

TYGODNIK EKONOMICZNY

9 – 15 maja 2016

W zeszłym tygodniu nastroj na rynku uległ pogorszeniu, co widać było choćby po osłabieniu złotego i obligacji. O ile niestabilna sytuacja na świecie mogła mieć w tym swój udział, to czynniki krajowe – zaplanowana na koniec najbliższego tygodnia decyzja Moody's i wysoka niepewność związana z kwestią kredytów walutowych – z pewnością też przyczyniły się do większej nerwowości na rynku. Choć w ostatnim czasie pojawiły się kolejne spekulacje odnośnie drugiej kwestii, sugerujące że nie będzie przewalutowania kredytów, to wydaje się, że na finalną propozycję grupy pracującej przy prezydencie trzeba będzie jeszcze poczekać kilka tygodni.

Tymczasem, najważniejszym wydarzeniem tygodnia będzie decyzja Moody's (w piątek 13-tego!). Analizując cztery główne czynniki wpływające na rating agencji, „fundamenty gospodarcze” i „siła fiskalna” powinny być naszym zdaniem neutralne (ten pierwszy nawet pozytywny). W przypadku „siły instytucji” jest ryzyko w dół, choć rządy prawa mają tu wagę tylko ¼. W końcu jeśli chodzi o „podatność na szoki” (w tym polityczne, w sektorze bankowym) ocena może być negatywna w związku z ryzykiem związanym z kredytami walutowymi. Oczekujemy, że agencja zmieni perspektywę ratingu na negatywną, ale pozostawi rating bez zmian. Jeśli nasze założenie się sprawdzi, wtedy widzimy szansę na umocnienie polskich aktywów (EURPLN i 10-letni spread do Bunda w dół).

Na koniec tygodnia poznamy też sporo danych z kraju (m.in. inflację, wstępny PKB), ale ich znaczenie będzie zapewne niewielkie (potwierdzą pogłębienie deflacji w kwietniu i dość solidny wzrost gospodarczy).

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (9 maja)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	III	% m/m	0,7	-	-1,2
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	III	% r/r	1,4	-	5,6
WTOREK (10 maja)							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	III	% m/m	-0,3	-	-0,5
8:00	DE	Eksport	III	% m/m	-0,3	-	1,3
9:00	CZ	CPI	IV	% r/r	0,3	-	0,3
9:00	HU	CPI	IV	% r/r	-0,1	-	-0,2
ŚRODA (11 maja)							
Brak istotnych publikacji							
CZWARTEK (12 maja)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	III	% m/m	0,0	-	-0,8
14:00	PL	CPI	IV	% r/r	-1,1	-1,1	-0,9
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	274
PIĄTEK (13 maja)							
	PL	Decyzja Moody's nt ratingu Polski					
8:00	DE	Wstępny PKB	I kw	% r/r	1,2	-	2,1
9:00	HU	Wstępny PKB	I kw	% r/r	2,4	-	3,2
10:00	PL	Wstępny PKB	I kw	% r/r	3,4	3,6	4,3
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	III	mIn €	385	141	-383
14:00	PL	Eksport	III	mIn €	15421	15316	14466
14:00	PL	Import	III	mIn €	15168	14991	14125
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	IV	% r/r	9,7	10,6	9,0
14:00	PL	Inflacja bazowa	IV	% r/r	-0,3	-0,3	-0,2
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	IV	% m/m	0,9	-	-0,3
16:00	US	Wstępny Michigan	V	pkt	89,9	-	89

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

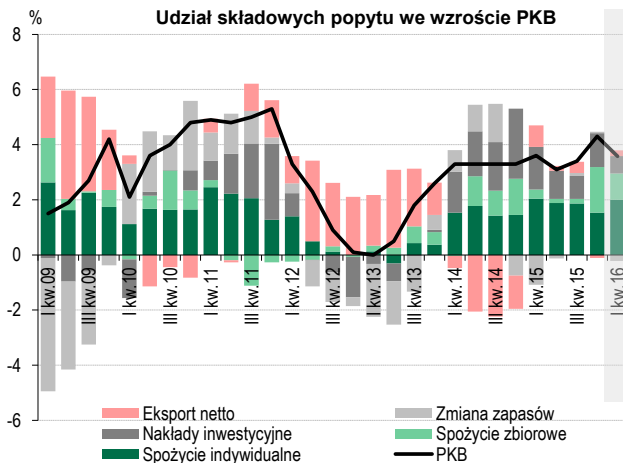
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40
 email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Agnieszka Decewicz 22 534 18 86
 Marcin Luziński 22 534 18 85
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30
 Warszawa 22 586 8320/38
 Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Piątek będzie kluczowy



■ W czwartek GUS opublikuje dane o inflacji. Nie będzie to kluczowa publikacja, ponieważ znamy już wstępny szacunek -1,1% r/r. Najwięcej będzie się działo w piątek, kiedy poznamy dane o PKB, bilansie płatniczym, podaży pieniądza, inflacji bazowej, a na koniec decyzją ratingową Moody's.

■ Nasza prognoza inflacji bazowej w kwietniu to -0,3% r/r, najniższej od kiedy dostępne są porównywalne dane (2001). Jednak ta prognoza może się zmienić kiedy poznamy szczegółowe dane o CPI. Tak czy inaczej, nie spodziewamy się sygnałów wzmoczonej presji cenowej.

■ Wzrost PKB w I kw. 2016 wyniósł naszym zdaniem 3,6% r/r, napędzany głównie przez konsumpcję prywatną, przy umiarkowanym wzroście inwestycji i dodatnim wkładzie eksportu netto. Bardziej szczegółowe dane o PKB zostaną opublikowane na koniec maja.

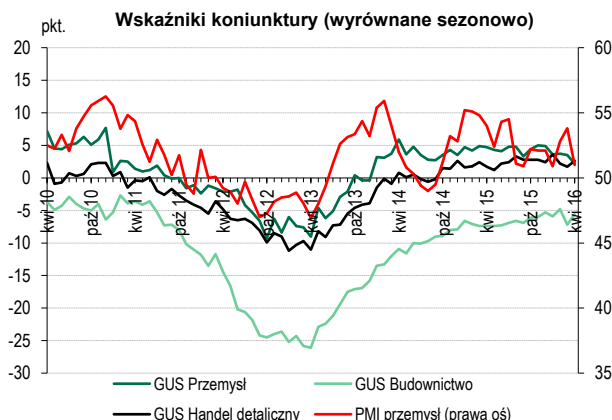
■ Dane o bilansie płatniczym powinny pokazać lekką poprawę salda obrotów bieżących w marcu, głównie za sprawą niższego deficytu w dochodach przy wyższym napływie środków z UE. Kluczową informacją będzie wzrost eksportu, szczególnie w kontekście ostatnich informacji o słabnącym napływie zamówień w przemyśle.

■ Najważniejszym wydarzeniem tygodnia będzie decyzja Moody's. Analizując cztery główne czynniki wpływające na rating agencji, „fundamenty gospodarcze” i „siła fiskalna” powinny być naszym zdaniem neutralne (ten pierwszy nawet pozytywny). W przypadku „siły instytucji” jest ryzyko w dół, choć rządy prawa mają tu wagę tylko ¼. W końcu jeśli chodzi o „podatność na szoki” (w tym polityczne, w sektorze bankowym) ocena może być negatywna w związku z ryzykiem związanym z kredytami walutowymi. Oczekujemy, że agencja zmieni perspektywę ratingu na negatywną, ale pozostawi rating bez zmian.

Zestawienie ratingów

	S&P		Moody's		Fitch	
	rating	persp.	rating	persp.	rating	persp.
Polska	BBB+	neg.	A2	stabilny	A-	stabilny
Czechy	AA-	stabilny	A1	stabilny	A+	stabilny
Węgry	BB+	stabilny	Ba1	poz.	BB+	poz.
Niemcy	AAA	stabilny	Aaa	stabilny	AAA	stabilny
Francja	AA	neg.	Aa2	stabilny	AA	stabilny
Wlk. Brytania	AAA	neg.	Aa1	stabilny	AA+	stabilny
Grecja	B-	stabilny	Caa3	stabilny	CCC	stabilny
Irlandia	A+	stabilny	Baa1	poz.	A-	poz.
Włochy	BBB	stabilny	Baa2	stabilny	BBB+	stabilny
Portugalia	BB+	stabilny	Ba1	stabilny	BB+	stabilny
Hiszpania	BBB+	stabilny	Baa2	stabilny	BBB+	stabilny

