

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 12 - 18 września 2016

Ostatni tydzień był dość zmienny dla rynków finansowych, za co winić należy przede wszystkim decyzje banków centralnych. Zgodnie z oczekiwaniami, polska RPP nie zmieniła stóp procentowych, chociaż sygnały z posiedzenia Rady zostały zinterpretowane jako dość jastrzębie, co było negatywne dla krajowego rynku długu po dobrym początku tygodnia. Słabe dane z USA schłodziły oczekiwania na podwyżkę stóp przez Fed w tym miesiącu, a posiedzenie EBC raczej rozczarowało, co dało impuls wzrostowy na bazowych rynkach długu i miało przełożenie na polskie rentowności i stawki IRS. Złoty, po osiągnięciu 4,30 za euro, nieznacznie się osłabił w drugiej połowie tygodnia.

Początek tygodnia będzie pod wpływem (co najmniej tymczasowym) decyzji Moody's (ogłoszenie w piątek po zamknięciu rynku). Uważamy, że Moody's potwierdzi rating Polski, co będzie pozytywne dla wyceny krajowych aktywów. Natomiast w przypadku obniżenia ratingu reakcja rynku będzie negatywna, ale prawdopodobnie również tymczasowa, gdyż niektórzy inwestorzy mogą uznać wyższe rentowności za dobrą okazję do zakupów (zwłaszcza przy słabszym złotym). Uwaga rynku skieruje się na publikacje danych makro. Spodziewamy się, że sierpniowy CPI potwierdzi wstępny odczyt na -0,8% r/r, ważne będą dane o eksporcie w lipcu, zwłaszcza dla złotego. Co więcej, w drugiej połowie tygodnia pojawi się dużo danych z USA. Te informacje mogą spotkać się z większym zainteresowaniem niż zwykle, jako że inwestorzy wypatrywać będą wskazówek z gospodarki USA po zaskakująco słabych wynikach badania ISM w sierpniu, które schłodziły oczekiwania na podwyżki w tym miesiącu (obecnie prawdopodobieństwo takiego scenariusza to ok. 28% wobec 32% tydzień temu). Naszym zdaniem, wciąż jest miejsce na spadek rentowności w tym tygodniu (nawet w kierunku sierpniowego minimum), zwłaszcza na długim końcu, jeśli Moody's nie zaskoczy negatywnie a dane z USA potwierdzą, że stopy Fed nie pójdą w górę w tym miesiącu. Powinno to być korzystne dla złotego.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (12 września)</b>							
14:00	PL	CPI	VIII	% r/r	-0,8	-0,8	-0,9
<b>WTOREK (13 września)</b>							
11:00	GE	Indeks ZEW	IX	pkt	56,0	-	57,6
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VII	mln €	-397	-367	-203
14:00	PL	Eksport	VII	mln €	13 910	13 665	15 218
14:00	PL	Import	VII	mln €	13 950	13 697	14 814
14:00	PL	Inflacja bazowa	VIII	% r/r	-0,4	-0,3	-0,4
<b>ŚRODA (14 września)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	-0,7	-	0,4
14:00	PL	Podaż pieniądza	VIII	% r/r	10,7	10,5	10,7
<b>CZWARTEK (15 września)</b>							
11:00	EZ	HICP	VIII	% r/r	0,2	-	0,2
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	VIII	% m/m	-0,1	-	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	259
14:30	US	Indeks Philly Fed	IX	pkt	1,0	-	2,0
15:15	US	Produkcja przemysłowa	VIII	% m/m	-0,2	-	0,7
<b>PIĄTEK (16 września)</b>							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VIII	% r/r	5,0	4,4	4,8
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VIII	% r/r	3,2	3,3	3,2
14:30	US	CPI	VIII	% m/m	0,1	-	0,0
16:00	US	Wstępny Michigan	IX	pkt	91,0	-	89,8

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

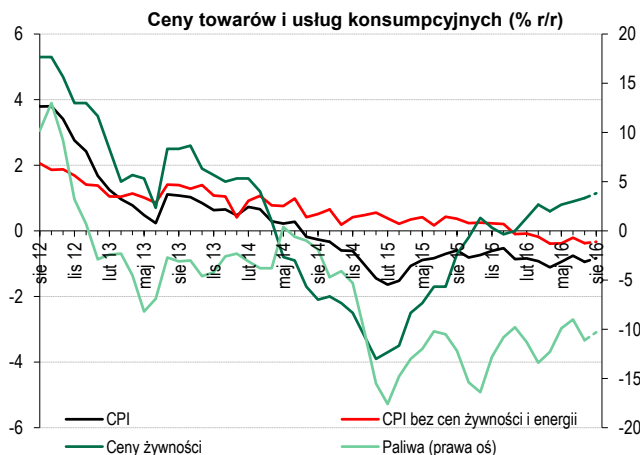
Marcin Sulewski 22 534 18 84

#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

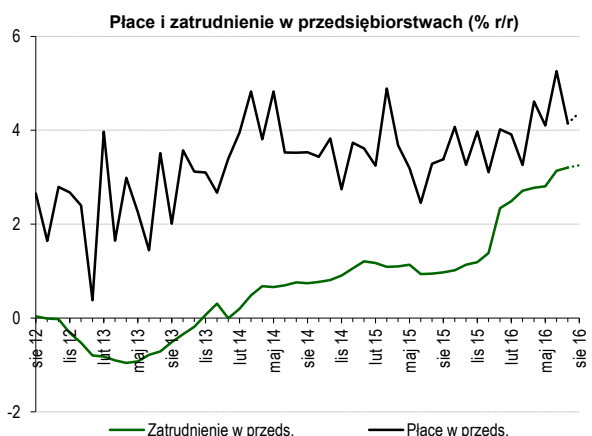
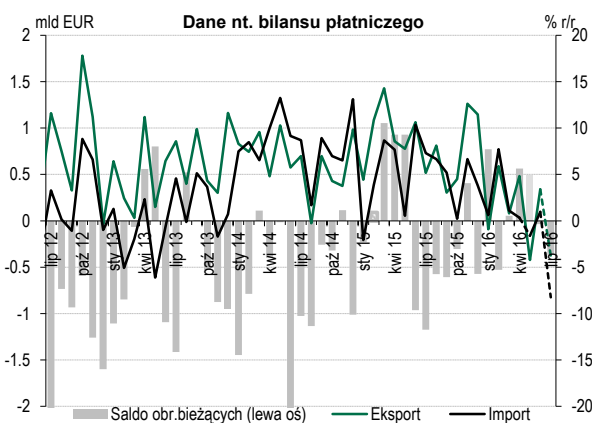
Wrocław 71 369 9400

**Wydarzenia nowego tygodnia – Deflacja słabnie, eksport też**

▪ Dane o inflacji nie będą raczej najważniejszą publikacją tygodnia. Naszym zdaniem odbicie w górę CPI do  $-0,8\%$  r/r wynikało nie tylko ze zmian cen żywności, w związku z czym inflacja bazowa również lekko wzrosła do  $-0,3\%$  r/r. W kolejnych miesiącach zobaczymy dalsze odbicie w górę.

▪ Dane o bilansie płatniczym za lipiec będą pierwszą wskazówką nt tego jak radzi sobie polski eksport w III kw. Słabe dane o produkcji przemysłowej i mocny spadek eksportu w Niemczech sugerują, że wyniki polskiego eksportu również były rozczarowujące.

▪ Dane z rynku pracy powinny potwierdzić pozytywne tendencje – solidny wzrost zatrudnienia i niezłą dynamikę płac (choć niższą niż w poprzednich miesiącach ze względu na efekt bazy), będące wsparciem dla dalszego przyspieszenia wzrostu popytu konsumpcyjnego.

**Ostatni tydzień w gospodarce – RPP nawet nie myśli o obniżkach stóp**

▪ Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych. Komunikat po posiedzeniu jest podobny do poprzedniego a najważniejszy fragment stanowi: „obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną”. Dodatkowo, według RPP, spadek inwestycji był tymczasowy (wynikał z niskiej absorpcji środków unijnych, inwestycje powinny przyspieszyć na początku 2017 r.), w gospodarce nie ma presji inflacyjnej, a deflacja nie wywiera jak dotąd negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych.

▪ Wygląda na to, że RPP nadal uważa, że polityka wyczekiwania jest obecnie najlepszym możliwym podejściem. Zapytany o pokusę obniżenia stóp by wspomóc wzrost gospodarczy Glapiński odrzucił taki pomysł i zaczął rozważać (odległy wszakże) scenariusz podwyżek stóp w sytuacji kiedy gospodarka przyspieszy a inflacja odbije do 1,5%. Podtrzymujemy prognozę, że stopy procentowe pozostaną bez zmian w 2016 i 2017 r.

▪ Członek RPP Marek Chrzanowski złożył dymisję z powodów osobistych. Chrzanowski nie był zwolennikiem łagodzenia polityki pieniężnej – w niedawnym wywiadzie stwierdził, że próba pobudzenia gospodarki obniżkami stóp może spowodować więcej zła niż dobrego. Dodał też, że w horyzoncie najbliższych kwartałów RPP może raczej rozważać podwyżkę stóp niż ich obniżkę. Co więcej, jego zdaniem stabilność sektora finansowego jest ważnym czynnikiem przy podejmowaniu decyzji o stopach (negatywne skutki obniżki stóp mogłyby przeważać nad korzyściami).

▪ Senat ma 3 miesiące na wybór następcy po odwołaniu członka RPP. Nie znamy kandydatów, więc trudno na razie spekulować, czy wybór zmieni układ głosów w RPP.

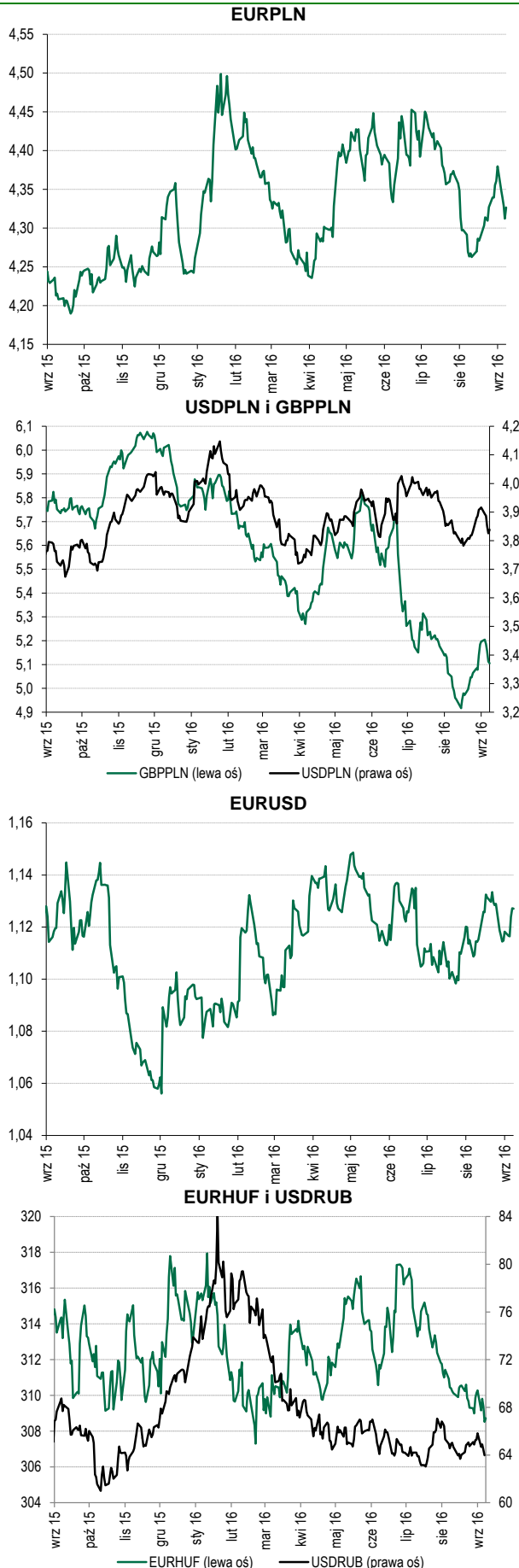
**Cytat tygodnia – Sorry, nic ciekawego się nie dzieje**

**Adam Glapiński, Prezes NBP, 7 września, PAP**

Wyniki się poprawiają w kolejnym kwartale, to raczej posuwa nas w kierunku przyszłych, oddalonych w czasie, podwyżek. Gdyby się pogarszały warunki, tempo wzrostu malało i była niepokojąca tendencja, to wtedy można by się nad [luzowaniem polityki] pochylić, ale nie ma takiej sytuacji. Osobiście, nie przychodzi mi do głowy możliwość, żebyśmy weszli w obniżki, tylko raczej myślę w którym momencie, np. pod koniec 2017 r., mogliśmy rozpocząć cykl podwyżek. Zmian zasadniczych [założeń polityki pieniężnej] nie ma. Co nie znaczy, że nie były przedmiotem dyskusji. Cel inflacyjny, który nie ulega zmianie, jest dobry jako wskaźnik, drogowskaz dokąd zmierzamy i jaką sytuację uważamy za dobrą. Marzyło nam się w tym roku 3,5-3,8%. Teraz zakładamy wzrost 3,1-3,3% na cały rok.

Jak powiedział prezes NBP Adam Glapiński na konferencji prasowej po posiedzeniu RPP, nic ciekawego się nie dzieje jeśli chodzi o politykę pieniężną. Obniżki stóp nie są na tapecie, o ile nie nastąpi mocny spadek aktywności ekonomicznej. Stabilny wzrost gospodarczy i rosnąca inflacja będą argumentami aby w końcu rozpocząć podwyżki stóp. RPP nie wydaje się przejęta ostatnimi danymi wskazującymi na słabszy wzrost gospodarczy, ponieważ spodziewa się, że to przejściowe spowolnienie. Pojawiła się wręcz sugestia, że statystyki się poprawiają, co wskazuje, że przedstawiciele banku centralnego pozostają optymistami jeśli chodzi o perspektywy polskiej gospodarki. W komunikacie RPP pominięto ostatnie rozczarowujące dane z polskiego przemysłu ( $-3,4\%$  r/r w lipcu) oraz ostatnie słabe dane z Niemiec, które naszym zdaniem poddają w wątpliwość hipotezy o przyspieszeniu wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach.

## Rynek walutowy – Dane ze świata w centrum uwagi po decyzji Moody's



### Dane ze świata w centrum uwagi po decyzji Moody's

W zeszłym tygodniu złoty był piątą najlepszą walutą spośród walut wschodzących do euro i dolara. EURPLN spadł do 4,30 z 4,36 dzięki nadziejom, że Moody's nie zmieni ratingu Polski i dobremu nastrojowi panującemu na globalnym rynku (dzięki mniejszym szansom na szybkie podwyżki stóp Fed po danych z rynku pracy opublikowanych w zeszły piątek). Aprecjacja złotego zatrzymała się po tym jak EBC nie zmienił parametrów polityki pieniężnej, co rozczarowało inwestorów i EURPLN odbił do ok. 4,33.

Na koniec tego tygodnia Moody's ogłosi decyzję o polskim ratingu i perspektywie (obecnie na A2 z perspektywą negatywną). Uważamy, że pozytywna reakcja na brak zmiany ratingu (co jest naszym scenariuszem bazowym) może być tylko przejściowa i złoty nie będzie dalej zyskiwał w kolejnych tygodniach.

Niezależnie, na początku nowego tygodnia nastroj może być pod wyraźnym wpływem decyzji agencji ratingowej. Kolejne sesje powinny jednak przebiegać w takt zmian globalnego nastroju, bowiem poznamy ważne dane z Niemiec i USA, a w pierwszej części tygodnia głos zabierze kilku członków FOMC.

W tym tygodniu poznamy sporo danych z Polski, ale nie powinny one przykuć uwagi inwestorów bowiem finalna sierpniowa inflacja nie będzie się raczej istotnie różnić od wstępnego szacunku, nasza prognoza deficytu na rachunku obrotów bieżących jest bliska konsensowi (choć słaby eksport może wyrzucić pewną negatywną presję na złotego), a dane z rynku pracy zazwyczaj nie mają wpływu na rynek. Ważne poziomy dla kursu EURPLN to wsparcie na 4,30 i opór na 4,36 (kolejne na 4,40).

### EBC i dane z USA umacniają euro

Euro zyskało w minionym tygodniu do dolara dzięki słabym danym z USA o indeksie ISM dla usług i braku poluzowania polityki pieniężnej przez EBC. W efekcie, EURUSD wzrósł powyżej 1,13 osiągając nowe wrześniowe maksimum.

Szanse na podwyżkę stóp procentowych Fed w tym roku spadły po ostatnich danych z USA osłabiając dolar. W najbliższych dniach poznamy sporo istotnych odczytów z największej gospodarki świata, a kilku członków FOMC wypowiadać się będzie na początku tygodnia, więc kwestia polityki pieniężnej Fed może ponownie grać główną rolę na rynku. Jednocześnie, widzimy ograniczony potencjał do umocnienia dolara po ostatniej decyzji EBC i kurs EURUSD powinien pozostać powyżej 1,112 w kolejnych dniach. Ważny opór jest na ok. 1,135.

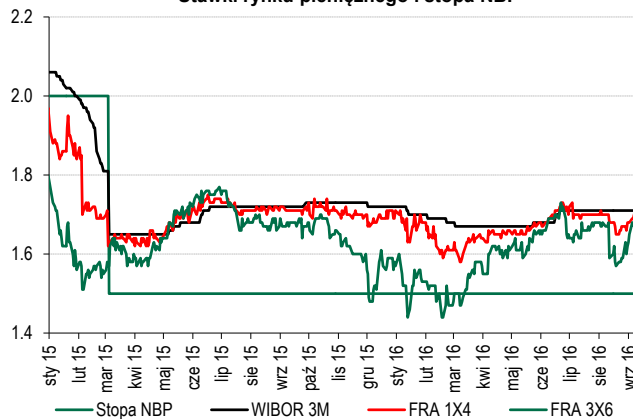
### Rubel stabilny w oczekiwaniu na decyzję banku centralnego

EURHUF spadł w zeszłym tygodniu chwilowo poniżej 308, a USDRUB pozostał blisko 64.

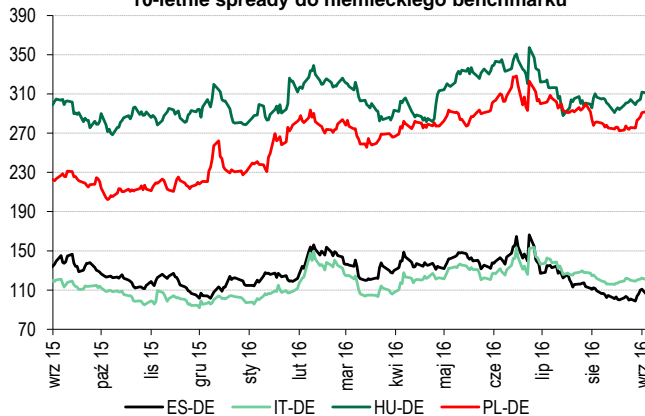
Bank centralny Rosji (CBR) ogłosił w piątek decyzję ws. stóp procentowych i rynek oczekuje cięcia o 50 pb do 10%. W lipcu CBR pozostawił stopy bez zmian, ale zapowiedział, że cięcia są możliwe jeśli inflacja będzie dalej spadać zgodnie z jego prognozami. Sierpniowy roczny CPI spadł do 6,9% z 7,2%. Bank centralny spodziewa się osiągnąć cel na poziomie 4% do końca przyszłego roku. W ostatnich miesiącach pojawiło się sporo wypowiedzi sugerujących, że rubel jest zbyt silny, co też uzasadnia kolejne obniżki stóp.

## Rynek stopy procentowej – Duża zmienność na rynku

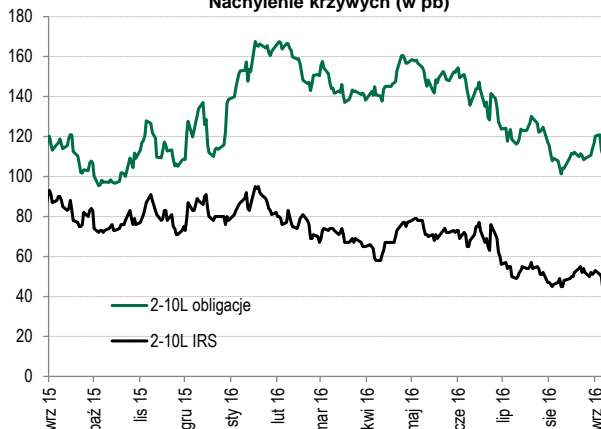
### Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



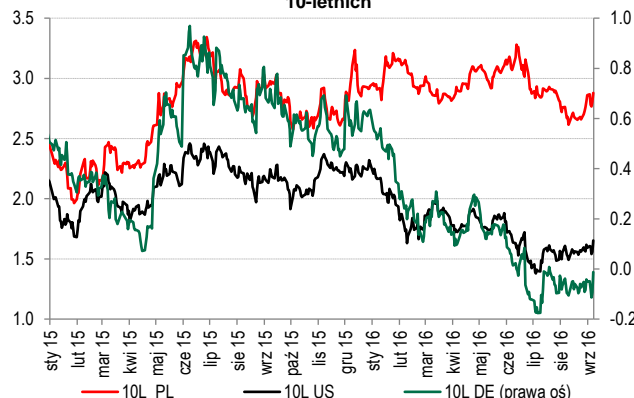
### 10-letnie spready do niemieckiego benchmarku



### Nachylenie krzywych (w pb)



### Rentowność polskich, niemieckich i amerykańskich obligacji 10-letnich



## Rynek po presją krajowej RPP i EBC

W minionym tygodniu sytuacja na rynku stopy procentowej była dość zmienna. Tydzień rozpoczął się od osłabienia długu, co było kontynuacją trendu z końca poprzedniego tygodnia, kiedy to dług stracił na spekulacjach, że Moody's może obniżyć rating Polski (po komentarzach wicepremiera). W kolejnych dniach rentowności i stawki IRS mocno spadły, by ponownie wzrosnąć w efekcie bardziej jastrzębiej niż oczekiwano retoryki RPP oraz rozczarowującej decyzji EBC (wzrost rentowności na rynkach bazowych). W efekcie środków i długi koniec krzywych powróciły na chwilę do poziomów obserwowanych przed ostatnią aukcją i na koniec tygodnia rentowność 10-latków była o 2pb wyższa w porównaniu do poziomu sprzed tygodnia. W tym samym czasie krótki koniec krzywych przesunął się w górę w wyniku sugestii RPP, że kolejny ruch stóp (choć odległy) to będzie podwyżka.

Miary ryzyka (asset swap spread oraz spread wobec niemieckich obligacji) obniżyły się w minionym tygodniu, w tym spread vs Bund dla sektora 10L zacieśnił się nieznacznie do ok. 290 pb. Co więcej, obie krzywe rentowności i IRS spłaszczyły się dość znacząco, gdyż długi koniec zachowywał się lepiej niż krótki koniec krzywych. Jednak po decyzji EBC nastąpiła korekta i w ostatnich dwóch dniach tygodnia nastąpiło nieznaczne wystromienie krzywych w wyniku większego osłabienia na środku i długim końcu niż na krótkim końcu.

Na rynku pieniężnym, stawki FRA wzrosły znacząco, podczas gdy stawki WIBOR pozostały stabilne. Wzrost stawek FRA był efektem jastrzębich sygnałów z RPP. W efekcie inwestorzy wycofali się z oczekiwań na obniżki stóp i obecnie oczekują, że stopy pozostaną stabilne przez najbliższe dwa lata.

## Decyzja Moody's i dane makro kluczowe

Początek tygodnia będzie (przynajmniej tymczasowo) pod wpływem decyzji Moody's (jej ogłoszenie nastąpi w piątek po zamknięciu sesji). Wciąż oczekujemy, że Moody's utrzyma rating Polski na niezmiennym poziomie i taka decyzja powinna być wspierająca dla długu. Jednakże w przypadku obniżenia ratingu, negatywna reakcja rynku powinna być raczej krótkotrwała, bo część inwestorów uzna niższe ceny (szczególnie przy słabszym złotym) za atrakcyjne do zakupów. Z podobnym scenariuszem mieliśmy do czynienia w styczniu, kiedy S&P obniżył rating.

W tym tygodniu poznamy pierwsze dane z krajowej gospodarki. Jednak, reakcja rynkowa na te dane może być niewielka, gdyż sądzimy, że ostateczny odczyt sierpniowej inflacji potwierdzi wstępne dane na -0,8% r/r. O ile dane z rynku pracy oraz o podaży pieniądza M3 są obecnie neutralne dla rynku, to lipcowe dane o bilansie płatniczym (głównie dane o eksporcie) mogą przyciągnąć uwagę inwestorów oraz zwiększyć zmienność na rynku.

Podsumowując, zmiany na krajowym rynku długu w ostatnich dniach wskazują, że inwestorzy wykorzystają osłabienie rynku do kupna obligacji. W naszej ocenie, wciąż jest miejsce do spadku rentowności (nawet w kierunku sierpniowych minimów), w szczególności na długim końcu jeśli publikowane w tym tygodniu dane makro z USA potwierdzą brak obniżki stóp przez Fed na wrześniowym posiedzeniu. Odbicie na krótkim końcu krzywych może być mniej wyraźne, gdyż jastrzębie sygnały z RPP ograniczają oczekiwania na poluzowanie polityki monetarnej w naszym kraju.

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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)