

TYGODNIK EKONOMICZNY

6 – 12 czerwca 2016

Przez większą część minionego tygodnia złoty był dość stabilny, a obligacje się osłabiały. Inwestorzy z względnym spokojem obserwowali informacje o wolniejszym wzroście PKB, niższej od oczekiwań inflacji, wzroście PMI oraz przecieki nt. nowej propozycji w sprawie kredytów walutowych. Dopiero pod koniec piątkowej sesji złoty i obligacje wyraźnie się umocniły w reakcji na rozczarowujące dane z USA, które zmniejszyły obawy o podwyżkę stóp Fed, zwiększając globalny apetyt na ryzyko. Mimo to spread rentowności polskich obligacji do niemieckich Bundów pozostał wysoki, powyżej 300 pb.

Kalendarz publikacji na najbliższy tydzień (w kraju i za granicą) jest dość ubogi, więc rynek będzie trwał w oczekiwaniu na kluczowe wydarzenia zaplanowane na kolejne tygodnie – posiedzenie Fed, propozycja prezydenta nt. kredytów walutowych, nowe dane makro, referendum w Wielkiej Brytanii nt. członkostwa w UE. Ostatnie posiedzenie RPP pod przewodnictwem Marka Belki raczej nie zaskoczy. Główny przekaz Rady pozostanie pewnie bez zmian – nie widać negatywnych skutków deflacji, spowolnienie PKB w I kwartale było przejściowe, stopy procentowe są na optymalnym poziomie. Zaraz po spotkaniu RPP Sejm zatwierdzi kandydaturę Adama Glapińskiego na nowego prezesa NBP. Z kolei 7 czerwca kończy prace zespół ekspertów pracujących nad nową wersją ustawy frankowej. Pojawiły się już przecieki nt. możliwego kształtu nowych rozwiązań w tej sprawie, ale wygląda na to, że nadal rozważanych jest kilka wariantów i do czasu ostatecznych decyzji nie wiadomo czego się spodziewać. Naszym zdaniem końcowa propozycja Prezydenta może się pojawić dopiero ok. połowy czerwca.

Złoty i obligacje pozostaną prawdopodobnie pod presją w najbliższych dniach, dopóki nie zniknie niepewność odnośnie kluczowych czynników ryzyka: rozwiązania w sprawie kredytów walutowych, decyzji Fed, wyniku referendum w Wielkiej Brytanii.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (6 czerwca)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	IV	% m/m	-0,5	-	1,9
WTOREK (7 czerwca)							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	IV	% m/m	0,6	-	-1,3
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	IV	% r/r	4,0	-	0,6
9:00	EZ	PKB	I kw	% r/r	0,9	-	3,1
11:00	HU	PKB	IV	% r/r	1,5	-	1,5
14:00	PL	Rezerwy oficjalne	V	mld €	-	-	92,3
ŚRODA (8 czerwca)							
	PL	Decyzja RPP o stopach procentowych	VI	%	1,5	1,5	1,5
9:00	HU	CPI	V	% r/r	0,1	-	0,2
CZWARTEK (9 czerwca)							
	PL	Aukcja obligacji					
8:00	DE	Eksport	IV	% m/m	-0,9	-	1,9
9:00	CZ	CPI	V	% r/r	0,4	-	0,6
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	267
16:00	US	Zapasy hurtowników	IV	% m/m	0,1	-	0,1
PIĄTEK (10 czerwca)							
16:00	US	Wstępny Michigan	VI	pkt	94,5	-	94,7

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 SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Stopy bez zmian

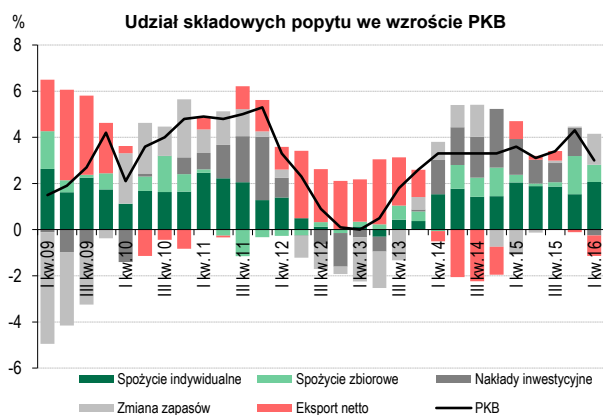


▪ Posiedzenie RPP będzie najważniejszym wydarzeniem w krajowej gospodarce w tym tygodniu. Nie zmieni ono jednak krajobrazu gospodarczego, jako że stopy pozostaną bez zmian na 1,50%, a retoryka banku też zapewne nie ulegnie zmianie. Jesteśmy jednak ciekawi, co powiedzą członkowie RPP na temat spadku inwestycji w I kw. czy o niższym od oczekiwań CPI.

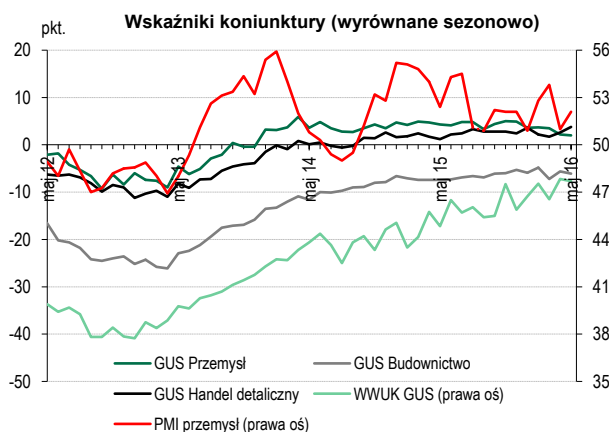
▪ Sejm prawdopodobnie poprze Adama Glapińskiego jako prezesa NBP na posiedzeniu 9-10 czerwca. Glapiński popiera konserwatywną politykę pieniężną. Inwestorów powinna przede wszystkim zaciekawić jego opinia o zaangażowaniu NBP w kwestię kredytów w CHF.

▪ NBP opublikuje dane o rezerwach. Ta statystyka ma zwykle drugorzędne znaczenie, ale tym razem może zyskać nieco więcej uwagi w związku z dyskusją na temat możliwego zaangażowania NBP w przewalutowanie kredytów w CHF.

Ostatni tydzień w gospodarce – Inwestycje spadły w I kw., CPI zaskoczył w dół, PMI ruszył w górę



▪ Wzrost PKB w I kw. 2016 wyniósł 3,0% r/r. Głównym źródłem spowolnienia z 4,3% r/r w IV kw. 2015 był spadek inwestycji (-1,8% r/r) oraz ujemny wkład eksportu netto (-0,9% pkt. proc). Wzrost konsumpcji prywatnej pozostał mniej więcej stabilny na 3,2% r/r. W kolejnych kwartałach wzrost PKB może lekko przyspieszyć, wspierany lepszymi wynikami eksportu (efekt solidnego wzrostu gospodarczego w Europie i słabego złotego) oraz – w II półroczu – znacznie wyższą dynamiką konsumpcji (efekt wypłat w ramach programu 500+). Największy znak zapytania dotyczy inwestycji. Ich spadek w I kwartale to najwyraźniej głównie zasługa sektora publicznego, gdzie możliwa jest naszym zdaniem poprawa jeśli nastąpi poprawa absorpcji środków z nowej perspektywy finansowej UE. W sumie, nadal przewidujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w tym roku wyniesie średnio nieco poniżej 3,5%.



▪ Stopa inflacji wyniosła w maju -1,0% r/r wg wstępnego szacunku. Nasze obserwacje wskazują, że ceny żywności i paliw rosły w maju, więc tak niski odczyt CPI oznacza zapewne dalszy spadek inflacji bazowej – prawdopodobnie do nowego rekordu ok. -0,5% r/r.

▪ Stopa bezrobocia BAEL w ujęciu odsezonowanym spadła w kwietniu do 6,3%, najniższego poziomu w historii. Spodziewamy się dalszych spadków bezrobocia w kolejnych miesiącach, choć naszym zdaniem powinny one hamować ze względu na wyczerpywanie się zasobów wolnej siły roboczej.

▪ PMI dla przemysłu wzrósł w maju do 52,1 pkt po zaskakującym spadku do 51,0 w kwietniu. Poprawie uległy subindeksy dla przemysłu, nowych zamówień, zamówień eksportowych i zatrudnienia, sugerując poprawę aktywności oraz potwierdzając naszą ocenę, że polski przemysł powinien skorzystać z solidnego wzrostu w strefie euro i ze słabego złotego.

Cytat tygodnia – Stabilizacja stóp optymalnym rozwiązaniem

Marek Chrzanowski, członek RPP, 30 maja, PAP

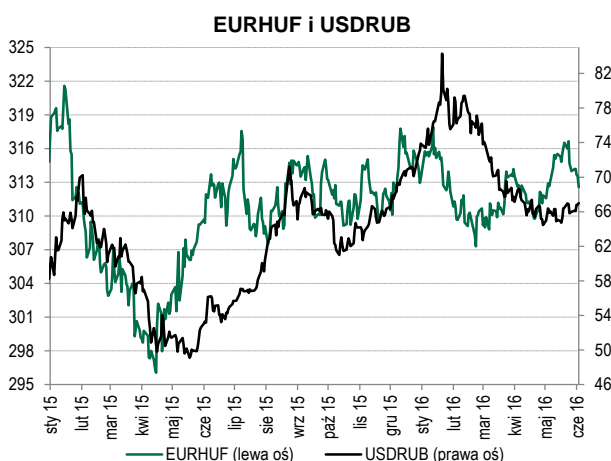
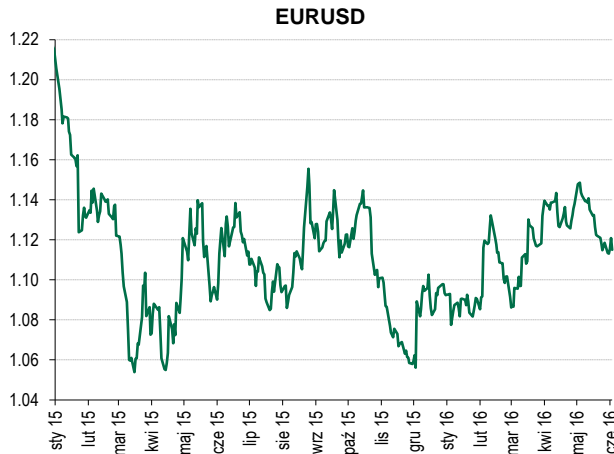
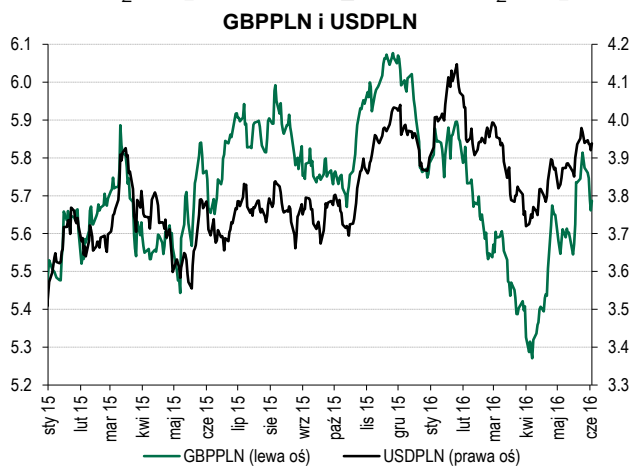
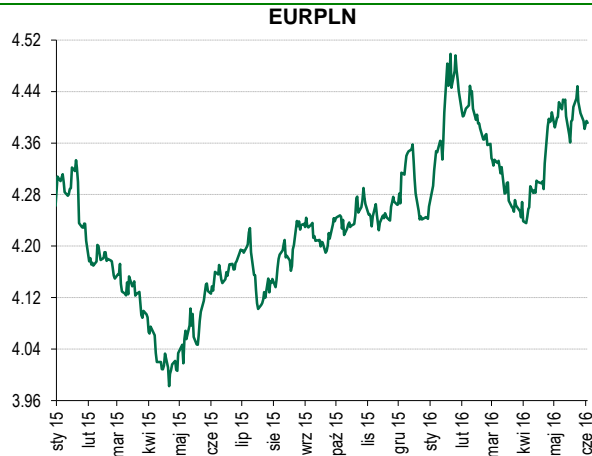
Dalsza stabilizacja stóp procentowych jest optymalnym rozwiązaniem. Scenariusz redukcji stóp jest mało prawdopodobny. (...) W tym roku tempo wzrostu PKB na poziomie 3,8 proc. jest do osiągnięcia. Wzrost w I kw. był poniżej oczekiwań. Pamiętać należy, że miał on miejsce bez wsparcia ze środków unijnych. (...) W drugiej połowie roku mają ruszyć projekty w ramach nowej perspektywy finansowej UE. Nie bez znaczenia pozostaje stymulacja popytu konsumpcyjnego w postaci programu Rodzina 500+.

Marek Belka, prezes NBP, 2 czerwca, Rzeczpospolita

Nie mam powodów sądzić, że może się zdarzyć coś złego [z niezależnością NBP]. Wypowiedzi Adama Glapińskiego, skłaniają mnie do spokoju. (...) Moim zdaniem zaangażowanie NBP jest tu [w kwestii kredytów frankowych] niepotrzebne, bo w ogólnie ma żadnego ekonomicznego ani społecznego powodu, żeby kwestię franków się zajmować.

Ostatnie komentarze członków RPP potwierdzają, że obniżki stóp są mało prawdopodobne. Ta ocena bazuje na założeniu, że wzrost poprawi się w kolejnych kwartałach, a przynajmniej że nie spowolni. Zakładamy, że kolejne kwartały będą lepsze pod względem wzrostu PKB, jako że poprawa koniunktury w strefie euro będzie wsparciem dla polskiej gospodarki. Jesteśmy nieco mniej optymistyczni niż Marek Chrzanowski (spodziewa się 3,8% r/r), szczególnie po słabych danych za I kw. Dalsze obniżki stóp byłyby też niekorzystne dla sektora bankowego, zwłaszcza w świetle możliwości przewalutowania kredytów w CHF. Obecny prezes NBP powtórzył, że nie widzi zaangażowania NBP w kwestię kredytów walutowych. Nam z kolei trudno wyobrazić sobie przewalutowanie na masową skalę bez udziału banku centralnego, gdyż w przeciwnym razie złoty bardzo by ucierpiał. W tej sprawie będziemy przyglądać się komentarzom Adama Glapińskiego, który zapewne w ciągu tygodnia zostanie potwierdzony na stanowisku szefa NBP.

Rynek walutowy – Nerwowość przed publikacją nowej propozycji w sprawie kredytów walutowych



Złoty mocniejszy po słabych danych z rynku pracy USA

■ To był relatywnie spokojny tydzień dla złotego, o czym świadczy fakt, że EURPLN pozostawał w przedziale 4,38 – 4,40. Reakcja inwestorów na dane makro (PKB, wstępne CPI, PMI) i inne wiadomości (w szczególności nt konwersji kredytów walutowych czy też decyzji EBC) była nieznaczna. USDPLN był bardziej zmienny, w wyniku zmian EURUSD w czasie tygodnia – kurs na początku spadł z 3,95 w kierunku 3,91, a następnie wrócił powyżej 3,94. Złoty zyskał również wobec funta (kurs GBPPLN spadł tymczasowo poniżej 5,65, najniżej od połowy maja). Złoty umocnił się dość znacząco w piątek po południu po zdecydowanie słabszych od oczekiwań danych z rynku pracy w USA. Kurs USDPLN spadł poniżej 3,90 po raz pierwszy od połowy maja.

■ W tym tygodniu nie ma istotnych publikacji danych makro i wydarzeń za granicą, ale rynek będzie zwracał uwagę na wystąpienie przedstawicieli Fed (w tym szefowej Fed w poniedziałek). Na rynku krajowym, posiedzenie RPP, a przede wszystkim propozycja nowej ustawy nt konwersji kredytów walutowych znajdzie się w centrum uwagi. Prezydencki projekt ustawy najprawdopodobniej zostanie ogłoszony w połowie czerwca, ale możliwe są przecieki dotyczące rozważanych wersji tego projektu. Biorąc pod uwagę zarówno krajowe jak i zagraniczne czynniki ryzyka skala umocnienia złotego może być ograniczona w najbliższym czasie. Sądzymy, że w oczekiwaniu na posiedzenie FOMC i wyniki referendum w Wielkiej Brytanii EURPLN pozostanie w przedziale 4,36-4,44, w którym waha się od połowy kwietnia.

EURUSD pod wpływem oczekiwań na podwyżki stóp Fed

■ Amerykańska waluta pozostała względnie mocna wobec głównych walut aż do piątku, gdyż napływające dane z USA wspierały oczekiwania na podwyżki stóp przez Fed w czerwcu/lipcu. To był również efekt mało optymistycznych prognoz ekonomicznych dla strefy euro przedstawionych przez EBC oraz komentarzy przedstawicieli Fed, sugerujących, że podwyżki stóp będą rozsądnym rozwiązaniem. Jednakże znacząco słabsze od oczekiwań dane z rynku pracy w USA opublikowane w piątek po południu pchnęły EURUSD powyżej 1.13.

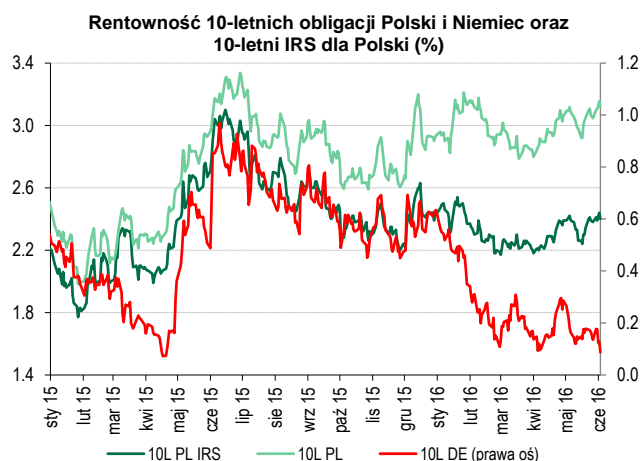
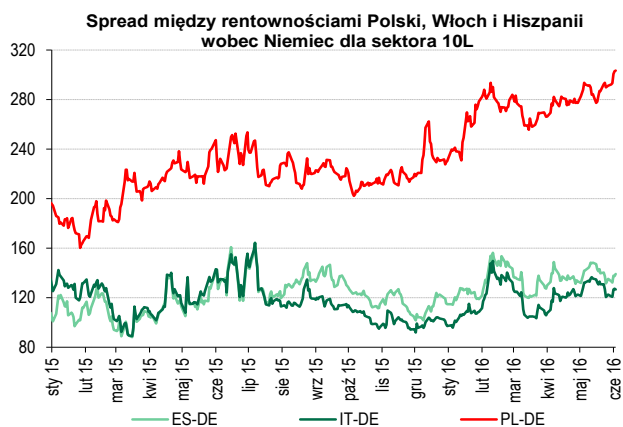
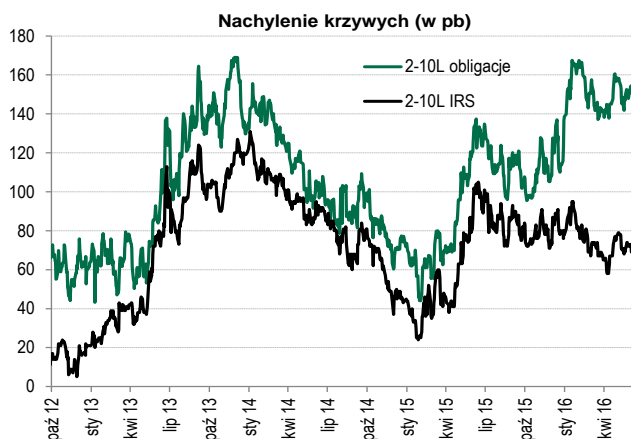
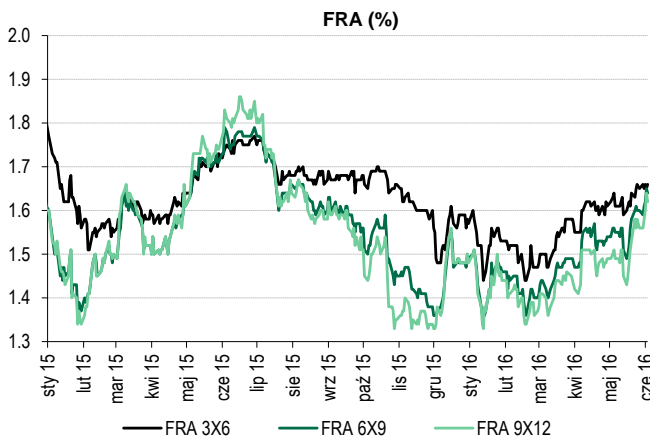
■ Uwzględniając brak istotnych publikacji makro, oczekiwania odnośnie podwyżek stóp przez Fed będą w centrum uwagi. Wg Bloombergu rynek wyceniał prawdopodobieństwo podwyżki stóp o 25 pb w czerwcu na poziomie 22%, ale po danych z rynku pracy to prawdopodobieństwo spadło do 6%. W związku z tym poniedziałkowa wypowiedź szefowej Fed Janet Yellen może być kluczowa dla przyszłotygodniowej decyzji FOMC. W efekcie spodziewamy się trendu bocznego na EURUSD (między 1,11-1,15) w oczekiwaniu na posiedzenie Fed.

Dane o inflacji w Europie Środkowej w centrum uwagi

■ Węgierski forint umocnił się na przełomie maja i czerwca. EURHUF testował 312 (najniższy poziom od wczesnego maja) gdyż ostatnie dane makro sugerują całkiem niezłe odbicie w aktywności gospodarczej na początku II kw. 2016 r. W minionych tygodniach USDRUB poruszały się w ślad za cenami ropy. Dlatego kurs wzrósł do 67,8 i potem spadł do 66,6. Z drugiej strony, EURCZK flirtował z poziomem 27,0.

■ W tym tygodniu poznamy nowe dane (np. CPI) z Czech i Węgier. Rynek oczekuje, że inflacja w Czechach obniży się w maju, ale naszym zdaniem reakcja rynku na to wydarzenie będzie neutralna a EURCZK pozostanie blisko 27,0. Z kolei na Węgrzech dane o PKB będą w centrum uwagi i pozwolą one ocenić przyczyny spowolnienia wzrostu w I kw. 2016 r. Z drugiej strony, CPI powinno być blisko kwietniowego odczytu na 0,2% r/r, co będzie raczej neutralne dla forinta.

Rynek stopy procentowej – Premia za ryzyko może pozostać wysoka



Rentowności w górę w wyniku wzrostu awersji do ryzyka

Na rynku pieniężnym stawki WIBOR 1M i 3M lekko wzrosły (odpowiednio o 2 i 1 pb), podczas gdy pozostałe stawki WIBOR pozostały stabilne. Jednocześnie stawki FRA podskoczyły o 1-11 pb – największe wzrosty zanotowały stawki na najdłuższe tenory. Rynek FRA boleśnie odczuł osłabienie rynku IRS. Mimo słabych danych o PKB za I kw. 2016 i mniejszego odbicia inflacji w maju, inwestorzy są sceptyczni w kwestii ewentualnego poluzowania polityki monetarnej w dalszej części roku. Obecnie wg rynku FRA istnieje tylko 20% szans, że stopy za 12 miesięcy będą niższe o 25 pb (2 tygodnie temu ta wartość wynosiła 60%).

W ciągu ostatnich dwóch tygodni krajowy rynek stopy procentowej osłabił się dość znacząco z powodu światowego wzrostu awersji do ryzyka wskutek rosnącego prawdopodobieństwa podniesienia stóp Fed i obaw co do wyniku referendum w Wlk. Brytanii. Co więcej, wzrost spreadu wobec niemieckich obligacji pokazuje jednak, że obok czynników globalnych za wzrostem rentowności stoją także czynniki lokalne. Rentowność 10-letnich obligacji tymczasowo wzrosła do 3,17%, osiągając najwyższy poziom od początku lutego. Jednak słabe dane z amerykańskiego rynku pracy pchnęły rentowności w dół, w tym 10-latkę w kierunku 3,10%.

Krzywe rentowności i IRS przesunęły się w górę i nieco wystromiły, gdyż długi koniec stracił mocniej niż pozostałe sektory. Co więcej, premia za ryzyko wzrosła, o czym świadczy dalsze rozszerzenie spreadu wobec Bundów do powyżej 300 pb - po raz pierwszy od stycznia 2014. Rentowności obligacji i stawki IRS osłabły mniej więcej o tyle samo, co spowodowało, że asset swap spread niemal się nie zmienił.

Potrzeby pożyczkowe brutto sfinansowane w prawie 70%

Ministerstwo Finansów planuje w czerwcu dwie aukcje. Na aukcji zwykłej 9 czerwca do nabycia będą obligacje 2-letnie OK1018 i 10-letnie DS0276, warte 3-6 mld PLN. Później odbędzie się aukcja zamiany, a na której do wcześniejszego odkupu zostaną przedstawione OK0716, IZ0816 i PS1016. Oferta na tej aukcji będzie zależeć od sytuacji na rynku. Wiceminister finansów Piotr Nowak oświadczył, że na koniec maja potrzeby pożyczkowe brutto zostały sfinansowane w 68%.

Z powodu wykupu PS0416 wartość portfela polskich obligacji skarbowych w posiadaniu nierezydentów spadła w kwietniu o 1,9 mld PLN do 188,3 mld PLN. Wg Min. Finansów inwestorzy zagraniczni zwiększyli w maju swój stan posiadania obligacji średnio- i długoterminowych. W tym samym czasie polskie banki powiększyły swój portfel o niemal 3 mld PLN, przekraczając rekordowy poziom 221 mld PLN.

Posiedzenie RPP i aukcja w centrum uwagi

Brak znaczących wydarzeń i publikacji istotnych danych ekonomicznych na światowej sprawie, że w tym tygodniu uwaga inwestorów w Polsce skupi się na posiedzeniu RPP i aukcji obligacji skarbowych. Sądzymy, że Rada utrzyma stopy na stabilnym poziomie, nie zmieniając retoryki, co nie będzie miało większego wpływu na rynek.

7 czerwca poznamy szczegóły oferty na czwartkową aukcję. Ministerstwo, podobnie jak przy poprzednich aukcjach, może zawęzić podaż. Uważamy, że popyt będzie wysoki, co pozwoli Ministerstwu na sprzedaż maksymalnej oferty. Wyniki aukcji mogą mieć krótkoterminowy wpływ na rynek.

W naszej opinii czynniki krajowe, zwłaszcza informacje o konwersji kredytów walutowych mogą dalej wpływać na polski rynek stopy procentowej. Spodziewamy się, że zwiększy to zmienność rynku w tym tygodniu. Wskutek tego spread vs Bund może pozostać wysoki i uwagi na utrzymujące się w Polsce wysokie ryzyko polityczne i fiskalne.

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