

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 11 – 17 lipca 2016

RPP nie zmieniła stóp procentowych w lipcu. Co ciekawsze, prognoza PKB została obniżona o 0,6 pp w 2016 r. i o 0,2 pp w 2017 r. Inflacja ma nadal stopniowo rosnać, ale środek prognozy na 2018 r. to zaledwie 1,5% (wobec celu 2,5%). Wygląda na to, że prognozy członków RPP co do wzrostu są bardziej optymistyczne niż te wskazywane przez model NBP. Naszym zdaniem, jeśli nadchodzące dane potwierdzą, że przyspieszenie wzrostu nie jest zbyt prawdopodobne, to oczekiwania rynkowe na obniżki stóp ulegną wzmocnieniu, co wspierać będzie krótki koniec krzywej rentowności. W listopadzie, jeśli nowa projekcja NBP potwierdzi słaby scenariusz wzrostu (zgodnie z naszą prognozą, po obniżeniu wzrostu PKB o 0,3-0,4 pp w 2016-2017), to RPP może zacząć rozważać łagodzenie polityki, biorąc pod uwagę bezinflacyjne środowisko. Historycznie, polski bank centralny nie prowadził polityki zbyt wyprzedzającej, ale uważamy, że obniżka o 50 pb jest możliwa na przełomie 2016 i 2017.

Ministerstwo Rozwoju przedstawiło swój plan reformy systemu emerytalnego w Polsce (w szczegółach napiszemy o tym w najbliższym MAKROskopie). Spowodowało to negatywną reakcję rynkową (złoty, akcje), ale była ona tylko tymczasowa, gdyż propozycja ministerstwa okazała się mniej negatywna niż niektórzy oczekiwali (ryzyko nacjonalizacji aktywów). Uważamy, że powinna ona być neutralna dla obligacji i waluty w krótkim okresie.

W tym tygodniu rynki będą pod wpływem danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA i jeśli dane te rozczarują, to widoczna może być presja w dół na rentowności. W przyszłym tygodniu niemal codziennie wypowiedać się będą członkowie FOMC, co też może wpłynąć na rynkową ocenę perspektyw polityki pieniężnej w USA. Polskie dane (BoP, CPI, M3) powinny być raczej neutralne. Złoty nadal porusza się w przedziale 4,31-4,46.

Pod koniec tygodnia Fitch ogłosi swoją decyzję w sprawie polskiego ratingu. Jakkolwiek jest ryzyko zmiany perspektywy na negatywną, to nasz scenariusz bazowy tego nie zakłada. W każdym razie, reakcja rynkowa powinna być chwilowa.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (11 lipca)</b>							
9:00	PL	Publikacja Raportu o Inflacji					
14:00	PL	Inflacja CPI	VI	% r/r	-0,8	-0,8	-0,9
<b>WTOREK (12 lipca)</b>							
14:00	PL	Inflacja bazowa	VI	% r/r	-0,2	-0,2	-0,4
16:00	US	Zapasy hurtowników	V	% m/m	0,2	-	0,6
<b>ŚRODA (13 lipca)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	-0,7	-	1,1
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
<b>CZWARTEK (14 lipca)</b>							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	VI	% r/r	11,5	11,4	11,5
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	V	mln €	386	352	594
14:00	PL	Eksport	V	mln €	14 250	14 128	15 143
14:00	PL	Import	V	mln €	13 852	14 053	14 623
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	254
<b>PIĄTEK (15 lipca)</b>							
11:00	EZ	Inflacja HICP	VI	% r/r	0,1	-	0,1
14:30	US	Sprzedaż detaliczna bez samochodów	VI	% m/m	0,4	-	0,4
14:30	US	Inflacja CPI	VI	% r/r	1,1	-	1,0
15:15	US	Produkcja przemysłowa	VI	% m/m	0,2	-	-0,4
16:00	US	Indeks Michigan	VII	pkt	93,5	-	93,5
	PL	Decyzja agencji Fitch				A-(s)	A-(s)

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

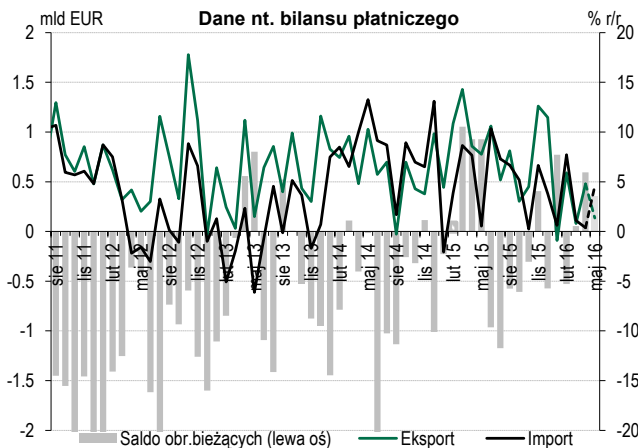
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

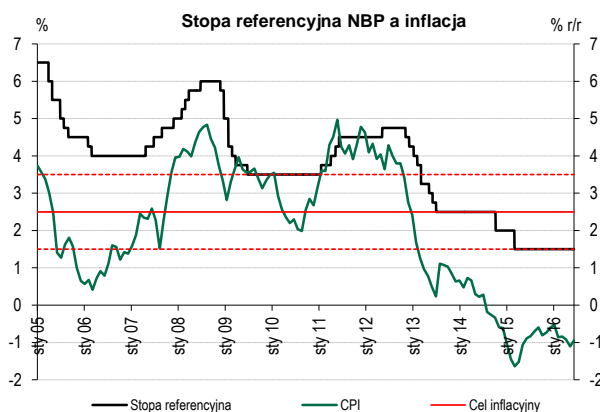
Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – CPI, bilans płatniczy, M3 i Fitch



- Oczekujemy, że ostateczne dane o CPI w czerwcu potwierdzą wstępny odczyt na -0,8% r/r, a inflacja bazowa pójdzie w górę do -0,2% r/r.
- Majowe dane o bilansie płatniczym będą naszym zdaniem pod negatywnym efektem dni roboczych. Dlatego spodziewamy się spowolnienia eksportu, podczas gdy import przyspieszy pod wpływem niskiej bazy z maja 2015 r. Handel zagraniczny to obecnie jedna z ważniejszych statystyk do obserwacji, wobec słabych wyników w I kw. i dużego wkładu we wzrost gospodarczy. Dalsze rozczarowania w tym sektorze będą negatywne dla perspektyw wzrostu.
- W danych o M3 na uwagę zasługuje wzrost kredytów.
- Spodziewamy się, że agencja Fitch nie zmieni ani ratingu, ani perspektywy Polski (A-/stabilna), chociaż widzimy ryzyko w dół dla perspektywy.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Pierwsze posiedzenie z nowym prezesem NBP



- Na pierwszym posiedzeniu z nowym prezesem NBP Adamem Głapińskim RPP pozostawiła stopy bez zmian. W nowej projekcji NBP obniżono tegoroczny CPI (o 0,3 pp) i wzrost PKB (o 0,6 pkt. proc.). NBP oczekuje stopniowego wzrostu inflacji, ale środek projekcji na 2018 r. jest zaledwie na poziomie 1,5%. To oznacza, że bank centralny spodziewa się inflacji poniżej celu (2,5%) jeszcze przez najbliższe 2 lata.

- Głapiński powiedział, że wszyscy członkowie RPP oczekują szybszego wzrostu niż sugerują wyniki modelu NBP. Wg Głapińskiego wynik referendum w Wielkiej Brytanii stwarza dodatkową niepewność, co może zaszkodzić inwestycjom zagranicznym w Polsce, ale skutki dla polskiej gospodarki „należy ocenić jako zerowe” i nie widać zagrożeń ekonomicznych z tego tytułu. Jednocześnie, komunikat zawiera fragment: „Czynnikami ryzyka dla krajowej aktywności gospodarczej jest niepewność dotycząca koniunktury za granicą, w tym skutków referendum dotyczącego wystąpienia Wielkiej Brytanii z UE”. RPP wciąż uważa, że ‘wait and see’ jest obecnie najlepszą strategią. Zdaniem Prezesa, RPP jest w tej sprawie jednogłośnie, co zostało potwierdzone podczas konferencji, gdy Jerzy Żyżyński, dotychczas najbardziej gołębi członek RPP, powiedział, że nie ma powodów do zmiany polityki dopóki nie ma sygnałów spowolnienia lub przyspieszenia wzrostu.

- RPP bagatelizuje zagrożenia wynikające z głosowania Brytyjczyków oraz powtórzyła w komunikacie, że spowolnienie wzrostu PKB w I kwartale 2016 r. było tymczasowe. Tymczasem my uważamy, że perspektywy gospodarcze na najbliższe kwartały zaczęły się pogorszać jeszcze przed referendum (ostatnie dane sugerują, że wzrost PKB w II kw. 2016 r. będzie podobny jak w I kw.) a Brexit tworzy dodatkowo negatywny impuls.

	Wzrost PKB			
	lip 15	lis 15	mar 16	lip 16
2016	2.3÷4.5	2.3÷4.3	3.0÷4.5	2.6÷3.8
2017	2.5÷4.7	2.4÷4.6	2.6÷4.8	2.4÷4.5
2018	-	-	2.1÷4.4	2.1÷4.3
	Inflacja CPI			
	lip 15	lis 15	mar 16	lip 16
2016	0.7÷2.5	0.4÷1.8	-0.9÷0.2	-0.9÷-0.3
2017	0.5÷2.6	0.4÷2.5	0.2÷2.3	0.3÷2.2
2018	-	-	0.4÷2.8	0.3÷2.6

## Cytat tygodnia – Obniżki stóp możliwe jeśli wzrost spowolni

## Adam Głapiński, prezes NBP, 6 lipca, konferencja NBP

RPP uważa, że polityka wait and see jest najlepsza. RPP nie może zmienić tego co wychodzi z modeli, ale 100% członków RPP zakłada że wzrost będzie wyższy. My też obniżyliśmy swoje oczekiwania – były na 4%, teraz ok 3,5-6%

## Łukasz Hardt, członek RPP, 6 lipca, konferencja NBP

Nawet gdyby tempo wzrostu spadło, to jestem bardzo sceptyczny odnośnie do możliwości pobudzenia gospodarki i inwestycjami stopami.

## Jerzy Żyżyński, członek RPP, 6 lipca, konferencja NBP

W sytuacji niepewności najlepiej zaczekać. Jeśli zacznie siadać wzrost to zaczniemy myśleć o obniżkach.

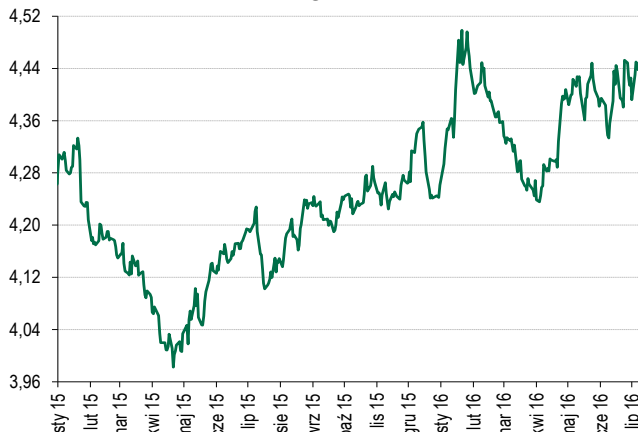
## Henryk Kowalczyk, szef KS RM, 7 lipca, PAP

Dopóki KNF nie przedstawi wiarygodnych wylczeń dot. skutków tzw. ustawy frankowej, bałbym się uchwalić "globalną" ustawę, bo nie możemy brać odpowiedzialności za sektor bankowy; bez obliczeń można przyjąć ustawę bardzo okrojona.