Ostatni tydzień w gospodarce – Indeks PMI mocno rozczarował



■ PMI dla polskiego przemysłu spadł w kwietniu bardzo mocno (51 pkt. vs konsensus 53 pkt.), po dobrych wynikach w lutym i marcu. Struktura indeksu pokazała spowolnienie produkcji, nowych zamówień i wzrostu zatrudnienia. Napływ nowych zamówień był najniższy od 19 miesięcy. Sygnałów spowolnienia w przemyśle przybywa – w marcu rozczarowały dane o produkcji, a w kwietniu nie tylko PMI ale również inne wskaźniki wyprzedzające (ESI, wskaźniki koniunktury GUS) odnotowały pogorszenie. Nadal uważamy, że niezłe tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro (główny partner handlowy Polski) i słaby złoty powinny sprzyjać wzrostowi w przemyśle i eksporcie w najbliższych miesiącach. Jednak początek roku był dość słaby dla polskiego przemysłu i powtarzające się sygnały słabości zwiększają niepewność co do aktywności gospodarczej w Polsce w dalszej części roku.

Cytat tygodnia – Czy nowy prezes NBP rozszerzy instrumentarium?

Kancelaria Prezydenta, 6 maja

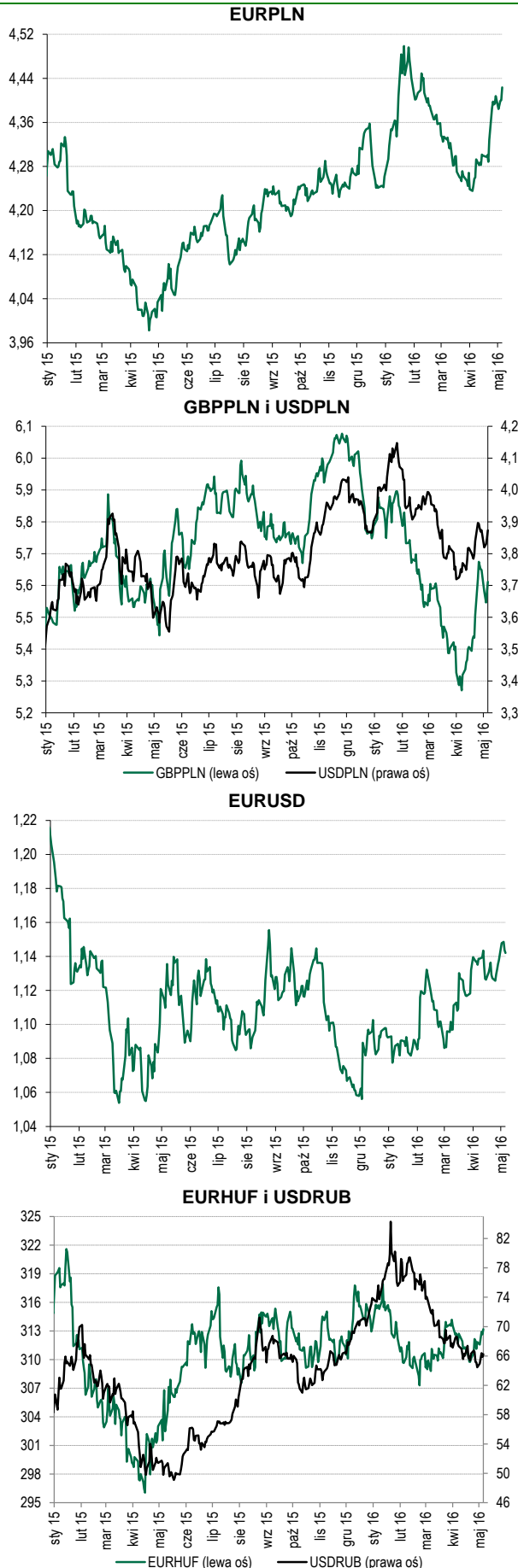
Prezydent Rzeczypospolitej Polskiej Andrzej Duda przekazał do Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej wniosek o powołanie prof. Adama Glapińskiego na stanowisko Prezesa Narodowego Banku Polskiego.

Mateusz Morawiecki, wicepremier, 6 maja, PAP

NBP powinien mieć instrumenty takie jak banki centralne krajów dojrzałych. Podkreślam, że jego niezależność nie podlega dyskusji, ale bank centralny mógłby unowocześnić swoje instrumentarium.

