

TYGODNIK EKONOMICZNY

4 – 10 grudnia 2017

W kraju ekonomicznym wydarzeniem tygodnia będzie ostatnie w tym roku posiedzenie RPP (decyzja nietypowo we wtorek). Ostatnie bardzo mocne dane z pewnością sprawią, że członkowie Rady będą mieli o czym rozmawiać. W minionym tygodniu poznaliśmy dane o wzroście PKB w III kw., które przekroczyły oczekiwania będące pod wpływem i tak już wyższego od prognoz wstępnych odczytu, szacunek listopadowej inflacji wskazujący na osiągnięcie celu 2,5% i indeks PMI rosnący powyżej 54 pkt po raz pierwszy od kwietnia. Długo oczekiwane odbicie w inwestycjach okazało się jednak słabsze niż prognozowano, zapewne z powodu stagnacji we wszystkich sektorach poza samorządami. „Jastrzębie” w RPP mogą złapać po tych danych nieco więcej wiatru w żagle, co może znaleźć odzwierciedlenie w komunikacie Rady, ale na razie wydaje się jasne, że zwolennicy szybszych podwyżek stóp pozostają w mniejszości. Wg naszych kalkulacji na konferencji RPP obok prezesa Głapińskiego pojawi się duet o skrajnych poglądach: z jednej strony E. Łon, z drugiej K. Zubelewicz albo E. Gatnar. Oprócz decyzji RPP, na koniec tygodnia agencja Fitch może przedstawić wyniki przeglądu ratingu Polski – naszym zdaniem potwierdzona zostanie ocena A- z perspektywą stabilną.

Miesięczne dane z rynku pracy USA i inne odczyty z tego tygodnia, jak też kolejne informacje nt. reformy podatkowej w USA mogą umocnić dolara, co z kolei mogłoby ciążyć złotemu, który nie korzystał z mocnych danych z kraju. Decyzja RPP mogłaby wywołać zmiany na rynku stopy procentowej, gdyby okazało się, że pojawił się wniosek o podwyżkę (choć naszym zdaniem jest on bardziej prawdopodobny I kw. 2018). Trend na rynku obligacji wyznaczać mogą dane z USA i wypowiedzi tamtejszych polityków, które w efekcie raczej będą pchać rentowności stopniowo w górę.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (4 grudnia)							
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	X	% m/m	0,0	-	-1,2
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	-0,4	-	1,4
WTOREK (5 grudnia)							
	PL	Decyzja NBP		%	1,50	1,50	1,50
02:45	CH	PMI usługi	XI	pkt	-	-	51,2
09:55	DE	PMI usługi	XI	pkt	-	-	54,9
10:00	EZ	PMI usługi	XI	pkt	-	-	56,2
11:00	EZ	PKB SA	III kw.	% r/r	-	-	2,5
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	-	-	0,7
16:00	US	ISM usługi	XI	pkt	59,0	-	60,1
ŚRODA (6 grudnia)							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	-	-	1,0
14:15	US	Raport ADP	XI	tys.	182,5	-	234,9
CZWARTEK (7 grudnia)							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	X	% m/m	-	-	-1,6
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	240,0	-	238,0
PIĄTEK (8 grudnia)							
	PL	Fitch przegląd ratingu					
08:00	DE	Eksport	X	% m/m	-	-	-0,4
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	XI	tys.	205	-	261
14:30	US	Stopa bezrobocia	XI	%	4,1	-	4,1
16:00	US	Indeks Michigan	XII	pkt	98,5	-	98,5

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg, Parkiet

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

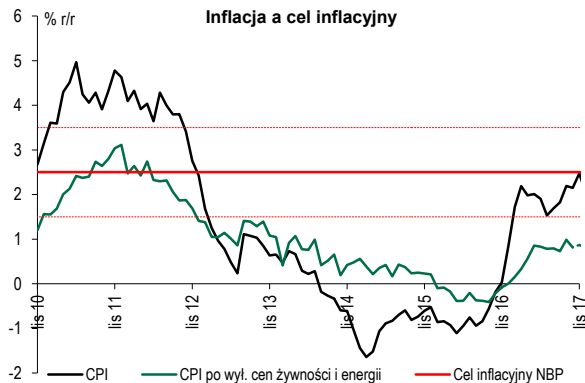
DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

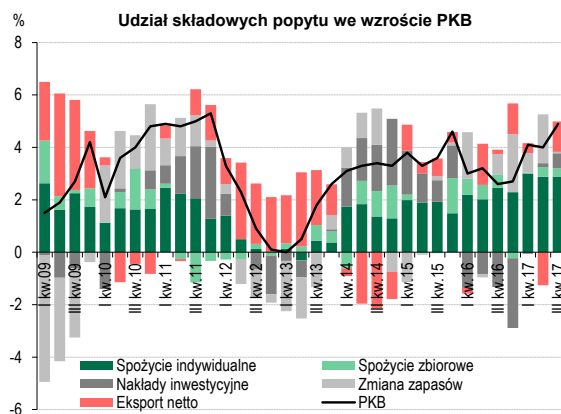
Wydarzenia najbliższego tygodnia – Rada i rating



▪ Ostatnie dane proszą się o poważną dyskusję w Radzie na grudniowym posiedzeniu: niebagatelna pozytywna niespodzianka w dynamice płac, inflacja uderzająca w cel ok. rok wcześniej niż pokazała listopadowa projekcja NBP, wzrost PKB w III kw zaskakujący podwójnie na plus (oczekiwania rynku przebił zarówno jego wstępny jak i finalny odczyt). Z drugiej strony wzrost inwestycji pozostał słaby w III kw. (3,3% r/r, NBP prognozował ok. 6%, rynek 4,5%, my 4,4%) – a jest to teraz jedna z osi dyskusji RPP. Nie można wykluczyć złożenia wniosku o podwyżkę stóp już teraz, choć raczej nastąpi to w I kw 2018 r.

▪ W piątek wieczór decyzja Fitch nt ratingu Polski. Ta agencja nie zmieniła nam oceny ani perspektywy w 2016 r., gdy inne zareagowały na ryzyka instytucjonalne i fiskalne. Fitch dopiero co pokazał wyższe prognozy makroekonomiczne dla Polski. Ten raport zapewne podkreśli stabilność oceny.

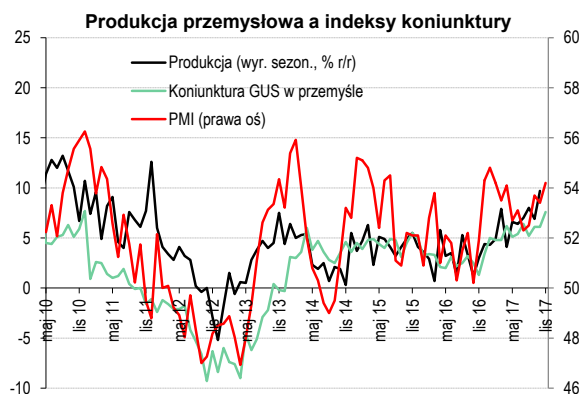
Ostatni tydzień w gospodarce – CPI w celu, wzrost PKB blisko 5%



▪ Inflacja wzrosła w listopadzie do 2,5% r/r z 2,1% w październiku, powróciwszy do celu po 5 latach. Szacujemy, że ten ruch wynikał głównie z zachowania cen żywności (wzrost cen jaj i warzyw) i energii (wyższe koszty opału i paliw). Uważamy, że inflacja bazowa również drgnęła w górę, do 0,9% r/r (z 0,8% w październiku). Wynik za listopad to zaskoczenie dla rynku (konsensus wg agencji Bloomberg to 2,3% r/r). Spodziewamy się spadku dynamiki CPI do 2% w grudniu i jej ponownego odbicia w kolejnych miesiącach, z prawdopodobnym przebicciem celu około połowy 2018 roku. Inflacja bazowa powinna stopniowo rosnąć w warunkach mocnego popytu krajowego i rosnącej presji płacowej.

▪ Wzrost PKB w III kw. osiągnął 4,9% r/r wobec wstępnego odczytu 4,7% r/r. Konsumpcja pozostała głównym motorem wzrostu, rosnąc o 4,8% r/r. Pozytywne zaskoczenie przyszło ze strony eksportu netto, który dodał do PKB 1,1 pp. Długo oczekiwane odbicie w inwestycjach okazało się słabsze niż prognozowano. Prawdopodobnie wszystkie sektory poza samorządami zanotowały stagnację. Utrzymująca się słabość w inwestycjach i wyczerpujące się moce produkcyjne w budownictwie sugerują, że odbicie inwestycyjne w nadchodzących kwartałach może być słabsze niż oczekiwaliśmy. Z drugiej strony, optymizmem napawa ożywienie w strefie euro, co powinno nadal mocno wspierać polski eksport; krajowa konsumpcja również utrzyma zapewne solidne tempo wzrostu.

▪ Ruch PMI z 53,4 pkt do 54,2 pkt (oczekiwano 54,0) wskazał na silne tempo aktywności gospodarczej w IV kw. Dokonał się dzięki najwyższej ocenie produkcji bieżącej od marca. Nowe zamówienia i zatrudnienie biznes ocenił nieco słabiej.



Cytat tygodnia – Deficyt wyniesie około 30 mld zł

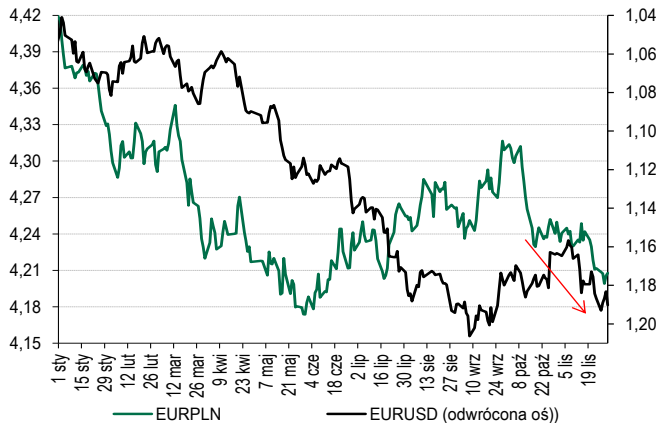
Teresa Czerwińska, wiceminister finansów, PAP, 28 listopada

Tradycyjny wzrost wydatków w ostatnich miesiącach roku oraz efekt dwóch uchwalonych nowelizacji budżetu i ustaw o budżetowych na kwotę ponad 11 mld zł sprawia, że na koniec roku, także sam budżet państwa odnotuje deficyt. Będzie on jednak znacznie niższy, niż zaplanowane w ustawie 59 mld zł i wyniesie około 30 mld zł.

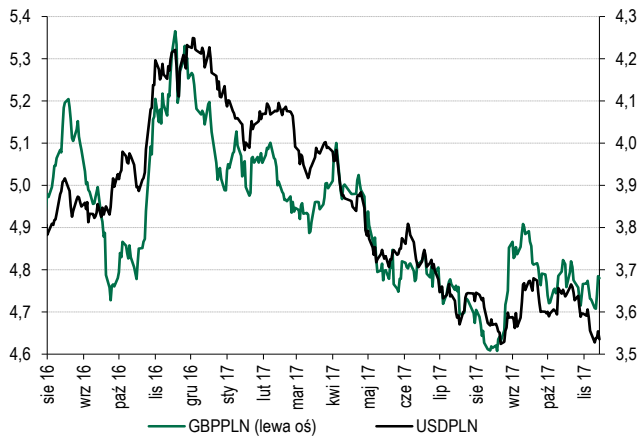
Budżet centralny wykazał nadwyżkę 2,7 mld zł w październiku. Był to kolejny miesiąc, kiedy dochody były wyższe od planu, a wydatki niższe. Sytuacja rynku pracy pozwala na mniejsze dotacje do systemu ubezpieczeń społecznych (-19% r/r do października). Niższe niż rok temu są też koszty obsługi długu (o ok. 10% r/r). Dynamika r/r wpływów z VAT w ujęciu skumulowanym w październiku osunęła się z 25% do 22%. W kolejnych miesiącach może się jednak poprawić, bo MF sygnalizowało, że tym razem nie będzie przyspieszać zwrotów podatku w końcówce roku (co odciążałoby budżet na 2018 r. – dzięki takiemu zabiegowi 2017 r. miał mocne otwarcie). Zamiast przyspieszenia zwrotów w celu wygładzenia ścieżki deficytów rząd może posłużyć się kolejną nowelizacją zmieniającą wydatki. Podobnie zadziała wypłata ekwiwalentu za deputaty węglowe (obciążą budżet 2017, zmniejszą wydatki w przyszłym roku). Naszym zdaniem szacunek deficytu na 30 mld zł wciąż zostawia miejsce pod kolejną nowelizacją budżetu.

Rynek walutowy – Złoty ignoruje polskie dane

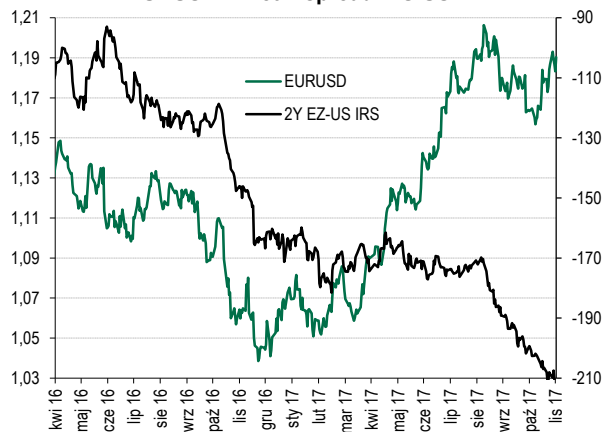
EURPLN i EURUSD



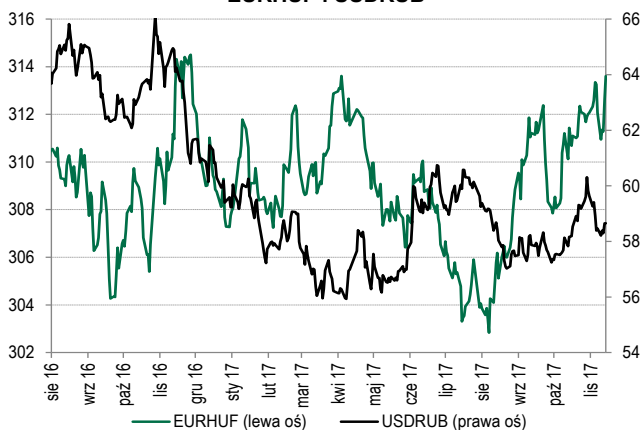
USDPLN i GBPPLN



EURUSD i 2-letni spread IRS US-EZ



EURHUF i USDRUB



Złoty czeka na dane z USA

▪ EURPLN rozpoczął i zakończył tydzień powyżej 4,20. Spadek poniżej 4,19 (zainicjowany prawdopodobnie zleceniami stop-loss przy niskiej płynności) był bardzo krótkotrwały. Zgodnie z tym co pisaliśmy w poprzednim raporcie, na rynku nie widać było istotnej reakcji na dane pokazujące szybszy od oczekiwań wzrost PKB i wyższą od prognoz wstępną inflację za listopad. USDPLN poruszał się w szerokim trendzie bocznym 3,51-3,56, GBPPLN wzrósł do 4,79 z 4,68, a kurs CHFPLN obniżył się lekko poniżej 3,60.

▪ Pierwszy wykres pokazuje, że korelacja EURPLN i EURUSD wzrosła w ostatnich tygodniach. W tym tygodniu opublikowane zostaną dane z USA i reakcja EURUSD na te odczyty może mieć przełożenie na notowania złotego do euro.

▪ W tym tygodniu RPP podejmie decyzję ws. stóp NBP. Niezależnie od tonu komunikatu oraz przebiegu konferencji prasowej nie sądzimy, by wynik posiedzenia RPP miał trwały wpływ na notowania złotego, skoro rynek zignorował ostatnie dane z Polski.

EURUSD bez dużych zmian

▪ EURUSD pozostał w trendzie bocznym oscylując w pobliżu 1,19. W pierwszej części tygodnia dolar umacniał się dzięki dobrym danym z USA. Waluta nie zdołała jednak utrzymać zysków z powodu sygnałów z amerykańskiej sceny politycznej sugerujących, że los reformy podatkowej jeszcze się waży.

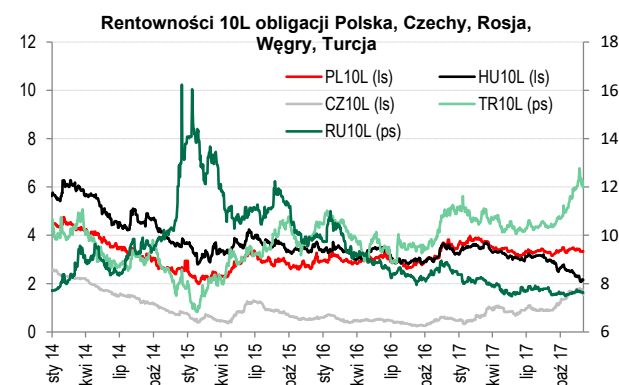
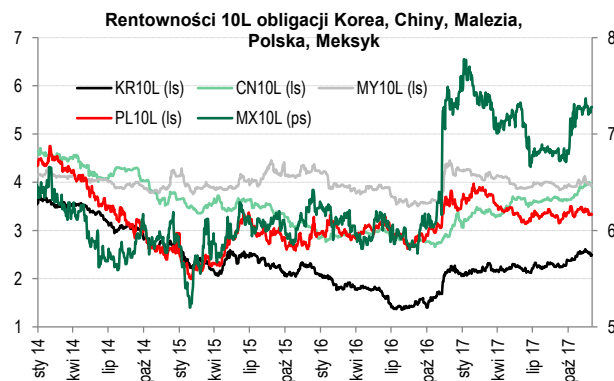
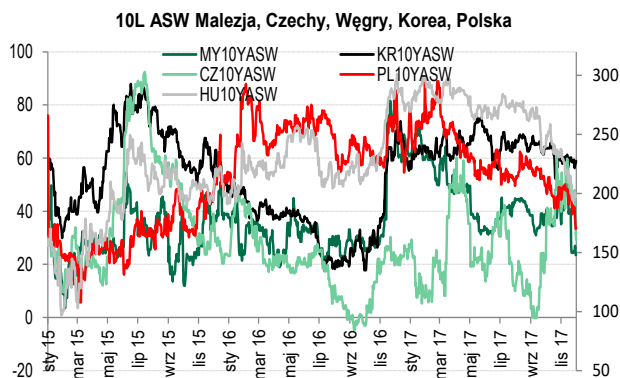
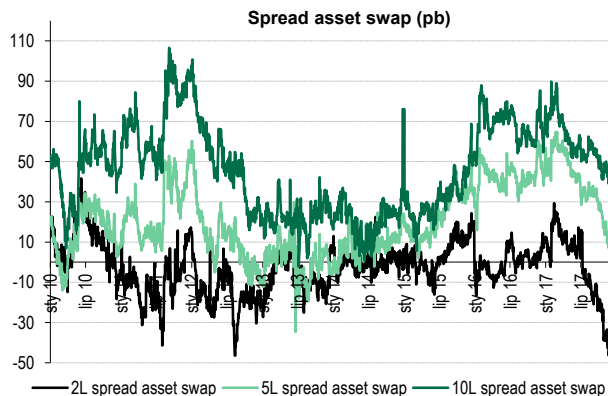
▪ Rynek stopy procentowej wycenił grudniową podwyżkę stóp Fed o 25 pb. Kurs EURUSD rośnie jednak i oderwał się od 2-letniego spreadu IRS US-EZ. Jeśli więc kolejne dane z USA będą dobre, pojawi się potencjał do umocnienia dolara.

Forint i korona słabsze, rubel stabilny

▪ Czeska korona oddała część ostatnich zysków do euro i kurs EURCZK wzrósł do 25,55 z 25,4. Forint tymczasem osłabił się do euro trzeci tydzień z rzędu i EURHUF wzrósł powyżej 313 zbliżając się do listopadowego szczytu. Węgierska waluta w dalszym ciągu była pod presją ostatniej decyzji banku centralnego o dalszym poluzowaniu polityki pieniężnej. USDRUB był w zeszłym tygodniu całkiem stabilny pozostając blisko 58,5 utrzymując się nieco powyżej listopadowego minimum na 58.

▪ W zeszłym tygodniu napisaliśmy, że nie widzimy potencjału do umocnienia rubla w krótkim terminie i podtrzymujemy ten pogląd. W przypadku forinta, gołębie nastawienie banku centralnego będzie pewnie ciążyć walucie i powstrzyma kurs EURHUF przed głębszym spadkiem. Według nas, korona może jeszcze nieco stracić do euro bowiem grudniowa podwyżka stóp nie jest przesądzona, a ostatnio rynek agresywnie wycenił scenariusz podwyżki o 25 pb w ostatnim miesiącu roku.

Rynek stopy procentowej – Spreads ASW spadają



Oczekiwana realizacja zysków

■ W perspektywie kolejnego tygodnia spodziewamy się niewielkiej przeceny krajowego długu. Silniejszego ruchu spodziewamy się na krótkim końcu krzywej, gdzie inwestorzy nie są gotowi akceptować już tak niskich rentowności w obliczu rosnącej inflacji. Długi koniec krzywej może ucierpieć w obliczu spodziewanej kontynuacji „serialu” o reformach podatkowych w USA. Na ten tydzień zaplanowana jest także publikacja serii danych z USA, gdzie z dużym prawdopodobieństwem zobaczymy solidne odczyty z rynku pracy. Sądzymy, że potencjalna przecena w długim końcu krzywej nie sięgnie więcej niż 3-4 pb. Ruchowi temu towarzyszyć powinna dekompresja spreadów ASW 10L w podobnej skali. Jednak widoczny od jesieni spadek cen ryzyka kredytowego obligacji krajów naszego regionu sugeruje, że przecena powinna być przejściowa.

10L ASW na najniższym poziomie od dwóch lat

■ Przez cały zeszły tydzień obserwowaliśmy spadki stawek asset swap (ASW) krajowego długu w segmencie 10L. Zmiany te były wspierane przez dobre dane z kraju: zaskakująco wysoki odczyt PKB za III kw. i wyższą niż oczekiwano inflację oraz dalszy ruch w górę wskaźnika PMI. W efekcie spread 10L ASW obniżył się na przestrzeni tygodnia z 42 pb do 33 pb, (czeski ASW spread spadł w tym czasie z 45 do 29 pb) najniższego poziomu od listopada 2015. Jednocześnie dało się zauważyć niewielką przecenę w segmencie 2L. Naszym zdaniem ruch w krótkim końcu krzywej jest wynikiem obaw o szybsze niż do tej pory sądzono wzrosty stóp procentowych w kraju, po publikacji danych o inflacji. Kompresja spreadów ASW na długom końcu krzywej odbywała się przy niewielkim ruchu w górę rentowności obligacji (rzędu 3 pb).

Spadek ceny ryzyka kredytowego w regionie

■ Naszym zdaniem stosunkowo niski wzrost rentowności w kraju był na równi pochodną krajowych danych sugerujących spadek ceny ryzyka kredytowego jak i lepszych regionalnych wycen kredytowych. W przypadku większości krajów naszego regionu (wyjątkiem były Węgry) mieliśmy do czynienia ze zniżkami rentowności oraz marż ASW 10L. Inwestorzy praktycznie zignorowali wzrosty rentowności w USA i Niemczech w drugiej połowie tygodnia.

Rynek FRA

■ Stawki rynku FRA wzrosły w trakcie tygodnia o 3-4 pb. w segmencie +12M, wyceniając pierwszą podwyżkę stóp w IV kw. 2018r. i kolejną w II kw. 2019 r.

Ministerstwo Finansów

■ Ministerstwo Finansów (MF) poinformowało że obecnie sfinansowało 13,5% potrzeb pożyczkowych na przyszły rok, zaś zaangażowanie inwestorów zagranicznych w krajowy dług obniżyło się na przestrzeni października o 3,2 mld PLN. W grudniu nie odbędzie się regularna aukcja obligacji, będzie przeprowadzona jedynie aukcja zamiany (15 grudnia). Na aukcji zamiany MF zaoferuje papiery zero-kuponowe OK0720, stało-kuponowe PS0123, DS0727 i zmienno-kuponowe WZ1122, WZ0528.

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