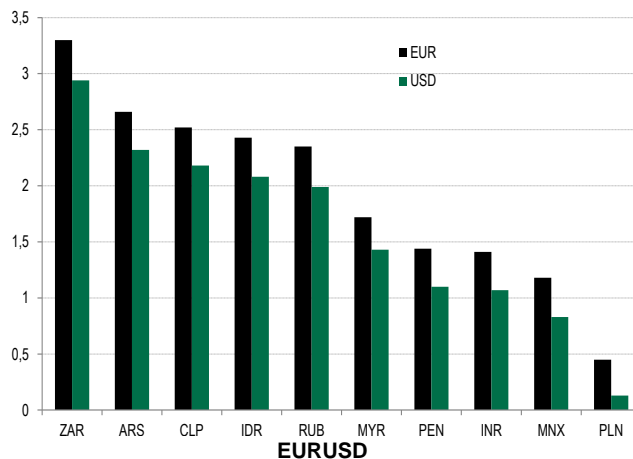
Zrewidowaliśmy nasze prognozy PKB dla Polski o 0,3-0,4 pkt. proc. na lata 2016-17. Jeśli kolejne dane makroekonomiczne potwierdzą, że istotne przyspieszenie wzrostu gospodarczego jest mało prawdopodobne, to oczekiwania rynku na obniżki stóp wzrosną. Następne posiedzenie RPP odbędzie się we wrześniu, a więc już po publikacji danych o PKB za II kw., ale wg nas zmiana stóp tuż po wakacjach jest mało prawdopodobna. W listopadzie dostępna będzie natomiast nowa projekcja NBP i jeśli potwierdzi ona perspektywę wolniejszego wzrostu (zgodnie z naszymi oczekiwaniami), to Rada może wówczas rozważyć poluzowanie polityki. Decyzja będzie zależała również od sytuacji na rynku walutowym, szczególnie w kontekście wielkiej niewiadomej związanej z ewentualną konwersją hipotecznych kredytów walutowych. W związku z tą kwestią, wypowiedź Henryka Kowalczyka należy odczytywać jako nieco uspokajającą.

## Rynek walutowy – W oczekiwaniu na raport z rynku pracy w USA

## EURPLN



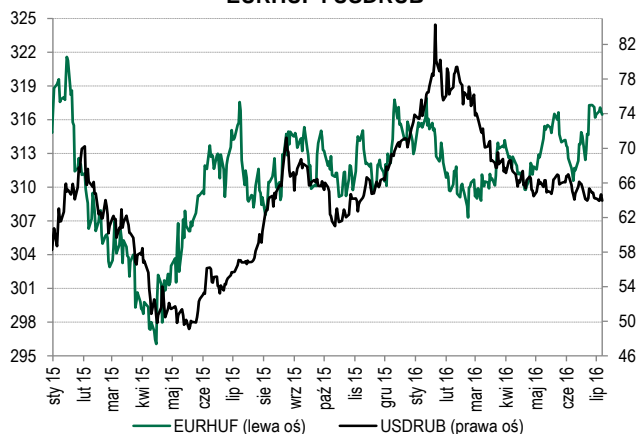
Notowania walut do EUR i USD (% , 24 czerwca – 8 lipca)



## EURUSD



## EURHUF i USDRUB



## Powrót do trendu bocznego

W mijającym tygodniu złoty stracił nieznacznie do euro oraz dolara, ale zyskał do funta. Zakres wahań EURPLN i USDPLN był mniejszy niż w poprzednim tygodniu, co sugeruje, że rynek się stabilizował w poszukiwaniu równowagi po brytyjskim referendum.

Nie odnotowano dużego wpływu na przedstawienie przez wicepremiera Morawieckiego planowanych zmian w systemie emerytalnym. Jeśli chodzi o ich możliwy wpływ na walutę, to w średnim terminie dojdzie zapewne do sprzedaży akcji zagranicznych, co mogłoby to korzystnie wpłynąć na złotego. Krótkoterminowo, ogłoszone zmiany powinny być polskiej waluty jednak neutralne. Jednocześnie, była lekka pozytywna reakcja złotego na wciąż raczej jastrzębią retorykę RPP.

W tym tygodniu poznamy jeszcze miesięczny raport z rynku pracy USA i może to być kluczowe wydarzenie dla rynku w perspektywie najbliższych dni. Ostatnie dane o zmianie zatrudnienia poza rolnictwem rozczarowały i teraz rynek oczekuje poprawy. Wg Bloomberg, szanse na podwyżki stóp Fed w tym roku spadły dość istotnie – poniżej 5% na podwyżkę o 25 pb do listopada i do 15% szans na grudzień, 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. Warto zauważyć, że od piątku – dzień po brytyjskim referendum – waluty państw z Ameryki Południowej i Azji radziły sobie lepiej niż waluty CEE. Sugeruje to, że złoty może nie zyskać zbyt dużo na dalszym luzowaniu polityki pieniężnej w strefie euro czy mniejszej liczebnie podwyżek stóp Fed.

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.

## Dane z USA wskażą kierunek

Kurs EURUSD nie uległ w tym tygodniu istotnym zmianom i do tej pory zakres wahań jest mniejszy niż w poprzednim tygodniu.

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 jeszcze 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.

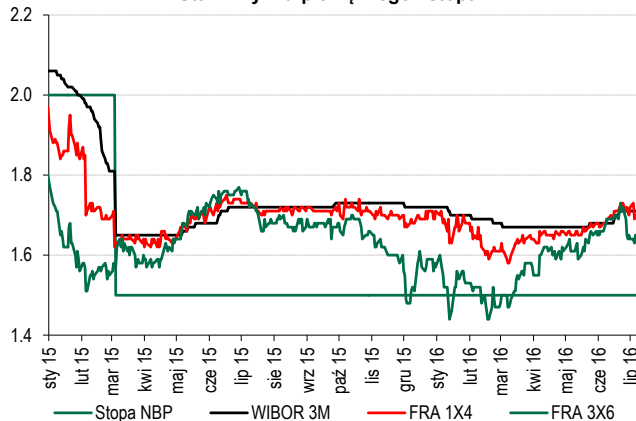
## Globalne trendy wciąż kluczowe dla walut CEE

EURHUF oraz USDRUB też pozostały względnie stabilne po silnych wahanach obserwowanych wcześniej w tym miesiącu.

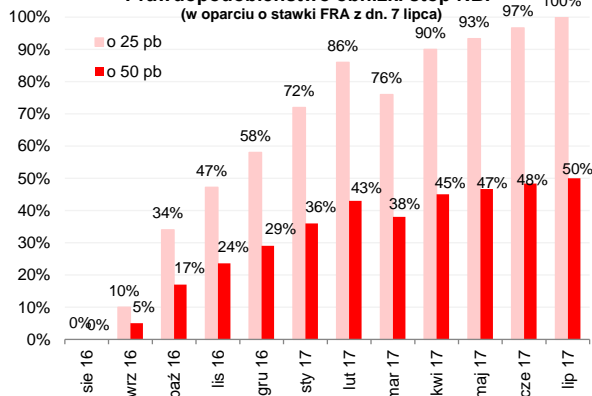
Na najbliższy tydzień nie zaplanowano publikacji żadnych ważnych danych z Węgier, Czech oraz Rosji, więc trendy na globalnych rynkach będą kluczowe dla walut CEE.

## Rynek stopy procentowej – Realizacja zysków, dalsze łagodzenie będzie dyskutowane

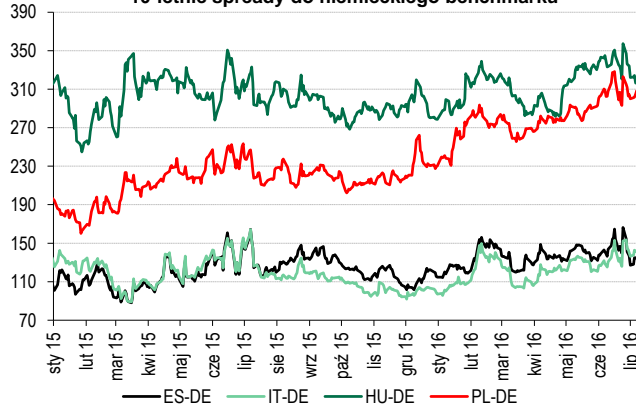
### Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



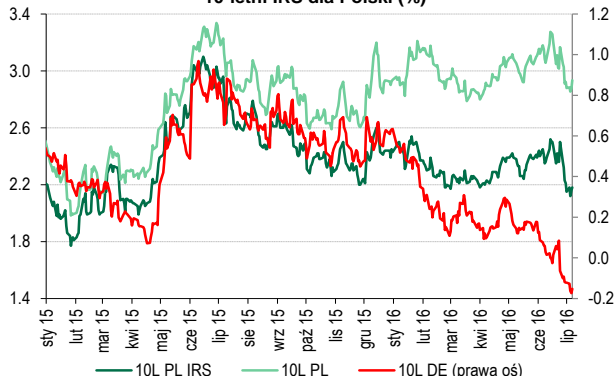
### Prawdopodobieństwo obniżki stóp NBP



### 10-letnie spready do niemieckiego benchmarku



### Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)



### Realizacja zysków po znaczącym umocnieniu

▪ Ostatni tydzień przyniósł realizację zysków na rynku stopy procentowej po dość znaczącym umocnieniu w nadziei na bardziej łagodną politykę pieniężną na świecie (opóźnione podwyżki stóp Fed, większa stymulacja ze strony EBC, BoE i innych). Rentowności obligacji i stawki IRS odbiły w górę o 5-10pb, najbardziej w przypadku 5L i 10L obligacji. Rentowność 10-letnich obligacji wzrosła powyżej 2,95%, co częściowo wynikało z dużej sprzedaży na aukcji (szczegóły poniżej). Pomimo tego rentowności pozostały poniżej poziomów sprzed referendum nt. Brexitu.

▪ Rynek polskich obligacji skarbowych podążał w ślad za trendem widocznym na rynkach globalnych, gdzie również nastąpiła realizacja zysków. Rentowność 10L niemieckiego Bunda wzrosła do -0.16% z lokalnego minimum -0.2%. W skali tygodnia zmiany na rynkach bazowych, peryferiach strefy euro i rynkach CEE były zróżnicowane. Co więcej, premia za ryzyko dla rynków CEE i peryferii strefy euro pozostała wysoka, w przypadku polskiego 10L benchmarku nieco powyżej 300pb.

▪ Pierwsza aukcja obligacji w lipcu była dość udana, a Ministerstwo Finansów sprzedało papiery OK1018, DS0726 i WS0428 warte 4,43 mld zł. Jak oczekiwaliśmy, popyt był całkiem wysoki i wyniósł 7,41 mld zł, przekraczając maksymalny poziom oferty (3-6 mld zł). Zgodnie z oczekiwaniami popyt skoncentrował się na 10-letnim benchmarku (3,93 mld zł, tj. 53% całkowitego popytu), co sugeruje, że inwestorzy zagraniczni byli aktywni na aukcji. W sumie, MF sprzedał 2L benchmark za 1,56 mld zł z rentownością 1,708%, 10L benchmark za 2,66 mld zł z rentownością 2,923% i 15L obligacje WS0428 za 214 mln zł z rentownością 3,027%. Szacujemy, że po aukcji rząd ma pokryte ok. 72% potrzeb pożyczkowych na ten rok.

▪ Na rynku pieniężnym stawki WIBOR pozostały stabilne, a FRA lekko wzrosły po posiedzeniu RPP, w którym Rada potwierdziła strategię 'wait and see'. W efekcie, rynkowe oczekiwania obniżek stóp w kolejnych miesiącach obniżyły się. Obecnie rynek wycenia ok. 60% szans na obniżkę stóp o 25pb w horyzoncie do końca tego roku. Spodziewamy się, że rynek zacznie wyceniać większą skalę złagodzenia polityki pieniężnej (50pb) w kolejnych miesiącach.

### Dane makro oraz decyzja Fitch w centrum uwagi

▪ W tym tygodniu będzie sporo publikacji krajowych danych makro (inflacja, bilans płatniczy, podaż pieniądza M3). Jednakże, naszym zdaniem, dane inflacyjne powinny być neutralne dla rynku, gdyż wskaźnik inflacji za czerwiec powinien potwierdzić wstępny odczyt na poziomie -0,8% r/r. Na koniec tygodnia agencja ratingowa Fitch opublikuje swoją decyzję odnośnie oceny wiarygodności kredytowej dla Polski. Spodziewamy się, że Fitch potwierdzi rating Polski oraz jego perspektywę, co powinno być neutralne lub lekko pozytywne dla polskich aktywów. Niektórzy inwestorzy uważają bowiem, że Fitch może zmienić perspektywę ratingu na negatywną ze stabilnej obecnie. Wpływ tej decyzji będzie, w naszej ocenie, krótkotrwały. Spodziewamy się, że krótki koniec krzywych powinien pozostać w trendzie bocznym w nadchodzących dniach.

▪ Tendencje na rynkach globalnych wciąż pozostaną kluczowe, a uwaga inwestorów będzie skierowana na publikacje danych makro w Europie i USA. Dane te będą rozpatrywane poprzez pryzmat przyszłych działań banków centralnych. W związku z tym czerwcowy raport z rynku pracy USA może okazać się kluczowy dla perspektyw rynku w najbliższych dniach. Reakcja rynku będzie silniejsza jeśli dane z rynku pracy USA okażą się silniejsze, gdyż mogą ponownie rozbudzić oczekiwania na wcześniejsze podwyżki stop przez Fed. To negatywnie wpłynie na rynek długu globalnie, w tym krajowe aktywa, głównie na środek i długi koniec krzywych.

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)