Prezydent wskazał Adama Glapińskiego jako swojego kandydata na fotel prezesa NBP. W latach 2010-2016 Glapiński był członkiem RPP, potem został członkiem Zarządu NBP. Komentarz wicepremiera Mateusza Morawieckiego sugeruje, że zmianie może ulec także instrumentarium NBP. Nie zdradził jednak, jakie nowe narzędzia chciałby tam zobaczyć. Należy pamiętać, że możliwości NBP nie są takie małe, jak mogło by się wydawać. Przypominamy, że w 2008 r., w reakcji na kryzys finansowy, RPP wprowadziło uchwałą tzw. „operacje strukturalne”, czyli możliwość zakupu i sprzedaży obligacji na rynku wtórnym. Po prostu nigdy nie było potrzeby do korzystania z niestandardowych instrumentów. Ponadto, założenia polityki pieniężnej na 2016 r. wskazywały na elastyczność RPP w kształtowaniu swoich instrumentów, by lepiej reagować na warunki rynkowe (i zapewnić stabilność finansową oraz makroekonomiczną).

Rynek walutowy – Kluczowe wydarzenia przed nami



Kluczowe wydarzenia przed nami

W zeszłym tygodniu złoty pozostał pod presją wskutek niestabilnego nastroju na świecie i niepewności związanej ze zbliżającą się decyzją Moody's ws. Polskiego ratingu. W efekcie, EURPLN wzrósł przejściowo powyżej 4,43, najwyższego poziomu od połowy lutego. Krajowa waluta osłabiła się z kolei dość istotnie do dolara z powodu spadku EURUSD – USDPLN odbił do 3,89 z 3,77.

Patrząc na nasz ekonomiczny kalendarz można powiedzieć, że najbliższy tydzień zaczyna się i kończy w piątek bowiem wszystkie kluczowe wydarzenia zaplanowano na ten dzień. Wstępny PKB za I kw. pozwoli ocenić jak polska gospodarka radziła sobie w trakcie trzech pierwszych miesięcy roku, a agencja Moody's ogłosi decyzję ws. polskiego ratingu lub jego perspektywy. Nasza prognoza PKB jest nieco powyżej konsensusu, co mogłoby potencjalnie pozytywnie wpłynąć na złotego. Jednak byłby to efekt dłuższy niż chwilowy tylko w przypadku braku obniżki ratingu i taki też jest nasz bazowy scenariusz. Uważamy, że Moody's zmieni jedynie perspektywę na „negatywną” ze „stabilnej”, co może być umiarkowanie pozytywne dla złotego bowiem wydaje się, że rynek w ostatnich dniach wycenił możliwość obniżki oceny kredytowej. Warto pamiętać, że w zeszłym tygodniu pojawiły się też plotki nt. sposobu rozwiązania kwestii kredytów walutowych mówiące, że rząd rozważa rezygnację z przewalutowania tych pożyczek, co miało chwilowy korzystny wpływ na złotego.

Chociaż na najbliższy tydzień zaplanowano dużo ważnych wydarzeń i niepewność ich dotycząca jest wysoka, to sądzimy, że ich ostateczny wpływ na złotego może być pozytywny i zapewnić przynajmniej krótkoterminowe wsparcie dla polskiej waluty. Jednocześnie, pozostajemy ostrożni jeśli chodzi o perspektywę na kolejne miesiące, bowiem wciąż czekamy na finalne rozwiązanie kwestii kredytów walutowych, a w drugiej połowie roku uwaga rynku może się zwrócić na sytuację budżetu państwa.

EURUSD czeka na wystąpienia członków FOMC

EURUSD był dość zmienny w zeszłym tygodniu – najpierw wzrósł do 1,16 by szybko spaść do 1,14 pod wpływem jastrzębich wypowiedzi członków FOMC, którzy nie wykluczyli podwyżki stóp Fed w czerwcu.

W tym tygodniu nie zostaną opublikowane żadne ważne dane, ale wystąpienia zaplanowane ma sporo członków FOMC (głosujących i nie mających obecnie prawa głosu). Jak wspomnieliśmy powyżej, ostatnie wypowiedzi były raczej jastrzębie, ale po rozczarowujących kwietniowych danych z rynku pracy USA ton komentarzy powinien być nieco ostrożniejszy. Może to być korzystne dla euro.

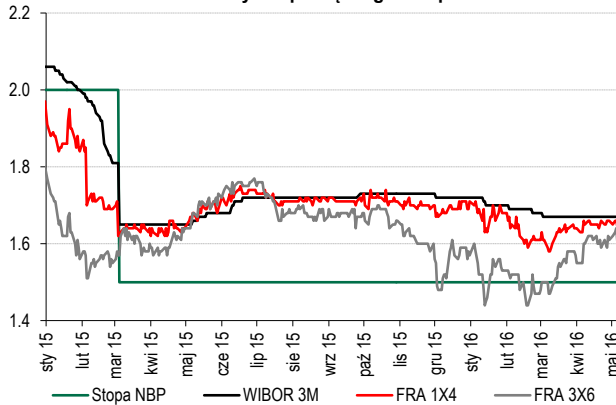
Czeskie stopy bez zmian, rynek czeka na CPI

Zgodnie z prognozami bank centralny Czech pozostawił stopy bez zmian, główną na 0,05%, ale poinformował, że może zdecydować o osłabieniu korony (przesunięciu dolnej tolerowanej granicy EURCZK w górę) jeżeli oczekiwania inflacyjne będą się dalej obniżać. Kurs nie zareagował na tę sugestię i nadal waha się blisko 27,0. Po posiedzeniu wiceprezes CNB, Vladimír Tomsík, powiedział, że obecnie nie ma potrzeby do poważnej debaty nad wprowadzeniem ujemnych stóp procentowych.

W tym tygodniu w regionie CEE poznamy dane o CPI. Trendy inflacyjne były jednym z istotnych czynników wpływających na politykę pieniężną banków centralnych Czech i Węgier, więc najbliższe odczyty mogą wpłynąć na oczekiwania odnośnie najbliższych decyzji.

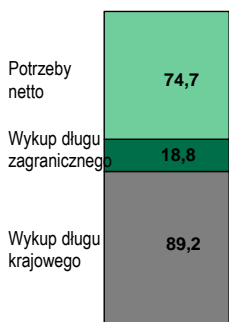
Rynek stopy procentowej – Decyzja Moody's w centrum uwagi

Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP

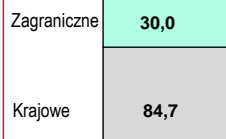


Potrzeby pożyczkowe brutto

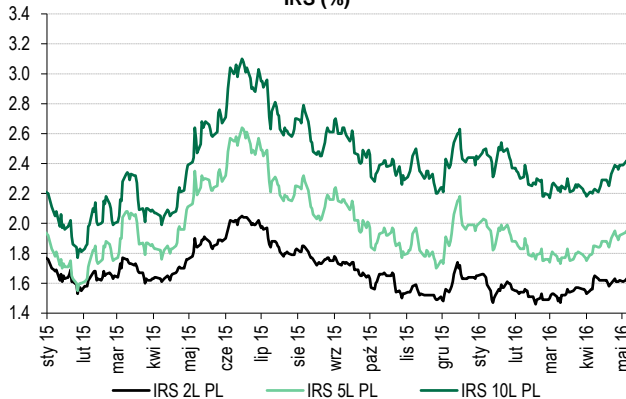
182,7 mld zł, w tym:



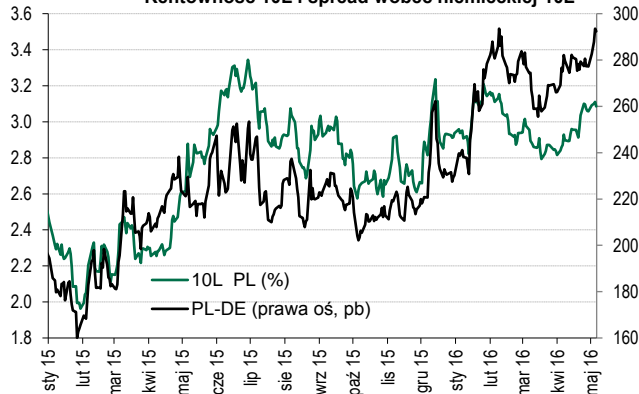
Finansowanie (mld zł)



IRS (%)



