

Łagodna retoryka EBC z ograniczonym wpływem na rentowności obligacji, w tym tygodniu posiedzenie FOMC

■ Łagodna retoryka prezesa EBC M. Draghi podczas konferencji prasowej po posiedzeniu rady EBC w tygodniu minionym nie wpłynęła istotnie na notowania rentowności obligacji skarbowych na rynkach europejskich. W większym stopniu rynki skupiły się na zapowiedzi EBC jesiennej szerszej dyskusji dot. polityki pieniężnej w strefie euro, co poskutkowało solidnym wzmocnieniem notowań euro. Przez większą część tygodnia ceny krajowych aktywów utrzymywały się na bardzo stabilnych poziomach, przy osłabieniu złotego oraz spadkach na GPW pod koniec tygodnia w reakcji na wzrost napięć politycznych związanych z pracami nad ustawami dot. zmian w systemie sądownictwa. Dzisiejsza informacja o zawetowaniu przez prezydenta Andrzeja Dudę dwóch ustaw (dot. Sądu Najwyższego oraz KRS) poskutkowała z początkiem bieżącego tygodnia częściowym odreagowaniem tego osłabienia.

■ Najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia było posiedzenie rady EBC. Zgodnie z oczekiwaniami nie dokonano zmian parametrów polityki pieniężnej, bez zmian pozostały także zapisy dot. perspektyw polityki pieniężnej tzw. *forward guidance*, a prezes EBC podczas konferencji prasowej utrzymał łagodny przekaz, wskazując na konieczność utrzymania zdecydowanie luźnej polityki pieniężnej. Pomimo publikacji bardzo dobrych danych ze sfery realnej, w dalszym ciągu trudno mówić o wyraźnej poprawie perspektyw dla inflacji w strefie euro. Choć sytuacja w gospodarce daje radzie EBC więcej pewności co do średnioterminowego wzrostu inflacji, to wciąż, w ocenie rady, ostrożność i cierpliwość w polityce pieniężnej jest konieczna. W kontekście wypowiedzi prezesa M. Draghi w Sincrze pod koniec czerwca, choć prezes nie powiedział tego wprost, to zasugerował, że rynki finansowe błędnie zinterpretowały jego wypowiedź jako zapowiedź mniej akomodacyjnej polityki pieniężnej EBC. Rada EBC na posiedzeniu w lipcu zdecydowała o podjęciu jesienią szerszej dyskusji dot. perspektyw polityki pieniężnej, w tym programu QE, nie wskazując jednocześnie, na którym posiedzeniu taka dyskusja się odbędzie.

■ Pomimo łagodnej retoryki prezesa EBC rynki finansowe praktycznie wyłącznie skupiły się na zapowiedzi szerszej dyskusji jesiennej dot. perspektyw polityki pieniężnej i odebrały ją jako materializację oczekiwań szybszego odchodzenia od luzowania polityki pieniężnej EBC.

BIURO ANALIZ
MAKROEKONOMICZNYCH

bosbank.analizy@bosbank.pl

ŁUKASZ TARNAWA
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

lukasz.tarnawa@bosbank.pl

ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA
Ekonomista

+48 515 111 698

janina.swiatkowska@bosbank.pl

W najsilniejszym stopniu wynik posiedzenia wpłynął na rynek walutowy. Kurs euro do dolara silnie wzmościł się w minionym tygodniu do 1,165 USD/EUR. Częściowo taka sytuacja wynikała także z osłabienia notowań dolara w warunkach aprecjacji większości walut rynków wschodzących. Kurs euro zyskał jednak solidnie w trakcie minionego tygodnia, blisko 1,3% wg nominalnego efektywnego kursu walutowego.

■ Negatywnie na aktywa amerykańskie w tygodniu minionym wpłynęła informacja Departamentu Sprawiedliwości USA o wyznaczeniu byłego szefa FBI R. Mueller'a jako specjalnego prokuratora w śledztwie w sprawie ingerencji Rosji w wybory prezydenckie w USA i kontaktów w tej kwestii z Rosją otoczenia prezydenta Donalda Trumpa. Negatywny wpływ tej informacji na sytuację rynkową wiązał się z dalszym obniżeniem prawdopodobieństwa wdrożenia przez nową administrację w USA reform oraz z wzrostem niepewności co do ewentualnego procesu impeachmentu wobec prezydenta Trumpa.

■ Te informacje w większym stopniu jednak osłabiły wcześniejsze korzystne nastroje rynkowe niż je silnie pogorszyły. Globalny indeks giełdowy MSCI minimalnie wzrósł w minionym tygodniu osiągając dodatni wynik w USA oraz w większości rynków wschodzących (wzrost o blisko 1% syntetycznego indeksu dla całej grupy tych rynków). Korzystne nastroje na rynkach wschodzących podtrzymywało cały czas stabilizowanie się sytuacji na rynku stopy procentowej w krajach rozwiniętych, przy dodatkowym efekcie publikacji korzystnych danych ze sfery realnej w Chinach. W minionym tygodniu obniżyły się bardzo mocno indeksy giełdowe na giełdach europejskich (spadek indeksu MSCI EMU o ok. 2%). Nie sądzimy, aby jedynym powodem tych spadków było posiedzenie rady EBC, być może utrzymanie oczekiwań co do zmiany polityki pieniężnej EBC było tylko pretekstem dla korekty rynkowej po silnych wzrostach w dwóch wcześniejszych tygodniach.

■ W drugim tygodniu z rzędu odnotowano jedynie ograniczone zmiany na rynku obligacji skarbowych rynków bazowych, nawet rentowności niemieckich obligacji skarbowych nie zareagowały istotnie na wyniki posiedzenia rady EBC. Notowane w trakcie tygodnia spadki rentowności (w sumie o 10 pkt. baz. dla papierów amerykańskich i niemieckich) mogły ponownie wynikać z lekkiej korekty wcześniejszych solidnych wzrostów rentowności, przy jednocześnie utrzymujących się publikacjach danych wskazujących na wciąż bardzo niski poziom inflacji, które niezależnie od decyzji banków centralnych w najbliższym czasie, wskazują na ograniczoną przestrzeń do zacieśnienia polityki monetarnej w średnim terminie.

■ Większą zmienność notowań, choć dopiero pod sam koniec tygodnia, odnotowano z kolei na rynku krajowym. Wpływ posiedzenia rady EBC na krajowe aktywa był nieznaczny - przez prawie cały tydzień ceny aktywów krajowych oscylowały wokół poziomów z końca tygodnia wcześniejszego. Piątkowe popołudnie przyniosło jednak solidne osłabienie notowań złotego oraz cen akcji na GPW, co było skutkiem wzrostu niepewności sytuacji politycznej w kontekście prac parlamentarnych nad ustawami wprowadzających zmiany w systemie sądownictwa. W efekcie pod sam koniec tygodnia kurs złotego osłabił się do 4,27 PLN/EUR i był słabszy o 0,8% w ujęciu zmian nominalnego efektywnego kursu. Indeks WIG obniżył się o 0,3%. Na niezmiennym poziomie ukształtowały się rentowności krajowych obligacji skarbowych, co przy spadkach rentowności na rynkach bazowych poskutkowało blisko 10-punktowym wzrostem spreadów. Dzisiejsza poranna informacja o zawetowaniu przez prezydenta RP A. Dudę dwóch ustaw (dot. Sądu Najwyższego oraz KRS) zapewne uspokoi te nastroje i będzie sprzyjały umocnieniu krajowych aktywów na początku tygodnia.

■ Polityka pieniężna głównych banków centralnych pozostanie w centrum zainteresowania rynków finansowych w tygodniach kolejnych. Na bieżący tydzień zaplanowane jest posiedzenie komitetu FOMC. Biorąc pod uwagę nieco mniej „jastrzębią” retorykę prezes Fed Jannet Yellen w połowie lipca oraz powszechne oczekiwania braku zmian parametrów polityki pieniężnej nie oczekujemy jednak, aby wynik posiedzenia mógł silniej wpłynąć na rynki finansowe. Prawdopodobnie w komunikacie po lipcowym posiedzeniu jest uwzględnienie możliwości zapowiedzi ograniczenia programu QE we wrześniu, niemniej takie działania FOMC powinny być już „w cenach”.

■ W kontekście polityki pieniężnej EBC podtrzymujemy nasze założenia jedynie ostrożnego tempa jej zmian. Biorąc pod uwagę notowaną wyraźną poprawę sytuacji gospodarczej w strefie euro, oczekujemy zmiany w zakresie zapisów *forward guidance* po zapowiedzianej szerokiej dyskusji na jesieni br. Oczekujemy, że rada EBC zmieni ocen bilans ryzyka dla perspektyw programu skupu aktywów na symetryczny. Biorąc pod uwagę wciąż zdecydowanie niskie tempo wzrostu wynagrodzeń oraz niższe tempo wzrostu cen surowców, jak również nasze ostrożne założenia dot. dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w strefie euro oczekujemy równoczesnej zapowiedzi wydłużenia o kolejne 6 miesięcy (tj. do końca czerwca 2018 r.) programu skupu aktywów, przy dalszej redukcji wartości skupowanych aktywów (do ok. 40 mld EUR miesięcznie). Oczekujemy, że w I poł. 2018 r. dojdzie do kolejnego wydłużenia programu skupu aktywów (z ponownym zmniejszeniem wartości skupowanych aktywów) i jego zakończenia

dopiero na koniec 2018 r., co, zgodnie z bieżącymi zapisami komunikatu EBC, będzie implikowało utrzymanie stabilnych stóp procentowych w strefie euro (w tym stopy depozytowej) do końca 2018 r

■ Podtrzymujemy naszą ocenę przestrzeni dla lekkiego spadku rentowności obligacji skarbowych na dłuższym końcu krzywej dochodowości, biorąc pod uwagę nasze założenia jedynie ostrożnych zmian w polityce pieniężnej Fed czy EBC, w warunkach bardzo powolnych zmian w procesach inflacyjnych i jednocześnie oczekiwanego przez nas wyhamowania dalszej poprawy koniunktury w gospodarce globalnej. Ta korekta może jednak przebiegać wolniej niż zakładaliśmy to przed lipcowym posiedzeniem rady EBC.

Dane i wydarzenia w bieżącym tygodniu

■ Stopa bezrobocia w czerwcu (25 lipca)

Prognozujemy, że w czerwcu stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się do 7,1% z 7,4% odnotowanych w maju. Głównym powodem spadku stopy bezrobocia są cały czas efekty sezonowe, tj. wzrost zatrudnienia w części sektorów gospodarki w cieplejszej części roku. Przy solidnym wzroście zatrudnienia oczekujemy także spadku stopy bezrobocia z tytułu efektów cyklicznych, choć tempo tego spadku jest już wolniejsze niż na przełomie roku i wyniesie ok. 0,05 pkt. proc. Wg szacunków MRPiPS stopa bezrobocia rejestrowanego w maju obniżyła się do 7,2%.

■ Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed - FOMC (25 - 26 lipca)

Oczekujemy, że na posiedzeniu w lipcu FOMC utrzyma parametry polityki monetarnej bez zmian, w tym utrzyma główną stopę funduszy federalnych na poziomie 1,00% - 1,25%.

Biorąc pod uwagę czerwcową podwyżkę stóp procentowych oraz wystąpienie prezes Fed J. Yellen w połowie lipca nie oczekujemy istotnych zmian w treści komunikatu po posiedzeniu. W komunikacie komitet FOMC może odnotować poprawę danych z rynku pracy USA, niemniej przy utrzymujących się ryzykach dla prognoz inflacji, w szczególności wobec wciąż niskiej dynamiki wynagrodzeń.

Biorąc pod uwagę dotychczasowe zapowiedzi FOMC dot. ograniczenia reinwestowania zapadających instrumentów w ramach programu QE można także oczekiwać lekkich zmian w treści komunikatu, które otworzą furtkę do ogłoszenia stosownych zmian na posiedzeniu we wrześniu (co obecnie jest scenariuszem powszechnie oczekiwanym).

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń w bieżącym tygodniu

poniedziałek 24. lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym, czerwiec	5,62 mln (annual)	5,65 mln (annual)	-
wtorek 25. lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
10:00	PL	Stopa bezrobocia rejestrowanego, czerwiec	7,4%	7,1%	7,1%
10:00	GER	Wskaźnik Ifo nastrojów gospodarczych, lipiec	115,1 pkt.	115,0 pkt.	-
16:00	USA	Wskaźnik nastrojów konsumentów instytutu Conference Board, lipiec	118,9 pkt.	116,0 pkt.	-
środa 26. lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku pierwotnym, czerwiec	0,610 mln (annual)	0,619 mln (annual)	-
20:00	USA	Ogłoszenie decyzji FOMC ws. poziomu stóp procentowych	1,00%-1,25%	1,00%-1,25%	1,00%-1,25%
czwartek 27. lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
10:00	EMU	Podaż pieniądza M3, czerwiec	5,0% r/r	5,0% r/r	-
10:00	EMU	Kredyty dla przedsiębiorstw niefinansowych, czerwiec	2,4% r/r	-	-
10:00	EMU	Kredyty dla gospodarstw domowych, czerwiec	2,6% r/r	-	-
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 22.07	233 tys.	240 tys.	-
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku, czerwiec	-0,8% m/m	1,9% m/m	-
piątek 28. lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
11:00	EMU	Wskaźnik nastrojów gospodarczych, lipiec	111,1 pkt.	110,8 pkt.	-
14:30	USA	Wzrost PKB, II kw. (wst.)	1,4% kw/kw (annual)	2,5% kw/kw (annual)	-
poniedziałek 31. lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
08:00	GER	Sprzedaż detaliczna, czerwiec	0,5% m/m; 4,8% r/r	-	-
11:00	EMU	Inflacja HICP, lipiec (wst.)	1,3% r/r	-	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy, lipiec (wst.)	1,1% r/r	-	-
11:00	EMU	Stopa bezrobocia, czerwiec	9,3%	-	-
14:00	PL	Inflacja CPI, lipiec (wst.)	1,5% r/r	-	1,7% r/r
15:45	USA	Wskaźnik nastrojów gospodarczych Chicago PMI, lipiec	65,7 pkt.	-	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych krajowych

Krajowe dane i wydarzenia makroekonomiczne - lipiec

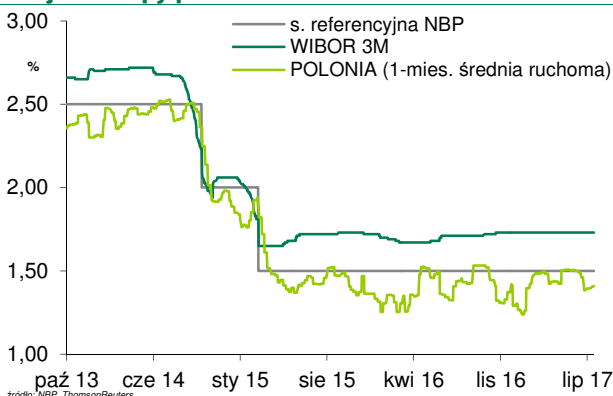
Wskaźnik		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ Bank
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	czerwiec	1.07	52,7 pkt.	53,1 pkt.	
Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej	PL	lipiec	4-5.07	1,50%	1,50%	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	czerwiec	11.07	1,5% r/r (wst.)	1,5% r/r	
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	czerwiec	12.07	0,8% r/r	0,8% r/r	
Saldo w obrotach bieżących	PL	maj	14.07	-275 mln EUR	-200 mln EUR	
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	czerwiec	18.07	4,5% r/r	4,3% r/r	
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	czerwiec	18.07	5,4% r/r	6,0% r/r	
Produkcja przemysłowa	PL	czerwiec	19.07	9,1% r/r	4,5% r/r	
Produkcja budowlano-montażowa	PL	czerwiec	19.07	8,4% r/r	11,6% r/r	
Wskaźnik cen produkcji w przemyśle, PPI	PL	czerwiec	19.07	2,5% r/r	1,8% r/r	
Sprzedaż detaliczna (w cenach stałych)	PL	czerwiec	19.07	7,4% r/r	5,8% r/r	
Sprzedaż detaliczna (w cenach bieżących)	PL	czerwiec	19.07	8,4% r/r	6,0% r/r	
Stopa bezrobocia	PL	czerwiec	25.07	7,4%		7,1%
Inflacja CPI (wst.)	PL	lipiec	31.07	1,5% r/r		1,7% r/r

Najważniejsze dane i wydarzenia makroekonomiczne z zagranicy - lipiec

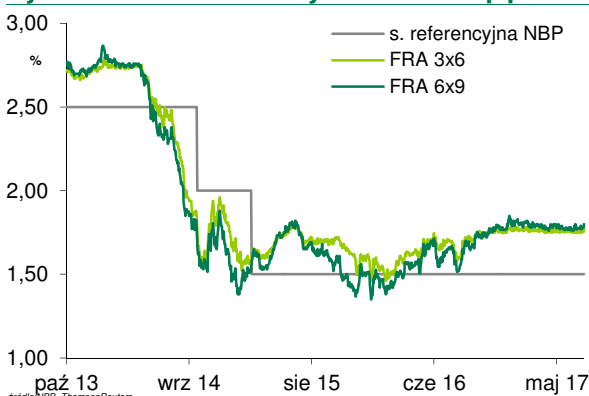
Wskaźnik		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury ISM - przemysł	USA	czerwiec	3.07	54,9 pkt.	54,5 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	USA	czerwiec	5.07	56,9 pkt.	57,4 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	USA	czerwiec	7.07	152 tys.	222 tys.	
Stopa bezrobocia	USA	czerwiec	7.07	4,3%	4,4%	
PKB	CHN	II kw.	17.07	6,9% r/r	6,9% r/r	
Posiedzenie rady EBC	EMU	lipiec	20.07	0,0%	0,0%	
Indeks koniunktury PMI - przemysł (wst.)	EMU	lipiec	24.07	57,4 pkt.	56,8 pkt.	
Indeks koniunktury PMI - usługi (wst.)	EMU	lipiec	24.07	54,7 pkt.	55,4 pkt.	
Posiedzenie FOMC	USA	lipiec	25-26.07	1,00%-1,25%		1,00%-1,25%
PKB	USA	II kw.	28.07	1,4% kw/kw (annual)		2,5% kw/kw (annual)
Wskaźnik inflacji bazowej HICP (wst)	EMU	lipiec	30.07	1,1% r/r		-

Rynki finansowe

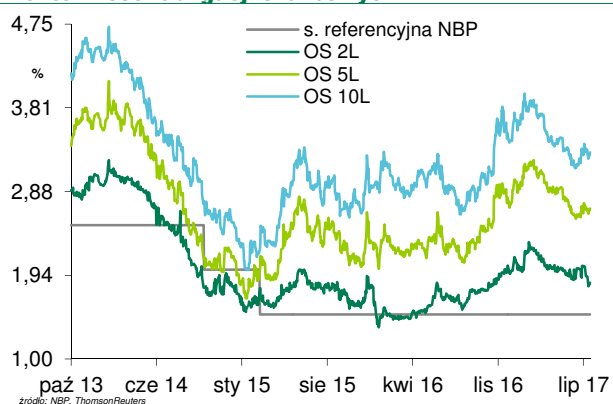
Krajowe stopy procentowe



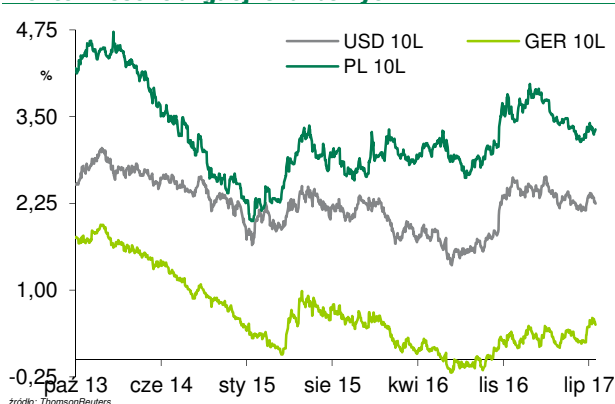
Rynek FRA - oczekiwania rynkowe dot. stóp proc.



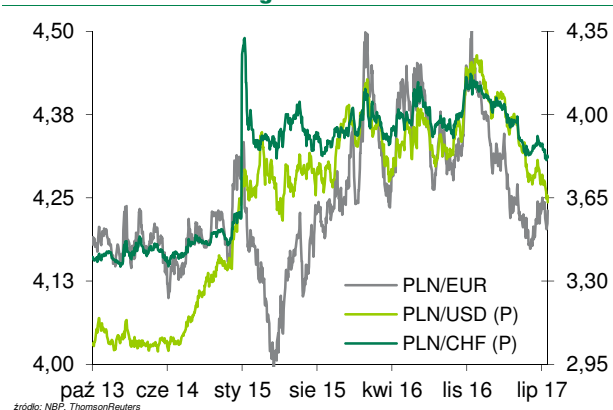
Rentowności obligacji skarbowych



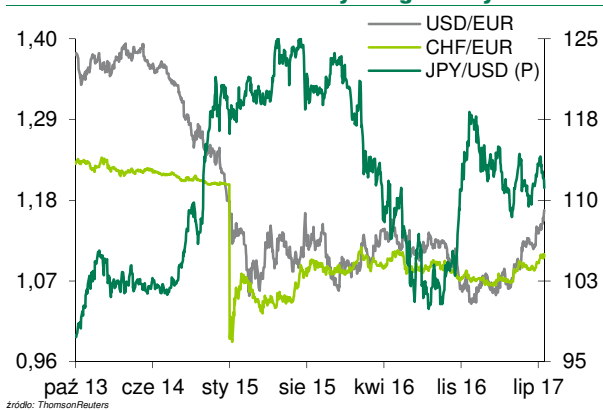
Rentowności obligacji skarbowych



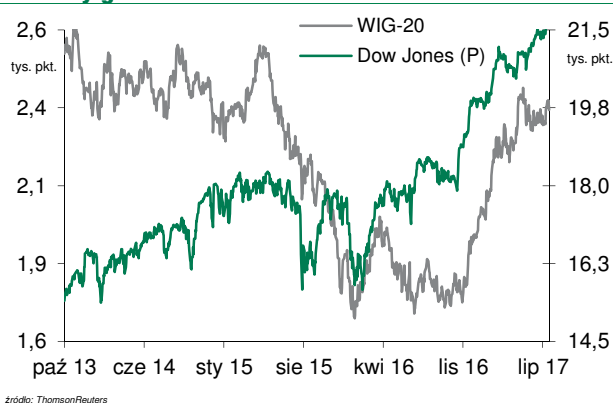
Notowania kursu złotego



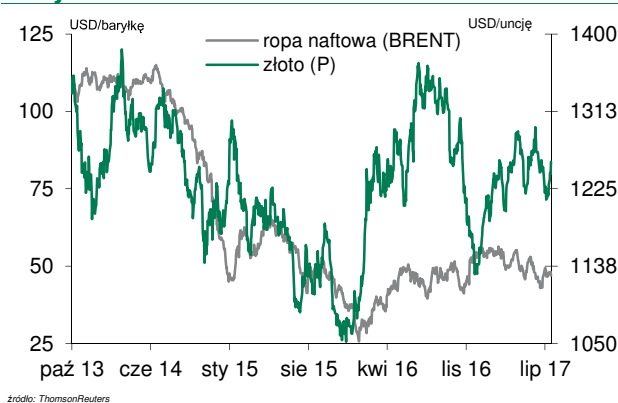
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

