

# TYGODNIK EKONOMICZNY

16 – 22 maja 2016

Nastroje na światowych rynkach finansowych pogorszyły się w ubiegłym tygodniu pod wpływem niejednoznacznych danych z Europy i USA. Mimo tego złoty poruszał się w trendzie bocznym, a rynek stopy nawet się umocnił przed kluczowymi publikacjami w końcu tygodnia. Dane o inflacji potwierdziły wstępny odczyt (-1,1% r/r), a inflacja bazowa osiągnęła najniższy poziom w historii (-0,4% r/r). Z kolei dane o PKB za I kwartał mocno rozczarowały, pokazując wzrost zaledwie o 3% r/r (poniżej oczekiwań 3,5% r/r i odczytu z IV kw. na poziomie 4,3% r/r). Co ciekawe, po słabszym od oczekiwań odczycie złoty pozostał dość stabilny blisko 4,40 za euro, a rynek stopy umocnił się pod wpływem oczekiwań na złagodzenie polityki pieniężnej.

Spadkowy trend rentowności był kontynuowany dziś rano (rentowność 10-latkii zbliżyła się do 2,9%), ponieważ rynek zareagował pozytywnie na decyzję Moody's aby pozostawić rating bez zmian. Perspektywa ratingu została obniżona do negatywnej, ale część uczestników rynku spodziewała się bardziej krytycznej oceny, w związku z czym złoty umocnił się z rana (do 4,37 za euro). Naszym zdaniem przestrzeń do dalszego umocnienia polskich aktywów będzie ograniczana przez szereg czynników ryzyka (wymienionych również w komentarzu Moody's), które będą pilnie analizowane przez uczestników rynku.

W tym tygodniu najważniejszą publikacją będą dane o produkcji przemysłowej, z uwagi na zaskakująco mocne spowolnienie wzrostu PKB w I kw. Wskaźniki wyprzedzające za kwiecień rozczarowały, więc inwestorzy będą ciekawi czy sygnały osłabienia koniunktury potwierdzą się też w „twardych” danych. Spodziewamy się, że dynamika w budownictwie pozostanie niska, ale sprzedaż detaliczna powinna odbić w górę po słabym marcu; rynek pracy również raczej pozostanie w dobrej formie. Jeśli chodzi o wydarzenia na świecie, po spokojnym poniedziałku nasila się publikacje danych, szczególnie w USA. Bardzo ważne dla oczekiwań nt. przyszłych decyzji Fed będą też minutes FOMC publikowane w środę.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (16 maja)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							
<b>WTOREK (17 maja)</b>							
9:00	CZ	Wstępny PKB	I kw.	% r/r	2,7	-	4,0
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	IV	tys.	1125	-	1089
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	IV	tys.	1135	-	1086
14:30	US	CPI	IV	% m/m	0,3	-	0,1
15:15	US	Produkcja przemysłowa	IV	% m/m	0,3	-	-0,6
<b>ŚRODA (18 maja)</b>							
11:00	EZ	HICP	IV	% r/r	-0,2	-	-0,2
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	IV	% r/r	3,8	3,7	3,3
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	IV	% r/r	2,8	2,8	2,7
20:00	US	Minutes FOMC					
<b>CZWARTEK (19 maja)</b>							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	IV	% r/r	3,4	3,8	0,5
14:00	PL	Produkcja budowlana	IV	% r/r	-13,4	-14,1	-15,8
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna realna	IV	% r/r	5,5	5,8	3,0
14:00	PL	PPI	IV	% r/r	-1,3	-1,3	-1,7
14:30	US	Tygodniowa liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	275	-	294
14:30	US	Indeks Philly Fed	V	pkt	3,0	-	-1,6
<b>PIĄTEK (20 maja)</b>							
16:00	US	Sprzedaż domów	IV	% m/m	1,3	-	5,1

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>

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

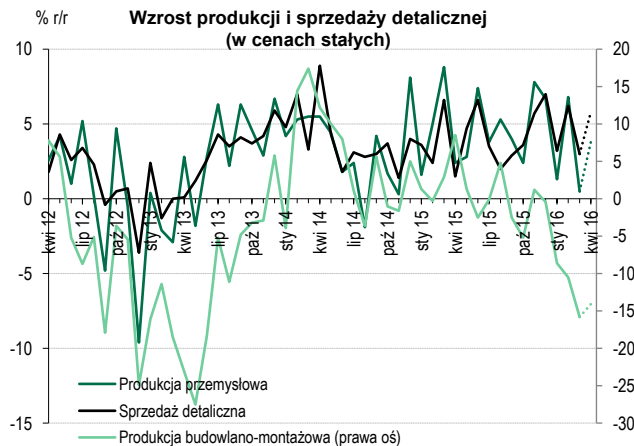
Marcin Sulewski 22 534 18 84

### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

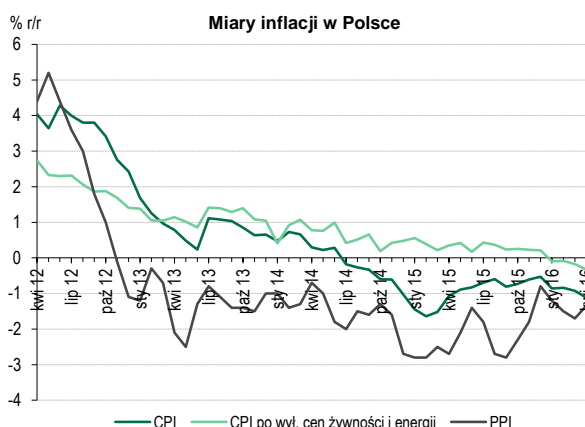
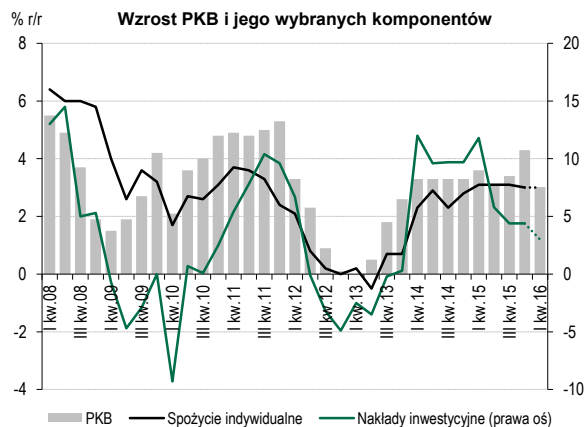
Wrocław 71 369 9400

**Wydarzenia nowego tygodnia – Aktywność w przemyśle i budownictwie, sprzedaż detaliczna i rynek pracy**

▪ Dane o produkcji przemysłowej za kwiecień będą najważniejszą statystyką tygodnia, choćby ze względu na słaby odczyt PKB w I kw. Wskaźniki wyprzedzające w kwietniu były raczej rozczarowujące, więc dane o aktywności gospodarczej w przemyśle będą w centrum uwagi. Istotne będzie zwłaszcza to, czy dane potwierdzą trend spadkowy. Wzrost w budowlance pozostanie naszym zdaniem mocno poniżej zera.

▪ Spodziewamy się odbicia sprzedaży detalicznej w kwietniu po słabym marcu, któremu naszym zdaniem zaszkodził efekt Wielkanocy. Sprzedaż detaliczna powinna pozostać mocna, m. in. dzięki wsparciu programu 500+.

▪ Dane o rynku pracy za kwiecień będą naszym zdaniem mocne, podobnie jak w poprzednich miesiącach. Dobra sytuacja rynku pracy będzie wsparciem dla konsumpcji prywatnej na początku II kw.

**Ostatni tydzień w gospodarce – Rozczarowujący PKB, inflacja bazowa najniżej w historii**

▪ Wzrost PKB wyniósł 3,0% r/r w I kw. 2016, wyraźnie mniej niż oczekiwano (3,5% r/r). Spodziewaliśmy się spowolnienia, m.in. pod wpływem niższych inwestycji publicznych, które złapały zadyszkę w okresie przejściowym między dwoma budżetami unijnymi. Tak niski odczyt wskazuje również na spowolnienie inwestycji prywatnych. Nic natomiast nie wskazuje na spowolnienie konsumpcji prywatnej, która naszym zdaniem utrzymała się na poziomie ok. 3% r/r. Spodziewamy się odbicia wzrostu PKB do około 3,5% r/r w kolejnych kwartałach. Wzrost konsumpcji prywatnej powinien przyspieszyć ze względu na silny rynek pracy i program 500+.

▪ Kwietniowa inflacja wyniosła -1,1% r/r, zgodnie ze wstępnym szacunkiem, a inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii spadła w kwietniu do -0,4% r/r, najniższego poziomu od kiedy dostępne są porównywalne dane (2001). Pozostałe miary inflacji bazowej również są poniżej zera. Dane te wskazują na rozszerzenie tendencji deflacyjnych na coraz większą gamę produktów konsumpcyjnych.

▪ W marcu deficyt obrotów bieżących wyniósł 103 mln € przy mniejszej nadwyżce towarowej (204 mln €) i wyższym deficycie dochodów pierwotnych (928 mln €). Dane o eksporcie (15,4 mld €) nieznacznie przewyższyły naszą prognozę, ale wyraźnie wyższy od oczekiwań był import (15,2 mld €).

▪ Wstępne dane o podaży pieniądza pokazały wzrost o 11,5% r/r w kwietniu wobec 9,1% r/r w marcu. Za spowolnieniem w marcu stał przede wszystkim zaskakujący spadek depozytów firm. W kwietniu ten efekt został odwrócony. Wzrost kredytów przyspieszył, zarówno w sektorze gospodarstw domowych (do 5,9% r/r z 4,2% r/r), jak i firm (do 10,8% z 9,5% r/r). Częściowo był to efekt osłabienia złotego, ale naszym zdaniem dane skorygowane również pokazałyby przyspieszenie.

**Cytat tygodnia – Negatywna i wyważona ocena Moody's****Agencja ratingowa Moody's, 14 maja**

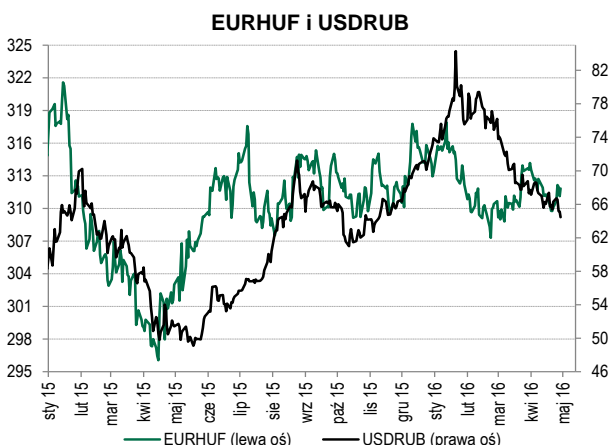
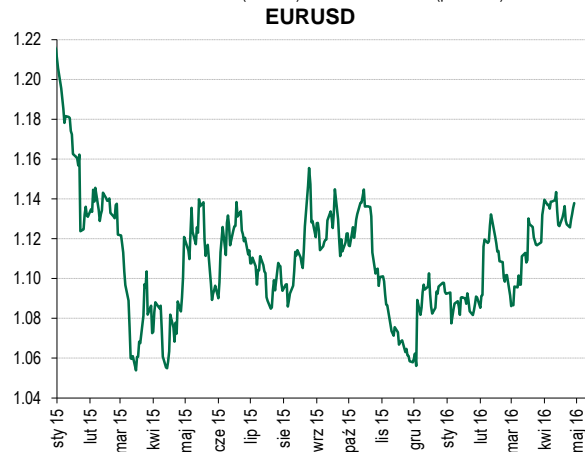
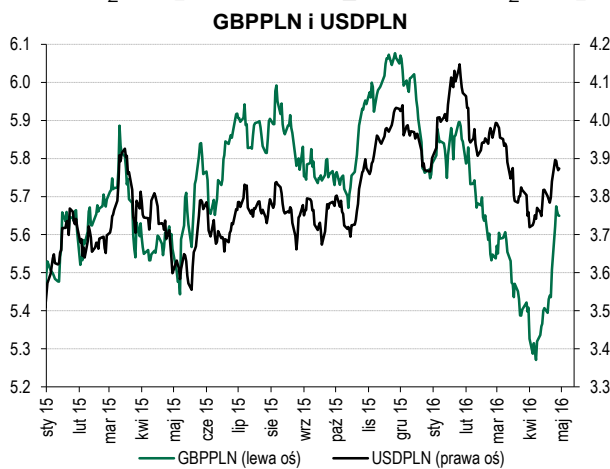
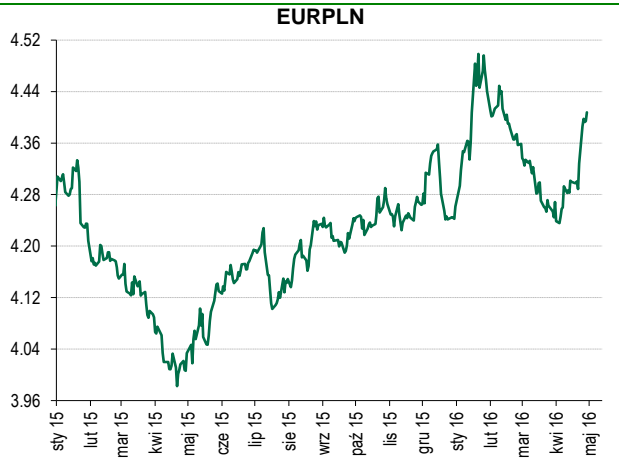
Główne czynniki, które zadecydowały o zmianie perspektywy, to: (1) ryzyko fiskalne związane ze znaczącym wzrostem bieżących wydatków oraz intencja obniżenia wieku emerytalnego, co spowoduje wzrost wydatków związanych z wiekiem; (2) pogorszenie klimatu inwestycyjnego ze względu na większą nieprzewidywalność zmian legislacyjnych, co wyraża się w niepewności odnośnie do konwersji hipotecznych kredytów walutowych i w przedłużającym się konflikcie między rządem a Trybunałem Konstytucyjnym.

**Paweł Szalamacha, minister finansów, 14 maja**

O ile sama ocena - podtrzymanie dobrej oceny polskiej gospodarki - może być uznana za ocenę obiektywną i do zaakceptowania, to zmiana perspektywy ratingu jest mocno polemiczna. Wykazujemy rządność, konsekwencje i krok po kroku realizujemy nasz program. Stąd też ryzyko, o którym mówi Moody's, czyli pewnego rozjechania się sfery dochodowej i wydatkowej w naszym przypadku jest po prostu przesadzone.

Agencja ratingowa Moody's zdecydowała w piątek w nocy o utrzymaniu ratingu Polski bez zmian, zmieniając jednocześnie perspektywę ratingu na negatywną. Jak można było się spodziewać w świetle metodologii Moody's, główne powody zmiany perspektywy to ryzyko fiskalne (możliwość znaczącego zwiększenia wydatków i obniżki wieku emerytalnego) oraz „nieprzewidywalność zmian legislacyjnych” (pomoc „frankowiczom” i konflikt wokół Trybunału Konstytucyjnego). Data kolejnej oceny polskiej wiarygodności kredytowej przez Moody's jest dość bliska (9 września) i wówczas powinny być znane dalsze kroki rządu w wielu obszarach. Naszym zdaniem, właśnie dlatego agencja Moody's mogła poczekać z cięciem ratingu na konkretne działania rządu (bądź ich brak), a ryzyko wystąpienia niekorzystnych rozwiązań zostało odzwierciedlone w negatywnej perspektywie.

## Rynek walutowy – Umiarkowane umocnienie złotego po Moody's

**EURPLN obniżył się po decyzji Moody's**

EURPLN poruszał się w trendzie bocznym przez większą część minionego tygodnia między 4,402 a 4,433 w oczekiwaniu na kluczowe publikacje (wstępny PKB, decyzję agencji ratingowej Moody's). Wstępny szacunek PKB za I kw. 2016 r. rozczarował, jednak reakcja rynku była ograniczona. EURPLN po tymczasowym spadku do prawie 4,39, zakończył tydzień na poziomie nieznacznie powyżej 4,40. W skali tygodnia złoty zyskał wobec euro (0,5%), GBP (0,4%) oraz CHF (0,3%), podczas gdy osłabił się wobec amerykańskiej waluty o 0,1%.

Zgodnie z naszymi przewidywaniami agencja ratingowa Moody's potwierdziła rating Polski na poziomie A2 i obniżyła perspektywę do negatywnej ze stabilnej. Ta decyzja umocniła złotego na otwarciu tygodnia. W naszej ocenie EURPLN może jeszcze nieznacznie się obniżyć w najbliższych dniach. Publikowane w tym tygodniu krajowe dane makroekonomiczne będą raczej neutralne dla notowań złotego, gdyż większość naszych prognoz (dane z rynku pracy, o produkcji) jest bliska oczekiwaniom rynkowym. Uważamy jednak, że potencjał do umocnienia złotego jest ograniczony ze względu na wiele czynników ryzyka tak krajowych, jak i zagranicznych. Zaliczamy do nich: (1) niepewność odnośnie dalszych działań rządu i jego nowych propozycji ustaw (m.in. odnośnie konwersji kredytów w walutach obcych, wieku emerytalnego); (2) ogólnie słaby nastrój wobec walut krajów rozwijających się; (3) możliwość wzrostu prawdopodobieństwa podwyżek stóp po silnych danych z USA oraz (4) zbliżający się termin referendum w Wielkiej Brytanii.

**Opis dyskusji FOMC w centrum uwagi**

EURUSD był dość zmienny w minionym tygodniu. Na początku kurs wzrósł do prawie 1,145 w wyniku realizacji zysków po znaczącym umocnieniu USD w poprzednich dniach. W piątek EURUSD tymczasowo spadł poniżej 1,13 po mocniejszych danych o sprzedaży detalicznej w USA.

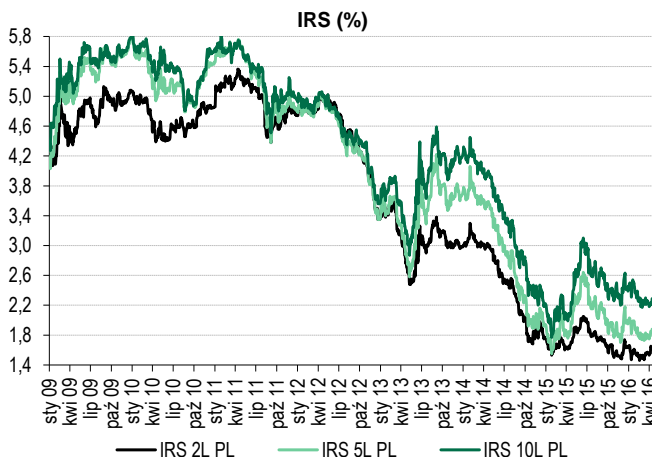
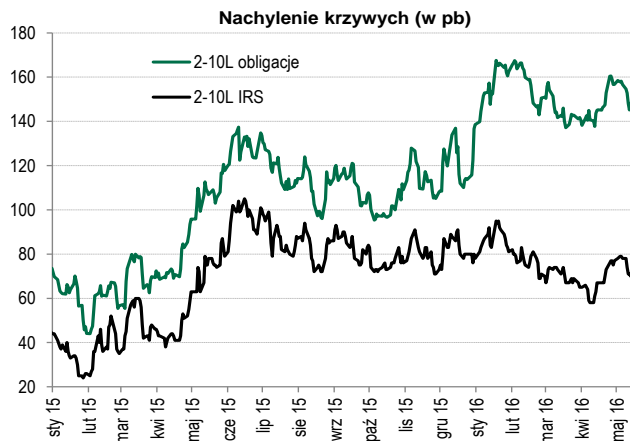
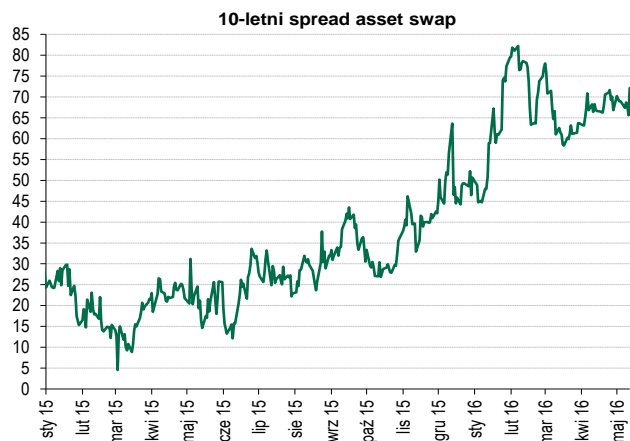
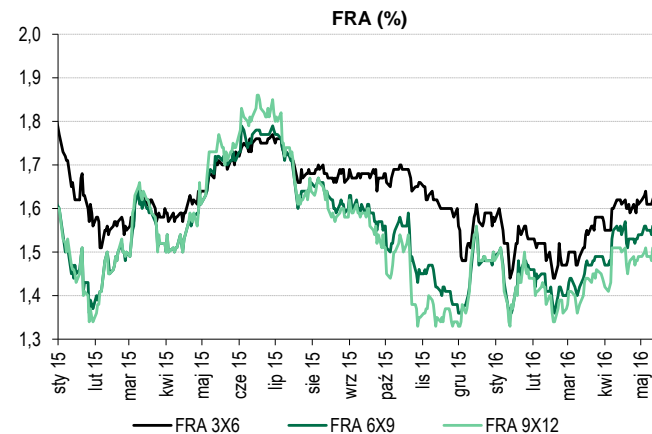
W tym tygodniu zostanie opublikowanych sporo danych makro z Europy i USA. FOMC minutes oraz wystąpienia przedstawicieli Fed również znajdą się w centrum uwagi, gdyż inwestorzy będą szukali wskazówek kiedy Fed może po raz kolejny zdecydować się na podwyżkę stóp. Jeśli nadchodzące dane potwierdzą możliwość wcześniejszego zacieśnienia polityki monetarnej, to EURUSD może skierować się w kierunku dolnego ograniczenia pasma wahań między 1,12 i 1,16.

**RUB porusza się za cenami ropy, HUF pod presją**

W minionym tygodniu rosyjska waluta umocniła się dość znacząco w wyniku wzrostu cen ropy naftowej (cena Brent osiągnęła nowe tegoroczne maksimum powyżej 47 USD za baryłkę). W efekcie USDRUB obniżył się tymczasowo do 64,5, by na koniec tygodnia ponownie wzrosnąć nieco powyżej 65. W tym samym czasie HUF znalazł się pod presją wyższego odczytu inflacji za kwiecień oraz znacząco niższego odczytu wstępnego PKB za I kw. (węgierski PKB wyniósł tylko 0,9% wobec 3,2% w IV kw. 2015 r.). W efekcie EURHUF pozostał blisko 316 wobec tygodniowego minimum na 312.

Waluty regionu pozostaną pod wpływem globalnych czynników, ale również czynników krajowych, w tym publikacji wstępnych danych o PKB w Rosji i w Czechach. Negatywne niespodzianki (jak to miało miejsce dla Węgier i Polski) mogą wygenerować presję na waluty tych krajów, w szczególności na RUB, tym bardziej, że ostatnie dni przyniosły dość znaczące jej umocnienie. W tym tygodniu HUF może pozostać relatywnie słaby.

## Rynek stopy procentowej – Krzywe mogą dalej się wyplaszczać



### Stawki w dół dzięki danym i Moody's

▪ W zeszłym tygodniu 10-letnie rentowności i IRS spadły więcej niż wzrosły w poprzednich dwóch tygodniach. Rynek miał nadzieję na to, że Moody's nie obniży Polsce ratingu i korzystał dodatkowo ze znacznie słabszego od oczekiwań wstępnego PKB za I kw. Dane o aktywności gospodarczej w trzech pierwszych miesiącach roku wzmocniły oczekiwania na obniżki stóp NBP i krzywa FRA tylko w piątek spadła o 5-10 pb – rynek wycenia teraz 65% szans na obniżkę stóp o 25 pb w ciągu 6 miesięcy i ok. 90% za 9 miesięcy.

▪ Dzięki decyzji Moody's otwarcie nowego tygodnia na rynku stopy procentowej jest dość mocne. Zgodnie z naszymi przypuszczeniami agencja zdecydowała o obniżeniu jedynie perspektywy ratingu, co pchnęło rentowności 6-7 pb w dół. Rentowność 10-letniego benchmarku jest poniżej 2,95%, ponad 15 pb niż pod koniec kwietnia. Reakcja rynku IRS jest mniej spektakularna (2-3 pb w dół), ale i tak 10-letni IRS jest blisko 2,25% (najniżej od połowy kwietnia), a 5-letni w okolicy 1,80 (najniżej od początku kwietnia).

### Krzywe mogą dalej się wyplaszczać

▪ Polskie krzywe IRS i obligacyjna wyplaszczyły się od końca kwietnia i sądzimy, że ten trend może być w krótkim terminie kontynuowany, ale tym razem raczej z powodu osłabienia na krótkim końcu, a nie dalszego umocnienia na długim. Jak wspomnieliśmy powyżej, rynek FRA wycenia dość duże szanse na obniżki stóp NBP w tym roku/na początku 2017, ale na ten moment nie jest to nasz bazowy scenariusz. Dane za I kw. potwierdziły spowolnienie w stosunku do mocnego końca 2015, ale wg nas kluczowe dla polityki pieniężnej będą odczyty za II kw. Nasze prognozy na publikowane w tym tygodniu dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej są powyżej oczekiwań i mogłyby przynajmniej częściowo zneutralizować gołąbi sygnał płynący z danych o PKB, co mogłoby zainicjować realizację zysków na krótkim końcu.

▪ Jednocześnie, środek i długi koniec powinny pozostać mocne dzięki decyzji Moody's. Dodatkowo, większość z ostatnich danych z USA była rozczarowująca, co było jednym z czynników wspierających trend spadkowy rentowności na rynkach bazowych, z czego w pewnym stopniu korzystały też polskie obligacje i IRS.

▪ W tym tygodniu poznamy sporo danych z USA, które mogą wpłynąć na wahania globalnego rynku stopy procentowej, wypowiadać się też będzie sporo członków FOMC. Danych z Europy będzie natomiast bardzo mało, więc na najbliższe dni uwaga rynku może się przenieść za ocean. Wg Bloomberg'a, rynek oczekuje kolejnej podwyżki stóp Fed nie wcześniej niż na przełomie roku, więc jeśli najbliższe dane nie zaskoczą na plus, wtedy perspektywy polityki pieniężnej w USA nie zmienią się, co nie będzie ciężać globalnym i krajowym obligacjom.

▪ Jednocześnie, jesteśmy mniej optymistycznie jeśli chodzi o perspektywę dla rynku stopy procentowej na dalszą część roku i dalej oczekujemy wzrostu rentowności i IRS w kolejnych miesiącach. Głównym wsparciem dla tego trendu będą podwyżki stóp Fed, stabilny wzrost gospodarczy w strefie euro i czynniki krajowe (kwestia ustawy o kredytach walutowych czy obawy o przyszłoroczny budżet).

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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)