

TYGODNIK EKONOMICZNY

3 lipca – 9 lipca 2017

W ostatnim tygodniu byliśmy świadkami wielu jastrzębich sygnałów z banków centralnych. Zaczęło się od wypowiedzi Mario Draghiego z EBC, który zasugerował zbliżające się zacieśnienie polityki pieniężnej w strefie euro. Wprawdzie potem pojawiły się głosy z EBC, że Draghi został źle zrozumiany przez rynek, ale nie powstrzymało to wyprzedaży obligacji i akcji.

Ten tydzień wygląda obiecująco, a w kalendarzu znajdziemy sporo ważnych danych, w tym PMI, zamówienia w niemieckim i amerykańskim przemyśle, a także zatrudnienie w USA. Rynki zwracają szczególną uwagę na sygnały z banków centralnych, więc ważne mogą być także minutes EBC i FOMC. W Polsce zobaczymy PMI oraz posiedzenie RPP. NBP opublikuje nową projekcję inflacyjną, ale naszym zdaniem ten dokument nie zmieni zasadniczo perspektyw polityki pieniężnej w Polsce.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (3 lipca)							
9:00	PL	PMI – przemysł	VI	pkt	-	54,2	52,7
9:00	HU	PMI – przemysł	VI	pkt	-	-	62,1
9:30	CZ	PMI – przemysł	VI	pkt	-	-	56,4
9:55	DE	PMI – przemysł	VI	pkt	59,4	-	59,3
10:00	EZ	PMI – przemysł	VI	pkt	57,0	-	57,3
16:00	US	ISM – przemysł	VI	pkt	55,0	-	54,9
WTOREK (4 lipca)							
ŚRODA (5 lipca)							
09:55	DE	PMI – usługi	VI	pkt	--	--	53,7
10:00	EZ	PMI – usługi	VI	pkt	--	--	54,7
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	V	% r/r	--	--	2,50
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	V	% m/m	-0,50	--	-0,20
16:00	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	V	% m/m	--	--	-1,10
20:00	US	Minutes FOMC	14.VI		--	--	--
	PL	Decyzja RPP			1,50	1,50	1,50
CZWARTEK (6 lipca)							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	V	% m/m	--	--	-2,10
11:30	PL	Aukcja obligacji					
13:30	EZ	Minutes EBC	8.VI				
14:15	US	Raport ADP	VI	tys.	183	--	253
16:00	US	ISM – usługi	VI	pkt	56,5	--	56,9
PIĄTEK (7 lipca)							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	--	--	0,80
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	V	% r/r	--	--	-2,50
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	VI	tys.	180	--	138
14:30	US	Stopa bezrobocia	VI	%	4,30	--	4,30
	HU	Rewizja ratingu przez Moody's					
	PL	Rewizja ratingu przez Fitch					

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>

Piotr Bielski 22 534 18 87

Marcin Luziński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Izabela Sajdak, CFA 22 534 18 86

Marcin Sulewski 22 534 18 84

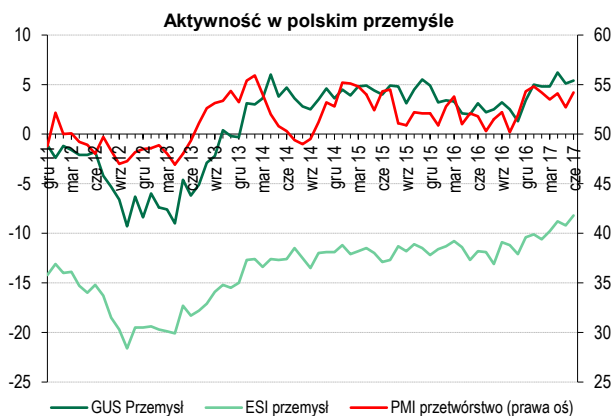
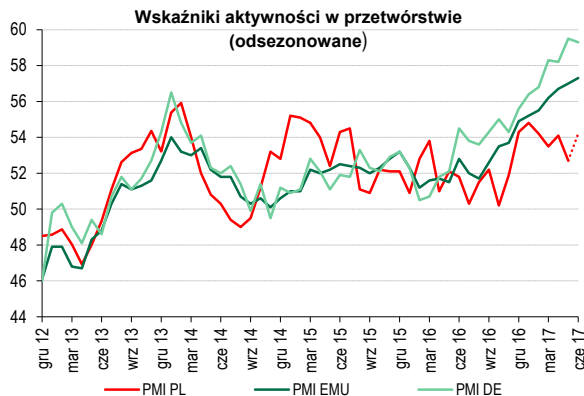
DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – PMI, RPP i rewizja ratingu



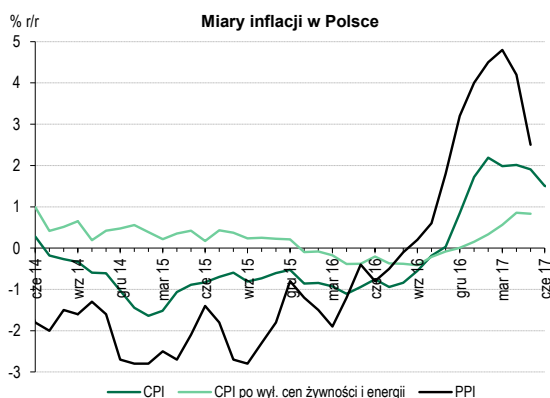
■ Wskaźniki PMI w naszym regionie wypadły słabo w maju a różnice wobec wskaźników nastrojów dla Zachodniej Europy są już historycznie duże. Może więc teraz dojść do wyraźnej poprawy, zwłaszcza, że wstępny odczyt dla Niemiec i strefy euro za czerwiec wypadł lepiej niż oczekiwano. Zobaczymy też realne dane z Niemiec (zamówienia, produkcja) co pozwoli lepiej ocenić szanse krajów naszego regionu na utrzymanie solidnego tempa aktywności gospodarczej. Wskaźniki koniunktury opracowywane przez Komisję Europejską oraz przez GUS poprawiły się względem maja co dobrze wróży indeksowi PMI dla polskiego przemysłu.

■ Rada Polityki Pieniężnej, która ma w tym tygodniu posiedzenie, nie przyłączy się raczej do zaskakująco jastrzębich głosów bankierów centralnych, którzy wystąpili na forum EBC w Sintrze, nawet jeśli taki ruch wykonał czeski bank centralny (zapowiadając że w III kw. 2017 podniesie stopy o ile nie dojdzie w międzyczasie do wyraźnej aprecjacji korony). Według agencji Bloomberg konsensus analityków na termin pierwszej podwyżki stóp w Polsce przesunął się z III kw. 2018 na IV kw 2018. RPP dostanie teraz nową projekcję, najprawdopodobniej z wyższą ścieżką PKB, ale z inflacją wciąż poruszającą się poniżej celu 2,5% do końca 2019 roku. W efekcie, Rada może pozostać nieczuła na lepsze perspektywy wzrostu gospodarczego.

■ Fitch będzie rewidował rating Polski, ważąc poprawę wyników gospodarki i budżetu centralnego oraz odnowienie napięć na linii z Komisją Europejską, które w dłuższej perspektywie może odbić się na dostępie Polski do funduszy UE. Zadłużenie zagraniczne Polski spadło w I kw. z 76% PKB do 72,2%, co też może mieć znaczenie dla opinii Fitch.

■ Ważne będą też publikacje minutes z Fed i EBC oraz raport nt. amerykańskiego rynku pracy.

Ostatni tydzień w gospodarce – Dalszy spadek inflacji



■ Szacunek czerwcowej inflacji pokazał spadek z 1,9% r/r do 1,5% a nie do 1,7% jak zakładał rynek oraz my. Do szczytu z lutego (2,2%) jest już całkiem daleko, a skala zaskoczenia w czerwcu sprawia, że pełny raport GUS (11 lipca) będzie bardzo wyczekiwaną publikacją. Według naszych wyliczeń tak niski odczyt CPI będzie trudny do osiągnięcia bez spadku inflacji bazowej. Wzrost cen żywności (zwłaszcza mięsa i owoców) został prawdopodobnie zrównoważony spadkiem cen paliwa i niższymi stawkami za roaming. Naszym zdaniem CPI utrzyma się w okolicy 1,5% w nadchodzących miesiącach i obniży się do ok. 1,2% w grudniu. Inflacja bazowa pozostanie latem nisko i wzrośnie do 1% pod koniec 2017 r.

■ Stopa bezrobocia obniżyła się w maju do 7,4%, zgodnie z naszymi prognozami i poniżej szacunku Ministerstwa Pracy na 7,5%. Z kolei kwartalne dane o bilansie płatniczym zasugerowały ryzyko rewizji w górę odczytu PKB za I kw.

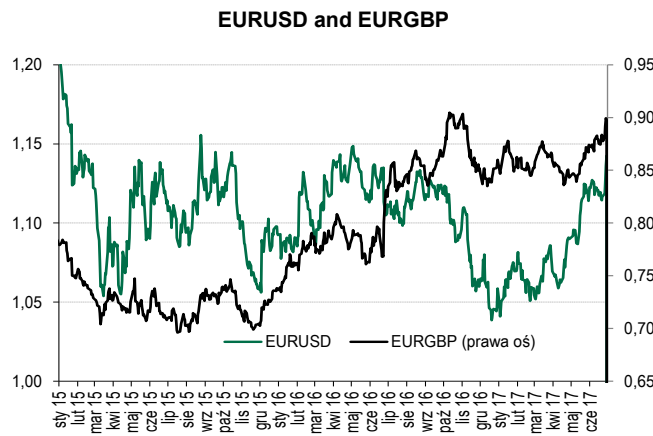
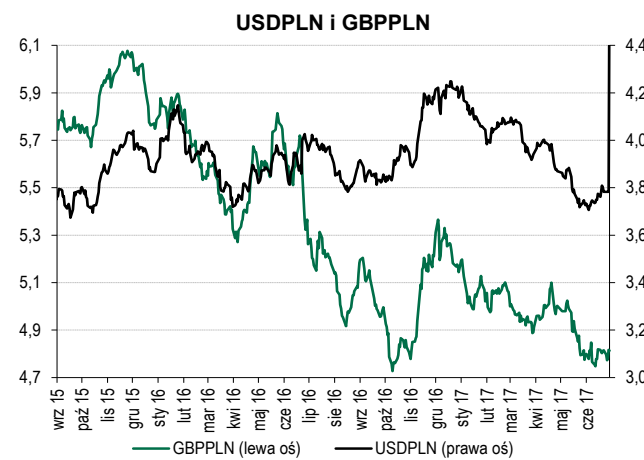
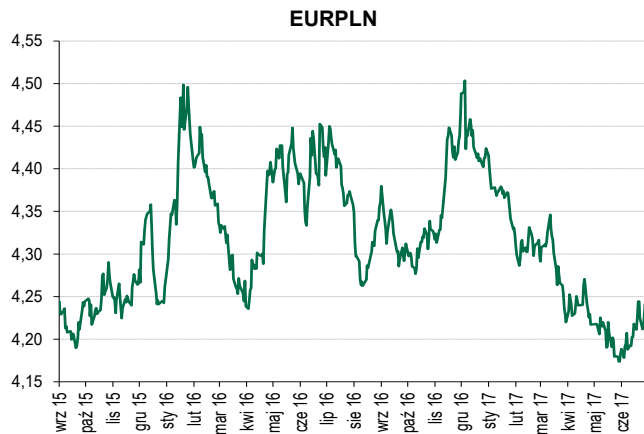
Cytat tygodnia – Co Fitch powie na silny wzrost PKB i poprawę sytuacji fiskalnej?

Fitch, komunikat z 13 stycznia

Rating Polski 'A-' jest wspierany solidnymi fundamentami makro. (...) Fitch oczekuje, że wzrost PKB przyspieszy do 3,0% w 2017 r. i 3,2% w 2018 (...). Agencja spodziewa się deficytu fiskalnego na poziomie 3,0% PKB w 2017 (...). Niepewność nt. popytu ze strony głównych partnerów handlowych Polski w UE (80% polskiego eksportu) oraz potencjalny negatywny wpływ zwiększonej niepewności nt. polityki gospodarczej i napięć politycznych na inwestycje są głównymi ryzykami dla perspektywy. (...) Kontynuacja szybkiego wzrostu PKB, wspierającego konwergencję dochodów w stronę mediany dla krajów z kategorią 'A' mogłaby spowodować pozytywną decyzję ratingową.

Fitch utrzymuje polski rating na poziomie A- z perspektywą stabilną bez zmian od 2013 r. Agencja nie pogorszyła nam oceny w 2016 r., więc nie ma potrzeby odwracania tego ruchu teraz. Prognozy ekonomiczne dla Polski ze stycznia z pewnością wymagają rewizji w górę – konsensus rynkowy dla PKB jest obecnie na poziomie 3,8% w 2017 i 3,5% w 2018, a dla tegorocznego deficytu fiskalnego na 2,7% PKB. Ożywienie gospodarcze w UE istotnie osłabia jeden z wymienianych wcześniej czynników ryzyka. Biorąc pod uwagę, że Fitch był w przeszłości mniej aktywny od innych agencji, uważamy, że tym razem również nie dokona żadnych zmian oceny ratingowej.

Rynek walutowy – Złoty powinien wrócić do formy



Lipiec miesiącem umocnienia złotego

▪ Jastrzębie komentarze z globalnych banków centralnych w zeszłym tygodniu wpłynęły na wzrost zmienności złotego, który poruszał się w szerokim przedziale 4,20-4,25. Wzrost awersji do ryzyka na świecie spowodował osłabienie walut regionu CEE w czerwcu.

▪ W poprzednim tygodniu pisaliśmy, że w lipcu złoty podlega zwykle dość silnej sezonowości. Uważamy, że środowowa decyzja RPP będzie neutralna dla krajowej waluty, ponieważ Rada zdołała przekonać rynki, że stopy procentowe nie zmienią się do końca 2018/początku 2019.

▪ W nadchodzącym tygodniu opublikowane zostaną dane o polskim PMI. Spodziewamy się, że lepszy od oczekiwań odczyt wesprze złotego. W piątek agencja Fitch opublikuje swoją rewizję oceny kredytowej dla Polski, która naszym zdaniem będzie neutralna dla złotego i polskich aktywów.

Draghi rozpałił euro

▪ Euro znacząco zyskało do dolara w tym roku, a obecnie kurs EURUSD jest nieznacznie powyżej 1,14. Euro zyskało ostatnio w związku z tym, że inwestorzy zaczęli wyceniać zacieśnienie polityki pieniężnej w strefie euro po zeszłotygodniowych jastrzębich komentarzach Mario Dragiego.

▪ Dolar osunął się do najniższego poziomu wobec euro od października 2016 r. w związku z oczekiwaniami rynku na kolejne sygnały Rezerwy Federalnej o ścieżce podwyżek stóp procentowych do końca roku. Presja na dolara rośnie w związku ze niemocą administracji Trumpa w kwestii przegłosowania zapowiadanych przez niego reform.

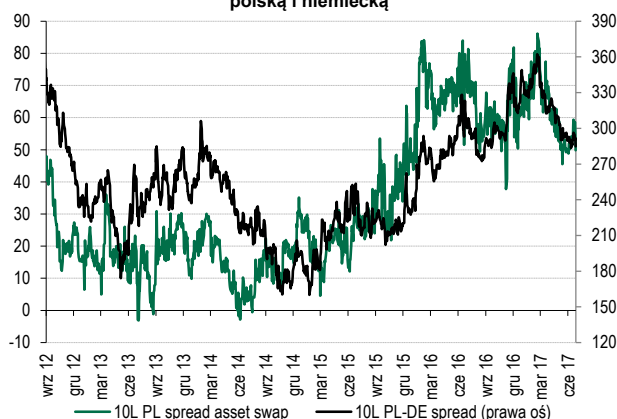
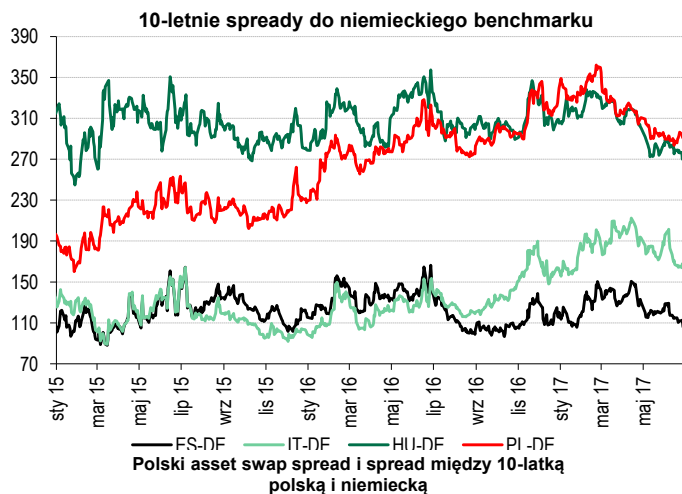
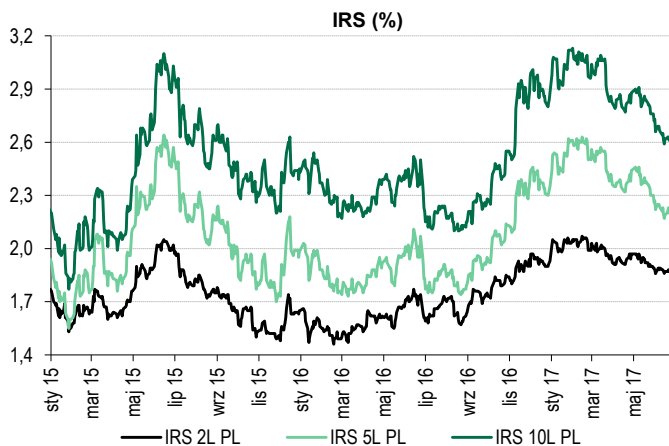
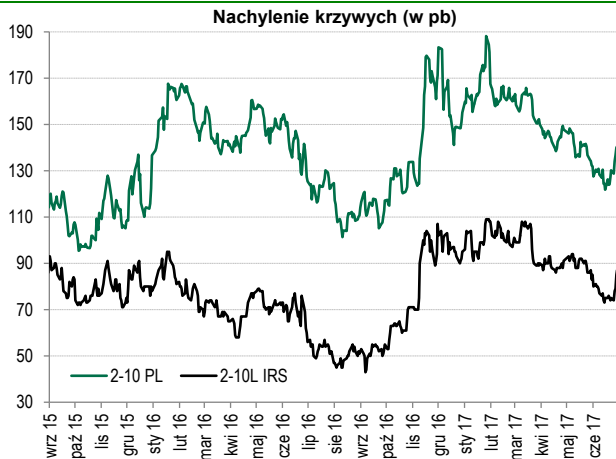
Czeski bank centralny zapowiada podwyżkę stóp w III kw.

▪ Czeski bank centralny (CNB) utrzymał główną stopę procentową bez zmian w zeszłym tygodniu (0,05%) i zasygnalizował podwyżki stóp procentowych w III kw. i w 2018 r. Będą one głównie zależeć od napływających danych makro i kursu korony. Zgodnie z najnowszą projekcją, inflacja w Czechach pozostanie w górnym przedziale odchyłek od celu inflacyjnego w 2017 r. CPI spadnie blisko 2% na początku 2018 r. i pozostanie blisko celu w ciągu roku. Rada oceniła, że istnieje istotne ryzyko w górę dla obecnej prognozy.

▪ W II kw. 2017 r. czeska korona była najlepszą walutą wobec euro. Uważamy, że ożywienie w czeskiej gospodarce będzie wspierać koronę w średniej-dłuższej perspektywie. Kurs walutowy pozostaje istotnym źródłem niepewności dla polityki pieniężnej w Czechach, gdyż tamtejszy bank centralny szacuje, że aprecjacja korony o 1% daje podobny efekt jak podwyżka stóp o 25pb. Jednak w nadchodzących kwartałach czeska waluta może być nieco słabsza. Warto przypomnieć, że zniesienie dolnego ograniczenia kursu EURCZK było powszechnie oczekiwane (choć termin zaskoczył), w związku z tym czescy eksporterzy zawnazę zabezpieczyli kurs wymiany na wyższych poziomach. Będzie to miało wpływ na spadek popytu na koronę w nadchodzących kwartałach. Ponadto, 46,09% czeskich obligacji jest w rękach nierezydentów.

▪ Rubel był ostatnio dość stabilny. Pomimo wzrostu cen ropy naftowej, USDRUB utrzymał się blisko 59 a umocnienie rubla jest powstrzymywane przez słabe nastroje rynkowe i niższy popyt globalny na aktywa gospodarek wschodzących.

Rynek stopy procentowej – Globalna wyprzedaż uderzyła w polski dług



Jastrzębie sygnały osłabiają polski rynek długu

W poprzednim tygodniu polska krzywa rentowności wystromiła się a długi koniec stracił aż 7 pb. Czerwiec był drugim w tym roku miesiącem osłabienia na polskim rynku obligacji (w styczniu ceny spadły o 7%). Obecnie 10-letnia rentowność jest bliska 3,30% i uważamy, że w lipcu obniży się do ok. 3,10% a spread do niemieckiej obligacji utrzyma się na 290-300 punktów bazowych.

Krzywa IRS poruszała się w ślad za krzywą obligacyjną. Stawki WIBOR pozostały bez zmian, a spread asset swap zacieśnił się do 50 pb.

Jastrzębie komentarze Janet Yellen i Mario Draghiego spowodowały wzrost rentowności Bundów i Treasuries, odpowiednio o 19 i 14 pb.

Inflacja w strefie euro wzrosła do 1,1% r/r w czerwcu z 0,9% r/r w maju, co sugeruje ryzyko w górę w kolejnych miesiącach. Najwyższe od 10 lat odczyty wskaźnika ESI dla strefy euro sugerują, że presja inflacyjna rośnie, co przybliży perspektywę zacieśnienia polityki przez EBC.

Nierezydenci sprzedawali polskie papiery w maju

Ministerstwo Finansów poinformowało, że w lipcu nie odbędzie się żadna aukcja obligacji. Na III kw. 17 zaplanowano podaż w wysokości 3-10 mld zł, w IV kw. ma być wyższa. Ministerstwo chce w ramach prefinansowania zabezpieczyć ok. 20-30% potrzeb pożyczkowych brutto na 2018 r. Na IV kw. 2017 r. zaplanowano aukcje zamiany, a celem tego działania jest zmniejszenie wartości wykupów w 2018 r. (109,1 mld zł). Ponadto, w przyszłym roku Ministerstwo Finansów musi wykupić obligacje denominowane w walutach obcych za odpowiednio 1,03 mld CHF, 2,25 mld EUR i 50 mld JPY.

Według danych Ministerstwa Finansów, w maju inwestorzy zagraniczni sprzedali polskie obligacje o wartości ok. 0,5 mld zł a wartość ich portfela spadła do 209,5 mld zł. Duration ich portfela utrzymało się jednak na historycznym rekordzie 4,84.

Zagraniczne banki komercyjne sprzedały obligacje o wartości 1,25 mld zł a wartość ich portfela to 6,1 mld zł, najniżej od kiedy dostępne są porównywalne dane (kwiecień 2004 r.). Banki centralne i fundusze inwestycyjne zmniejszyły swoją ekspozycję odpowiednio o 718 mld zł i 465 mln zł. Po stronie popytowej ustawiły się instytucje publiczne, które zakupiły polski dług warty 1,35 mld zł.

Z punktu widzenia struktury geograficznej, nierezydenci z Europy ale spoza UE kupili obligacje o wartości 1,4 mld zł, a inwestorzy z Azji o wartości 386 mln zł. Z kolei inwestorzy z Unii Europejskiej sprzedali obligacje za 3,2 mld zł.

Fitch w centrum uwagi

W czerwcu polska inflacja CPI obniżyła się do 1,5% z 1,9% w maju. Naszym zdaniem inflacja w kolejnych miesiącach będzie oscylowała w okolicy czerwcowego odczytu. W sytuacji gdy inflacja jest blisko dolnego krańca dopuszczalnych odchyleń od celu, trudno spodziewać się zmiany retoryki RPP. W związku z tym środowisko posiedzenia RPP powinno być raczej neutralne dla polskiej waluty i rynku obligacji.

7 lipca agencja Fitch przedstawi aktualizację polskiego ratingu, prawdopodobnie po zakończeniu sesji. Uważamy że to wydarzenie będzie dla rynku neutralne.

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., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl