

TYGODNIK EKONOMICZNY

5 - 11 września 2016

W ubiegłym tygodniu sytuacja na rynku była głównie pod wpływem oczekiwań odnośnie polityki pieniężnej w USA. Na początku tygodnia, widzieliśmy pokłosie wystąpień bankierów centralnych na konferencji w Jackson Hole, następnie publikacje danych amerykańskich (wskaźnik ISM, dane z rynku pracy). Z kolei w Polsce dane o PKB pokazał y wyraźny spadek inwestycji w II kwartale, niewielki wzrost inflacji (mniejsza deflację) i odbicie wskaźnika PPMI po wyraźnym spadku w lipcu. Napływające informacje nie zmieniają naszej prognozy wzrostu PKB ok. 3% w najbliższych kwartałach. Obawy o wzrost gospodarczy wraz z niepewnością co do działań Fed, oraz aukcja papierów skarbowych i obawy o nadchodząca decyzje Moody's odnośnie polskiego ratingu, doprowadziły do osłabienia polskich aktywów, zarówno złotego, jak i obligacji.

Najbliższy tydzień będzie mniej naszpikowany danymi z USA, ale będzie sporo publikacji w strefie euro, co jest kluczowe dla polskich perspektyw gospodarczych. Co więcej, odbędzie się posiedzenie EBC, na którym nie można wykluczyć ogłoszenia dalszego stymulowania gospodarki przez bank centralny. Polska RPP również spotyka się w tym tygodniu, ale tu nie powinno być żadnych zmian w parametrach polityki pieniężnej. Ciekawa będzie reakcja RPP na ostatnie dane, szczególnie w kontekście ich dość optymistycznych przewidywań wygłaszanych przed wakacjami. Na koniec tygodnia, w piątek agencja ratingowa Moody's ogłosi ocenę wiarygodności kredytowej Polski. W niedawnym raporcie stwierdziła, że eskalacja konfliktu wokół Trybunału Konstytucyjnego może być negatywna dla tej oceny. Niemniej, wydaje nam się, że biorąc pod uwagę wszystkie informacje, które napłynęły od poprzedniej oceny (obniżka perspektywy na negatywną w maju), nie powinno dojść do zmiany ratingu (A2). Co ciekawe (i nieco zaskakujące), według PAP, wicepremier Morawiecki na spotkaniu z inwestorami w Londynie, nie wykluczył zmiany ratingu.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (5 września)							
	US	Dzień wolny					
9:55	DE	PMI – usługi	VIII	pkt.	53,3	-	54,4
10:00	EZ	PMI – usługi	VIII	pkt.	53,1	-	52,9
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	VII	% r/r	1,9	-	1,6
WTOREK (6 września)							
8:00	DE	Zamówienia w przemyśle	VII	% m/m	0,5	-	-0,4
9:00	HU	PKB	II kw.	% r/r	2,6	-	0,9
11:00	EZ	PKB	II kw.	% r/r	1,6	-	1,7
16:00	US	ISM usługi	VIII	pkt.	55,4	-	55,5
ŚRODA (7 września)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50	1,50
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	0,2	-	0,8
20:00	US	Beżowa księga Fed					
CZWARTEK (8 września)							
9:00	HU	CPI	VIII	% r/r	0,1	-	-0,3
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,00	-	0,00
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	263
PIĄTEK (9 września)							
8:00	DE	Eksport	VII	% m/m	0,4	-	0,3
9:00	CZ	CPI	VIII	% r/r	0,7	-	0,5
16:00	US	Zapasy hurtowe	VII	% m/m	0,1	-	0,0
	PL	Decyzja Moody's			A2 (n)	A2 (n)	A2 (n)

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

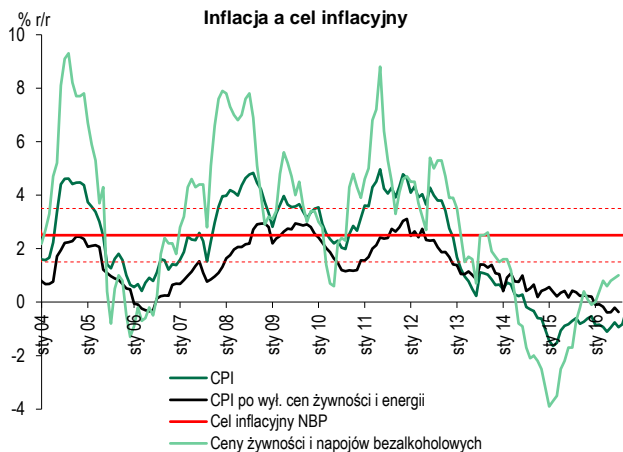
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

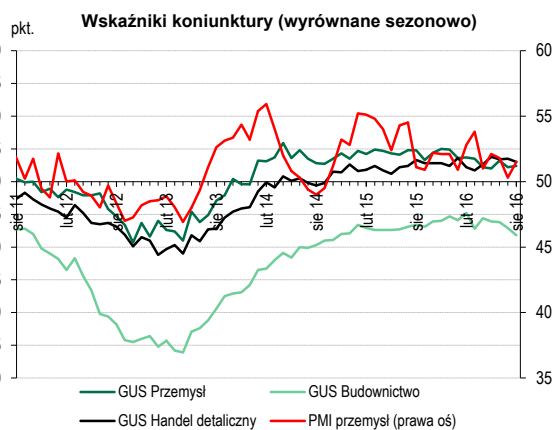
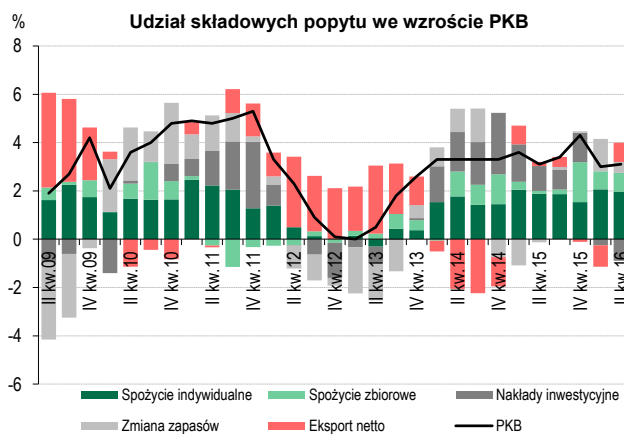
Wydarzenia nowego tygodnia – RPP i Moody's



▪ Spodziewamy się, że stopy pozostaną bez zmian na posiedzeniu RPP we wrześniu. Chętnie usłyszymy, co członkowie RPP mają do powiedzenia na temat ostatnich danych o PKB. Przypominamy, że polscy bankierzy centralni uważali spowolnienie do 3,0% r/r w I kw. za przejściowe a projekcją NBP (3,2% w 2016 i 3,5% w 2017) za pesymistyczną. Naszym zdaniem słabe dane z gospodarki powinny spowodować ewolucję postawy członków RPP.

▪ W piątek agencja Moody's pokaże swoją ocenę kredytową Polski. Informacje, które napłynęły od ostatniej aktualizacji w maju były i pozytywne (mniej groźna ustawa o kredytach walutowych, brak znaczącego wzrostu wydatków budżetu w 2017), i negatywne (eskalacja konfliktu z Trybunałem Konst., możliwa obniżka wieku emerytalnego, słabsze dane makro). Uważamy, że bilans jest neutralny i nie spodziewamy się zmiany (A2, negatywna).

Ostatni tydzień w gospodarce – Słabe inwestycje, odbicie w PMI i CPI



▪ Wzrost PKB w II kw. 2016 wyniósł 3,1% r/r, zgodnie ze wstępnym szacunkiem i wobec 3,0% r/r w I kw. 2016. W ujęciu odsezonowanym PKB wzrósł o 0,9% kw/kw i 3,1% r/r. Wzrost gospodarczy były generowany przez konsumpcję prywatną (która dodała do PKB 2,0 pp) i eksport netto (wkład 0,8 pp). Pozytywną niespodzianką był eksport, który wzrósł w ujęciu realnym aż o 10,9% r/r – najwięcej od ponad 5 lat. W dół zaskoczyły inwestycje, które spadły najmocniej od IV kw. 2012 - o niemalże 5% r/r, poniżej najniższej prognozy na rynku). Ogólnie, dane o PKB nie wnoszą wiele nowego do oceny sytuacji. Konsumpcja prywatna powinna przyspieszyć w drugiej poł. roku. Z drugiej strony, pozytywny wpływ eksportu netto może być trudny do utrzymania, ze względu na możliwe obniżenie dynamiki eksportu (i przyspieszenie importu). Nie zmieniamy naszej prognozy utrzymania wzrostu gospodarczego blisko poziomu 3% r/r w kolejnych kwartałach.

▪ Wstępny odczyt inflacji CPI za sierpień wyniósł -0,8% r/r wobec -0,9% r/r w lipcu, powyżej prognoz. Szczegółowe dane zostaną opublikowane przez GUS 12 sierpnia. Wzrost inflacji wspiera stabilne stopy procentowe w tym roku.

▪ Indeks PMI dla polskiego przemysłu odbił w sierpniu do 51,5 pkt z 50,3 w lipcu pod wpływem wyższych zamówień, zwłaszcza eksportowych, produkcji i zatrudnienia. Spodziewaliśmy się odbicia, gdyż naszym zdaniem lipcowy odczyt został zaniżony przez czynniki jednorazowe. Ruch w górę okazał się jednak mocniejszy od oczekiwań. Solidne dane o zamówieniach eksportowych dają nadzieję, że eksport może zanotować pewne ożywienie w III kw. (w pierwszym półroczu dynamika obrotów handlowych z zagranicą wyraźnie słabła). Warto jednak pamiętać, że PMI był ostatnio kwartałach bardzo zmienny i jego mocne wahania często nie pokrywały się z rzeczywistymi tendencjami w produkcji.

