

TYGODNIK EKONOMICZNY

10 lipca – 16 lipca 2017

Inwestorzy na świecie wciąż obawiają się zwrotu w kierunku mniej ekspansywnej polityki głównych banków centralnych – stąd trwająca wyprzedaż na rynkach akcji i obligacji. Tymczasem w polskiej polityce pieniężnej nadal „pachnie stabilnością”, jak powiedział na środowej konferencji prasowej szef NBP Adam Glapiński. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, zmiany w projekcjach NBP dot. wzrostu gospodarczego i inflacji nie były znaczące i stanowisko RPP dot. perspektyw polityki pieniężnej również się nie zmieniło. Polityka banków centralnych pozostaje w centrum uwagi, w związku z czym pilnie śledzone będą kolejne wypowiedzi przedstawicieli Fed i EBC (m.in. wystąpienie Yellen przed Kongresem w środę) oraz dane inflacyjne publikowane w najbliższych dniach (w USA, ale też w Polsce i innych krajach CEE).

W tym tygodniu dowiemy się co stało za zaskakująco silnym spadkiem krajowej inflacji w czerwcu. Według nas nie obyło się bez spadku inflacji bazowej. Spadek inflacji wyraźnie poniżej 2% może się jednak okazać dość krótkotrwały, ponieważ już niebawem może się pojawić silny impuls w drugą stronę. Do Sejmu wpłynął projekt ustawy wprowadzającej nową „opłatę drogową”, którego efektem będzie wzrost cen paliw o 25 gr/litr, być może już od września. Majowe dane o bilansie płatniczym powinny według nas pokazać wyraźne przyspieszenie eksportu i importu oraz wynik na rachunku obrotów bieżących sporo wyższy niż oczekuje rynek (co może lekko wesprzeć złotego).

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (10 lipca)							
8:00	DE	Eksport	V	% m/m	-	-	0,9
WTOREK (11 lipca)							
9:00	HU	CPI	VI	% r/r	2,0	-	2,1
14:00	PL	CPI	VI	% r/r	1,5	1,5	1,9
ŚRODA (12 lipca)							
9:00	CZ	CPI	VI	% r/r	2,3	-	2,4
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	-	-	0,5
14:00	PL	Inflacja bazowa	VI	% r/r	0,8	0,6	0,8
20:00	US	Beżowa księga Fed					
CZWARTEK (13 lipca)							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	248
PIĄTEK (14 lipca)							
14:00	PL	Rachunek obrotów bieżących	V	mIn €	247	609	-275
14:00	PL	Eksport	V	mIn €	16 083	16 449	15 176
14:00	PL	Import	V	mIn €	16 182	16 397	15 090
14:30	US	CPI	VI	% m/m	0,1	-	-0,1
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	VI	% m/m	0,1	-	-0,3
15:15	US	Produkcja przemysłowa	VI	% m/m	0,3	-	0,0
16:00	US	Wstępny indeks Michigan	VII	pkt	-	-	95,1

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

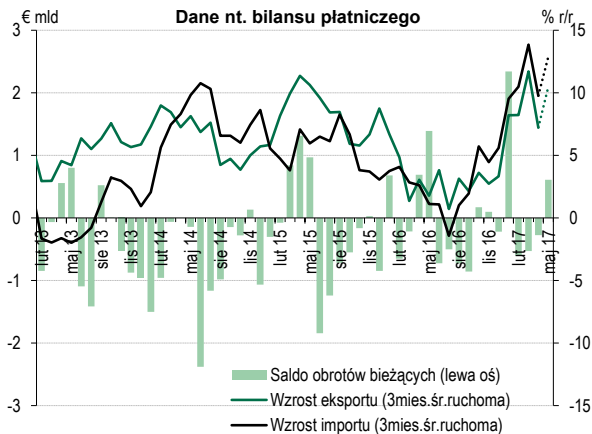
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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 SKARBU:

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

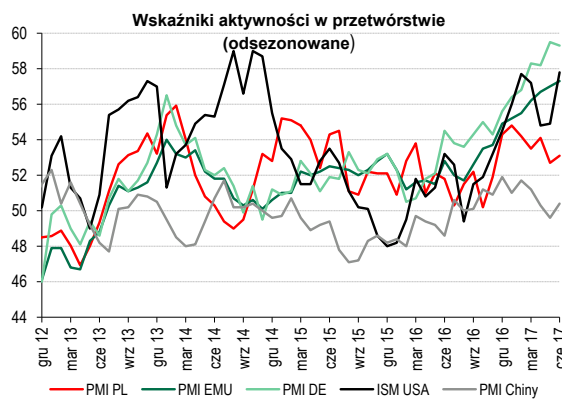
Wydarzenia najbliższego tygodnia – CPI i bilans płatniczy



▪ Wstępny odczyt czerwcowej inflacji zaskoczył spadkiem do 1,5% r/r z 1,9% w maju. Naturalne podejrzenie jeśli chodzi o źródło niespodzianki kieruje się w stronę niższych cen żywności, ale według naszych szacunków tak niski odczyt CPI byłby trudny do osiągnięcia bez spadku inflacji bazowej. Spadek inflacji w czerwcu może oznaczać niższą ścieżkę CPI na resztę roku (potencjalnie ze spadkiem w grudniu do ok. 1,2% r/r), choć jeśli wejdzie nowa opłata drogowa, może podbić CPI w górę o ok. 0,4pp. Po inflacji bazowej spodziewamy się jednak w kolejnych miesiącach wznowienia tendencji wzrostowej – m.in. przez rosnące napięcia na rynku pracy.

▪ Majowe dane o bilansie płatniczym mogą pokazać przyspieszenie eksportu i importu do dwucyfrowego tempa r/r. Zakładamy też pokaźną, wyższą niż konsensus nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących. Wysokie tempo eksportu i importu powinno się utrzymać w kolejnych miesiącach.

Ostatni tydzień w gospodarce – PMI trochę wyżej, odrobinę podwyższona projekcja PKB



▪ Czerwcowy PMI dla przemysłu wzrósł z 52,7 pkt do 53,1 pkt, wyraźnie poniżej oczekiwań. Oznacza, on że ujemna luka między nastrojami w Polsce i strefie euro pozostaje dość wysoka. Z raportu PMI wyłania się pozytywny obraz ze znacznym odbiciem krajowych zamówień (był to składnik odpowiedzialny za negatywne zaskoczenie w poprzednim odczycie). Obecnie produkcja i nowe zamówienia nadal rosną, a negatywna niespodzianka wynikała z osłabienia subindeksu zatrudnienia (wskazującego na najniższy wzrost w ciągu prawie 3 lat). Potwierdza to, że na rynku pracy w Polsce panuje duże napięcie, co może stanowić wąskie gardło dla dalszej ekspansji, a przynajmniej ograniczać wzrosty PMI (inne wskaźniki zatrudnienia też wyhamowują).

▪ Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych, tak jak oczekiwano. Nowa projekcja banku centralnego pokazała wyższy niż poprzednia wzrost PKB na rok 2017 oraz powrót do starej ścieżki wzrostu w kolejnych dwóch latach. Za to projekcja inflacji została delikatnie obniżona w roku 2017 a dalsze dwa lata wyglądają niemal identycznie jak w projekcji marcowej. Ton komunikatu RPP pozostał łagodny, tak jak zakładaliśmy.

▪ Ogólnie, nasze oczekiwania odnośnie krajowej polityki pieniężnej nie uległy zmianie. Nadal jest bardzo prawdopodobne, że stopy procentowe w Polsce pozostaną stabilne niemal do końca 2018 r.

	Wzrost PKB			
	lip 16	lis 16	mar 17	lip 17
2017	2,4÷4,5	2,6÷4,5	3,4÷4,0	3,4÷4,7
2018	2,1÷4,3	2,2÷4,4	2,4÷4,5	2,5÷4,5
2019	-	-	2,3÷4,4	2,3÷4,3
	Inflacja CPI			
	lip 16	lis 16	mar 17	lip 17
2017	0,3÷2,2	0,5÷2,0	1,6÷2,5	1,6÷2,3
2018	0,3÷2,6	0,3÷2,6	0,9÷2,9	1,1÷2,9
2019	-	-	1,2÷3,5	1,3÷3,6

Cytat tygodnia – Polska pachnie stabilnością

Adam Glapiński, prezes NBP, 5 lipca 2017

Z ogromnym prawdopodobieństwem mogę powiedzieć, że w 2018 stopy nie ulegną zmianie, co nie znaczy że nie spodziewam się w Radzie dyskusji, mogą się rozpocząć w 2H18. (...) Nie grożą nam nierównowagi, inflacja pozostaje stabilna. (...) Polska pachnie i tchnie stabilnością.

Eugeniusz Gatnar, prezes NBP, 5 lipca 2017

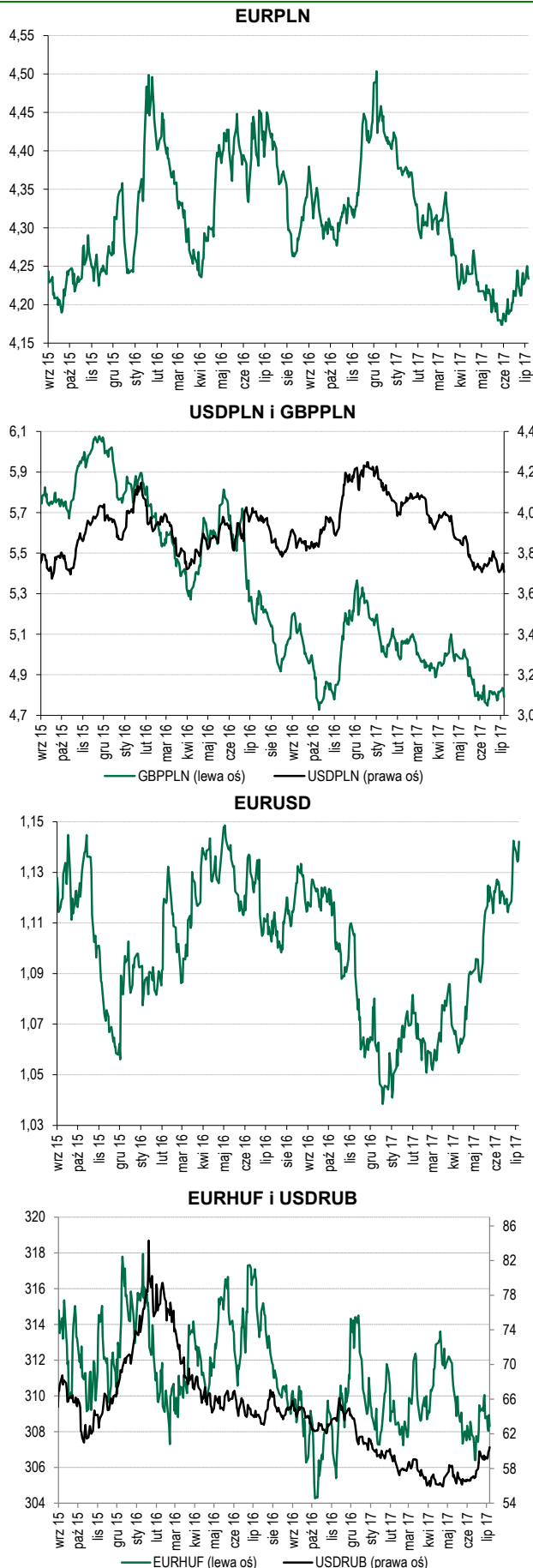
Stabilizacja stóp NBP oznacza, że przed nami 2,5 roku ujemnych realnych stóp. Należę do osób które to martwi. Już teraz obserwujemy odpływ depozytów.

Kamil Zubelewicz, prezes NBP, 5 lipca 2017

Projekcja potwierdza, że do końca 2019 nie powinniśmy przekroczyć celu. Czy to oznacza brak zmiany stóp? Niekoniecznie, bo ważne tempo przyspieszania inflacji.

Prezes NBP Adam Glapiński przyznał, że w połowie przyszłego roku może ruszyć wewnętrzna dyskusja w RPP na temat zacieśniania polityki, mimo że sam jest zwolennikiem utrzymania stóp bez zmian do końca 2018 roku. Komentarze Kamila Zubelewicza i Eugeniusza Gatnara pokazują, że już teraz występuje różnica zdań wewnątrz Rady. Jednak większość członków będzie naszym zdaniem nadal popierać pogląd prezentowany przez prezesa Glapińskiego i w rezultacie stopy procentowe w Polsce pozostaną stabilne. Niemniej jednak po naszym zdaniem dość spokojnej II połowie 2017 r. inflacja przyspieszy w 2018 roku a to podsyca niezgodę w RPP co do kierunku dalszych działań.

Rynek walutowy – Złoty znowu stabilny



Złoty znowu stabilny

▪ Od początku tygodnia EURPLN był bardzo stabilny wahając się wokół 4,24, a tygodniowy zakres wahań był najmniejszy od czerwca 2016 r. USDPLN pozostał tymczasem między minimum i maksimum z poprzedniego tygodni (3,69-3,78). Polska waluta pozostała odporna na pogorszenie globalnego nastroju na rynku giełdowym i gwałtowne osłabienie polskich obligacji.

▪ Ostatnie jastrzębie sygnały z EBC i Fed były dość istotnym czynnikiem wpływającym na notowania złotego. W tym tygodniu prezes Yellen będzie przemawiać w amerykańskim Kongresie, inni członkowie FOMC też mają zaplanowane publiczne wystąpienia. Najbliższe opinie powinny być interpretowane w kontekście ostatnich danych o aktywności ekonomicznej, w tym ostatniego całkiem solidnego miesięcznego raportu z rynku pracy USA.

▪ Jeśli chodzi o czynniki krajowe, w piątek poznamy majowe dane o bilansie płatniczym. Prognozujemy, że nadwyżka na rachunku obrotów bieżących będzie większa niż oczekuje rynek, co mogłoby nieco umocnić złotego na koniec tygodnia. Dane inflacyjne pozostaną zapewne bez wpływu na walutę.

▪ W ostatnim czasie zmienność EURPLN ponownie spadła. W naszej ocenie 4,20 i 4,26 to pierwsze poziomy do obserwacji i czynniki globalne będą dalej miały kluczowe znaczenie dla notowań krajowej waluty.

EURUSD czeka na impuls

▪ W minionym tygodniu EURUSD pozostał stabilny blisko wielomiesięcznego szczytu na 1.145 osiągniętego pod koniec czerwca po jastrzębich sygnałach z EBC.

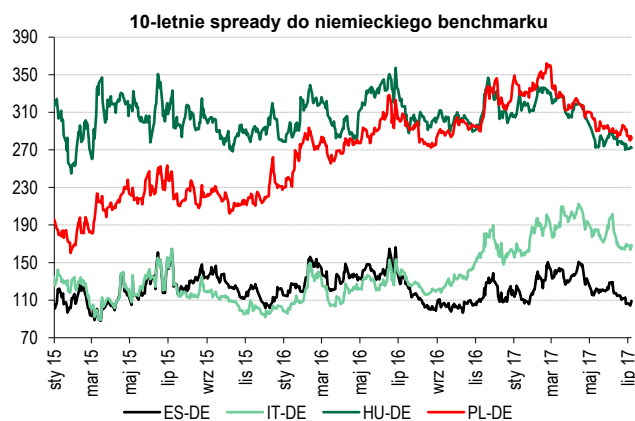
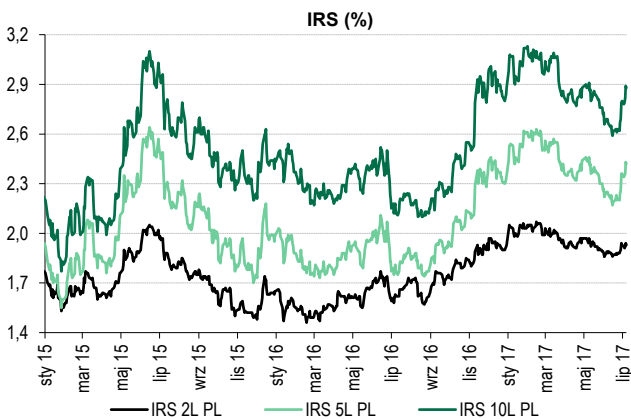
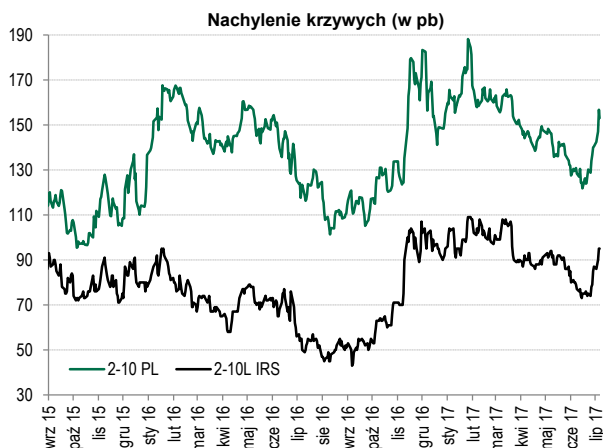
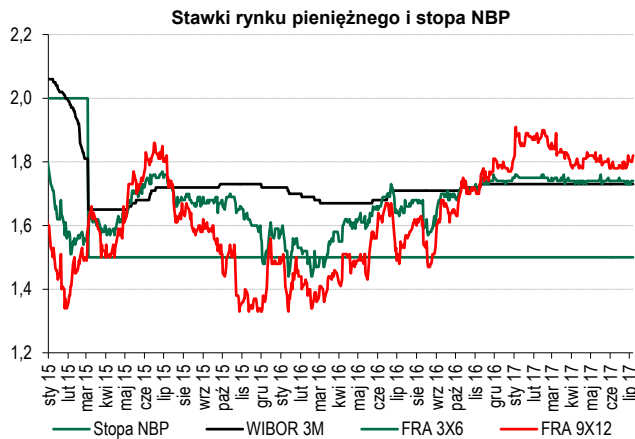
▪ Sądzymy, że kwestia polityki pieniężnej będzie w dalszym ciągu kluczowa dla rynku. W tym tygodniu szefowa Fed będzie przemawiać w Kongresie USA i nie jest to jedyne wystąpienie członka FOMC planowane na najbliższe dni. W ostatnim czasie EURUSD mocno wzrósł, więc jeśli amerykańscy bankierzy centralni będą brzmieć jastrzębio, wtedy dolar mógłby odrobić część start do euro.

Rubel pod presją, forint i korona czekają na dane o CPI

▪ W zeszłym tygodniu rubel był najsłabszą walutą CEE. USDRUB wzrósł nieco powyżej 60,50 przebijając szczyt z połowy czerwca zanotowany niedługo po jastrzębiej podwyżce stóp Fed. W ostatnich dniach rosyjska waluta była pod dodatkową presją spadających cen ropy. Czeska korona i węgierski forint pozostały tymczasem stabilne.

▪ W tym tygodniu poznamy czerwcowe dane o inflacji dla Czech i Węgier. Retoryka banku centralnego pierwszego z tych krajów zmieniła się ostatnio na zdecydowanie jastrzębią, podczas gdy drugi nie wyklucza dalszego luzowania polityki pieniężnej. W obu przypadkach inflacja oddaliła się ostatnio od wielomiesięcznych szczytów i najbliższe odczyty mogą mieć krótkoterminowy wpływ na forinta i koronę.

Rynek stopy procentowej – Banki centralne wciąż w centrum uwagi



Utrzymuje się presja na wzrost rentowności

- W pierwszym tygodniu lipca nastąpiło wyraźne wystromienie krzywych rentowności na polskim rynku obligacji i IRS. W reakcji na jastrzębie minutes z posiedzeń Fed i EBC, rentowności 10-letnich Bundów i Treasuries wzrosły o niemal 9 pb, do odpowiednio 0,55% i 2,37%. Inwestorzy wyprzedawali obligacje rynków wschodzących – rentowności papierów czeskich wzrosły o 11pb, a węgierskich o 12pb w ciągu tygodnia. Na polskim rynku rentowność 10-latkki wzrosła o 7 pb, do 3,37% (najwyżej od początku maja), a analogiczna stawka IRS podskoczyła o 8 pb do 2,88%. Spread 2-10L zwiększył się do 157 pb, najwyżej od połowy marca 2017, a analogiczny spread dla IRS zbliżył się do 95 pb. Polskie obligacje straciły wyraźnie mniej niż ich niemieckie odpowiedniki, w wyniku czego spread PL-DE zawężił się do ok. 280 pb, do poziomu obserwowanego ostatnio we wrześniu 2016.

- Gołębia RPP zdołała umocnić oczekiwania rynkowe dotyczące braku podwyżki stóp procentowych przez długi czas, w efekcie czego rentowność polskiej 2-latkki spadła o 6 pb do 1,82%, najniższego poziomu od wyborów w USA. Jednocześnie, 2-letni IRS wzrósł o 5 pb.

- Rynek FRA pozostał dość stabilny w ostatnim tygodniu, przy braku zaskoczenia ze strony retoryki RPP. Obecnie rynek wycenia pierwszą podwyżkę stóp procentowych o 2 5pb w horyzoncie 15 miesięcy, co mniej więcej pokrywa się z naszym scenariuszem bazowym.

Banki centralne wciąż w centrum uwagi

- Naszym zdaniem rynki wciąż będą koncentrować się na sygnałach z banków centralnych. Na ten tydzień zaplanowano wystąpienie Janet Yellen przed Kongresem oraz wypowiedzi paru innych członków FOMC.

- Ostatnie reakcje rynku na sygnały z EBC i Fed były dość mocne. To oznacza, że jeśli nowe komentarze nie będą zbyt jastrzębie, to możliwa jest wyraźniejsza korekta. Z drugiej strony, rynek nie wycenia podwyżki stóp w USA w grudniu (nie mówiąc już o wrześniu), co z kolei oznacza pewien potencjał do wzrostu rynkowych stóp procentowych w tym roku. Wzrost stóp to właśnie nasz bazowy scenariusz na nadchodzące miesiące, ale nie wykluczamy korekt w dół (jako że odbicie inflacji nie wydaje się być trwałe). Przypominamy, że w III kw. podaż krajowych obligacji netto będzie ujemna, co może wspierać wycenę polskich papierów.

- Nie spodziewamy się, by krajowe dane makro miały mocny wpływ na krzywe IRS i obligacyjną w tym tygodniu.

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