

TYGODNIK EKONOMICZNY

24 – 30 lipca 2017

Wynik posiedzenia EBC wywołał wzrost wahań na rynku walutowym i stopy procentowej. Tak jak przypuszczaliśmy, komunikat wciąż brzmiał gołębno, co pchnęło rentowności obligacji w Europie w dół. Jednocześnie, euro wznowiło aprecjację do dolara, bowiem Mario Draghi nie poświęcił na konferencji prasowej zbyt dużo uwagi kursowi walutowemu, co w ocenie inwestorów oznacza, że jest niewielkie ryzyko, że w najbliższym czasie EBC będzie próbował werbalnie interweniować by ograniczyć potencjał aprecjacyjny euro. Dane opublikowane w Polsce pokazały spowolnienie w stosunku do poprzedniego miesiąca, ale było to wynikiem głównie mniejszej liczby dni roboczych. Odczyty po uwzględnieniu sezonowych potwierdziły, że krajowa gospodarka rośnie w tempie jedynie nieznacznie wolniejszym niż w I kw. Złoty oraz polskie obligacje nie skorzystały z gołębiej retoryki EBC, do czego przyczynić się mogły protesty w reakcji na planowane zmiany w systemie sądowym.

W tym tygodniu uwaga rynku może przenieść się do USA, gdzie FOMC ogłosi decyzję ws. stóp procentowych. Powszechnie oczekuje się, że parametry polityki pieniężnej nie ulegną zmianie, więc w tym miesiącu kluczowy będzie ton komunikatu. Ostatnie dane z USA były raczej mieszane, ale zatrudnienie poza rolnictwem zaskoczyło na plus. Dlatego oczekujemy, że komunikat po lipcowym posiedzeniu FOMC pozostawi drzwi otwarte dla trzeciej w tym roku podwyżki stóp o 25 pb. Według Bloomberg, rynek nie wycenia jeszcze takiego scenariusza, więc ton komunikatu może zostać przez rynek odebrany jako raczej jastrzębi. W efekcie, wynik posiedzenia FOMC może mieć negatywny wpływ na złotego i obligacje długoterminowe.

Chociaż wydarzenia na polskiej scenie politycznej mogą w krótkim okresie wpłynąć na krajowe aktywa, to w naszym bazowym scenariuszu nie zakładamy aby w postrzeganie Polski przez zagranicznych inwestorów uległo zasadniczej zmianie. Co prawda trudniej może być o podwyżkę ratingu, ale nie oczekujemy też obniżek tak długo jak gospodarka radzi sobie dobrze i sytuacja fiskalna nie budzi zastrzeżeń.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (24 lipca)							
9:30	GE	Wstępny PMI – przemysł	VII	pkt	59,2	-	59,6
9:30	GE	Wstępny PMI – usługi	VII	pkt	54,3	-	56,4
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	VII	pkt	57,2	-	57,4
10:00	EZ	Wstępny PMI – usługi	VII	pkt	55,5	-	55,4
16:00	US	Sprzedaż domów	VI	mln	5,56	-	5,62
WTOREK (25 lipca)							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VI	%	7,1	7,2	7,4
10:00	GE	Indeks Ifo	VII	pkt	114,9	-	115,1
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	VII	pkt	116,0	-	118,9
ŚRODA (26 lipca)							
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VI	tys.	615	-	610
20:00	US	Decyzja FOMC		%	1,0-1,25	-	1,0-1,25
CZWARTEK (27 lipca)							
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	VI	% m/m	3,0	-	-0,8
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	233
PIĄTEK (28 lipca)							
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	II kw.	% r/r	2,5	-	1,4
16:00	US	Indeks Michigan	VII	pkt	93,0	-	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@bzbwbk.pl Web site: <http://www.bzbwbk.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

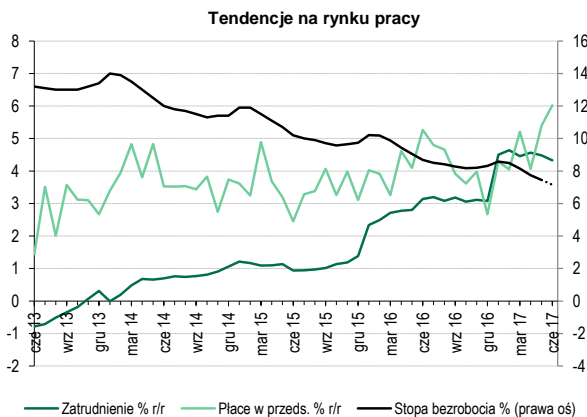
DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – Szczegółowe dane o rynku pracy w Biuletynie Statystycznym

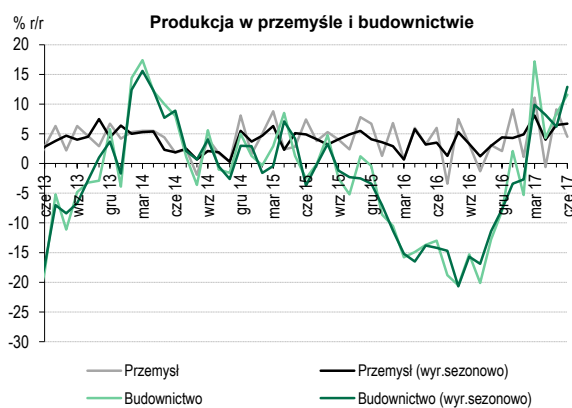


▪ Biuletyn Statystyczny to jedyna ważna krajowa publikacja w tym tygodniu. Naszym zdaniem, stopa bezrobocia rejestrowanego spadła do 7,2% w czerwcu z 7,4% w maju. Ryzyko dla naszej prognozy jest jednak asymetryczne w dół. Uważamy, że bezrobocie spada coraz wolniej i dane czerwcowe powinny to potwierdzić.

▪ Szczegółowe dane na temat płac będą bardzo interesujące, gdyż dowiemy się co stało za niespodziewanym przyspieszeniem do 6,0% r/r w czerwcu. Nagły charakter tego ruchu sugeruje czynniki jednorazowe – np. wypłaty premii w jednym z sektorów (podejrzane jest górnictwo lub gałęzie przetwórstwa powiązane z górnictwem). Nie można też wykluczyć, że presja płacowa zaczyna rosnąć.

▪ W piątek GUS opublikuje szacunek zbiorów głównych upraw w 2017 r. Dane na temat owoców i warzyw będą kluczowe dla prognoz inflacji.

Ostatni tydzień w gospodarce – Dane za II kw. potwierdzają lekkie spowolnienie wzrostu PKB

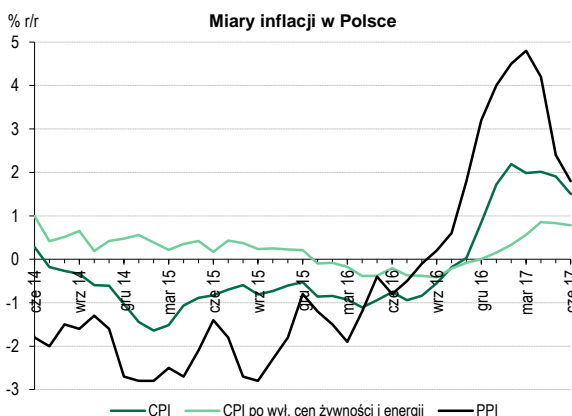


▪ W czerwcu wzrost produkcji przemysłowej wyhamował do 4,5% r/r, a realnej sprzedaży detalicznej do 5,8% r/r, głównie pod wpływem mniejszej liczby dni roboczych. Jednak pomijając efekty kalendaryzowe, trendy w przemyśle i handlu detalicznym są naszym zdaniem nadal pozytywne. W budownictwie również widać stopniowe ożywienie (w czerwcu 11,6% r/r), co może być sygnałem rosnącej aktywności inwestycyjnej. Ogólnie dane za II kw. sygnalizują nieznaczne spowolnienie wzrostu PKB tym okresie, do 3,8%-3,9% r/r.

▪ Zatrudnienie w sektorze firm wyniosło w czerwcu 6 mln po wzroście o 4,3% r/r. W skali miesiąca wzrosło o 11 tys., czyli dość solidnie, choć słabiej niż przed rokiem (19 tys.). Wzrost płac przyspieszył w czerwcu do 6,0% r/r, wyraźnie powyżej prognoz i najwyższej od stycznia 2012 r. Realny fundusz płac w sektorze firm urosł w czerwcu o 8,9% r/r, czyli najszybciej od lipca 2016 r. Solidny wzrost dochodów z pracy będzie wspierał wzrost konsumpcji prywatnej w II i kolejnych kw. 2017 r. Wzrost presji płacowej był wymieniany przez członków RPP jako czynnik przybliżający decyzję o podwyżkach stóp. Dlatego też uważamy, że dane te będą uważnie analizowane przez polskich bankierów centralnych.

▪ Inflacja PPI obniżyła się w czerwcu do 1,8% r/r z 2,4% r/r w maju. W skali miesiąca ceny produkcji sprzedanej przemysłu obniżyły się o 0,4%, głównie ze względu na spadek cen surowców oraz umocnienie złota w stosunku do dolara.

▪ Podaż pieniądza M3 urosła w czerwcu o 5,0% r/r, najwolniej od stycznia 2013 r. Spowolnienie w porównaniu do maja (6,3% r/r) wynikało z wolniejszego wzrostu depozytów gosp. domowych i firm. W ujęciu miesięcznym depozyty gosp. domowych urosły o 3,4 mld zł, podczas gdy depozyty firm spadły o 5,4 mld zł. W pewnym sensie było to odwrócenie zaskakującego ruchu zarejestrowanego w maju (depozyty gosp. domowych -3,9 mld zł, depozyty firm +7,3 mld zł).



Cytat tygodnia – RPP powinna dogadać się na ostrożną podwyżkę w tym roku

Kamil Zubelewicz, członek RPP, 17 lipca 2017, PAP

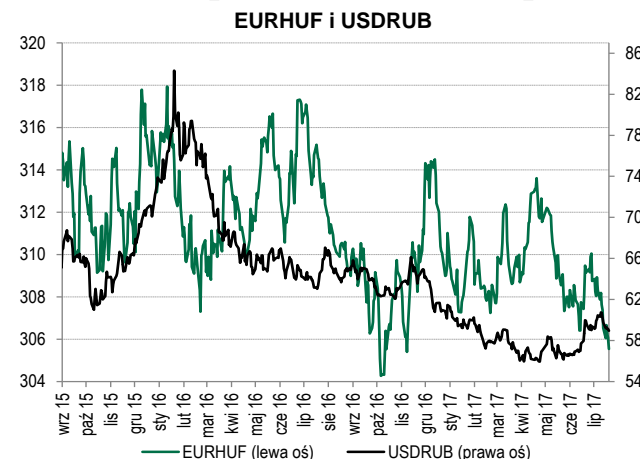
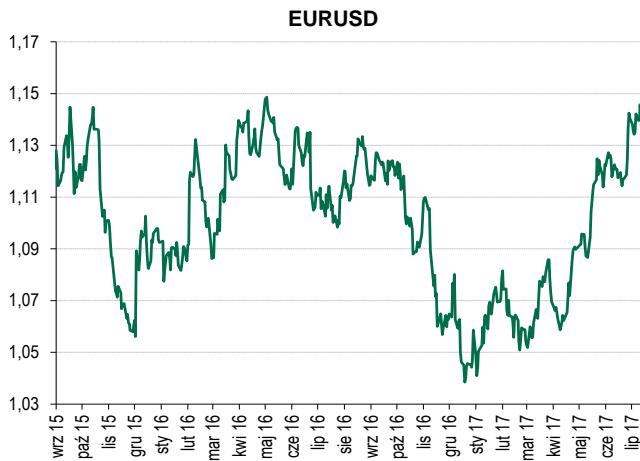
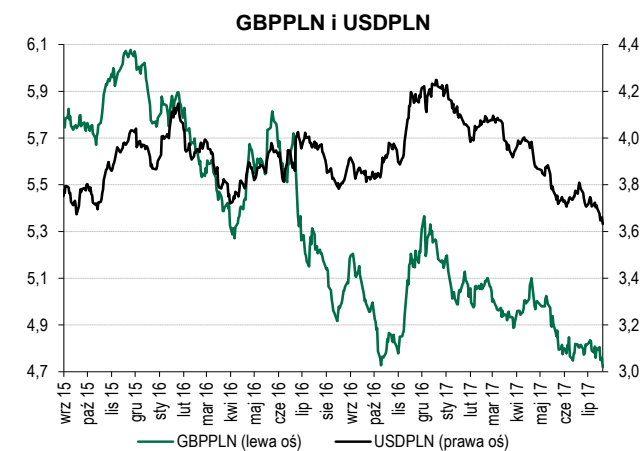
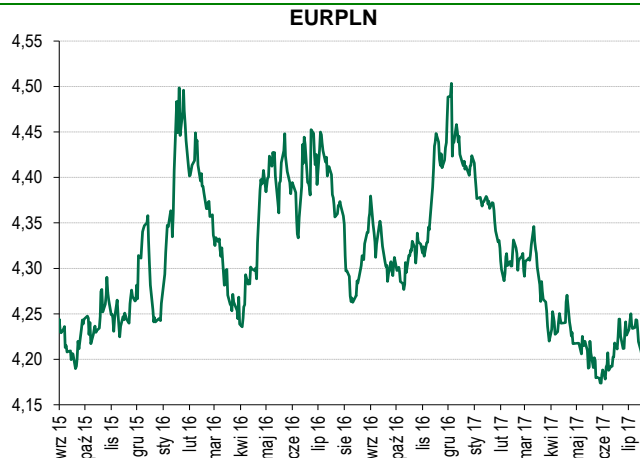
Powinniśmy się dogadać na ostrożną podwyżkę w tym roku - im wcześniej tym lepiej - by uniknąć przekroczenia 2,5 proc. inflacji, a potem poczekać do połowy 2018 r., żeby zobaczyć, co się wydarzy. Chciałbym, żeby większość potrzebna do podwyżki zebrala się zanim będzie za późno. Inflacja nieuchronnie zmierza do celu, który tak czy inaczej uważam za zbyt wysoki. Moje argumenty za podwyżką stóp w tym roku są niezależne od ryzyk związanych z ujemnymi realnymi stopami procentowymi.

Eugeniusz Gatnar, członek RPP, 18 lipca 2017, Parkiet

Moim zdaniem inflacja przyspieszy bardziej niż zakłada projekcja DAE. (...) Gdyby inflacja miała wrócić do celu pod koniec 2019 r., to stopy procentowe należałoby podwyższyć w pierwszej połowie 2018 r. Być może nawet na początku.

Jastrzębi członkowie RPP wyraźnie wciąż chcą wywierać presję na podwyżkę stóp w Polsce. Kamil Zubelewicz przedstawił swój pomysł „ostrożnej podwyżki”. Jego zdaniem, RPP już spóźnia się z zaostrzeniem polityki pieniężnej i jeśli szybko (nawet już w tym roku) nie podniesie stóp, to może się okazać, że zaraz będzie spóźniona. Gatnar, z drugiej strony, stara się być forward-looking i uważa, że stopy powinny pójść w górę szybko, jeśli oczekiwane jest, że inflacja osiągnie cel pod koniec 2019 r. W naszej opinii, jastrzębie nie zgromadzą w tym roku większości potrzebnej do podwyżki. Jednakże, będą oni sołą w oku dla prezesa NBP Adama Glapińskiego, który ostatecznie zmobilizuje innych bankierów centralnych do podwyżek stóp pod koniec 2018 r.

Rynek walutowy – Uwaga przenosi się na Fed

**EURPLN wciąż w trendzie bocznym**

W ostatnich dniach sesyjny zakres wahań na polskim rynku walutowym był nieco większy niż w poprzednich tygodniach, ale EURPLN pozostał w przedziale 4,20-4,26. Kurs testował jego dolne ograniczenie, ale nie utrzymał się na dłużej poniżej tego poziomu. Na koniec tygodnia EURPLN był blisko 4,25 mimo gołębiej retoryki EBC i w pewnym stopniu prawdopodobnie w wyniku protestów w Polsce. Jednocześnie, złoty umocnił się dość znacznie do dolara (USDPLN spadł do 3,61, najniżej od maja 2015). Krajowa waluta zyskała też do funta (GBPPLN spadł do 4,70) i pozostała mocna do franka (CHFPLN utrzymał się blisko 3,80).

W tym tygodniu poznamy ważne dane ze strefy euro i USA, ale wydaje się, że w centrum uwagi będzie komunikat FOMC. Ostatnie dane z USA były raczej mieszane, ale zatrudnienie poza rolnictwem zaskoczyło na plus. Dlatego oczekujemy, że komunikat po lipcowym posiedzeniu FOMC pozostawi drzwi otwarte dla trzeciej w tym roku podwyżki stóp o 25 pb. Według Bloomberg, rynek nie wycenia jeszcze takiego scenariusza, więc ton komunikatu może zostać przez rynek odebrany jako raczej jastrzębi. W efekcie, wynik posiedzenia FOMC może mieć negatywny wpływ na złotego.

W zeszłym tygodniu złoty radził sobie słabiej niż inne waluty regionu CEE. Mogło to być spowodowane niezdolnością kursu EURPLN do przebiccia psychologicznej bariery 4,20 i w pewnym stopniu protestami w reakcji na planowane zmiany w polskim systemie sądowym, które mogą wywołać reakcję Komisji Europejskiej. Sądzimy, że wydarzenia na scenie politycznej mogą w krótkim terminie wpływać na notowania złotego.

EURUSD dalej rośnie

EURUSD wznowił trend wzrostowy i mimo gołębiej retoryki EBC szybko osiągnął 1,165, najwyższy poziom od sierpnia 2015. Euro zyskało do dolara, bowiem Mario Draghi nie poświęcił na konferencji prasowej zbyt dużo kursowi walutowemu, co w ocenie inwestorów oznacza, że jest niewielkie ryzyko, że w najbliższym czasie EBC będzie próbował werbalnie interweniować by ograniczyć potencjał aprecjacyjny euro.

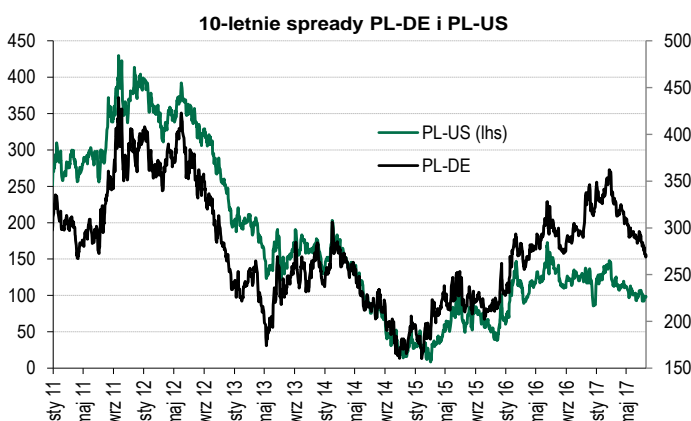
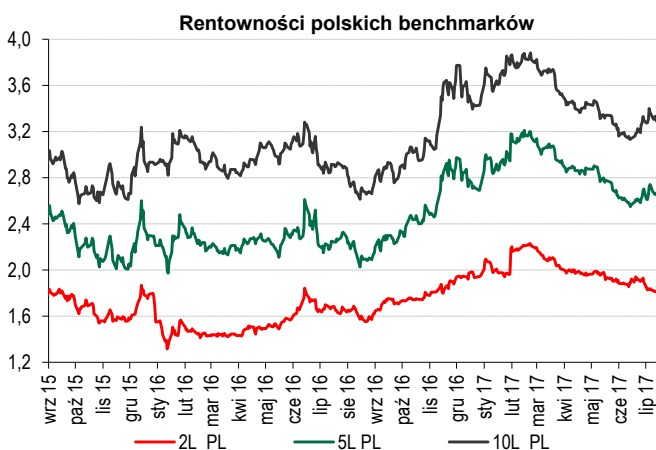
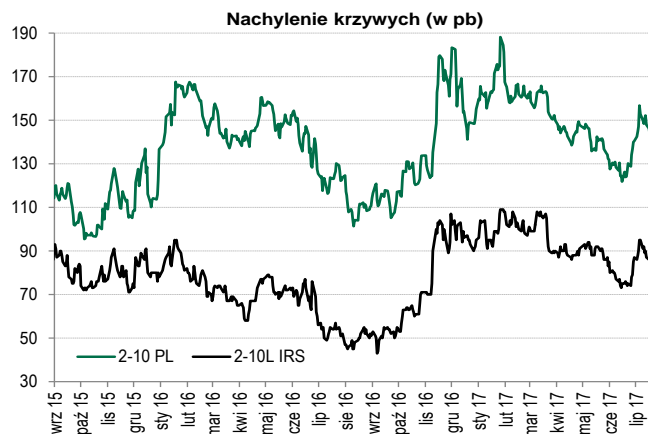
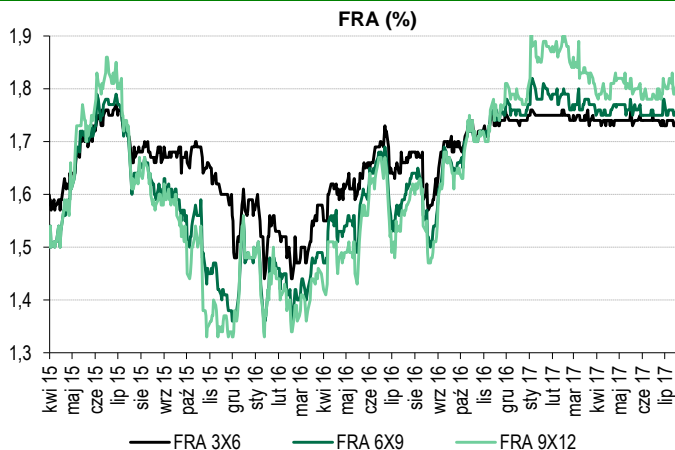
EURUSD zbliżył się do szczytu z sierpnia 2015, który został ustanowiony w reakcji na gołębie minutes FOMC oddalające na tamten moment wg rynku podwyżkę stóp. Korekta w dół jaka miała miejsce w kolejnych dniach została wywołana przez silne dane z USA. W tym tygodniu też poznamy dużo ważnych danych z amerykańskiej gospodarki, a FOMC ogłosi decyzję ws. stóp procentowych. Jak wspomnieliśmy powyżej, lipcowy komunikat może dla inwestorów brzmieć jastrzębio i mogłoby pomóc dolarowi odrobić część ostatnich strat.

Forint i rubel zyskują, korona stabilna

Forint skorzystał z gołębiej retoryki EBC i EURHUF spadł do 305 z 307 osiągając nowe tegoroczne minimum. Osłabienie dolara na globalnym rynku i odbicie cen ropy umocniły dolara – USDRUB spadł nieco poniżej 59. Korona pozostał całkiem stabilna blisko 26,0 za euro.

W tym tygodniu w piątek bank centralny Rosji ogłosi decyzję ws. stóp procentowych. Nie oczekujemy żadnych zmian, ale retoryka pozostanie zapewne gołębia sygnalizując, że obniżki stóp mogą mieć miejsce w najbliższych miesiącach.

Rynek stopy procentowej – Kluczowe będą czynniki krajowe



Spokojny tydzień na rynku obligacji

- Lipiec wydaje się bardzo spokojny na polskim rynku długu. Zarówno krzywa obligacji, jak i IRS pozostały stabilne w ubiegłym tygodniu i zanotowały mniejsze zmiany niż krzywa niemiecka czy amerykańska.
- Gołębia retoryka EBC wsparła obligacje strefy euro, w szczególności hiszpańskie i włoskie. Obligacje polskie osłabiły się, a 10-letni spread do Bunda wzrósł powyżej 270 pb.
- Stawki FRA pozostały na względnie stabilnym poziomie w porównaniu do ubiegłego piątku, chociaż widzieliśmy ruch na dłuższym końcu, który wzrósł ok. 2 pb. Rynek FRA obecnie wycenia pierwszą podwyżkę stóp o 25 pb za 15-18 miesięcy. Naszym zdaniem, pierwsza podwyżka nastąpi w IV kw. 2018.

EBC nadal gołębi, ale czy Fed będzie jastrzębi?

- W tym tygodniu kluczowym wydarzeniem dla inwestorów będzie środowe posiedzenie FOMC. Nie spodziewamy się zmiany polityki pieniężnej Fed, ale retoryka komunikatu może wskazywać na zbliżającą się podwyżkę we wrześniu lub grudniu. Obecnie rynek nie wycenia żadnego z tych scenariuszy, ale myślimy, że jastrzębi sygnał może wspierać Treasuries, których 10L rentowność powinna wzrosnąć do 2,75% pod koniec roku.
- Zeszłotygodniowe posiedzenie EBC nie miało znaczącego wpływu na rynek długu. Bank centralny oczekuje utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie przez dłuższy okres po zakończeniu programu skupu aktywów. Mario Draghi powiedział, że program AP będzie kontynuowany aż Rada stwierdzi trwałe dostosowanie ścieżki inflacji odpowiadające celowi inflacyjnemu. Podkreślił, że niskiej inflacji sprzyjają utrzymujące się niskie ceny energii, a bank będzie czekał na wzrost inflacji bazowej, który powinien nastąpić w średnim terminie. EBC podkreśla, że ewentualna dyskusja dot. zmian w programie powinna nastąpić jesienią, ale nie została określona data ze względu na dużą niepewność utrzymującą się na rynkach. Ton komunikatu oraz konferencji prasowej miały gołębi wydźwięk, w reakcji na co rentowności obligacji w Europie nieznacznie spadły, a Bund wrócił do 0,5%

Duży popyt na obligacje krótkoterminowe

- We wtorek w tym tygodniu nastąpi wykup obligacji OK0717. Kwota do wykupu wynosi 7,63 mld zł, z czego ok. 70% posiadają krajowe banki. Dodatkowo zostaną wypłacone kupony w kwocie 5,6 mld zł. Uważamy, że wpływająca na rynek kwota 13,3 mld zł zostanie przeznaczona na zakupy na krótkim końcu krzywej, dzięki czemu polskie banki unikną zapłaty podatku bankowego od tej sumy.
- Ostatnie niepokoje polityczne w Polsce dotyczące systemu sądownictwa stwarzają, naszym zdaniem, znaczne zagrożenie dla długiego końca. Krajowe zamieszanie i krytyka instytucji międzynarodowych mogą osłabić, naszym zdaniem, obligacje o terminie dłuższym niż 5-10 lat. W ubiegłym tygodniu umocniły się obligacje 10-letnie na rynkach bazowych (Bund o 8 pb, Treasuries o 7,7 pb), podczas gdy polski 10-letni benchmark zachowywał się wyraźnie słabiej, a rentowność spadła tylko o 1,5 pb.
- Uważamy, że krótki koniec krzywej obligacyjnej powinien zakotwiczyć blisko 1,75-1,77%. Środek i długi koniec krzywej będą nadal bardziej wrażliwe na czynniki wewnętrzne i zewnętrzne, w tym publikację danych makroekonomicznych za granicą i decyzję FOMC, które mogą zwiększyć zmienność na rynku.
- Myślimy, że retoryka Fed może wywołać reakcję na rynku długu i globalnie wpłynąć na rentowności, w tym na polskie aktywa. Widzimy ryzyko rozszerzenia spreadu asset swap i 10-letniego spreadu PL-DE z obecnego poziomu 270bp.

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