

TYGODNIK EKONOMICZNY

31 lipca – 6 sierpnia 2017

Wydarzenia, które w zeszłym tygodniu miały największy wpływ na krajowe aktywa to nieoczekiwane weto dla dwóch z trzech ustaw, przeciwko którym trwały w ostatnich dniach protesty i gołębi ton komunikatu z posiedzenia FOMC. Komisja Europejska powiedziała, że może ona podjąć działania przeciwko Polsce, co powstrzymało złotego przed skorzystaniem z gołębich sygnałów z Fed. Krajowe obligacje radziły sobie słabiej niż ich dług europejski, ale podobnie jak na rynku walutowym, wahania nie były większe niż tydzień wcześniej.

W tym tygodniu uwaga globalnych inwestorów będzie skupiona na danych z USA. W kraju poznamy indeks PMI i wstępny CPI za lipiec, ale nie sądzimy, by odczyty te miały istotny wpływ na złotego i dług.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (31 lipca)							
11:00	EZ	Wstępny CPI	VII	% r/r	1,2	-	1,3
14:00	PL	Wstępny CPI	VII	% r/r	1,7	1,6	1,5
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VI	% m/m	1,0	-	-0,8
WTOREK (1 sierpnia)							
9:00	PL	PMI - przemysł	VII	pkt	53,5	54,0	53,1
9:00	HU	PMI - przemysł	VII	pkt	-	-	57,2
9:30	CZ	PMI - przemysł	VII	pkt	-	-	56,4
9:55	DE	PMI - przemysł	VII	pkt	58,3	-	59,3
10:00	EZ	PMI - przemysł	VII	pkt	56,8	-	57,3
11:00	EZ	PKB	II kw.	% r/r	2,1	-	1,9
14:30	US	Dochody osobiste	VI	% m/m	0,4	-	0,4
14:30	US	Wydatki konsumentów	VI	% m/m	0,2	-	0,1
14:30	US	Inflacja bazowa PCE	VI	% r/r	-	-	1,4
16:00	US	ISM - przemysł	VII	pkt	56	-	57,8
ŚRODA (2 sierpnia)							
14:15	US	Raport ADP	VII	tys.	195	-	158
CZWARTEK (3 sierpnia)							
09:55	DE	PMI - usługi	VII	pkt	53,5	-	53,7
10:00	EZ	PMI - usługi	VII	pkt	55,4	-	54,7
11:30	PL	Aukcja obligacji					
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,25	-	0,05
13:00	UK	Decyzja banku centralnego		%	0,25	-	0,25
16:00	US	ISM - usługi	VII	pkt	56,5	-	57,4
PIĄTEK (4 sierpnia)							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VI	% m/m	-	-	1,0
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	VII	tys.	183	-	222
14:30	US	Stopa bezrobocia	VII	%	4,3	-	4,4

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

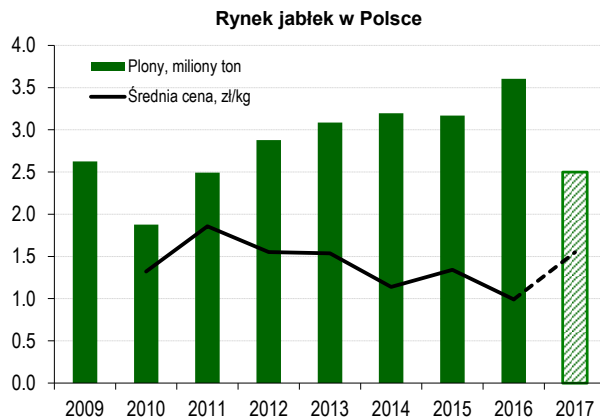
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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

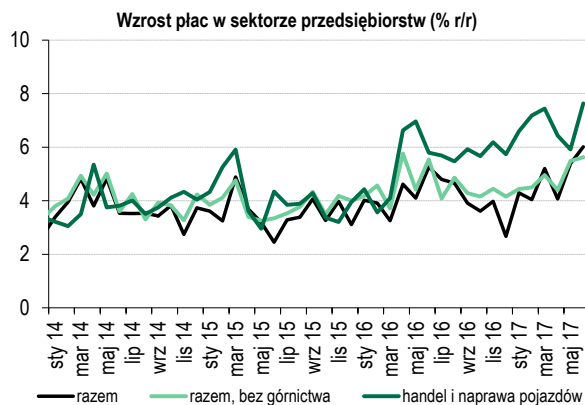
Wydarzenia najbliższego tygodnia – Wstępny CPI i indeks PMI



- Spodziewamy się lekkiego wzrostu inflacji CPI w lipcu do 1,6% r/r, głównie ze względu na szybszy wzrost cen żywności w skali r/r (głównie chodzi o mięso i tłuszcze). Naszym zdaniem, wzrostowy trend cen tłuszczu niedługo wytraci siłę, a w jego miejsce pojawi się wzrost cen owoców. Według GUS, przymrozki w kwietniu i maju spowodowały znaczne straty czereśni i wiśni (spadek o 60% r/r), brzoskwiń i moreli (50%), śliwek (40%), jabłek (30-35%), brzoskwiń i moreli (25-30%), porzeczek (20%), malin (20%) i truskawek (10%). Z drugiej strony, deszczowa pogoda utrudniła opryski, więc jakość owoców będzie niższa, co zapewne nieco ograniczy wzrostową tendencję cen.

- Spodziewamy się wzrostu indeksu PMI dla Polski do 54,0 pkt w lipcu. Naszą prognozę wspierają lepsze nastroje w Europie (Ifo) i w Polsce (ESI, wskaźniki GUS).

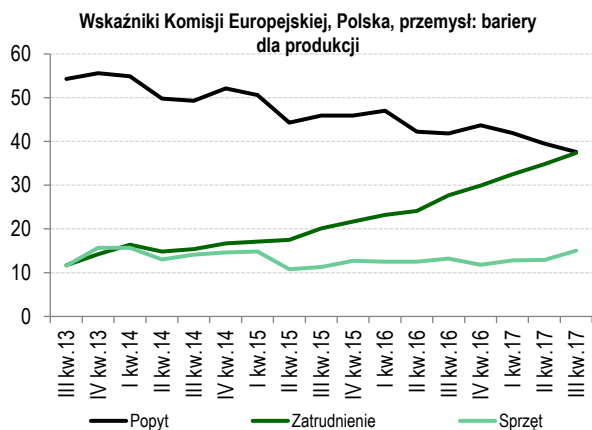
Ostatni tydzień w gospodarce – Wskaźniki koniunktury wciąż optymistyczne, presja płacowa w górę



- Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w czerwcu 7,1% wobec 7,4% w maju. W ujęciu m/m liczba bezrobotnych spadła o 50,5 tys. osób wobec 64,4 tys. rok wcześniej, co potwierdza spowolnienie impetu spadku bezrobocia. Spodziewamy się, że w grudniu stopa bezrobocia osiągnie 7,0%, a do tego czasu będzie utrzymywała się w przedziale 6,7-7,0%.

- Szczegółowe dane o płacach w czerwcu pokazały, że mocne przyspieszenie do 6,0% r/r z 5,4% r/r częściowo wynikało z czynników jednorazowych (dynamika płac 86% r/r w górnictwie niewęglowym). Jednak wzrost płac w sektorach pozagórnicznych wyniósł 5,6% wobec 5,5% w maju i 4,4% w kwietniu. Był też wyraźnie wyższy niż średnia odnotowana w I kw. (4,6% r/r). Przyspieszenie dynamiki płac było widoczne w kilku sektorach, co naszym zdaniem świadczy o rosnącej presji płacowej. W przypadku sektora handlu detalicznego dynamika płac wzrosła z 5,9% r/r do 7,6% co jest najlepszym wynikiem od 2008 roku.

- Lipcowe wskaźniki koniunktury GUS nie pokazały korekty w osiągniętym wysokim poziomie optymizmu a w przypadku przemysłu przetwórczego doszło do dalszej poprawy nastrojów. Wzrost wskaźnik spodziewanej przyszłej wielkości produkcji oraz wskaźnik zatrudnienia. Ten ostatni jest już na najwyższym poziomie od 2007 roku co pokazuje, że popyt na pracę pozostaje wysoki. Analogiczne wskaźniki od Komisji Europejskiej również były dość stabilne w lipcu, z wyjątkiem sektora handlu detalicznego, w którym nastroje się delikatnie pogorszyły, podobnie jak nastroje konsumentów). Z kolei kwartalne badanie ankietowe, które pokazała KE wskazało, że aż 37% przedsiębiorstw przemysłowych odczuwa trudności w znalezieniu pracowników (10 pp więcej niż przed rokiem).



Cytat tygodnia – Zwiększenie systemowego zagrożenia praworządności w Polsce

Komisja Europejska, komunikat prasowy, 26 lipca 2017

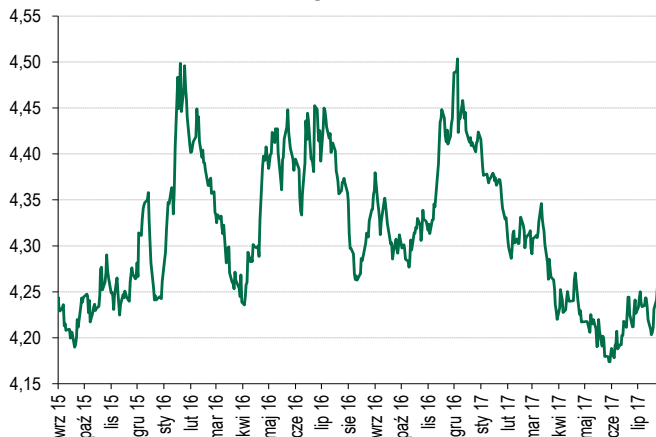
Komisja uzasadniła swoje poważne zastrzeżenia dotyczące planowanej reformy sądownictwa w Polsce w zaleceniu w sprawie praworządności skierowanym do polskich władz. W jej ocenie rzezona reforma prowadzi do zwiększenia systemowego zagrożenia praworządności w Polsce, zidentyfikowanego w trakcie odnośnej procedury wszczętej przez Komisję w styczniu 2016 r. Komisja wzywa władze polskie do rozwiązania wskazanych problemów w terminie jednego miesiąca. W szczególności Komisja wzywa władze polskie, aby nie podejmowały żadnych kroków mających na celu przeniesienie lub wymuszenie przejścia w stan spoczynku sędziów Sądu Najwyższego. (...)

Komisja zdecydowała się również wszcząć przeciwko Polsce postępowanie w sprawie uchybienia zobowiązaniom państwa członkowskiego w związku z naruszeniami prawa Unii. Kolegium komisarzy prześle wezwanie do usunięcia uchybienia natychmiast po tym, jak ustawa – Prawo o ustroju sądów powszechnych zostanie opublikowana.

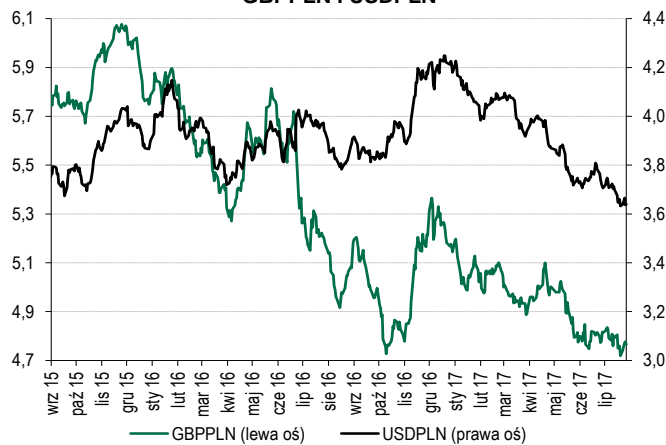
Komisja Europejska wydała zalecenie w sprawie praworządności, zagroziła wszczęciem postępowania w sprawie uchybienia zobowiązaniom państwa członkowskiego w związku z możliwym naruszeniem prawa Unii i wyznaczyła rządowi miesiąc, aby rozwiązać wskazane problemy. Co się stanie, jeśli rząd nie zastosuje się na czas do tych zaleceń? Wzrośnie ryzyko dalszych działań KE, włącznie z uruchomieniem Art.7 Traktatu o UE – najpierw pkt.1, do którego wymagana jest zgoda 22 z 28 krajów (ale to wciąż tylko ostrzeżenie, bez sankcji), a w ostateczności pkt.2. kiedy możliwe są sankcje (ale do tego wymagana jest jednomyślność krajów UE, którą będzie trudniej osiągnąć). W sumie, perspektywa ewentualnych dotkliwych konsekwencji ekonomicznych dla Polski jest wciąż dość odległa.

Rynek walutowy – Czekając na dane z USA

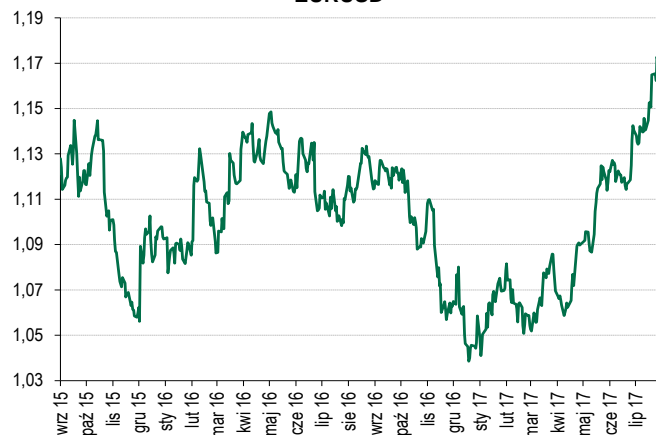
EURPLN



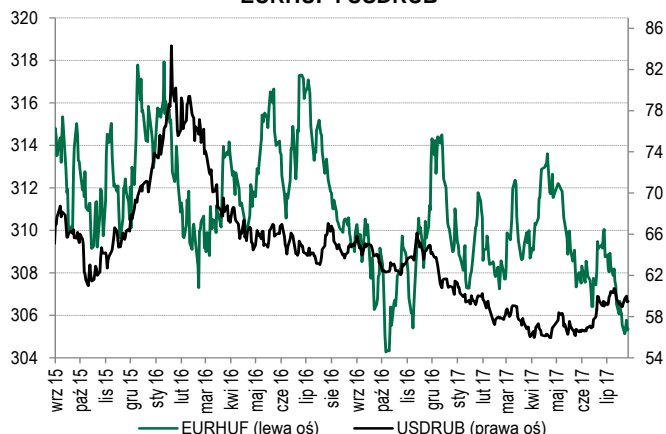
GBPPLN i USDPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



Złoty stabilny do euro

EURPLN ustabilizował się po największym tygodniowym wzroście w tym roku i w ostatnich dniach kurs wahał się w przedziale 4,24-4,27. Niespodziewanie prezydent Andrzej Duda zawetował dwie z trzech ustaw, przeciwko którym trwały protesty i w reakcji na tę decyzję EURPLN zanotował tygodniowe minimum. Złoty nie zdołał jednak utrzymać zysków z powodu ostrzeżenia ze strony Komisji Europejskiej że może ona podjąć działania przeciwko Polsce. Tymczasem, USDPLN wahał się w przedziale 3,62-3,66, podczas gdy CHFPLN spadł do 3,73, najniżej od stycznia 2015 kiedy bank centralny Szwajcarii uwolnił kurs EURCHF.

Polscy posłowie zaczynają wakacje i nie spodziewamy się, aby w najbliższym czasie relacje rząd-KE uległy istotnej poprawie. Niepewność odnośnie kroków jakie obie strony mogą podjąć może w najbliższym czasie ograniczać potencjał do aprecjacji złotego.

Dane z USA mogą okazać się kluczowe. Rynek zinterpretował ostatni komunikat FOMC jako dość gołębi, ale pozytywna reakcja złotego była tylko nieznaczna i chwilowa. Biorąc pod uwagę fakt, że krajowe czynniki wywierają raczej presję na wzrost EURPLN niż na jego spadek, wydaje nam się, że dane z USA mogą mieć większy wpływ na kurs w przypadku pozytywnych zaskoczeń, czyli jeśli miałyby jastrzębi wydzźwięk.

Gołębi Fed osłabia dolara

EURUSD kontynuował trend wzrostowy chociaż w wolniejszym tempie niż w poprzednich tygodniach. Wbrew naszym oczekiwaniom, inwestorzy odebrali komunikat FOMC jako gołębi, co wywołało wzrost kursu do prawie 1,18, najwyższej od stycznia 2015. Silny trend wzrostowy obserwowany jest również w przypadku EURCHF – kurs wzrósł do prawie 1,14, najwyższej od stycznia 2015.

Według nas wydarzenia z USA pozostaną w centrum uwagi i teraz na pierwszym planie będą dane makro. Biorąc pod uwagę ostatnie znaczne wzrosty EURUSD, większy wpływ na notowania mogą naszym zdaniem mieć pozytywne niespodzianki, niż odczyty poniżej konsensusu.

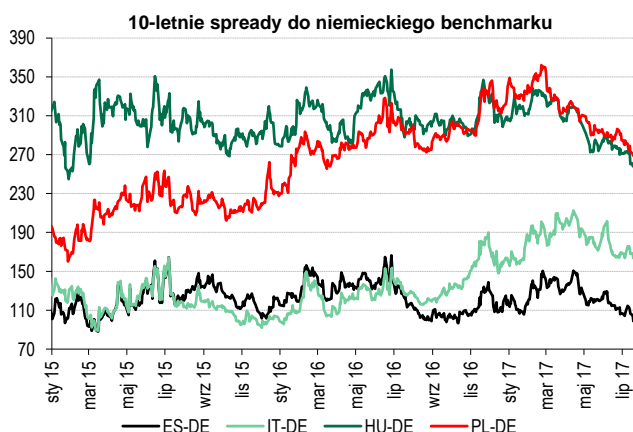
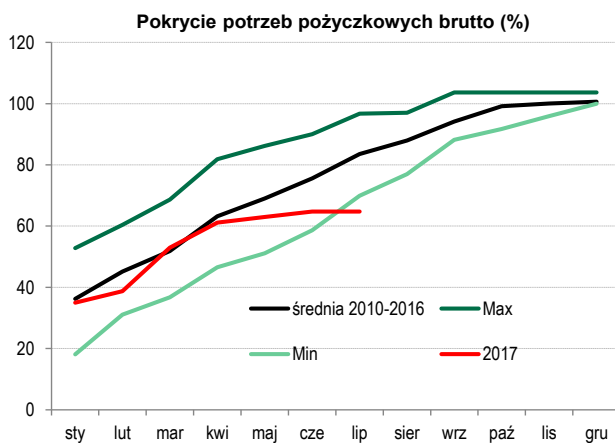
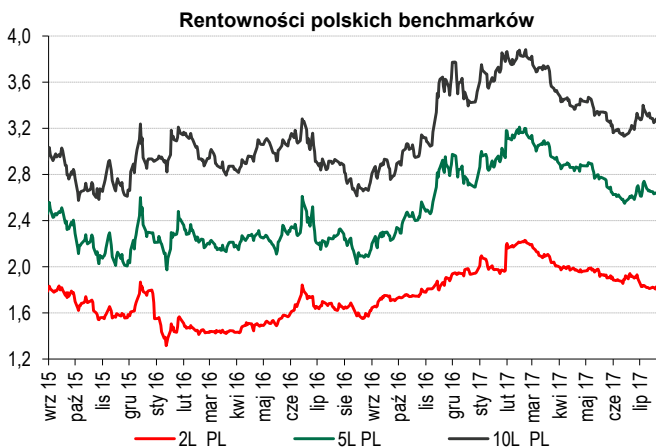
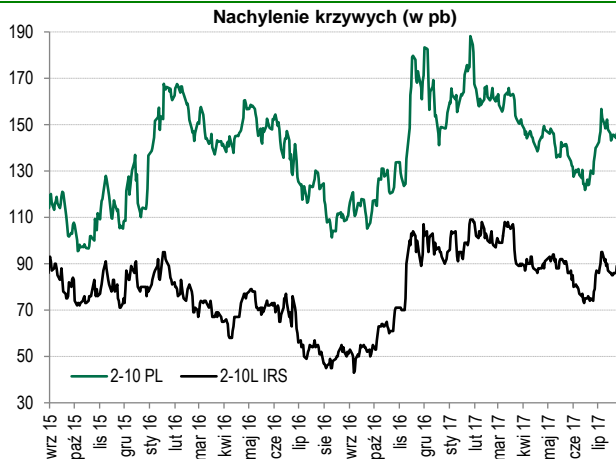
Waluty regionu stabilne

EURHUF, EURCZK i USDRUB były stabilne.

Zgodnie z oczekiwaniami, bank centralny Rosji (CBR) pozostawił stopy procentowe bez zmian – główna stopa nadal wynosi 9%. Głównymi przesłankami za wstrzymaniem się z obniżką były trendy inflacyjne i niepewność geopolityczna. Jednocześnie, CBR pozostawił drzwi otwarte do luzowania polityki pieniężnej w dalszej części roku w zależności od perspektyw inflacyjnych. Rubel nie zareagował na retorykę CBR.

W tym tygodniu głównym wydarzeniem w regionie CEE będzie decyzja czeskiego banku centralnego (CNB). Po tym jak w kwietniu bank przestał powstrzymywać koronę przed umocnieniem, rynek zaczął wyceniać zbliżające się podwyżki stóp. Ostatnie wypowiedzi czeskich bankierów centralnych były dość jednoznaczne i sugerowały, że zacieśnienie polityki pieniężnej mogłoby mieć miejsce jeszcze w tym roku. Rynek nie wycenia, podwyżki już teraz, na początku sierpnia, ale jeśli do niej dojdzie, to korona mogłaby zyskać i poziom 26 mógłby być ponownie testowany. Opinie analityków co do podwyżki stóp podzielone są niemal pół na pół.

Rynek stopy procentowej – Aukcja w centrum uwagi

**Popyt na papiery z krótkiego końca**

W zeszłym tygodniu polski rynek stopy procentowej był pod presją czynników krajowych i zagranicznych. Krzywa obligacyjna się wystromiła wyraźnie więcej niż krzywa IRS z powodu popytu na obligacje krótkoterminowe i gołębiej retoryki FOMC. Wykup obligacji oraz płatności kuponowe skutkowały umocnieniem 2-latek o 4 pb i wzrostem spreadu między 2- i 10-latkami do 151 pb, najwyższego poziomu od marca tego roku.

Ostatnie niepokoje polityczne w Polsce dotyczące systemu sądownictwa osłabiły polskie obligacje, które zachowywały się słabiej niż obligacje państw regionu. Długi koniec wzrósł o 3 pb, podczas gdy węgierskie i rumuńskie benchmarki były wyżej o odpowiednio 0,5 pb i 1 pb. Premia za ryzyko polskich aktywów mierzona 10-letnim spreadem do Bundu widocznie wzrosła do 278 pb, podczas gdy na innych rynkach pozostała stabilna.

Pomimo gołębiej retoryki Fed rentowność Treasuries wzrosła o 8 pb do 2,32%. Obligacje państw strefy euro również straciły, a najmocniej rosły rentowności obligacji Hiszpanii i Włoch. Bund zachowywał się lepiej, a jego rentowność wzrosła do 0,57%.

Aukcja obligacji w czwartek

W czwartek Ministerstwo Finansów sprzedaje obligacje na pierwszej aukcji od czerwca tego roku. Prawdopodobnie zostanie zaoferowany nowy 5-letni benchmark, który zastąpi PS0422, skoro wiceminister finansów informował w zeszłym miesiącu, że ten papier ma nie być już oferowany.

Naszym zdaniem podaż obligacji będzie ograniczona do 3-10 mld zł z powodu nadwyżki budżetowej po czerwcu oraz wysokim stanie środków złotych i walutowych na rachunkach budżetowych na koniec półrocza (85,1 mld zł).

Tegoroczne potrzeby pożyczkowe są obecnie pokryte w 70%, wyraźnie poniżej poziomu z poprzednich lat. W zeszłym tygodniu wicepremier Morawiecki stwierdził, że tegoroczny deficyt budżetowy może być niższy od planowanego o ponad 10 mld zł, biorąc pod uwagę dotychczasowe tendencje, ale ostrożność w wypowiedziach ministerstwa sugeruje, że będzie to mniejsza kwota. Resort może jednak rozpocząć prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych dość wcześnie i w dość dużym zakresie.

Zmienność rynku wciąż wysoka

Skutkiem zeszłotygodniowego posiedzenia FOMC było osłabienie oczekiwań rynkowych dot. wzrostu stóp procentowych za oceanem w tym roku. Prawdopodobieństwo zmiany stóp procentowych w grudniu spadło poniżej 40%. Zapowiedź Fed rozpoczęcia procesu redukcji swojego bilansu „stosunkowo niedługo” osłabiła amerykańskie obligacje, a rentowność 10-letnich Treasuries wzrosła do 2,32%.

Na początku tygodnia poznamy wstępny odczyt inflacji w Polsce za lipiec. Oczekujemy, że CPI wzrośnie do 1,6% r/r, ale nie zmienia to naszego poglądu na ścieżkę inflacyjną w tym roku. Naszym zdaniem, wpływ danych na polską krzywą obligacyjną będzie neutralny.

Uważamy, że krótki koniec krzywej obligacyjnej powinien pozostać stabilny blisko 1,75-1,77%. Ostatnie zawirowania polityczne w kraju mogą osłabić popyt inwestorów zagranicznych na polskie aktywa, więc środek i długi koniec krzywej wciąż będą pod wpływem wewnętrznych i zewnętrznych czynników. Widzimy ryzyko dalszego rozszerzenia spreadu asset swap oraz spreadu do 10-letniego Bundu powyżej 275 pb.

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