

TYGODNIK EKONOMICZNY

18 – 24 lipca 2016

Dane o handlu zagranicznym za maj mocno rozczarowały, pokazując wyraźne spowolnienie w polskim eksporcie i imporcie, co wydaje się wspierać nasz pogląd, że wzrost PKB w II kwartale nie był istotnie lepszy niż w I. Kolejną informacją, która nie wróży dobrze perspektywom wzrostu jest hamowanie akcji kredytowej, głównie dla przedsiębiorstw, które sugeruje, że trudno liczyć na ożywienie inwestycji w niedługiej perspektywie. Inflacja w czerwcu wyniosła -0,8% r/r, zgodnie z oczekiwaniami i spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach będzie się powoli podnosić.

Krajowe dane, które pojawią się w najbliższym tygodniu, powinny być ogólnie całkiem niezłe, po części za sprawą pozytywnego efektu dni roboczych. Nasza prognoza produkcji przemysłowej jest lekko powyżej konsensusu, sprzedaży detalicznej nieco poniżej, ale informacje o czerwcowej sprzedaży i produkcji samochodów były bardzo optymistyczne, co sugeruje ryzyko w górę dla obu prognoz. Solidne dane mogą być lekkim wsparciem dla złotego i mogą ponownie przygasić oczekiwania obniżek stóp procentowych, zwłaszcza przy jastrzębiej retoryce RPP. Jednak naszym zdaniem oczekiwania obniżek jeszcze odżyją, ponieważ w dalszej części roku wzrost gospodarczy będzie rozczarowywał. Umocnienie złotego (o ile nastąpi) również nie będzie raczej zbyt trwałe, ponieważ nadal aktualne są lokalne czynniki ryzyka negatywne dla kursu (głównie niepewność dot. ustawy frankowej).

Nowe indeksy koniunktury za lipiec będą o tyle ciekawe, że będą to pierwsze konkretne wskazówki nt. zmiany nastrojów w biznesie w krajach europejskich po ogłoszeniu wyników referendum w Wlk. Brytanii. Innym ważnym wydarzeniem za granicą będzie posiedzenie EBC. Wprawdzie nie jest oczekiwana zmiana polityki pieniężnej, ale ton komentarzy Mario Dragiego na konferencji prasowej może być wyznacznikiem nastrojów na rynkach europejskich pod koniec tygodnia.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (18 lipca)							
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VI	% r/r	2,9	2,9	2,8
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VI	% r/r	4,9	4,8	4,1
WTOREK (19 lipca)							
11:00	DE	ZEW	VI	pkt.	8,0	-	19,2
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	VI	% r/r	5,8	6,4	3,5
14:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	VI	% r/r	-9,8	-10,9	13,7
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	VI	% r/r	5,9	5,5	4,3
14:00	PL	PPI	VI	% r/r	-1,0	-1,1	-0,7
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VI	tys.	1170	-	1164
14:30	US	Pozwolenia na budowę	VI	tys.	1150	-	1138
ŚRODA (20 lipca)							
16:00	EZ	Nastroje konsumentów	VII	pkt.	-8,3	-	-7,3
CZWARTEK (21 lipca)							
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,0	-	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	254
14:30	US	Indeks Philadelphia Fed	VII	pkt.	5,0	-	4,7
16:00	US	Sprzedaż domów	VI	mln	5,47	-	5,53
PIĄTEK (22 lipca)							
9:30	DE	Wstępny PMI w przemyśle	VII	pkt.	53,9	-	54,5
10:00	EZ	Wstępny PMI w przemyśle	VII	pkt.	52,0	-	52,8

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

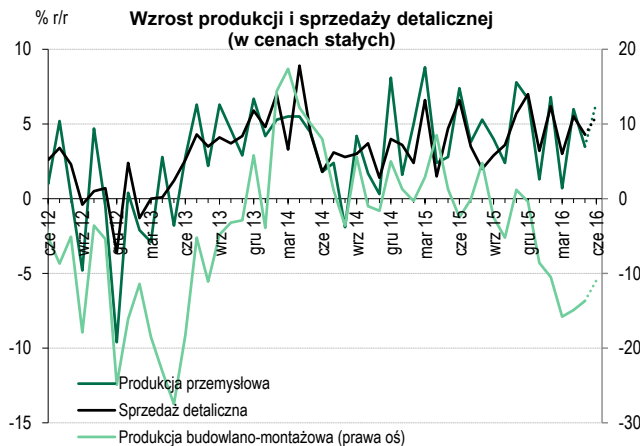
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Garść dobrych danych makro



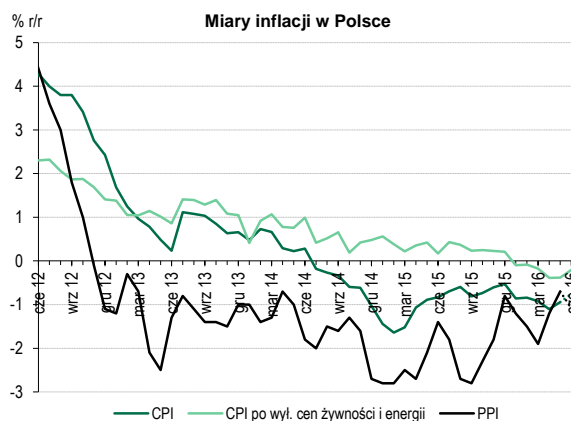
▪ Spodziewamy się, że czerwcowe dane z rynku pracy pokażą przyspieszenie wzrostu zatrudnienia i płac (dzięki pozytywnemu efektowi dni roboczych). Nominalny wzrost funduszu płac może być najlepszy od 2011 r.

▪ Prognozujemy, że produkcja przemysłowa w czerwcu rosła szybciej niż w maju. Sektorowi sprzyjał pozytywny efekt dni roboczych. Dane Samar, które pokazały wysoki wzrost produkcji w sektorze auto-moto w czerwcu (23,9% r/r), sugerują ryzyko w górę dla naszej prognozy. Nie widzimy żadnych objawów ożywienia w budownictwie i spodziewamy się, że wzrost produkcji w tej branży pozostanie ujemny.

▪ Wyniki sprzedaży detalicznej również powinny być dobre, m.in. za sprawą wypłat z programu 500+ oraz braku długich weekendów, które ujemnie wpłynęły na sprzedaż w maju.

▪ Ogólnie, dane makro w tym tygodniu powinny być mocne.

Ostatni tydzień w gospodarce – CPI lekko w górę, bilans płatniczy rozczarował

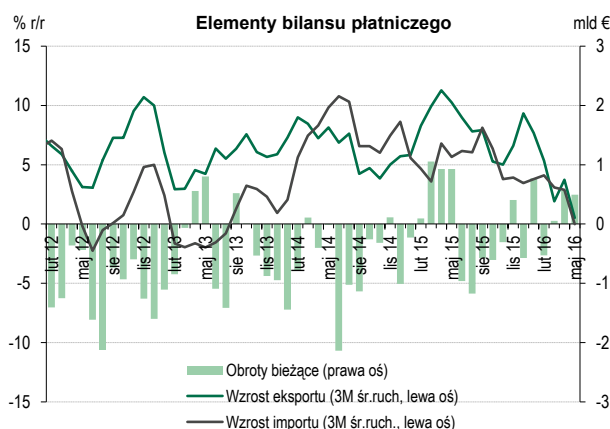


▪ Inflacja wyniosła w czerwcu -0,8% r/r i 0,2% m/m, zgodnie ze wstępnym odczytem. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła -0,2% r/r.

▪ Zmiany cen w poszczególnych kategoriach były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Na uwagę zasługują ceny żywności, które wzrosły o 0,2% m/m, nieco mocniej niż w poprzednich latach. Wynikało to przede wszystkim ze wzrostu cen cukru (0,7% m/m) oraz mięsa (0,6% m/m). Wyraźnie wzrosły także ceny owoców (2,3% m/m), ale to akurat było zgodne ze wzorcem sezonowym. Nieco mocniej od naszych oczekiwań wzrosły ceny paliw (2,8% m/m). Spodziewamy się, że w nadchodzących miesiącach wskaźnik CPI utrzyma się poniżej zera, a dodatnią wartość osiągnie pod koniec tego roku.

▪ Majowy bilans płatniczy rozczarował. Choć saldo obrotów bieżących wykazało większą od oczekiwań nadwyżkę (495 mln €), to eksport mocno rozczarował osiągając tylko 13,4 mld € (spadek o 4,2% r/r) wobec konsensusu na poziomie 14,3 mld €. Import z wynikiem 13,2 mld € również był słabszy od prognozowanych 13,9 mld € (-1,6% r/r). Majowego spowolnienia w handlu zagranicznym można było się spodziewać z powodu mniejszej liczby dni roboczych i słabszej produkcji przemysłowej za ten miesiąc, ale skala pogorszenia mocno zaskoczyła. Wg nas, taki wynik to rezultat spowolnienia w światowym handlu, co może ciężać na tempie wzrostu polskiego PKB. Te dane wydają się potwierdzać nasze obawy, że krajowa gospodarka nie przyspieszy ani w II kw. ani w kolejnych kwartałach. Ostatnio obniżyliśmy nasze prognozy wzrostu PKB o 0,3-0,4 pkt. proc. do 3,1% w 2016 i 2,9% w 2017.

▪ Podaż pieniądza M3 wzrosła w czerwcu o 11,4% r/r, zgodnie z oczekiwaniami. Jednocześnie, tempo wzrostu kredytów dalej spowalniało (do 4,7% r/r, najniżej od 30 miesięcy).



Cytat tygodnia – Projekcja NBP była zbyt pesymistyczna

Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, 12 lipca, PAP

Projekcja IE w kwestii wzrostu PKB jest nadmiernie pesymistyczna. Do końca roku sytuacja w polityce pieniężnej nie ulegnie zmianie.

Eugeniusz Gatnar, członek RPP, 13 lipca, PAP

Niepewność związana z Brexitem przemawia za wydłużeniem horyzontu stabilizacji stop. W założeniach polityki pieniężnej na 2017 r. nie należy spodziewać się rewolucji.

Grażyna Ancyparowicz, członek RPP, 14 lipca, PAP

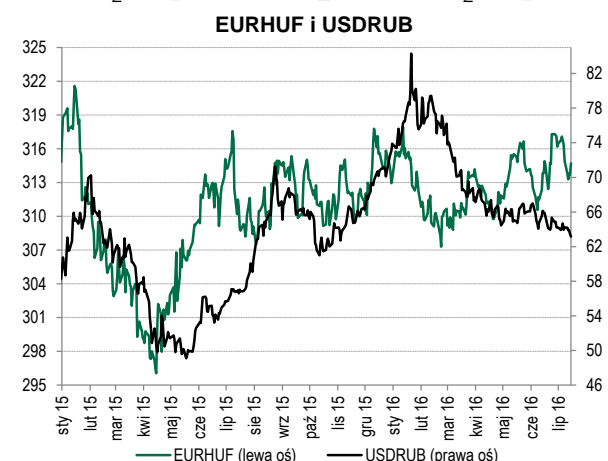
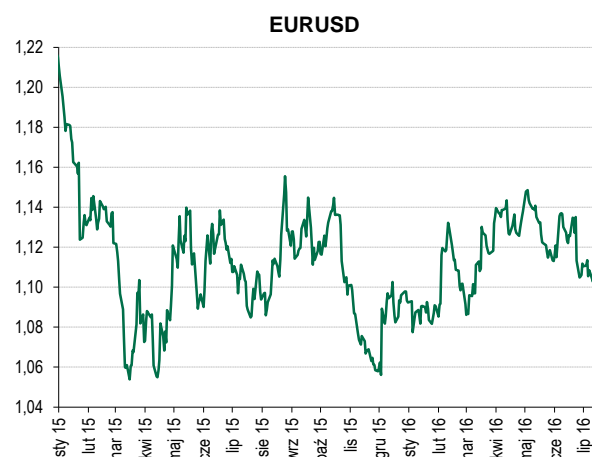
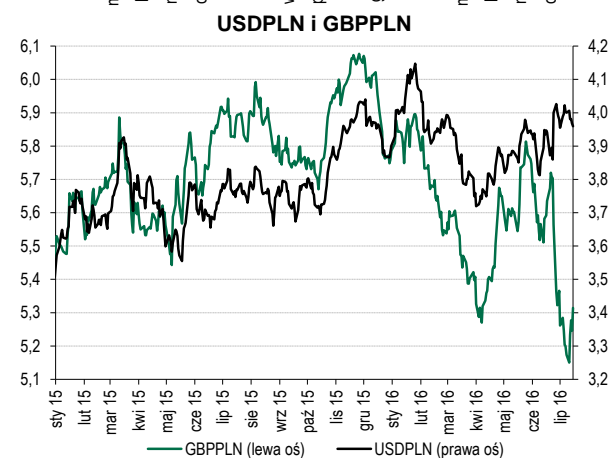
Na razie wydaje się, że ze względu na brak wiedzy o faktycznych skutkach przeprowadzanych reform optymalna strategia RPP polega na obserwowaniu rzeczywistości. Deflacji nie da się zwalczyć redukując stopy procentowe.

Kamil Zubelewicz, członek RPP, 14 lipca, PAP, Bloomberg

RPP powinna przedyskutować kwestię obniżenia celu inflacyjnego NBP. Ciężce głównej stopy NBP w momencie, gdy przewidywana inflacja ma przyspieszyć byłoby nieodpowiedzialne. Nie ma powodu, aby wracać do dyskusji na temat obniżek stóp, chyba, że gospodarka miałaby się załamać nagle i bez ostrzeżenia.

Ostatnie komentarze członków RPP zawierały kilka interesujących poglądów: 1) bankierzy centralni potwierdzili słowa Adama Glapińskiego, że RPP jest bardziej optymistyczna co do wzrostu PKB niż projekcja NBP, 2) uważają oni także, że obniżki stóp nie wpłyną ani na wzrost, ani na inflację, więc polityka pieniężna jest nieefektywna, 3) Kamil Zubelewicz chciałby obniżyć cel inflacyjny, ale wygląda na to, że ten pomysł nie uzyskał szerokiej akceptacji w Radzie. Ogólnie, wszystkie te poglądy mają związek z kwestią wiarygodności RPP. Obniżka celu inflacyjnego w okresie gdy inflacja uparcie porusza się poniżej niego mogłaby uderzyć w wizerunek Rady. Ponadto, mogłoby to utrudnić prowadzenie polityki pieniężnej i zwiększyć prawdopodobieństwo zderzenia się z dolnym ograniczeniem stóp procentowych (Zero Lower Bound). Zresztą stwierdzenia, że RPP nie może nic zrobić również nie są korzystne dla jej reputacji. Podobnie jak bardzo (zbyt?) optymistyczne oczekiwania co do wzrostu gospodarczego nie poparte przekonującą argumentacją.

Rynek walutowy – Czekając na impuls

**Wciąż bez istotnych zmian**

Miniony tydzień na polskim rynku walutowym był bardzo spokojny. Wahania EURPLN były najniższe od czerwca i kurs pozostał blisko 4,40.

Uważamy, że globalne wydarzenia będą miały istotny wpływ na polski rynek walutowy w tym tygodniu, głównie te związane z polityką pieniężną EBC i Fed oraz perspektywami gospodarczymi. W ubiegłym tygodniu Bank Anglii nie zdecydował się na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej, co nieco rozczarowało rynek. W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie EBC i uważamy, że ono także zakończy się bez podjęcia nowych działań. Po braku decyzji o zwiększeniu skali pieniężnej stymulacji przez Bank Anglii, taka decyzja EBC nie byłaby niespodzianką, dlatego najważniejszym dla rynku wydarzeniem będzie konferencja prasowa Mario Dragiego. Uwaga rynku skupi się też na danych z Europy i USA, które mogą umocnić złotego jeśli zaskoczą pozytywnie.

Ostatnio obniżyliśmy prognozy wzrostu PKB na 2016 i 2017r., jednak miesięczne dane, które zostaną opublikowane w tym tygodniu powinny być całkiem niezłe i powinny pozostać bez negatywnego wpływu na złotówkę. Nasze szacunki dot. wzrostu w przemyśle są powyżej konsensusu, natomiast prognozy w zakresie sprzedaży detalicznej niższe od oczekiwań rynku. Niemniej, po danych o danych o sprzedaży i produkcji samochodów w obu przypadkach dostrzegamy zwiększone ryzyko w górę. Generalnie, dane z Polski mogą być dość korzystne dla złotego jeśli zaskoczą na plus.

Dziś, po zakończeniu sesji, Fitch ogłosi swoją decyzję dotyczącą ratingu Polski. Oczekujemy, że agencja utrzyma rating na poziomie A- z perspektywą stabilną, jednak widzimy pewne ryzyko obniżenia perspektywy. Niemniej jednak, nawet jeśli perspektywa zostanie obniżona, pozostanie bez wpływu na złotego. Podobne decyzje zapadły już po stronie S&P oraz Moody's, dlatego uważamy, że podobna reakcja Fitcha nie zmieni postrzegania Polski za granicą.

Zakres wahań EURPLN stopniowo się zawęża. Najbliższe ważne poziomy do obserwacji do 4,36 i 4,46.

Czekając na impuls

Miniony tydzień był już trzecim z kolei kiedy zakres wahań EURUSD spadał – spread między tygodniowym maksimum i minimum był najmniejszy od końca maja. Wydaje się, że ten przykład dobrze oddaje potrzebę rynku do ustabilizowania się po gwałtownych zmianach wywołanych przez zagłosowanie za Brexitem.

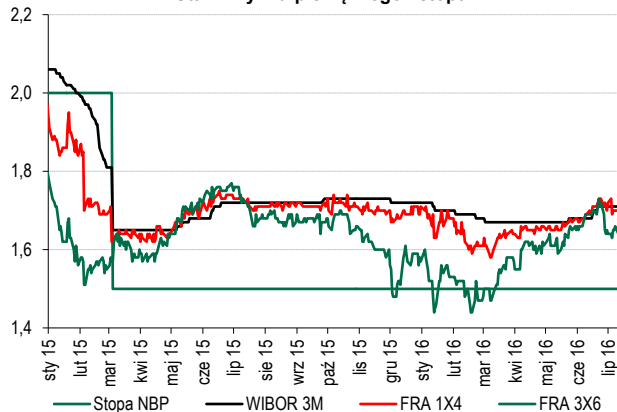
Na koniec tygodnia poznamy wstępne PMI dla przemysłu Niemiec i strefy euro, które mogą pokazać czy wynik brytyjskiego referendum ma już przełożenie na nastroje w firmach. Wcześniej uwaga rynku skupi się na danych z USA. Szanse na podwyżkę stóp Fed o 25 pb w tym roku wzrosły po zaskakująco mocnych czerwcowych danych z rynku pracy USA (to ok. 35% wg Bloomberga), ale to nie pomogło za bardzo dolarowi, bowiem popyt na bezpieczne aktywa spadł i EURUSD odbił od tamtego czasu do 1,115 z 1,10. Wygląda na to, że potrzeba jeszcze więcej pozytywnych danych z oceanu by umocnić amerykańską walutę i zaplanowane na ten tydzień publikacje mogą mieć przynajmniej krótkotrwały wpływ na EURUSD.

Rubel korzysta z osłabienia dolara

Rosyjski rubel był w zeszłym tygodniu najmocniejszą walutą regionu CEE. USDRUB spadł poniżej lokalnego minimum testując 63,0 i znalazł się najniżej od listopada. Największy wpływ na ten ruch musiało mieć osłabienie dolara na świecie, bowiem ceny ropy nie wzrosły w zeszłym tygodniu.

Rynek stopy procentowej – EBC powinien ograniczyć potencjał wzrostu stawek

Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



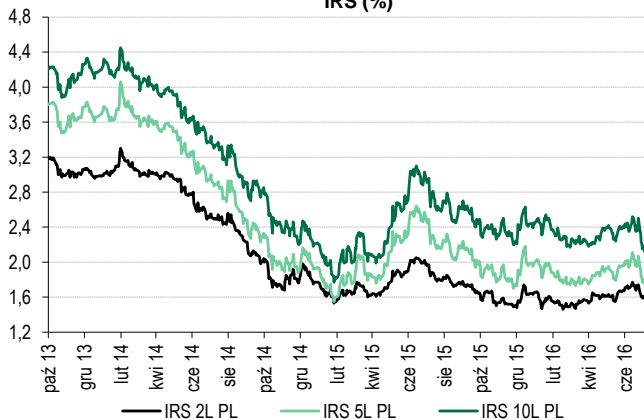
Stawki w górę po decyzji Banku Anglii...

- Największy wpływ na polski (i światowy) rynek stopy procentowej miała w zeszłym tygodniu decyzja Banku Anglii. Po wygranej zwolenników Brexitu w referendum rynek zaczął spekulować, że największe banki centralne zwiększą skalę pieniężnej stymulacji aby powstrzymać negatywne skutki brytyjskiego referendum, co pchnęło IRS/rentowności wyraźnie w dół. Po tym jak Bank Anglii utrzymał parametry polityki pieniężnej bez zmian, stawki na świecie wyraźnie wzrosły, również w Polsce. W efekcie, 10-letni IRS zbliżył się do 2,20% (+9 pb w tydzień), a 5-letni osiągnął 1,80% (+6 pb).
- Jastrzębie wypowiedzi członków RPP nie miały tym razem wpływu na stawki WIBOR, ale FRA wzrosły o kilka punktów bazowych (choć raczej głównie w wyniku odbicia IRS niż wypowiedzi członków Rady).

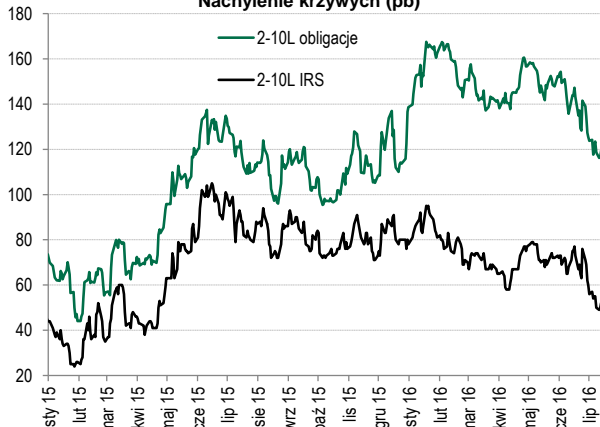
... ale EBC może ograniczyć potencjał do wzrostów

- Patrząc na miesięczne korelacje dla 10-letnich obligacji widać, że ceny długu w Europie podążają ostatnio w jednym kierunku – korelacja między benchmarkiem polskim i niemieckim to 70%, podobnie jak z amerykańskim, natomiast dla korelacji z obligacją hiszpańską czy węgierską współczynnik rośnie do ponad 90%.
- Na ten tydzień zaplanowano sporo ważnych wydarzeń i publikacji, które mogą mieć wpływ na notowania rynków bazowego i peryferyjnego.
- W poprzednim tygodniu miesięczny raport z rynku pracy USA zaskoczył wyraźnie na plus, ale nie wywołał istotnego i trwałego wzrostu stawek na świecie i wydaje się, że to obawy o wpływ Brexitu na światową gospodarkę były istotniejsze. Jeśli tak faktycznie było, to najbliższe dane z USA musiałyby być jeszcze bardziej optymistyczne, by zwiększyć szanse na podwyżkę stóp Fed w tym roku i pchnąć IRS/rentowności w górę.
- Wg nas może to być trudne do osiągnięcia w tym tygodniu, bowiem posiedzenie zaplanowane ma EBC. Nie oczekujemy ogłoszenia dodatkowych działań już teraz, ale szef banku nie będzie raczej brzmiał jastrzębio biorąc pod uwagę niestabilny nastrój na globalnym rynku. Potencjał do wzrostu IRS i rentowności w Polsce w najbliższych dniach wydaje się nam więc być ograniczony.
- Dane o polskiej produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej za czerwiec będą wg nas dość mocne, co może być lekko negatywne dla krótkiego końca krzywych schładzając oczekiwania rynku na obniżki stóp NBP. Długi koniec pozostanie bardziej pod wpływem trendów globalnych.
- Decyzja Fitch o polskim ratingu nie powinna mieć wg nas trwałego wpływu na polskie obligacje.

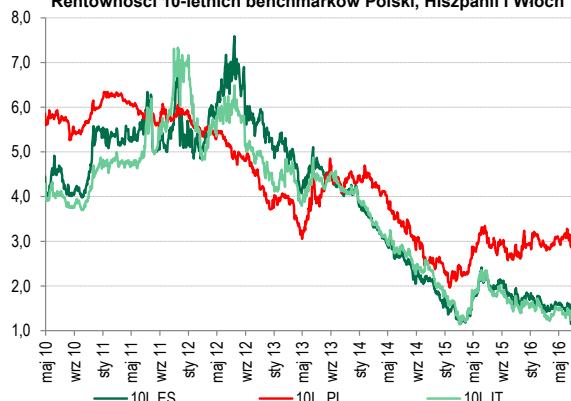
IRS (%)



Nachylenie krzywych (pb)



Rentowności 10-letnich benchmarków Polski, Hiszpanii i Włoch



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