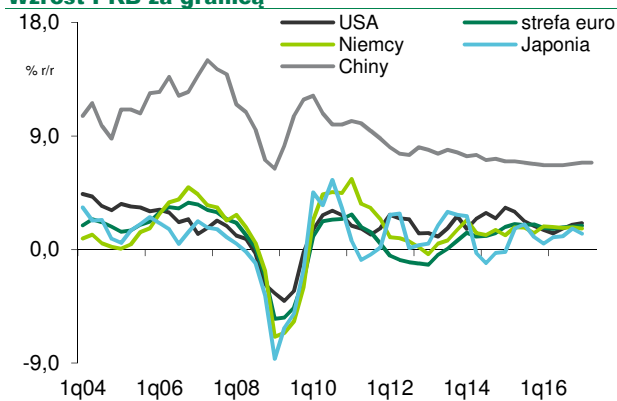


Ceny surowców

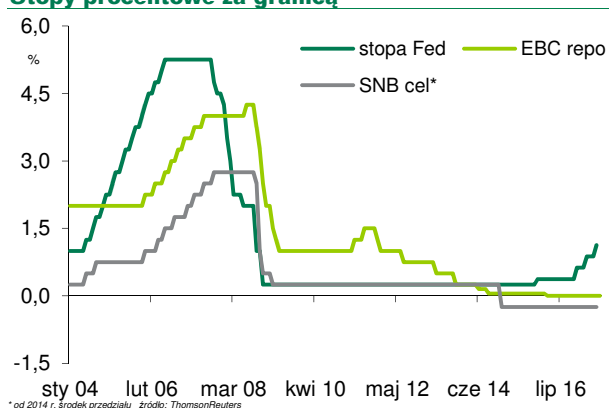


Sfera realna

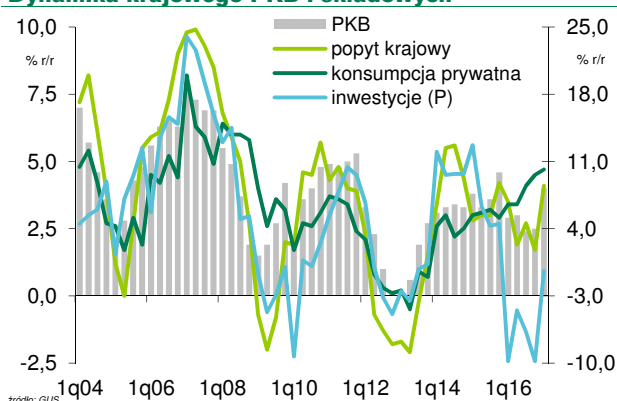
Wzrost PKB za granicą



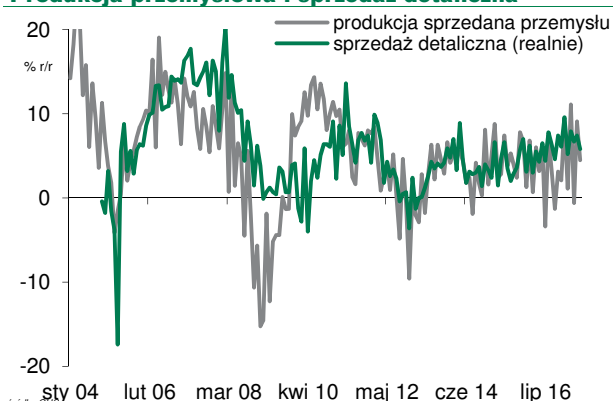
Stopy procentowe za granicą



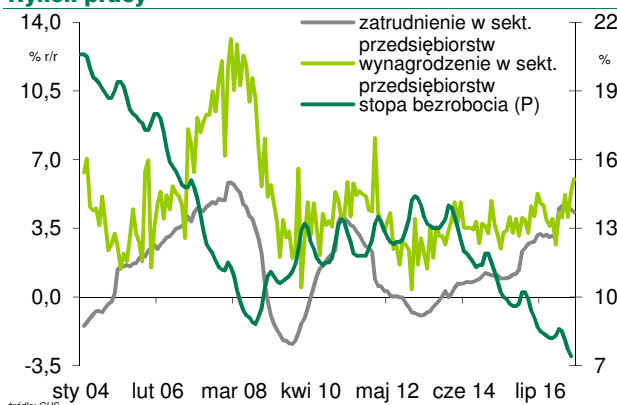
Dynamika krajowego PKB i składowych



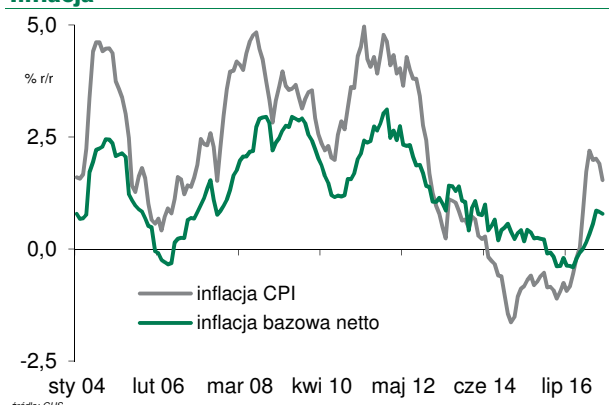
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



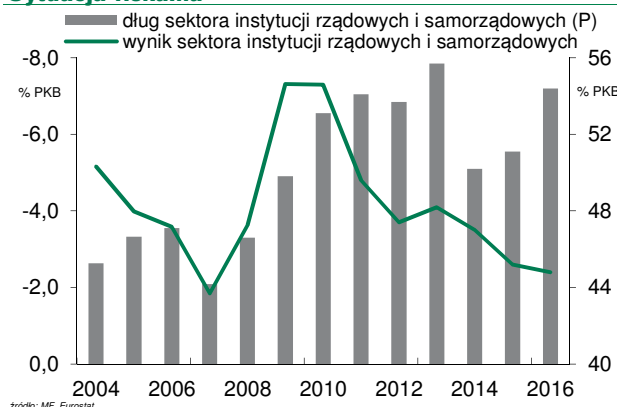
Rynek pracy



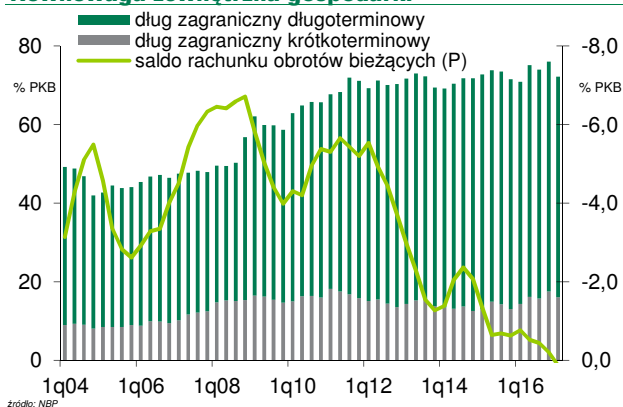
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Rynek finansowy

Wskaźnik		cze 17	2017-07-14	2017-07-21	sie 17	wrz 17	gru 17
Stopa lombardowa NBP	%	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa referencyjna NBP	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Stopa depozytowa NBP	%	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Obligacje skarbowe 2L	%	1,90	1,84	1,86	1,85	1,90	2,10
Obligacje skarbowe 5L	%	2,72	2,67	2,69	2,70	2,75	2,80
Obligacje skarbowe 10L	%	3,36	3,29	3,31	3,30	3,35	3,40
PLN/EUR	PLN	4,23	4,22	4,23	4,24	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,71	3,70	3,63	3,70	3,73	3,78
PLN/CHF	PLN	3,87	3,82	3,82	3,89	3,91	3,92
USD/EUR	USD	1,14	1,147	1,167	1,15	1,14	1,13
Stopa Fed	%	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,50
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 5L	%	1,90	1,88	1,81	1,80	1,75	1,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	2,32	2,35	2,25	2,20	2,15	2,00
Obligacje skarbowe GER 5L	%	-0,23	-0,10	-0,18	-0,20	-0,20	-0,20
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,47	0,59	0,50	0,45	0,45	0,45

Źródła danych historycznych: NBP, Thomson Reuters

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 628 732 450 zł wpłacony w całości.