Rentowność 10L i spread wobec niemieckiej 10L



Duża zmienność utrzymuje się

Miniony tydzień okazał się dość zmienny na krajowym rynku stopy procentowej. Krajowy dług stracił dość znacząco przed czwartkową aukcją (szczegóły poniżej), ale również w wyniku silnego osłabienia złotego. W rezultacie rentowność krajowej 10-latki wzrosła tymczasowo do 3,14% (najwyższego poziomu od początku lutego). Jednak umocnienie na rynkach bazowych (rentowność niemieckiej 10-latki ponownie spadła do ok. 0,15%) dało impuls do odreagowania ostatnich wzrostów rentowności. Dzięki umocnieniu na koniec tygodnia stawki IRS powróciły do poziomów z końca kwietnia po osiągnięciu lokalnych maksimum na poziomie 1,95% dla 5L oraz 2,42% dla 10L w mijającym tygodniu. Tymczasem, decyzja RPP utrzymująca stopy na niezmiennym poziomie była neutralna dla krajowego rynku stopy procentowej.

Obie krzywe IRS i obligacji nieznacznie się wystromiły w minionym tygodniu, głównie w wyniku rozszerzenia spreadu 5-10L. Co więcej, premia za ryzyko wzrosła, na co wskazuje rozszerzenie się spreadu wobec niemieckich obligacji dla sektora 10L do prawie 295 pb, najwyżej od początku lutego.

Czwartkowa aukcja krótko- i długoterminowego długu okazała się sukcesem. Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje OK1018 i DS0726 za 4,7 mld zł, nieco więcej niż maksymalna wartość oferty na 4,5 mld zł, w tym prawie 3 mld zł pochodziły ze sprzedaży 10-letniego benchmarku. Popyt był solidny i wyniósł 7,1 mld zł. Rentowności na aukcji były zbliżone do poziomów rynkowych i wyniosły odpowiednio 1,645% dla OK1018 oraz 3,134% dla DS0726. Szacujemy, że po aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już sfinansowane w prawie 65%.

Na rynku pieniężnym stawki WIBOR pozostały względnie stabilne (tylko stawka 1M wzrosła o 1 pb w skali tygodnia), podczas gdy stawki FRA wzrosły o 2-4 pb wzdłuż krzywej, głównie na dłuższe tenory. Rynek wciąż wycenia poluzowanie polityki monetarnej, choć w nieco dalszym terminie – obecnie wyceniane jest ok. 60% szans na redukcję stóp o 25 pb w perspektywie dziewięciu miesięcy.

Lokalne czynniki sugerują wyższą premię za ryzyko

Na koniec tego tygodnia (czwartek-piątek) pojawi się wiele istotnych publikacji krajowych wskaźników makro (w tym finalny CPI, wstępne PKB za I kw.) oraz wydarzeń (decyzja agencji ratingowych Moody's). Finalne dane o kwietniowej inflacji nie powinny przynieść niespodzianek - spodziewamy się potwierdzenia wstępnego odczytu na poziomie -1,1% r/r. W centrum uwagi będą więc dane o aktywności gospodarczej, tym bardziej, że ostatnio RPP przywiązują więcej wagi wzrostowi PKB niż inflacji. Nasze i rynkowe oczekiwania wskazują na umiarkowane spowolnienie wzrostu PKB w I kw. W naszej ocenie bardziej znaczące spowolnienie (bliżej 3% niż 3,5%) PKB mogłoby przyczynić się do większego spadku krótkiego końca krzywej niż długiego (w wyniku wzrostu oczekiwań na obniżki stóp).

Krajowe czynniki ryzyka (rating, niepewność odnośnie konwersji kredytów walutowych) będą utrzymywały premię za ryzyko na podwyższonym poziomie. Nerwowość na rynku przed decyzją Moody's może się utrzymać i pchnąć spread wobec Bundów dalej w górę. W naszej ocenie, wzrost tego spreadu może być dobrym momentem do kumulacji krajowych aktywów jeszcze przed piątkową decyzją Moody's, gdyż rynki zazwyczaj przereagowują. Oczekujemy, że Moody's obniży tylko perspektywę ratingu Polski a nie samą ocenę wiarygodności. Warto pamiętać, że decyzja Moody's, podobnie jak i S&P, zostanie ogłoszona po zamknięciu polskiego rynku.

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., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl