

TYGODNIK EKONOMICZNY

4 – 10 lipca 2016

Zawirowania na rynkach po wygranej zwolenników Brexitu w Wlk. Brytanii nie trwały długo. Rosnące nadzieje na dodatkowe działania stymulujące ze strony głównych banków centralnych wywołały gorączkę zakupów na rynkach długu, sprowadzając rentowności polskich obligacji do kwietniowych dołków a spread wobec 10L Bundów ponownie poniżej 300pb. Odreagowanie dotknęło też waluty na rynkach wschodzących, chociaż złoty i inne waluty CEE zyskały mniej niż np. te z Ameryki Łacińskiej, prawdopodobnie dlatego, że na tych pierwszych ciąży obawy o wpływ spowolnienia gospodarczego w Europie. W naszej ocenie ryzyko dla perspektyw wzrostu faktycznie wzrosło, a dynamika PKB w latach 2017-18 może być znacznie bliżej poziomu 3% niż 4% zakładanego przez rząd. Wzrost w 2016 też może być słabszy, jako że ostatnie dane sugerują, że po słabym I kwartale, II kw. był niewiele lepszy.

Rada Polityki Pieniężnej zapewne pozostawi stopy procentowe bez zmian w środę. To posiedzenie będzie jednak trochę ciekawsze niż kilka ostatnich, ponieważ RPP będzie się mogła odnieść do nowych projekcji NBP (które pewnie pokażą trochę niższe ścieżki CPI i PKB) i oczekiwanych skutków Brexitu. Rynek FRA już zaczął wyceniać rosnące szanse obniżek stóp, chociaż członkowie RPP w ostatnich wywiadach twierdzili, że Brexit nic nie zmienia i w zasadzie nie wpłynie na Polskę. Jeśli kolejne krajowe dane makro będą rozczarowywały, oczekiwania obniżek będą się umacniać.

Kluczowym wydarzeniem na rynkach światowych będzie publikacja danych z USA o zatrudnieniu. Po wygranej zwolenników Brexitu w Wlk. Brytanii rynek przestał wierzyć w podwyżki stóp przez Fed w tym roku i jeśli dane z USA ponownie rozczarują oczekiwania łagodniejszej polityki Fed jeszcze wzrosną. Z drugiej strony, pozytywna niespodzianka ze strony amerykańskich danych może być źródłem korekty optymizmu na rynkach wschodzących.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (4 lipca)							
	US	Dzień wolny					
WTOREK (5 lipca)							
9:55	DE	PMI – usługi	VI	pkt	53,2	-	55,2
10:00	EZ	PMI – usługi	VI	pkt	52,4	-	53,3
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	V	% m/m	-0,8	-	1,9
ŚRODA (6 lipca)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50	1,50
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	V	% m/m	0,5	-	-2,0
16:00	US	ISM – usługi	VI	pkt	53,4	-	52,9
20:00	US	Minutes FOMC					
CZWARTEK (7 lipca)							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	0,0	-	0,8
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:15	US	Raport ADP	V	tys.	150	-	173
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	268
PIĄTEK (8 lipca)							
8:00	DE	Eksport	V	% m/m	0,4	-	0,1
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	V	% r/r	8,2	-	4,2
9:00	HU	CPI	VI	% r/r	-0,1	-	-0,2
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	VI	tys.	180	-	38
14:30	US	Stopa bezrobocia	VI	%	4,8	-	4,7

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 Luzziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

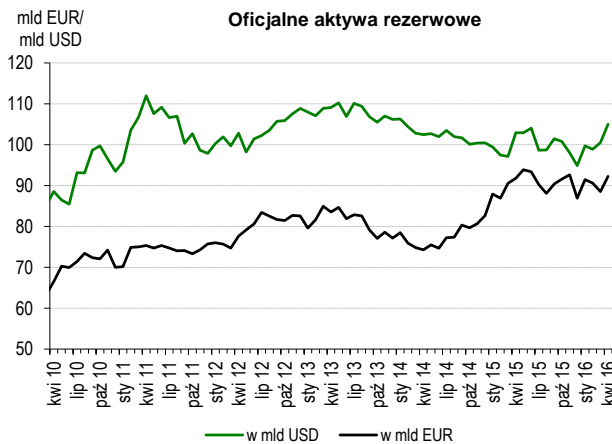
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

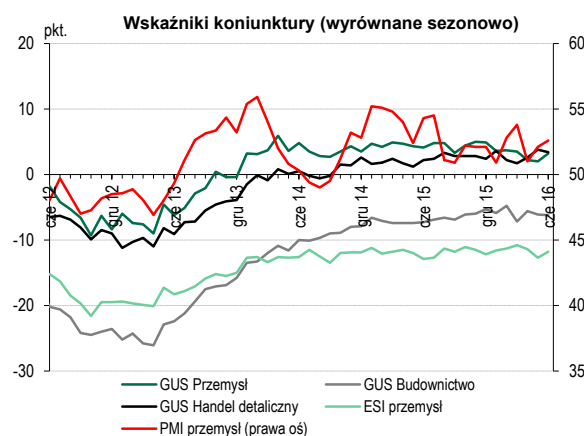
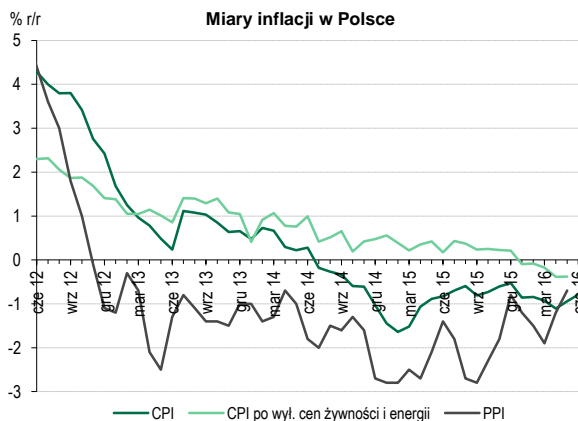
Wydarzenia nowego tygodnia – Decyzja RPP i nowe projekcje NBP



▪ Rada Polityki Pieniężnej prawdopodobnie utrzyma stopy procentowe bez zmian w środę. To posiedzenie może być nieco ciekawsze od poprzednich, gdyż RPP zapozna się z nową projekcją inflacji i PKB (i prawdopodobnie ścieżki obydwu tych zmiennych będą nieco niższe) i nie można wykluczyć, że pojawią się komentarze na temat możliwych skutków Brexitu. Rynek FRA już zaczął wyceniać rosnące szanse na obniżkę stóp, pomimo faktu że ostatnio członkowie RPP sugerowali brak znaczącego wpływu Brexitu na Polskę. Jednakże, jeśli kolejne dane makro będą rozczarowywać, to oczekiwania na obniżki mogą ulec wzmocnieniu.

▪ W czwartek NBP opublikuje dane na temat polskich rezerw w czerwcu. Ta statystyka jest obecnie nieco bardziej interesująca ze względu na możliwe przewalutowanie kredytów we frankach szwajcarskich. W ostatnich dwóch miesiącach rezerwy mocno wzrosły.

Ostatni tydzień w gospodarce – CPI nieco w górę, PMI rozczarował



▪ Według wstępnego szacunku GUS, czerwcową inflacją wyniosła $-0,8\%$ r/r, zgodnie z naszą prognozą i wobec $-0,9\%$ r/r w maju. Nie znamy jeszcze szczegółowej struktury zmian cen (poznamy ją 11 lipca), ale wg naszych szacunków odbicie wynikało głównie z efektu niskiej bazy w kategoriach innych niż żywność oraz paliwa. W efekcie, inflacja bazowa mogła wzrosnąć do $-0,2\%$ r/r z $-0,4\%$ r/r. Sądzymy, że deflacja w Polsce utrzyma się do IV kw. 2016.

▪ Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa spadł w czerwcu do 51,8 pkt z 52,1 pkt w maju. Najważniejsze subindeksy, jak te dotyczące nowych zamówień, nowych zamówień eksportowych, zatrudnienia i produkcji były raczej stabilne albo wzrosły, a za spadek głównej miary odpowiadał subindeks czasu dostaw. Ogólnie indeks sugeruje stabilizację wzrostu gospodarczego w Polsce. Spodziewamy się, że odczyt PKB w II kw. będzie tylko nieznacznie wyższy niż w I kw.

▪ NBP opublikował dane o kwartalnym bilansie płatniczym w I kw. 2016 r. Rewizja wobec danych miesięcznym nie była duża, bilans obrotów bieżących leciutko się poprawił (to 296 mln € ze 150 mln €) dzięki wyższemu szacunkowi eksportu. 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących wyniósł w I kw. 2016 $0,4\%$ PKB. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto wyniosła $-61,7\%$ PKB w I kw. 2016 r. wobec $-61,2\%$ w IV kw. 2015 r. Niewielkie pogorszenie tej statystyki wynika przede wszystkim z wyższej wartości bezpośredniej inwestycji zagranicznych. Z drugiej strony, dług zagraniczny brutto obniżył się do $70,3\%$ PKB w I kw. 2016 r. z $70,5\%$ w IV kw. 2015 r. Ta zmiana wynikała głównie z faktu, że inwestorzy zagraniczni zmniejszyli swoje zaangażowanie w polskie obligacje skarbowe.

Cytat tygodnia – Obniżki stóp możliwe jeśli wzrost spowolni

Eryk Łon, członek RPP, 27 czerwca, PAP

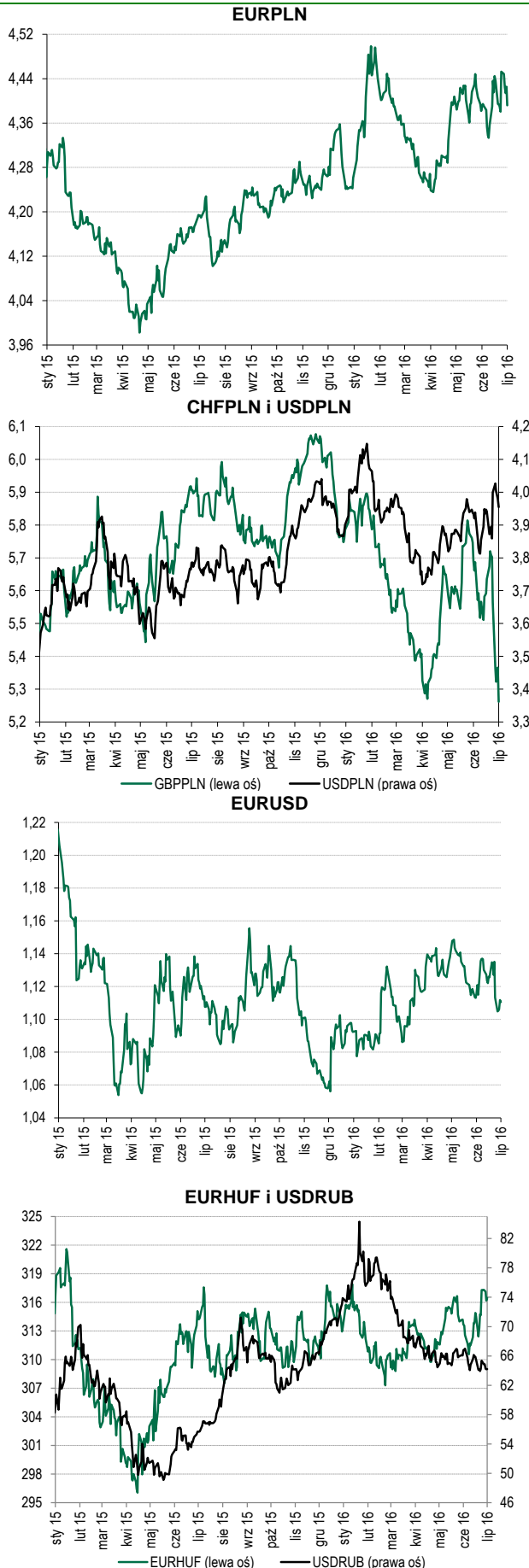
Obecny poziom stóp wydaje się być optymalny dla gospodarki. Obniżenie stóp byłoby możliwe, gdyby pojawiło się istotne ryzyko wyhamowania tempa wzrostu gospodarczego. Warto będzie przyglądać się wynikom nowej projekcji inflacji oraz PKB. Moja skłonność do myślenia o obniżkach stóp procentowych NBP nieco się zmniejszyła, a stabilizacja stóp w okresie najbliższych kilku miesięcy byłaby zjawiskiem korzystnym.

Łukasz Hardt, członek RPP, 28 czerwca, Rzeczpospolita

Jeśli zaś chodzi o stopy, to - po pierwsze - różnica w ich poziomie między Polską a krajami Zachodu to pewne ubezpieczenie na wypadek deprecjacji naszej waluty. I po drugie, wątpliwe, aby przy tak niskim koszcie kredytu, jak dzisiaj jego dalsze obniżanie mogło pobudzić wzrost inwestycji i w efekcie gospodarkę. Poza wszystkim na horyzoncie widać raczej czynniki, które będą pchały dynamikę cen w górę.

Dla RPP to perspektywa wzrostu PKB, a nie trendy w CPI, są obecnie kluczową kwestią (wg członków Rady deflacja nie jest powodem do obniżek stóp). Wynik brytyjskiego referendum oznacza wg nas ryzyko spowolnienia wzrostu w Europie, co może też negatywnie odbić się na krajowej gospodarce. Jeśli dynamika wzrostu PKB nie odbije wyraźnie z 3% odnotowanych w I kw. br., to wg nas wzrosną szanse na cięcie stóp na jesieni. Z drugiej strony, decyzję RPP komplikuje osłabienie złotego, kwestia kredytów walutowych i kwestia stabilności systemu bankowego. Nie wiemy, czy nowa projekcja NBP weźmie już pod uwagę możliwe konsekwencje wyniku referendum w Wielkiej Brytanii. Jednak nawet jeśli nie, to ścieżki CPI i PKB mogą być nieco niższe niż ostatnio (niższy punkt startowy). Uważamy, że oficjalne stanowisko RPP nie ulegnie na razie zmianie, dopóki Rada nie zobaczy dowodów na spowolnienie w danych statystycznych.

Rynek walutowy – Powrót do trendu bocznego



Tylko chwilowe osłabienie złotego

▪ Gwałtowne zawirowania na globalnym rynku wywołane na koniec poprzedniego tygodnia po brytyjskim referendum nie trwały długo i kolejne dni przyniosły najpierw stabilizację, a następnie wyraźne odreagowanie. Podobnie przebiegały notowania na polskim rynku walutowym, gdzie EURPLN niemal wrócił do poziomów sprzed referendum. Złoty zyskiwał dzięki powrotowi popytu na przecenione ryzykowne aktywa i głównie na fali rosnących oczekiwań, że banki centralne niebawem wkroczą do akcji by wesprzeć globalną gospodarkę minimalizując ryzyko negatywnego wpływu Brexitu na światowy wzrost. Na koniec tygodnia EURPLN był ponownie blisko 4,38, a kurs USDPLN na 3,94 (w połowie drogi między szczytem i dołkiem z zeszłego tygodnia). Niemal wszystkie waluty z rynków wschodzących zyskały, ale te z Ameryki Łacińskiej radziły sobie lepiej niż z regionu CEE.

▪ Wpływ brytyjskiego referendum był gwałtowny, ale okazał się tylko przejściowy. Termin wyjścia Wielkiej Brytanii z UE i ostateczne warunki na jakich się do dokona są wysoce niepewne, a większa stymulacja ze strony banków centralnych może mieć w krótkim terminie duży wpływ na rynek. Dlatego reakcja na Brexit mogła być jedynie chwilowa.

▪ W tym tygodniu poznamy miesięczny raport z rynku pracy USA i może to być kluczowe wydarzenie tygodnia. Ostatnie dane o zmianie zatrudnienia poza rolnictwem rozczarowały i teraz rynek oczekuje poprawy. Wg Bloomberg, szanse na podwyżki stóp Fed w tym roku spadły do zera, a tuż po ogłoszeniu wyników brytyjskiego referendum rynek dawał nawet 40% szans na obniżki (ale jedynie przez chwilę). Z tego powodu, wydaje się, że wpływ danych na rynek będzie większy w przypadku zaskoczenia na plus niż kolejnego rozczarowania.

▪ W reakcji na Brexit EURPLN jedynie na chwilę opuścił przedział wahań 4,31-4,46 i sądzimy, że pozostanie w trendzie bocznym w tych granicach w kolejnych tygodniach.

Euro zyskuje mimo większych szans na działania EBC

▪ Wspólna waluta odrobiła część strat do dolara po silnej deprecjacji w zeszły piątek w reakcji na wyniki referendum. EURUSD odbił do 1,11 z 1,09 mimo spekulacji, że EBC może rozszerzyć swój program skupu aktywów i dzięki mniejszemu popytowi na bezpieczne aktywa.

▪ Tak jak w przypadku innych rynków, EURUSD też szybko się ustabilizował i teraz uwaga inwestorów skupić się może na bardziej jednoznacznych czynnikach wpływających na politykę pieniężną globalnych banków centralnych. W tym tygodniu poznamy miesięczny raport z rynku pracy USA i biorąc pod uwagę fakt, że rynek nie wycenia podwyżek stóp Fed w tym roku, większy wpływ na notowania może mieć odczyt słabszy od oczekiwań. Jednocześnie, jeśli na rynku utrzyma się dobry nastrój, to kurs może rosnąć w wyniku słabszego popytu na bezpieczne aktywa.

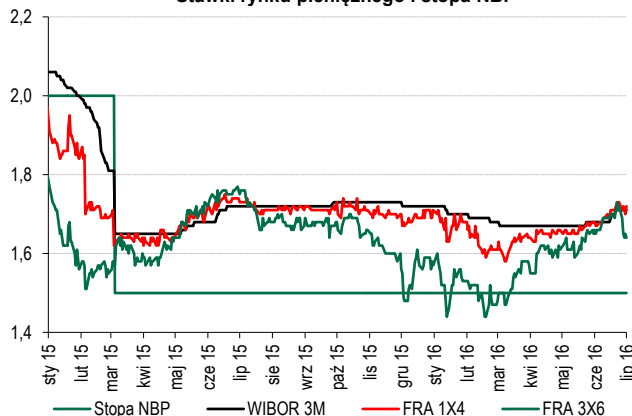
Forint radzi sobie słabiej niż złoty i rubel

▪ Reakcja forinta i rubla na Brexit też była przejściowa, ale węgierska waluta nie odrobiła całości strat poniesionych do euro w zeszły piątek.

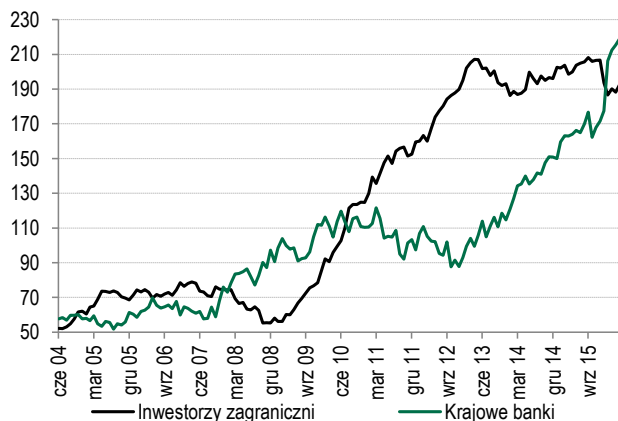
▪ Czeski bank centralny nie zmienił stóp procentowych, główna pozostała na 0,05%. CNB powtórzył, że mniej więcej w połowie 2017 zamierza zrezygnować z obrony poziomu 27,0, ale wynik brytyjskiego referendum zwiększa niepewność odnośnie perspektyw gospodarczych.

Rynek stopy procentowej – Wracają oczekiwania obniżek stóp

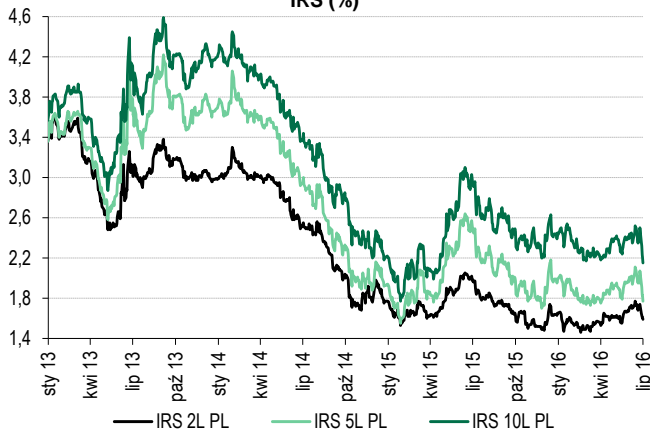
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



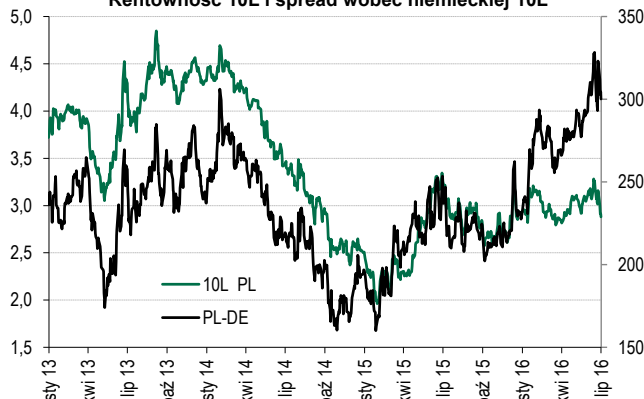
Posiadacze polskich, złotych, rynkowych obligacji (mld zł)



IRS (%)



Rentowność 10L i spread wobec niemieckiej 10L



Stawki już poniżej poziomów sprzed referendum

Globalne odreagowanie po silnej awersji do ryzyka po wyniku brytyjskiego referendum wsparła również polski rynek stopy procentowej. Od piątkowego zamknięcia krzywe IRS i długu przesunęły się 10-30 pb w dół i są 10-15 pb poniżej poziomów sprzed głosowania – 2-letni IRS spadł do 1,60%, 5-letni do 1,80% (najniżej od połowy maja), a 10-letni do ok. 2,15% (najniżej od połowy kwietnia). Głównym czynnikiem pchającym IRS i rentowności w dół było umocnienie na rynkach bazowych i peryferyjnych napędzane spekulacjami, że koniecznie może być dodatkowe poluzowanie polityki pieniężnej by ograniczyć negatywne efekty, jakie na globalną gospodarkę może mieć Brexit. Analogiczne zmiany zaszły w Polsce i FRA zaczęły już wyceniać szanse na obniżki stóp NBP – 70% na cięcie o 25 pb za 6 miesięcy i prawie 100% w ciągu 9-12 miesięcy. Przed czwartkowym głosowaniem WIBOR-y stopniowo rosły, ale od piątku ruch w górę zanotowały tylko stawki miesięczna oraz półroczna i tylko o 1 pb.

Ministerstwo Finansów opublikowało dane o strukturze posiadaczy polskich rynkowych złotych obligacji. W maju inwestorzy zagraniczni kupili obligacje za prawie 4,3 mld zł, co było największym miesięcznym wzrostem od stycznia 2015. W efekcie, stan posiadania obligacji przez nierezydentów wrócił już niemal do poziomu sprzed styczniowej obniżki ratingu przez S&P. Największe zakupy w tej grupie inwestorów poczyniły w maju fundusze inwestycyjne (1,6 mld zł, największy miesięczny przyrost od stycznia 2015) oraz banki centralne (ok. 1,2 mld zł, tradycyjnie głównie Azja bez Bliskiego Wschodu). Spośród graczy krajowych najbardziej aktywne były banki (+3,6 mld zł) i ich stan posiadania wzrósł do nowego rekordu, prawie 219 mld zł, a maj był siódmym miesiącem z rzędu zakupów obligacji. Wiceminister finansów, Piotr Nowak, powiedział, że po czerwcu resort ma pokryte ponad 70% potrzeb pożyczkowych.

Na zaplanowanej na ten tydzień aukcji resort zaoferuje obligacje OK1018/DS0726/WS0428 za łączną kwotę 3-6 mld zł. Wg najnowszych danych, na koniec maja nierezydenci mieli 60% (15,4 mld zł) obligacji DS0726, 9% (1,2 mld zł) OK1018 i 5% (52,6 mln zł) WS0428 wyemitowanych w tamtym czasie.

Globalne trendy pozostaną kluczowe

Globalne trendy miały największy wpływ na polski rynek w zeszłym tygodniu i wg nas w najbliższych dniach sytuacja nie ulegnie zmianie bowiem wynik posiedzenia RPP nie wywoła zapewne żadnych istotnych ruchów i nie zaplanowano na najbliższych tydzień publikacji żadnych kluczowych danych z Polski.

Uważamy, że krótkie końce krzywych IRS oraz obligacyjnej mogą pozostać stabilne lub lekko się obniżyć na fali spekulacji o obniżkach stóp NBP w kolejnych miesiącach. Jednocześnie, środek i długi koniec mogą być bardziej wrażliwe na globalne trendy, które przynajmniej w pewnym stopniu mogą zależeć od danych z amerykańskiego rynku pracy.

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