miesięcznie i przedłużenia programu na 2018 rok). Sądzymy, że wyprzedaż zostanie wsparta przez prawdopodobnie wciąż dobre dane wyprzedzające z Europy oraz oczekiwania na informacje z EBC a inwestorzy będą zachęcani do zajmowania krótkich pozycji w środku i długim końcu krzywej obligacji. Dodatkowo spodziewana 25 października aukcja powinna zwiększyć podaż długu w segmencie 5L+. Krótki koniec krzywej obligacji powinien pozostać względnie stabilny, zaś stawki IRS powoli rosnąć.

Na piątek 20 października S&P zaplanował aktualizację ratingu polskiego długu. Sądzymy, że jedynie podwyżka ratingu lub perspektywy mogłyby doprowadzić do istotnych zmian na rynku długu, jednak scenariusz ten wydaje nam się mało prawdopodobny.

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