

TYGODNIK EKONOMICZNY

25 – 31 lipca 2016

Czerwcowe dane z polskiej gospodarki nie były złe, ale naszym zdaniem potwierdziły, że wzrost PKB w II kwartale nie był wyraźnie szybszy niż w I kw. Rynek pracy coraz bardziej się rozgrzewa, co – wraz z pieniędzmi z 500+ – zapewne ożywi popyt konsumpcyjny. Jednak mocna konsumpcja może nie wystarczyć do przyspieszenia wzrostu PKB w kolejnych kwartałach, jeśli inwestycje i eksport będą rozczarowywać.

Wydarzeniem nowego tygodnia może być publikacja nowej propozycji prezydenta w sprawie kredytów walutowych – rzecznik prezydenta powiedział w piątek, że projekt zostanie wysłany do Sejmu „wkrótce”, a wg gazety Parkiet powinno to nastąpić jeszcze w lipcu. Nie wiemy jaki będzie kształt propozycji prezydenta. Niektóre wypowiedzi sugerowały, że nowe propozycje mogą być łagodniejsze dla banków niż poprzednie (M. Magierowski powiedział, że projekt będzie taki „żeby z jednej strony ulżyć osobom, które czują się poszkodowane przez banki, a z drugiej strony żeby jednak zachować stabilność systemu bankowego”). Jednak nie mamy pewności, czy nowa propozycja była w tym względzie konsultowana z NBP / KNF i w związku z tym czy można tą deklarację uznać za wiążącą. Kalendarz publikacji krajowych danych jest w tym tygodniu ubogi – w poniedziałek bezrobocie, w piątek wstępna inflacja. Spodziewamy się lekkiego pogłębienia deflacji w lipcu do -0.9% r/r, głównie za sprawą tańszych paliw i mocnego efektu bazy w cenach leków i usług telekom. To wakacyjne ‘pogłębienie dołka’ deflacji nie zmieni jednak trajektorii na dalsze miesiące – ceny powinny stopniowo odbijać w górę i dynamika CPI jeszcze przed końcem roku powinna wyjść na plus.

Za granicą na pierwszym planie będzie posiedzenie FOMC i dane z USA. Nowe dane i retoryka Fed będą kluczowe dla oczekiwań nt. podwyżek stóp w USA (które zaczęły ostatnio znowu rosnąć), a przez to też dla rynków długu i FX.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (25 lipca)							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VI	%	8,8	8,8	9,1
10:00	DE	Indeks Ifo	VII	pkt	107,5	-	108,7
WTOREK (26 lipca)							
14:00	HU	Decyzja banku centralnego o stopach	VII	%	0,90	-	0,90
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	VII	pkt	95,5	-	98,0
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VI	tys.	560	-	551
ŚRODA (27 lipca)							
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	VI	% m/m	-1,0	-	-2,3
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VI	% m/m	1,8	-	-3,7
20:00	US	Decyzja FOMC		%	0,25-0,50	-	0,25-0,50
CZWARTEK (28 lipca)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	253
PIĄTEK (29 lipca)							
11:00	EZ	Wstępny HICP	VII	% r/r	0,2	-	-
11:00	EZ	Wstępny PKB	II kw.	% r/r	1,5	-	1,7
14:00	PL	Wstępny CPI	VII	% r/r	-	-0,9	-0,8
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	VII	% r/r	0,2	0,2	0,2
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	II kw.	% kw./kw.	2,6	-	1,1
16:00	US	Indeks Michigan	VII	pkt	90,5	-	89,5

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 Luźniński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

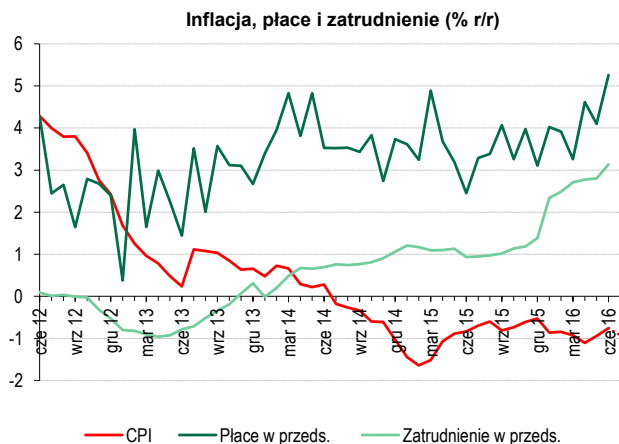
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

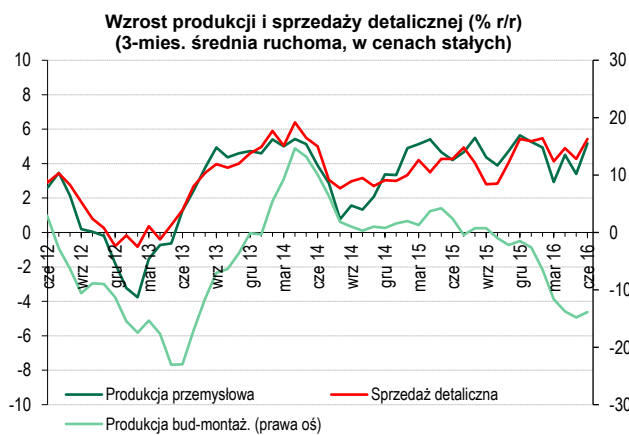
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Wstępny CPI, stopa bezrobocia i Biuletyn Statystyczny

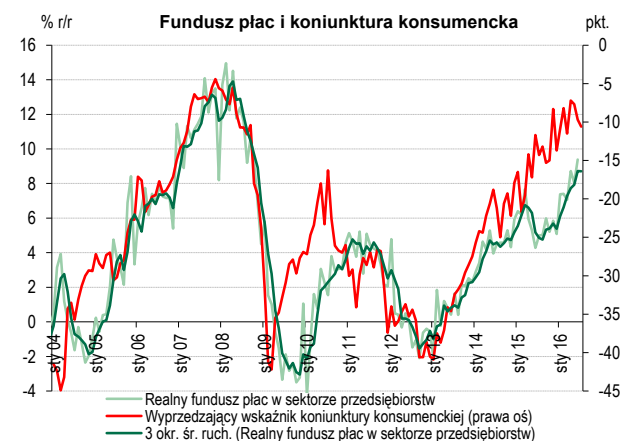


- Spodziewamy się spadku stopy bezrobocia do 8,8% w czerwcu (zgodnie z szacunkiem Ministerstwa Pracy), z asymetrycznym ryzykiem w dół. Stopa odsezonowana spadła do 9,0%, najniższej od początku lat 90. Spodziewamy się dalszych spadków bezrobocia w kolejnych miesiącach.
- Prognozujemy nieznaczny spadek CPI w lipcu, głównie pod wpływem obniżenia cen pali i efektu bazy w kategorii zdrowie. CPI będzie też nisko w sierpniu, ale w kolejnych miesiącach powinien już rosnąć i wyjść na plus pod koniec roku.
- GUS opublikuje swój Biuletyn Statystyczny. Najciekawsze będą dane o zatrudnieniu ze względu na silny wzrost w tej kategorii w czerwcu. Jeśli wzrost będzie widoczny przede wszystkim w handlu i działalności wspierającej, co naszym zdaniem będzie to argument za tezą, że mocny wzrost mógł wynikać z zamiany umów różnych typów na etaty.

Ostatni tydzień w gospodarce – Produkcja i sprzedaż sugerują stabilizację wzrostu PKB w II kw.



- Produkcja przemysłowa wzrosła w czerwcu o 6% r/r, zgodnie z konsensusem, produkcja w budownictwie ponownie rozczarowała spadając o 13% r/r, a realna sprzedaż detaliczna wzrosła o 6,5% r/r, powyżej oczekiwań. Wzrost produkcji był podwyższony efektem kalendarzowym, a po eliminacji tego efektu dynamika utrzymała się na majowym poziomie 3,6% r/r. Mocny i nieprzerwany spadek w budownictwie nie jest dobrą wróżką dla perspektyw inwestycji. Trzeba przyznać, że odbicie w sprzedaży detalicznej było mocniejsze niż się spodziewaliśmy, być może częściowo dzięki wydatkom finansowanym środkami z 500+, ale naszym zdaniem silna konsumpcja prywatna nie wystarczy aby pchnąć w górę tempo wzrostu PKB jeśli eksport i inwestycje będą rozczarowujące (co wydaje się prawdopodobne biorąc pod uwagę ostatnie dane i możliwe konsekwencje referendum w sprawie Brexitu). W sumie, czerwcowe dane nie wydają się zbyt optymistyczne i wspierają naszą prognozę, że tempo wzrostu PKB w II kw. nie było wyraźnie lepsze niż w I kwartale (blisko 3% r/r).



- Dane z rynku pracy zaskoczyły w górę w czerwcu: wzrost zatrudnienia w sektorze firm przyspieszył do 3,1% r/r a średni wzrost płac osiągnął 5,3% r/r. Łączny fundusz płac w sektorze firm urosł o 9,4% r/r w ujęciu realnym, najszybciej od 2008 r. Dane potwierdziły, że polski rynek pracy jest rozgrzany do czerwoności, a popyt na pracę ma przełożenie na rosnącą presję płacową (choć częściowo dane były lepsze pod wpływem pozytywnego efektu dni roboczych). Mocny wzrost dochodów z pracy powinien wspierać konsumpcję prywatną w nadchodzących kwartałach (dodatkowym impulsem będzie program 500+). Z drugiej strony, uważamy, że takie tempo wzrostu zatrudnienia będzie trudne do utrzymania ze względu na kurczące się zasoby wykwalifikowanej siły roboczej.

Cytat tygodnia – Projekt ustawy o kredytach frankowych wkrótce trafi do Sejmu

Marek Magierowski, rzecznik prezydenta, 22 lipca, Reuters

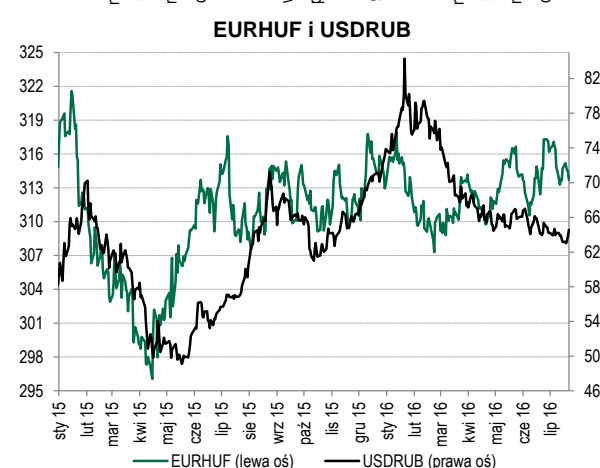
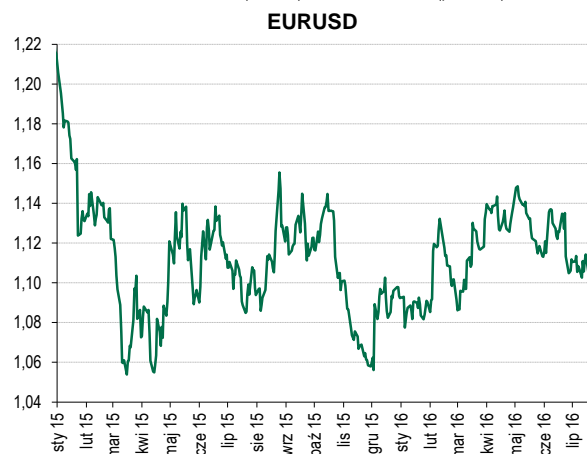
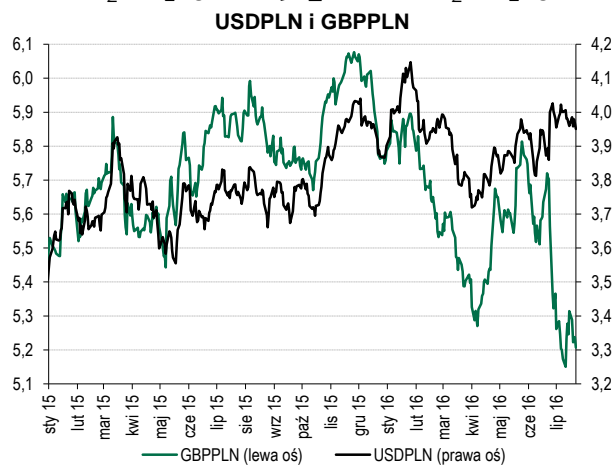
Wiele wskazuje, że już wkrótce ten projekt [ustawy o kredytach frankowych] trafi do Sejmu i będzie procedowany (...) ten projekt jest dopracowywany w taki sposób, żeby z jednej strony zrealizować przyrzeczenie złożone tak zwanym frankowiczom, żeby im ulżyć, tym osobom, które czują się poszkodowane przez banki, a z drugiej strony żeby jednak zachować stabilność systemu bankowego.

Komunikat rządu, 19 lipca, www.premier.gov.pl

Rada Ministrów pozytywnie opiniuje prezydencki projekt nowelizacji ustawy o emeryturach i rentach z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. Jednocześnie Rada Ministrów wnosi o rozważenie przez Sejm możliwości uzupełnienia prezydenckiego projektu ustawy o modyfikację rozwiązań dotyczących łączenia dalszej aktywności zarobkowej z pobieraniem emerytury i jej wysokości. Rząd wnosi także, aby ustawa weszła w życie najwcześniej z dniem 1 października 2017 r..

Wydaje się, że w lipcu zostały podjęte dwa kroki w polskiej polityce gospodarczej, które są w złym kierunku. Po pierwsze, rząd poparł prezydencki projekt obniżenia wieku emerytalnego do 60 lat dla kobiet i 65 lat dla mężczyzn. Takie rozwiązanie będzie miało negatywne skutki dla gospodarki na wielu różnych płaszczyznach, wśród których trzy najważniejsze to: (1) znaczne koszty fiskalne, (2) obniżenie liczby aktywnych zawodowo oraz (3) obniżenie wysokości przyszłych świadczeń emerytalnych. Więcej o obniżeniu wieku emerytalnego napisaliśmy w [komentarzu na gorąco](#). Po drugie Prezydent w najbliższym czasie może pokazać swój nowy projekt nt konwersji kredytów hipotecznych w CHF (gazeta Parkiet sugeruje, że projekt ten trafi do Sejmu jeszcze w lipcu). Rzecznik Prezydenta deklaruje, że nowy projekt nie zdestabilizuje sektora bankowego, ale nie jesteśmy pewni czego można się spodziewać, w szczególności, że nie jest pewne czy projekt ten był konsultowany z NBP czy też KNF.

Rynek walutowy – Uwaga przenosi się na Fed

**Złoty zyskuje dzięki Fitch i EBC**

W zeszłym tygodniu złoty zyskał do głównych walut dzięki decyzji Fitch o utrzymaniu polskiego ratingu i jego perspektywy bez zmian oraz gołębiej retoryce EBC. EURPLN spadł do 4,35 i w ujęciu tygodniowym była to największa aprecjacja złotego do euro od połowy grudnia. USDPLN spadł tymczasem do 3,94 z ok. 4,0, GBPPLN do 5,20 z 5,30, a CHFPLN do 4,0 z 4,05.

Szef Kancelarii Prezydenta powiedział, że projekt ustawy o walutowych kredytach hipotecznych może wkrótce trafić do Parlamentu (media spekulują, że może to nastąpić jeszcze w lipcu) i te wydarzenie może mieć istotny wpływ na złotego w kolejnych miesiącach.

Jeśli chodzi o czynniki globalne, to dane z USA oraz decyzja FOMC będą w centrum uwagi i mogą wesprzeć waluty z rynków wschodzących jeśli ich przekaz będzie gołębi. Warto jednak pamiętać naszą uwagę sprzed dwóch tygodni, kiedy to wskazywaliśmy, że po Brexicie złoty w porównaniu do innych walut wschodzących zyskał niewiele na rosnących oczekiwaniach na luźniejszą politykę pieniężną w strefie euro czy mniej podwyżek stóp Fed. Dlatego ewentualny pozytywny wpływ sygnałów z USA może być dla złotego niezbyt istotny.

Ważne poziomy dla EURPLN to 4,33 i 4,425.

Uwaga przenosi się na Fed

EURUSD nie oddalił się zbyt wyraźnie od 1,103, a wzrost wahań w reakcji na wynik posiedzenia EBC był przejściowy.

Ostatnie dane makro z USA były całkiem dobre co sprawiło, że rynkowe szanse na podwyżkę stóp Fed o 25 pb w tym roku zaczęły rosnąć (do 30% wg Bloomberga), ale dolar nie zyskał na tym za bardzo. Inwestorzy nie oczekują zmian stóp Fed w tym tygodniu, ale ocena perspektyw dla gospodarki USA przedstawiona przez FOMC może być cenną wskazówką czy kolejna podwyżka stóp jest możliwa jeszcze w tym roku. Wyraźny ruch EURUSD mogą też wywołać liczne dane z USA, które poznamy w tym tygodniu.

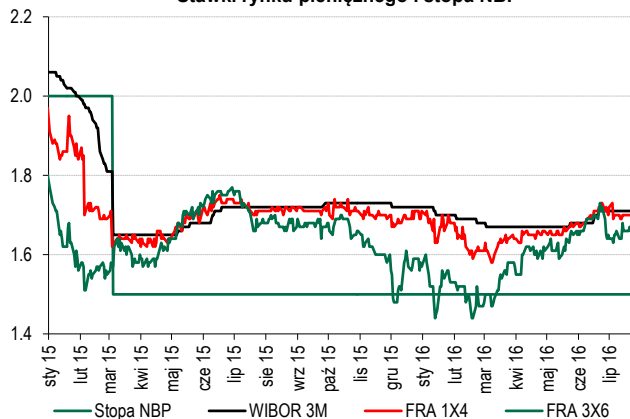
Presja na rubla nasila się

EURHUF spadł do 313,5 z ponad 315, a w tym tygodniu odbędzie się posiedzenie węgierskiego banku centralnego (MNB). MNB sugerował już, że może jeszcze poluzować politykę pieniężną, ale skoro BoE i EBC nie podjęły w tym miesiącu żadnych działań, to należy oczekiwać, że węgierskie władze monetarne również postanowią poczekać na więcej informacji by ocenić czy potrzebne są dodatkowe działania z powodu Brexitu.

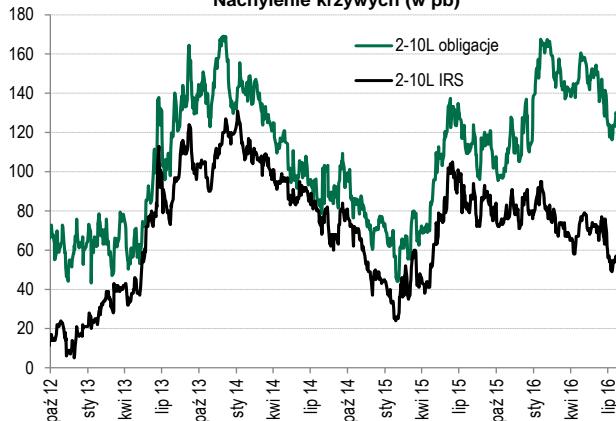
W zeszłym tygodniu USDRUB wzrósł powyżej 64 i była to pierwsza tygodniowa deprecjacja rubla do dolara od końca maja. Odbicie kursu mogło wynikać ze spadku ropy Brent (cena spadła poniżej lokalnego dołka na 45,9\$ i znalazła się najniższej od połowy maja) jak i czynników nie-ekonomicznych. Sugerowaliśmy już, że zmiana retoryki rosyjskiego banku centralnego (i będąca jej konsekwencją czerwcową obniżka stóp) mogła w pewnym stopniu wynikać z aprecjacji rubla obserwowanej od początku roku. W zeszłym tygodniu sam prezydent Putin powiedział, że należy przemyśleć reakcję na te zjawisko wzmacniając spekulacje, że spadek USDRUB staje się zbyt duży, może wywrzeć negatywny wpływ na rosyjski wzrost gospodarczy i wywołać reakcję państwa. Także doradca ds. ekonomicznych prezydenta Putina, Andrei Belousov, powiedział, że jego zdaniem rubel staje się za mocny, co zmniejsza konkurencyjność rosyjskiego przemysłu. Choć rosyjski bank centralny odpowiedział komunikatem mówiącym, że nie planuje interweniować, to nie zdołało to zatrzymać ruchu wzrostowego USDRUB.

Rynek stopy procentowej – FOMC i aukcja obligacji w centrum uwagi

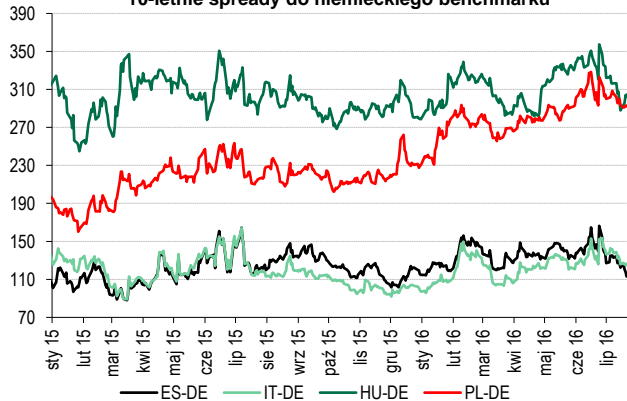
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



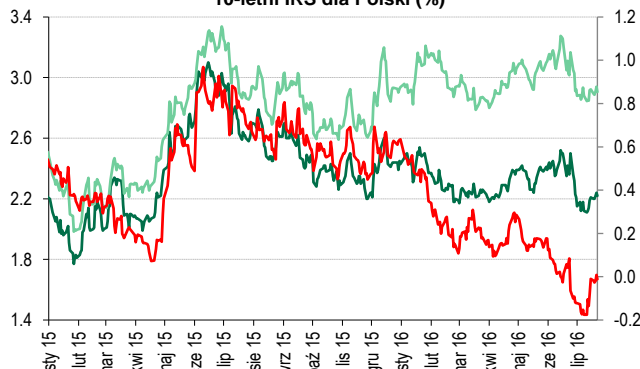
Nachylenie krzywych (w pb)



10-letnie spready do niemieckiego benchmarku



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



Trend boczny rentowności, krzywe nieco strome

▪ Nastroje inwestorów były dość optymistyczne w minionym tygodniu m.in. po decyzji Fitch utrzymującej rating Polski na niezmiennym poziomie A- z perspektywą stabilną. Jednakże relatywnie mocne dane z krajowej gospodarki (dane z rynku pracy, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna) nieznacznie pchnęły rentowności w górę. Reakcja rynku na wynik posiedzenie EBC była mieszana. Na początku rentowności nieznacznie wzrosły, by następnie powrócić do tendencji spadkowej, w tym rentowność 10L testowała 2,88% na koniec tygodnia.