Cytat tygodnia – Obniżka celu inflacyjnego nie wchodzi w grę

Eryk Łon, MPC member, 29 August, PAP

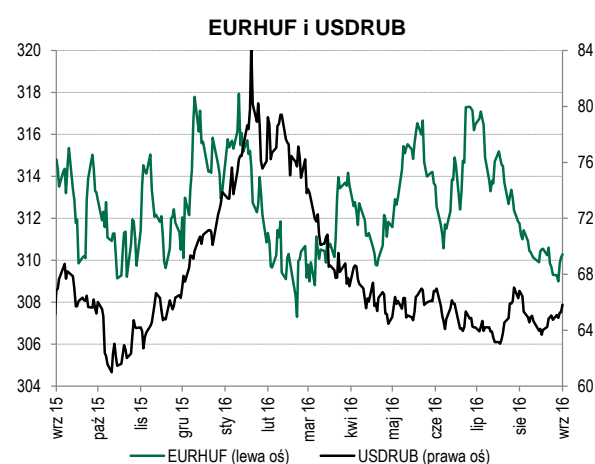
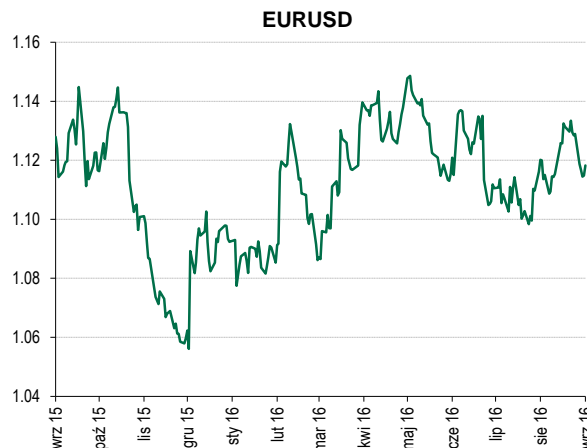
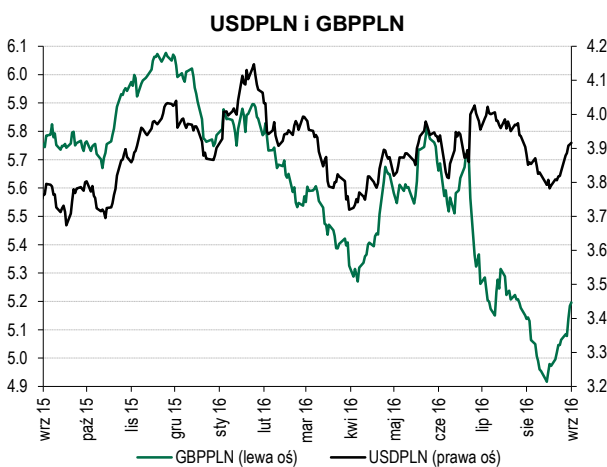
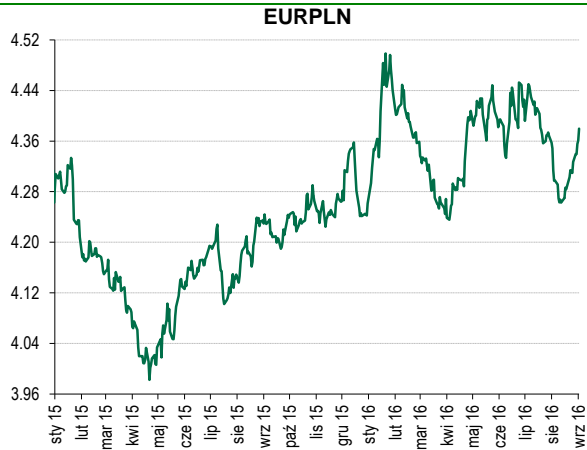
Nadmierne przedłużanie się tendencji deflacyjnych nie jest dla polskiej gospodarki zbyt korzystne. Dostrzegam związek pomiędzy poziomem realnych stóp procentowych a przyszłym realnym tempem zmian inwestycji w naszym kraju. Z tego też powodu nadal charakteryzuje mnie skłonność do myślenia o dalszym złagodzeniu polskiej polityki pieniężnej, aczkolwiek nie jest przesądzone, że potrzeba owego złagodzenia faktycznie jeszcze w tym roku wystąpi.

Grażyna Ancyparowicz, MPC member, 29 August, PAP

Moim zdaniem obniżka celu NBP w ogóle nie wchodzi w grę. (...) Z tego co wiemy i czego się osobiście spodziewam - inflacja przyspieszy. To jest kwestia najdalej roku, kiedy dolny przedział celu powinien zostać osiągnięty.

Po ostatnich wypowiedziach członka RPP Kamila Zubelewicza, który powiedział, że zastanawia się nad obniżką celu inflacyjnego, teraz Grażyna Ancyparowicz zdecydowanie odrzuca taki pomysł. My zgadzamy się z członkinią RPP. Jak napisaliśmy tydzień temu, naszym zdaniem taki ruch mógłby pogorszyć wiarygodność RPP. Jednak ostatnio Jerzy Żyżyński powiedział, że najbardziej komfortowo czułby się z inflacją na poziomie 1,0-1,5%, więc nie możemy wykluczyć, że pojawiać będą się kolejne propozycje zmiany celu. Z innej strony, Eryk Łon powiedział, że niskie inwestycje mogą skłaniać go do poparcia obniżki stóp. A zatem ostatnie dane za II kw. mogą być dla niego argumentem. Przypominamy, że niedawno Jerzy Żyżyński nie wykluczał złożenia wniosku o obniżkę stóp po wakacjach. Nie możemy wykluczyć, że stanie się to we wrześniu ze względu na ostatnie słabe dane z gospodarki. Jednak mało prawdopodobne by taki wniosek został poparty przez innych, może z wyjątkiem Eryka Łona.

Rynek walutowy – W oczekiwaniu na decyzję Moody's

**Złoty nadal pod presją**

Przez cały miniony tydzień złoty stopniowo się osłabiał, a tempo jego deprecjacji było większe niż innych walut w regionie (z wyjątkiem rubla). Przyczynił się do tego cały zestaw czynników: rozczarowujące dane o PKB (w szczególności o inwestycjach), które pogorszyły oczekiwania inwestorów nt. perspektyw wzrostu, niepewność związana z decyzją ratingową Moody's, obawy o podwyżki stóp procentowych w USA, które mogą być negatywne dla rynków wschodzących. EURPLN wzrósł w piątek przed publikacją danych o zatrudnieniu w USA powyżej 4,38 za euro (o ponad 1% w ciągu tygodnia), USDPLN wzrósł o ponad 2% do 3,92, a GBPPLN o 2,6% do ok. 5,20. Słabsze od oczekiwań dane z USA wywołały po południu odreagowanie i EURPLN zakończył tydzień poniżej 4,37, a USDPLN blisko 3,91.

Tydzień temu przekonywaliśmy, że ryzyko osłabienia złotego jest większe niż jego umocnienia i wydaje się, że to samo stwierdzenie utrzymuje się w mocy na kolejny tydzień. Dwie kwestie, które będą najważniejsze dla krajowej waluty, to: perspektywy polityki pieniężnej w USA i niepewność przed decyzją ratingową Moody's. Liczba publikacji danych w USA w najbliższych dniach jest niewielka – główne informacje to indeks ISM w usługach i Beżowa księga Fed – ale mogą mieć istotny wpływ na nastroje rynkowe. Jakiegokolwiek sygnały potwierdzające szanse na podwyżki stóp procentowych w USA mogą szkodzić złotemu.

Naszym zdaniem pierwsze posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej po wakacjach nie przyniesie znaczącej zmiany w nastawieniu polityki pieniężnej i powinno być neutralne dla rynku walutowego.

EUR/USD na huśtawce

Dolar umacniał się do euro przez większą część tygodnia, wspierany rosnącymi oczekiwaniami na podwyżkę stóp Fed. Trend odwrócił się w czwartek, po zaskakująco słabym odczycie indeksu ISM w przemyśle, a publikacja danych o zatrudnieniu poza rolnictwem jeszcze pogłębiła osłabienie dolara po południu.

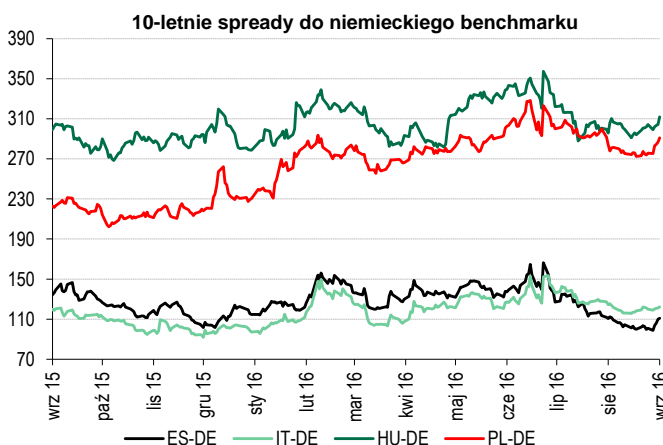
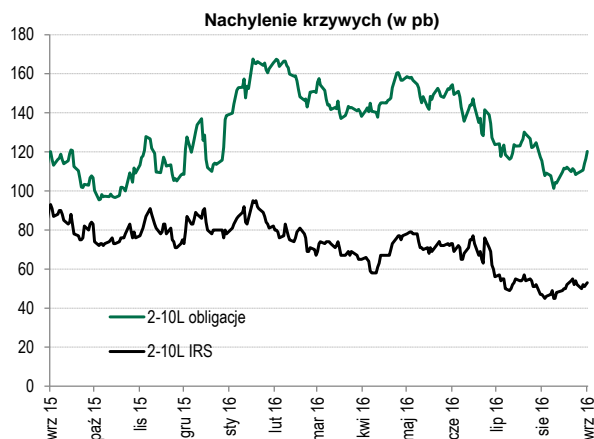
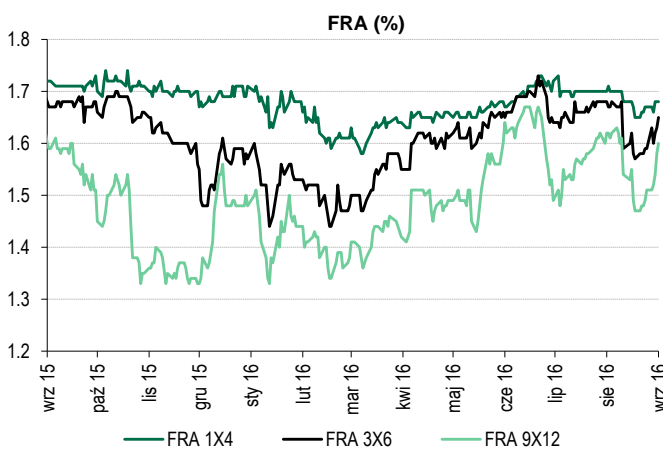
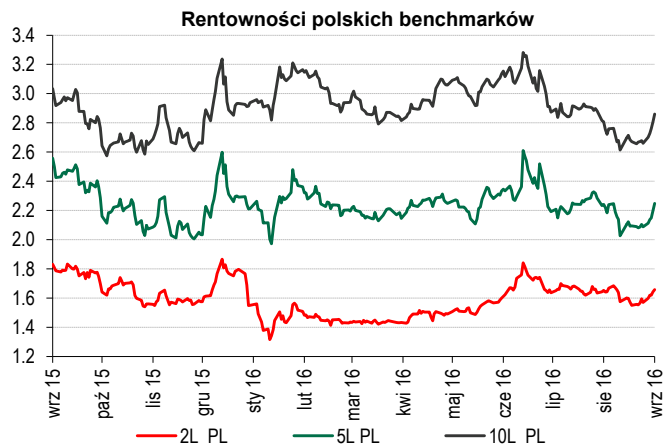
W najbliższym tygodniu pojawi się sporo potencjalnie ważnych informacji ze strefy euro (PMI w usługach, PKB, niemiecka produkcja i eksport, posiedzenie EBC) i tylko kilka publikacji w USA (ISM w usługach, Beżowa księga Fed). Nie wykluczamy, że kombinacja relatywnie słabych danych z Europy, obaw EBC o niską inflację i inwestycje, oraz sygnałów ożywienia gospodarczego w USA, spowodują kolejną falę umocnienia dolara do euro w najbliższych dniach.

Rubel znowu słabszy przez ceny ropy

Sytuacja na innych rynkach CEE była w ostatnim tygodniu zróżnicowana. Forint stracił ok. 0,5% do euro, natomiast korona czeska i rumuński lej były stabilne. Największym przegranym był rosyjski rubel – kurs USDRUB wzrósł do ok. 66,0 pod wpływem wyraźnego spadku cen ropy naftowej.

W tym tygodniu perspektywy polityki pieniężnej Fed pozostaną ważnym czynnikiem dla kursów walut w regionie. Pojawi się też trochę publikacji lokalnych, w tym dane o PKB na Węgrzech oraz inflacja na Węgrzech i w Czechach. Wzrost PKB w Czechach w II kw. był wyższy od oczekiwań i wyniósł 0,9% kw/kw i 2,6% r/r. Jeśli odczyt PKB z Węgier również przekroczy oczekiwania, może być wsparciem dla forinta.

Rynek stopy procentowej – Wyprzedaż polskiego długu przoduje w regionie



Wyprzedaż obligacji przed danymi z USA

▪ Rentowności polskich obligacji wzrosły znacząco w ubiegłym tygodniu, do najwyższych poziomów od początku sierpnia. Wyprzedaż była powodowana osłabieniem złotego, informacją o dość wysokiej podaży obligacji na aukcji, obawami o decyzje Moody's oraz oczekiwaniami na dobre dane z amerykańskiego rynku pracy. Krzywa rentowności wystromiła się, rentowność obligacji 10-letniej wzrosła o niemalże 20pb (najwyższy wzrost na europejskich rynkach), a różnica z rentownością obligacji dwuletniej wzrosła o 8pb. Niższe od oczekiwań dane o zatrudnieniu w USA przyniosły tylko chwilowe odreagowanie i rentowności wróciły do najwyższych tygodniowych poziomów.

▪ Pomimo słabych danych o PKB (szczególnie jeśli chodzi o inwestycje), stawki WIBOR pozostały bez zmian, a stawki FRA wzrosły. Skala obniżki stóp procentowych wyceniana przez rynek obniżyła się do 17pb w horyzoncie 12-18 miesięcy. Było to najprawdopodobniej spowodowane wyższymi od oczekiwań wskaźnikami CPI i PMI, mało gołębiymi wypowiedziami członków RPP oraz osłabieniem złotego (zmniejszającym szanse na obniżki).

▪ Na czwartkowej aukcji Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje warte 7 mld zł przy popycie 10,7 mld zł. Na aukcji dodatkowej sprzedano obligacje za dodatkowe 606 mln zł. Rentowności odpowiadały poziomom z rynku wtórnego. Szacujemy, że po aukcji potrzeby pożyczkowe na ten rok są pokryte w ok. 86%.

▪ Według danych MF, w lipcu portfel obligacji w rękach inwestorów zagranicznych zmniejszył się o 3.7 mld zł, co wg ministerstwa wynikało głównie z wykupu obligacji zapadających 25 lipca br. (2,2 mld zł) - znaczna część tych środków została reinwestowana na przetargu 28 lipca, co z uwagi na przypadający na sierpień termin rozliczenia tego przetargu, będzie widoczne w danych za kolejny miesiąc. Portfel obligacyjny banków krajowych zmniejszył się o 1,6 mld zł. Wiceminister finansów Piotr Nowak powiedział, że w sierpniu obserwowano wzrost zaangażowania nierezydentów w obligacje średnio- i długoterminowe, przy redukcji ich portfela obligacji krótkoterminowych.

Poprawa na rynku mało realna przed decyzją Moody's

▪ Widzimy ograniczone pole do umocnienia na krajowym rynku obligacji przed piątkową decyzją Moody's. Fakt, że po słabszych danych z USA nastąpiło tylko chwilowe odreagowanie wydaje się sugerować negatywne nastawienie inwestorów do rynku i potrzeba byłoby mocnego argumentu, żeby to zmienić. Spadek rentowności obligacji jest możliwy w kolejnym tygodniu jeśli Moody's nie obniży Polsce ratingu 9-go września (czego oczekujemy). W przypadku odwrotnej decyzji, wyprzedaż może być kontynuowana. Choć zapewne również nie będzie przesadna i trwała, bo część inwestorów uzna niższe ceny (szczególnie przy słabszym złotym) za atrakcyjne do zakupów.

▪ Choć dane o PKB za II kwartał potwierdziły, że optymizm członków RPP odnośnie perspektyw wzrostu gospodarczego był zapewne przesadny, nie wydaje nam się, aby ton komunikatu RPP miał się drastycznie zmienić na pierwszym powakacyjnym spotkaniu. Tak więc, środowowe posiedzenie nie przyniesie raczej zasadniczych zmian, jeśli chodzi o wycenę prawdopodobieństwa obniżek stóp procentowych.

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., Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl