

TYGODNIK EKONOMICZNY

8 – 14 sierpnia 2016

Głównym wydarzeniem tygodnia na polskim rynku było długo wyczekiwane ogłoszenie propozycji Prezydenta w sprawie kredytów walutowych. Została ona pozytywnie przyjęta przez rynek gdyż scenariusz jednorazowego wymuszonego przewalutowania się nie zrealizuje. Złoty umocnił się do euro do 4,30, a rentowność 10-letniej obligacji spadła do ok. 2,7%. Oddanie spreadów walutowych przez banki będzie jedynym elementem w zaproponowanej ustawie (szacowany przez autorów koszt ok 4 mld zł). Niemniej, niepewność odnośnie kredytów walutowych wciąż istnieje jako, że banki zostaną zachęczone przez regulatora (za pomocą zwiększonych wag ryzyka dla tych kredytów, wyższych wymogów kapitałowych), do przewalutowania tych kredytów w przyszłości. Będzie to zapewne proces stopniowy (wpływ na rynek walutowy i wyniki banków rozłożony w czasie), ale dużo będzie zależało od konkretnych zaproponowanych rozwiązań przez regulatora na jesieni. Dlatego też, naszym zdaniem, potencjał do dalszego wzrost wartości złotego jest ograniczony.

Ten tydzień jest bogaty w publikacje danych z Polski i wszystkie z nich poznamy w piątek. Kluczowym wg nas odczytem będzie wstępny szacunek PKB za II kw. Nie spodziewamy się istotnego przyspieszenia z 3,0% r/r w I kw., a nasza prognoza 3,1% r/r jest poniżej konsensusu rynkowego. W kolejnych kwartałach też oczekujemy jedynie stabilizacji tempa wzrostu gospodarczego (poniżej konsensu), co może na nowo ożywić oczekiwania rynku na poluzowanie polityki pieniężnej przez krajową RPP (co też byłoby negatywne dla złotego). Czynnikiem wspierającym oczekiwania na brak przyspieszenia tempa wzrostu PKB jest też znaczny spadek lipcowego indeksu PMI dla przemysłu do prawie 50 pkt.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (8 sierpnia)							
8:00	GE	Produkcja przemysłowa	VI	% m/m	0,9	-	-1,3
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	VI	% r/r	2,2	-	8,6
WTOREK (9 sierpnia)							
8:00	GE	Eksport	VI	% m/m	1,4	-	-1,9
9:00	CZ	CPI	VII	% r/r	0,3	-	0,1
9:00	HU	CPI	VII	% r/r	-0,1	-	-0,2
ŚRODA (10 sierpnia)							
Brak istotnych publikacji							
CZWARTEK (11 sierpnia)							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	269
PIĄTEK (12 sierpnia)							
8:00	GE	Wstępny PKB	II kw.	% r/r	-	-	1,3
9:00	HU	Wstępny PKB	II kw.	% r/r	1,7	-	0,9
10:00	PL	Wstępny PKB	II kw.	% r/r	3,3	3,1	3,0
11:00	EZ	Wstępny PKB	II kw.	% r/r	1,6	-	1,7
14:00	PL	CPI	VII	% r/r	-	-0,9	-0,8
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	VII	% r/r	11,2	11,2	11,4
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VI	mIn €	-52	-36	495
14:00	PL	Eksport	VI	mIn €	14 753	14 790	13 351
14:00	PL	Import	VI	mIn €	14 388	14 607	13 224
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	VII	% m/m	0,2	-	0,6
16:00	US	Wstępny Michigan	VIII	pkt	92,0	-	90,0

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

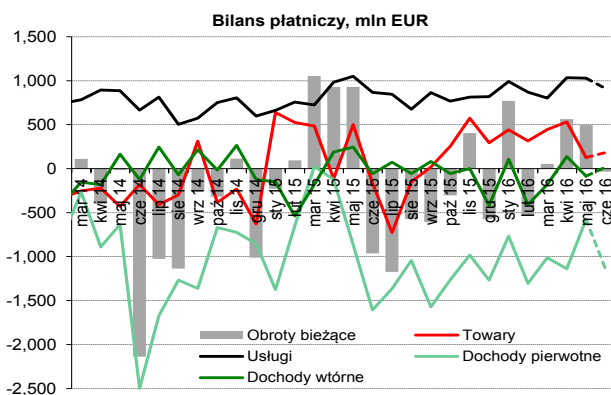
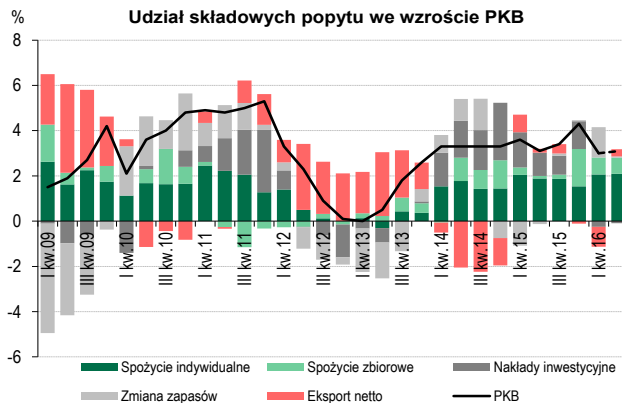
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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 SKARBUR:

Poznań 61 856 5814/30
 Warszawa 22 586 8320/38
 Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Sporo krajowych danych makro



W tym tygodniu zostanie opublikowanych sporo krajowych danych makro, w tym kluczowy dla rynków wstępny PKB za II kwartał. Opublikowane miesięczne dane wspierają nasze oczekiwania, że wzrost gospodarczy w II kw. nie był znacząco wyższy niż w I kw. (blisko 3%). W naszej ocenie konsumpcja prywatna pozostaje głównym motorem krajowej gospodarki, podczas gdy dynamika inwestycji pozostała ujemna, choć spadek był w mniejszej skali niż w I kw (podczas gdy konsensus rynkowy wskazuje na lekko pozytywną dynamikę).

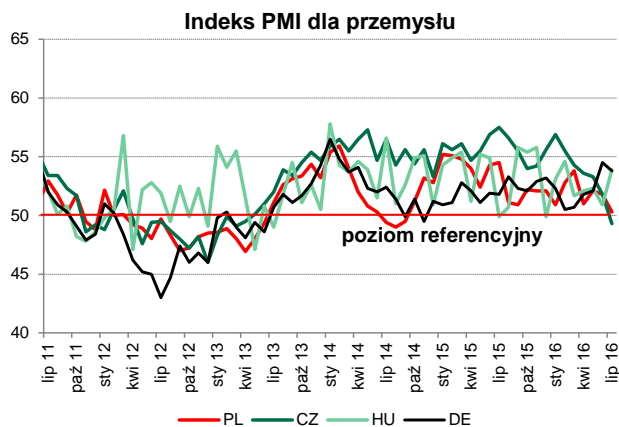
Wicepremier i minister rozwoju Mateusz Morawiecki spodziewa się, że PKB w II kw. wzrośnie więcej niż o 3%, a w całym roku gospodarka wzrośnie o 3,5%. Nasza prognoza na II kw. to obecnie 3,1% r/r, ale na cały rok jesteśmy już dużo mniej optymistyczni niż wicepremier Morawiecki. Niższe wskaźniki zaufania wśród przedsiębiorców w związku z Brexitem oraz wzrost gospodarczy za granicą generowany w znacznym stopniu przez popyt wewnętrzny (w mniejszym stopniu przez eksport) sprawiają, że jesteśmy ostrożni co do przyspieszenia wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Lipcowy indeks PMI dla przemysłu (szczegóły poniżej) potwierdza, że może być trudno o przyspieszenie gospodarki w najbliższej przyszłości.

Oczekujemy, że ostateczne dane o CPI w lipcu potwierdzą wstępny odczyt na -0,9% r/r. Te dane nie będą kluczowe, gdyż RPP wielokrotnie powtarzała, że obecnie wzrost gospodarczy jest w centrum jej zainteresowań.

Spodziewamy się nieznacznego deficytu na rachunku obrotów bieżących w czerwcu w wyniku podwojenia deficytu dochodów pierwotnych w porównaniu do maja. Spodziewamy się umiarkowanej nadwyżki w handlu zagranicznym w wyniku poprawy w eksporcie po spadku r/r miesiąc wcześniej.

W danych o M3 na uwagę zasługuje wzrost kredytów.

Ostatni tydzień w gospodarce – PMI coraz bliżej 50 pkt



Lipcowy indeks PMI dla polskiego przemysłu rozczarował dużo większym spadkiem od oczekiwań. Zniżka do 50,3 pkt z 51,8 pkt sprowadziła indeks do najniższego poziomu od września 2014.

Największy wpływ na taki wynik miały nowe zamówienia, które spadły pierwszy raz od września 2014, w tym zamówienia eksportowe, które obniżyły się po raz pierwszy od września 2015. Spadek zamówień doprowadził do stagnacji produkcji, ale zatrudnienie w dalszym ciągu rośnie. Mniejsza liczba nowych zamówień, szczególnie eksportowych wydaje się potwierdzać, że firmy obawiają się o skutki wyników wyborów w Wielkiej Brytanii na perspektywy krajowej gospodarki.

Odczyt ten potwierdza nasz scenariusz braku przyspieszenia wzrostu gospodarczego w tym roku.

Cytat tygodnia – Prezydent przedstawił propozycje odnośnie kredytów walutowych

Adam Glapiński, Prezes NBP, 2 sierpnia, Reuters

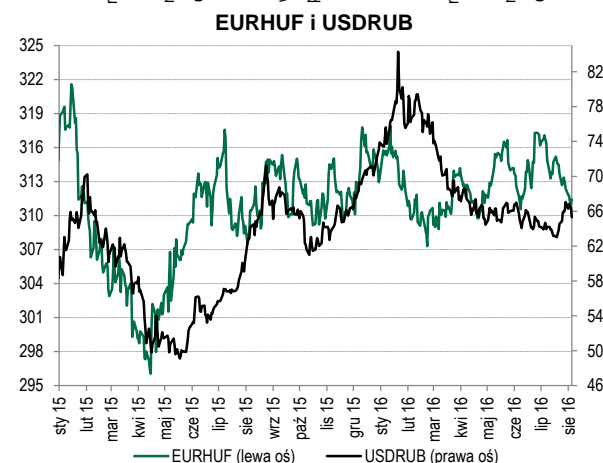
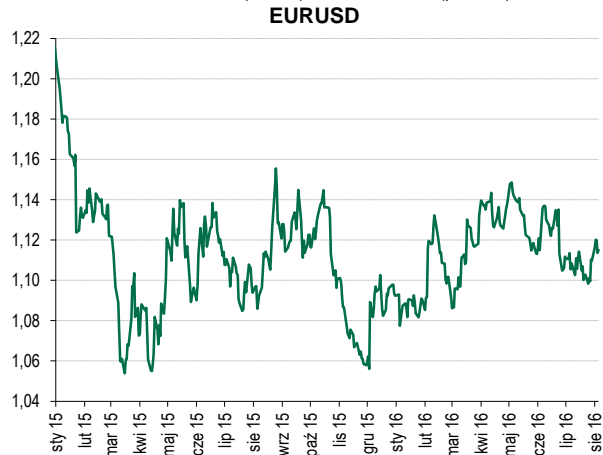
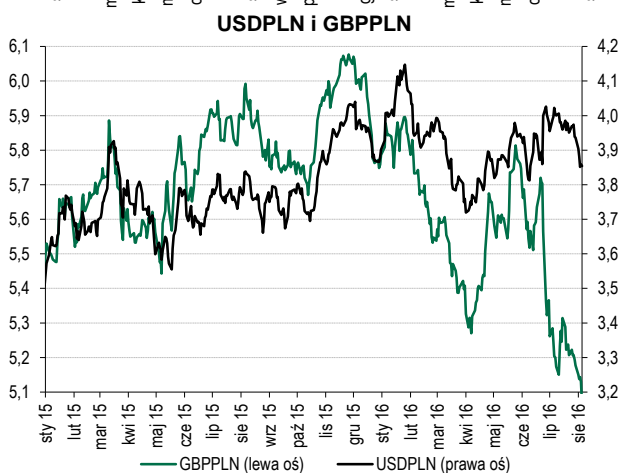
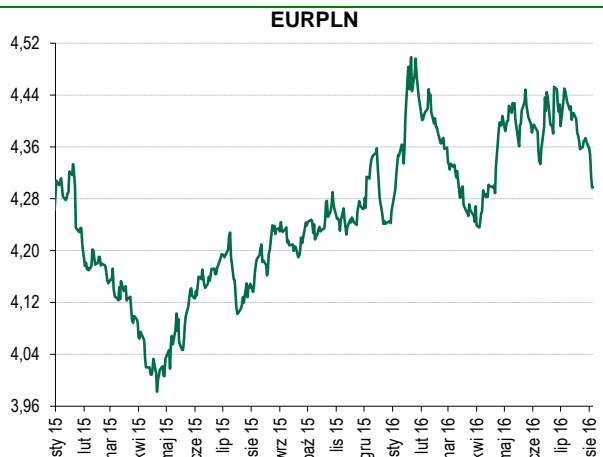
Walutowe kredyty mieszkaniowe nie generują ryzyka dla stabilności polskiego systemu finansowego. Poprosiłem Prezydenta aby zrezygnował ze swojej propozycji przewalutowania na rzecz alternatywnego rozwiązania. Banki będą musiały podwyższyć wagi ryzyka jeśli nie nastąpi konwersja kredytów, więc będą musiały zaproponować korzystne warunki dla klientów. Proces przewalutowania będzie rozciągnięty w czasie, ale to będzie czas rozsądny, nie za długi, nie za krótki. Przewalutowanie kredytów powinno jednak nastąpić w rozsądnym czasie i będzie miało miejsce. Banki będą mogły wybrać inną drogę niż przewalutowanie aby spełnić dodatkowe wymogi kapitałowe.

Maciej Łopiński, minister w Kancelarii Prezydenta, 2 sierpnia

Banki będą miały czas, by na drodze ugodowej doprowadzić do przewalutowania kredytów. Gdyby efekty planu nie były satysfakcjonujące, Kancelaria może zaproponować przymusową redenominację tych pożyczek.

Prezydent przedstawił plan działań zmierzających do rozwiązania kwestii walutowych kredytów hipotecznych. W obecnej formie, na drodze ustawy zaadresowany ma być wątek spreadów walutowych, które banki będą musiały z odsetkami (połowa ustawowych) oddać klientom, w postaci obniżenia kwoty kredytu pozostajej do spłaty (lub w gotówce dla kredytów już spłaconych). Projekt zakłada, że koszt dla banków z tego tytułu to 3,6-4 mld zł. Zmiany ustawowe nie obejmują przewalutowania kredytów. Ma być ono dobrowolne i dzięki planowanym zmianom regulacyjnym inicjatywa do konwersji ma leżeć po stronie banków. Zachętą do przewalutowania ma być wprowadzenie dodatkowych wymogów regulacyjnych (podniesienie wagi ryzyka, stopniowe zwiększanie wymogów kapitałowych) dla kredytów walutowych. Nad wysokością wymogów już 10 sierpnia dyskutować ma Komitet Stabilności Finansowej, a wg prezesa Glapińskiego propozycje przygotowane przez specjalną grupę roboczą mają być gotowe w październiku.

Rynek walutowy – Bardzo pozytywna reakcja na propozycję „ustawy frankowej”



Złoty zyskuje, EURPLN poniżej 4,30

W wydarzenia krajowe w dalszym ciągu mają największy wpływ na polski rynek walutowy. W połowie lipca EURPLN spadł gwałtownie po decyzji agencji Fitch o pozostawieniu polskiego ratingu oraz perspektywy bez zmian i po stabilizacji blisko 4,35 w minionym tygodniu kurs spadł szybko poniżej 4,30 w reakcji na publikację prezydenckich pomysłów rozwiązania kwestii kredytów walutowych. Pozytywny efekt widać było też w notowaniach USDPLN (spadek do 3,84 z 3,90), CHFPLN (ruch w dół do 3,93 z 4,03) czy GBPPLN (zniżka do 5,10 z 5,15). Co ciekawe, na polskim rynku FX nie odnotowano żadnej wyraźnej reakcji na decyzję Banku Anglii który obniżył stopy procentowe i zwiększył skalę programu skupu aktywów.

Od początku miesiąca złoty jest trzecią najmocniejszą walutą z rynków wschodzących do euro, dolara, franka i funta, ale nie sądzimy aby trend ten był kontynuowany w najbliższym czasie. Ryzyko stopniowej konwersji kredytów walutowych nie zniknęło i wiele będzie zależało od finalnych propozycji przedstawionych na jesieni. Warto pamiętać, że statystycznie wakacje nie są korzystnym okresem dla złotego. W ostatnich dziesięciu latach EURPLN spadł w sierpniu tylko dwa razy. Choć trudno może być kursowi wzrosnąć (wyraźnie) powyżej 4,35, to ta sezonowość może przynajmniej ograniczać potencjał aprecjacyjny złotego do euro (4,26 może być silnym wsparciem w krótkim terminie).

Krajowe czynniki mogą w najbliższych dniach ponownie mieć kluczowy wpływ na złotego bowiem na koniec przyszłego tygodnia poznamy wstępny szacunek polskiego PKB za II kw., a za granicą nie ma zaplanowanych publikacji żadnych ważnych danych. Nasza prognoza wzrostu PKB jest poniżej konsensusu i jeśli się zmaterializuje, to silniejsze oczekiwania na poluzowanie polityki pieniężnej w Polsce mogą osłabić złotego.

Dolar może odrobić część strat

W pierwszych dniach minionego tygodnia EURUSD kontynuował ruch wzrostowy zainicjowany w poprzedni piątek po znacznie gorszych od oczekiwań danych o wzroście PKB w USA w II kw. Kurs osiągnął 1,123 dzięki czemu euro odrobiło ponad połowę strat poniesionych po ogłoszeniu wyników brytyjskiego referendum. Niezłe dane z USA opublikowane w kolejnych dniach umocniły dolara i na koniec tygodnia kurs był blisko 1,11.

W najbliższym tygodniu nie poznamy wielu ważnych danych ze świata (jedynie miesięczne dane z rynku pracy USA mogą się okazać istotne dla rynku) i nie planowane są też żadne ważne wystąpienia. Od końca lipca euro zyskuje do dolara i amerykańska waluta mogłaby odrobić część strat jeśli nie pojawią się nowe impulsy napędzające wzrosty EURUSD.

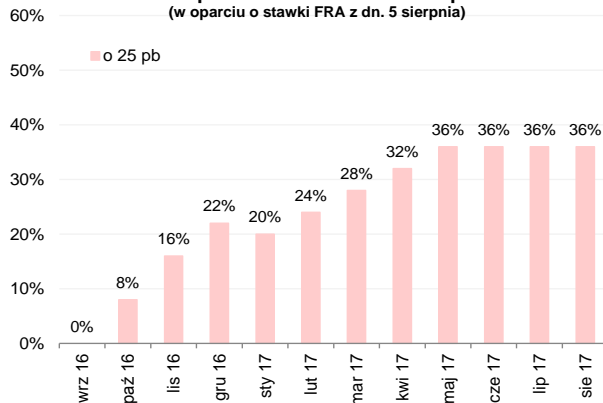
Spadek cen ropy osłabia rubla

Rubel pozostał pod presją w relacji do dolara i miniony tydzień był już trzecim z rzędu kiedy USDRUB rósł (dłuższą serią odnotowano ostatnio w styczniu). Cena ropy Brent osiągnęła nowy lokalny dołek na ok. 41,5\$ za baryłkę, co było jednym z czynników ciężących rublowi.

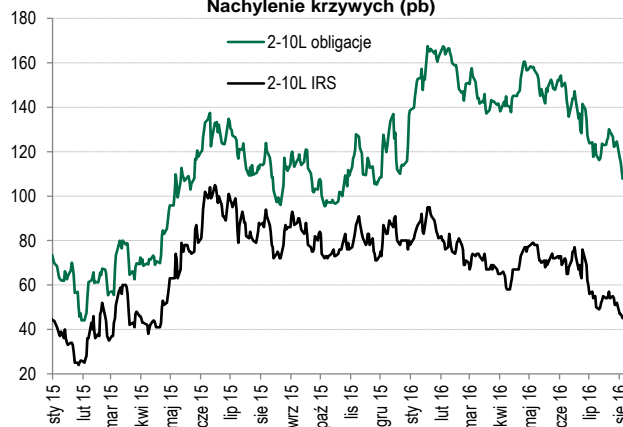
EURHUF pozostał tymczasem stabilny blisko lokalnego dołka na 310 ustanowionego w poprzednim tygodniu.

Rynek stopy procentowej – Rentowności na tegorocznych minimach

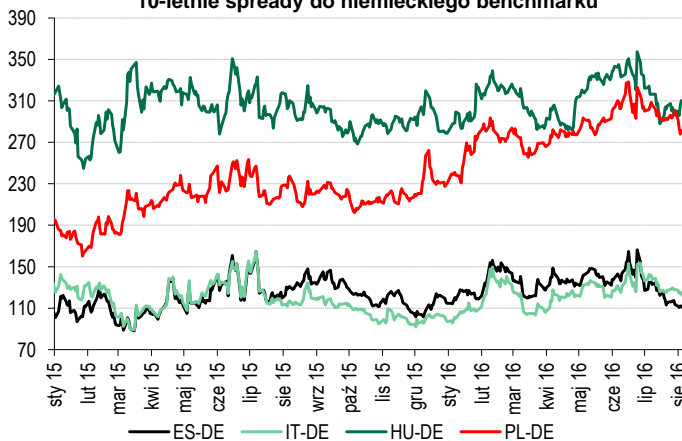
Prawdopodobieństwo obniżki stóp NBP
(w oparciu o stawki FRA z dn. 5 sierpnia)



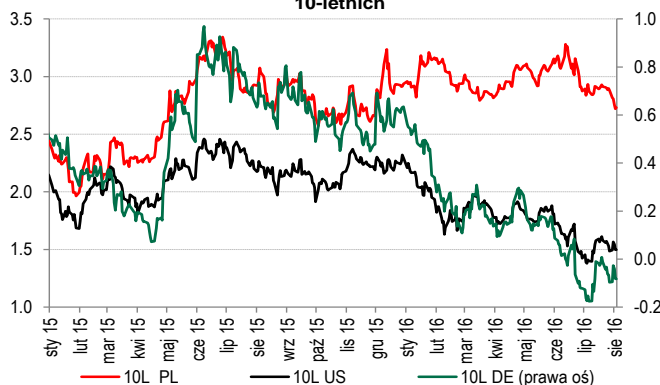
Nachylenie krzywych (pb)



10-letnie spready do niemieckiego benchmarku



Rentowność polskich, niemieckich i amerykańskich obligacji 10-letnich



Znaczne umocnienie po prezentacji „ustawy frankowej”

▪ Początek sierpnia był bardzo korzystny dla polskich aktywów. Zarówno IRS jak i rentowności obligacji spadły w reakcji na prezentację prezydenckich pomysłów pomocy zadłużonym w obcych walutach. Publikacja planowanych działań zmniejszyła częściowo niepewność bowiem nowy plan jest łagodniejszy dla sektora bankowego niż oczekiwano. W efekcie, rentowność 10-latk osiągnęła nowe tegoroczne minimum na ok. 2,70%, a analogiczny IRS spadł ponownie poniżej 2,20% osiągając najniższy poziom od połowy lipca. Znaczne umocnienie na rynkach bazowych też było wspierające dla polskiego rynku.

▪ W tygodniowym rozrachunku krzywa IRS oraz obligacyjna przesunęły się w dół, głównie na długich końcach. W efekcie, spread 2-10 obniżył się do 108bp dla obligacji i 47 pb dla IRS. Ruch w przypadku długu był większy niż dla IRS, więc spread asset swap zawężił się, szczególnie dla 10 lat. Zmniejszyła się też premia za ryzyko – 10-letni spread do Bunda spadł poniżej 280 pb i znalazł się najniżej od połowy maja.

▪ Na rynku pieniężnym stawki WIBOR nie uległy zmianom, a stawki FRA obniżyły się nieznacznie i spread do WIBOR-u 3M nadal jest ujemny (rzędu 3-9 pb). Rynkowa wycena szans na obniżki stóp NBP w tym roku zmniejszyła się nieznacznie od końca lipca i teraz rynek widzi mniej niż 30% szans na cięcie o 25 pb do końca roku.

Dane z Europy o wstępnych PKB wyznaczają kierunek

▪ W przyszłym tygodniu piątek będzie bogaty w publikacje krajowych danych. W naszej ocenie, kluczowy będzie wstępny PKB za II kw., bowiem RPP w warunkach panującej deflacji przywiązuje teraz dużą wagę do poziomu aktywności gospodarczej. Nasza prognoza PKB jest nieznacznie poniżej konsensusu (3,1% r/r wobec prognoz 3,3% wg Bloomberg'a i 3,0% w I kw.). Jeśli nasze szacunki się potwierdzą, wtedy FRA mogłyby jeszcze spaść, szczególnie te krótkoterminowe jeśli dane o PKB wzmocnią oczekiwania na obniżki stóp NBP. Wg nas finalny odczyt lipcowej inflacji powinien potwierdzić wstępny szacunek i w efekcie być neutralny dla rynku.

▪ Czynniki globalne też będą istotne dla polskich aktywów w sytuacji kiedy inwestorzy wydają się wyczekiwać na impuls ze strony danych z amerykańskiego rynku pracy. Szanse na podwyżki stóp Fed w tym roku spadły po znacznie gorszych od oczekiwań wstępnych danych o PKB za II kw. Obecnie rynek widzi mniej niż 40% szans na podwyżkę o 25 pb do końca 2016, ale mogą one ponownie wzrosnąć jeśli dane z USA pozytywnie zaskoczą. Wzrost rentowności na rynkach bazowych może pogorszyć nastrój na polskim rynku, zwłaszcza na długich końcach krzywych. Z drugiej strony, potencjał do wzrostu rentowności Bunda jest ograniczony przez oczekiwania, że EBC i BoE mogą jeszcze bardziej poluzować politykę pieniężną w związku z ryzykami jakie niesie ze sobą Brexit. Dlatego wstępne PKB za II kw. dla strefy euro i Niemiec mogą być istotne dla globalnych graczy.

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