▪ W skali tygodnia krzywa rentowności przesunęła się w dół o 1-6 pb, podczas gdy krzywa IRS o 1-2 pb. Krótki koniec zyskał najmocniej w porównaniu do środka i długiego końca, co spowodowało nieznaczne wystromienie krzywych. Spread 2-10L rozszerzył się do 130 pb dla obligacji oraz do 54 pb dla IRS. Krajowy dług radził sobie lepiej niż niemiecki, niemniej w skali tygodnia spread wobec niemieckich obligacji dla sektora 10L pozostał względnie stabilny (293 pb). Z drugiej strony polskie obligacje zyskały mniej niż papiery pozostałych krajów CEE oraz obligacje krajów peryferyjnych strefy euro.

▪ Stawki WIBOR pozostały stabilne, podczas gdy stawki FRA nieznacznie wzrosły. Był to efekt mocnych danych z krajowej gospodarki, które nieco schłodziły oczekiwania na obniżki stóp w dalszej części roku. Rynek obecnie wycenia 52% szans na obniżkę stóp o 25 pb w perspektywie 9 miesięcy.

Decyzja FOMC i aukcja obligacji kluczowe dla rynku

▪ Posiedzenie Fed jest jednym z głównych wydarzeń tego tygodnia. Spodziewamy się, że FOMC pozostawi stopy na niezmiennym poziomie, dlatego też komunikat po decyzji może wskazać rynkowi, czy Fed zdecyduje się na podwyżkę stóp w tym roku czy też nie. Sądzymy, że Fed może być ostrożny i optować za utrzymaniem wyczekującej postawy w oczekiwaniu na sygnały, że gospodarka USA przyspiesza. To może sugerować odłożenie do grudnia kolejnej podwyżki stóp procentowych. Podsumowując, retoryka Fed wskaże kierunek rynkowi w najbliższych dniach/tygodniach. Jeśli Fed potwierdzi, że normalizacja polityki monetarnej jest możliwa w tym roku, rentowności na rynkach bazowych mogą wzrosnąć. W konsekwencji krajowy dług może również się osłabić, głównie długi koniec krzywych. Warto wspomnieć, że korelacja między benchmarkiem polskim i niemieckim to 70%, podobnie jak z amerykańskim.

▪ Wstępna inflacja oraz aukcja obligacji będą kluczowe jeśli chodzi o krajowe czynniki. W naszej ocenie w lipcu deflacja nieco się pogłębiła (w wyniku spadku cen paliw), co powinno być czynnikiem wspierającym krajowy dług. Z drugiej strony informacje o stopie bezrobocia powinny być raczej neutralne dla inwestorów.

▪ Na czwartkowej aukcji Ministerstwo Finansów, zgodnie z kwartalnym planem emisji, zaoferuje obligacje, które nie były oferowane na pierwszej aukcji w tym miesiącu (tj. OK1018, DS0726 and WS0428) o wartości 4-9 mld zł. W naszej ocenie w ofercie znajdzie się 5-letni benchmark PS0721 oraz obligacje zmiennokuponowe. Spodziewamy się, że resort finansów nie będzie miał problemów z uplasowaniem emisji biorąc pod uwagę sytuację płynnościową. 25 lipca na rynek wpłyną środki z wykupu OK0716 oraz płatności odsetkowych (od serii WZ, PS, DS) w wysokości 14,4 mld zł. Zakładając, że ministerstwo uplasuje obligacje o wartości 9 mld zł, tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto zostaną sfinansowane w ok. 77%.

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