

TYGODNIK EKONOMICZNY

6 – 12 lutego 2017

Według wstępnych danych GUS wzrost PKB spowolnił w 2016 r. do 2,8% z 3,9% w 2015, co oznacza naszym zdaniem, że w ostatnim kwartale tempo wzrostu było podobne jak w III kw. i wyniosło ok. 2,5% r/r. O ile dynamika PKB była nieco lepsza od oczekiwań, to jego struktura już niekoniecznie – zarówno konsumpcja (+3,6% w całym roku), jak i inwestycje (-5,5%) lekko rozczarowały. Wygląda jednak na to, że dołek cyklu koniunkturalnego mamy już za sobą, co sugerują silnie rosnące styczniowe indeksy koniunktury (w tym PMI) i informacje o rosnącym napływie zamówień eksportowych.

Przed nami tydzień z niemal pustym kalendarzem. Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej – jedyne warte odnotowania wydarzenie krajowe – nie przyniesie raczej nic nowego. Już w styczniu retoryka RPP nieco złagodniała, a prezes Glapiński zapewniał, że Rada nie będzie się spieszyć z podwyżkami i jest w stanie akceptować przez jakiś czas ujemne realne stopy procentowe. Niektóre wypowiedzi członków RPP sugerują jednak naszym zdaniem, że jeśli inflacja będzie szybko rosła to w Radzie może narastać różnica poglądów nt. pożądanego tempa zacieśnienia polityki. Taka sytuacja sprzyjałaby rynkowej spekulacji nt. podwyżek. To jednak jeszcze nie jest temat na najbliższy tydzień. Od styczniowego posiedzenia RPP pojawiły się nowe sygnały ożywienia gospodarczego, ale nie było nowych niespodzianek inflacyjnych. Prawdopodobnie dopiero publikacja CPI za styczeń (1,7% r/r wg naszej prognozy) i kolejne miesiące (2% r/r do kwietnia) może być paliwem do wzrostu rynkowych oczekiwań podwyżek (choć RPP będzie próbowała te oczekiwania studzić).

Za granicą w planie również niewiele wydarzeń. Dane z Niemiec (produkcja, zamówienia przemysłowe, eksport) powinny potwierdzić pozytywne tendencje, oznaczające dobre perspektywy dla polskich eksporterów i producentów. Dla nastrojów na rynkach bazowych ważniejsze mogą być jednak kolejne działania Donalda Trumpa, wypowiedzi członków FOMC, czy informacje z Włoch (ryzyko wcześniejszych wyborów) i Grecji (wracają obawy o kryzys).

Niezbyt jastrzębi komunikat Fed i wątpliwości, czy działania Trumpa nie zaszkodzą globalnej gospodarce, wyhamowały wzrosty rentowności obligacji na świecie w ostatnich dniach. Niestety trudno przewidzieć, na jak długo. Bazowym scenariuszem wciąż jest osłabienie długu za granicą w kolejnych miesiącach i w tych warunkach przestrzeń do umocnienia krajowych obligacji wydaje się ograniczona. Niemniej, spread do Bundów może się naszym zdaniem jeszcze zawęzić. W przypadku kursu złotego widzimy rosnące ryzyko lekkiej korekty po dość znacznym umocnieniu w ostatnim okresie.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (6 lutego)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	XII	% m/m	0,5	-	-2,5
11:30	PL	Aukcja bonów skarbowych					
WTOREK (7 lutego)							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	0,4	-	0,4
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	5,6	-	7,0
ŚRODA (8 lutego)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50	1,50
CZWARTEK (9 lutego)							
8:00	DE	Eksport	XII	% m/m	-1,6	-	3,9
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	246
PIĄTEK (10 lutego)							
9:00	CZ	CPI	I	% r/r	2,1	-	2,0
16:00	US	Wstępny Michigan	II	pkt	97,8	-	98,5

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

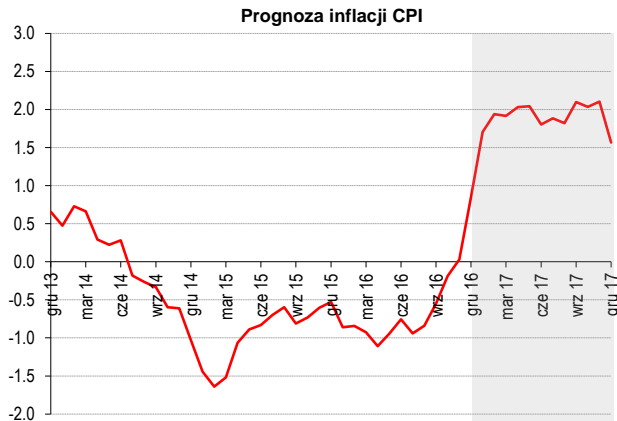
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40
 email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Agnieszka Decewicz 22 534 18 86
 Marcin Luziński 22 534 18 85
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

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

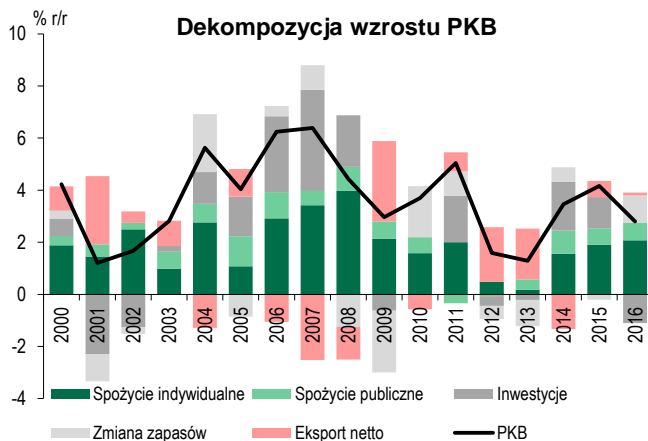
Wydarzenia nowego tygodnia – Polityka pieniężna wciąż nudna



▪ Spotkanie RPP to jedyne warte uwagi wydarzenie w kraju w tym tygodniu. Nie spodziewamy się jednak znacznej zmiany w komunikacie, jako że sytuacja gospodarcza jest podobna jak podczas poprzedniego posiedzenia – pojawiały się nowe sygnały ożywienia gospodarczego na początku roku, ale niewiele więcej wiadomo w kwestii perspektyw inflacji.

▪ Ostatnie komentarze członków RPP sugerują naszym zdaniem, że różnice w poglądach odnośnie perspektyw polityki pieniężnej mogą się nasilić, gdy inflacja wzrośnie mocniej. To z kolei może podsycać oczekiwania rynkowe na temat podwyżek stóp (choćbyż prezes NBP zapewne będzie łagodził takie oczekiwania). Niemniej, będzie to temat dopiero na kolejne miesiące, a lutowe posiedzenie RPP pozostanie raczej mało ekscytujące.

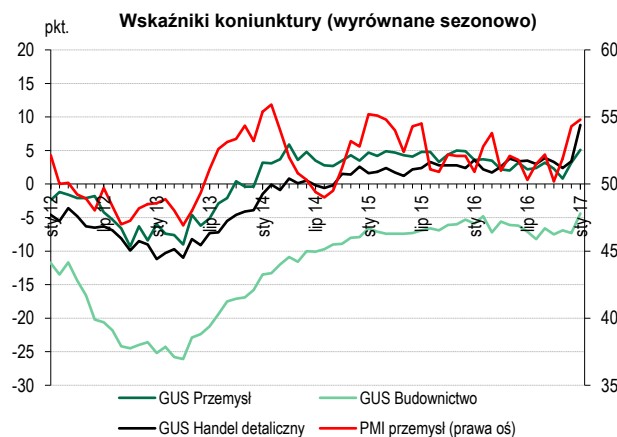
Ostatni tydzień w gospodarce – PKB w IV kw. powyżej oczekiwań, PMI w górę



▪ Według wstępnego szacunku PKB w 2016 r. urosł o 2,8% wobec wzrostu o 3,9% w 2015. Wynik był lepszy od naszych oczekiwań i konsensusu na poziomie 2,7%. Bazując na danych za cały rok i wcześniejszych publikacjach dotyczących pierwszych trzech kwartałów (oraz zakładając brak rewizji wcześniejszych danych) można oszacować, że wzrost gospodarczy w ostatnim kwartale 2016 był zbliżony do 2,5% r/r, czyli podobny jak w III kw.

▪ Motorem wzrostu w 2016 r. była konsumpcja prywatna – zwiększyła się realnie o 3,6%, chociaż jej dynamika w IV kw. nieco rozczarowała i wyniosła wg naszych szacunków ok. 4% r/r, czyli tylko minimalnie więcej niż w III kw. Istotny wkład do dynamiki PKB miała też zmiana zapasów, która w całym roku dodała do tempa wzrostu ok. 1pp., a w IV kw. nawet 1,3pp. Jest to o tyle ciekawe zjawisko, że wg naszych obserwacji do tej pory w fazach osłabienia koniunktury zapasy miały niemal zawsze negatywny wpływ na dynamikę PKB, a nie pozytywny. Kolejną ciekawostką jest to, że wbrew naszym oczekiwaniom dynamika spożycia zbiorowego najwyraźniej pozostała w IV kw. dodatnia (w przedziale 2-3% r/r), pomimo bardzo wysokiej „bazy” z poprzedniego roku. Dane o realizacji budżetu sugerują, że rząd mógł przenieść część wydatków z 2017 r. na grudzień 2016 r. Inwestycje spadły w całym roku 2016 o 5,5%, co oznacza, że w końcówce roku ich spadek wyhamował do ok. -5,8% r/r (spodziewaliśmy się nieco lepszego odczytu, ok. -4,5% r/r). Z kolei eksport netto dodał do wzrostu PKB 0,1pp w całym 2016 r. i 0,4pp w IV kw.

▪ Indeks PMI dla polskiego przemysłu zaskoczył rosnąc w styczniu do 54,8 pkt z 54,3 pkt. Po trzecim z rzędu miesiącu wzrostów indeks znalazł się na najwyższym poziomie od marca 2015. Wg badania, w styczniu produkcja przemysłowa rosła w najszybszym tempie od lutego 2014, przyspieszył też wzrost nowych zamówień. Utrzymała się silna presja ze strony kosztów produkcji.



Cytat tygodnia – Deficyt finansów publicznych blisko 2,8-2,9% w 2016 i 2017

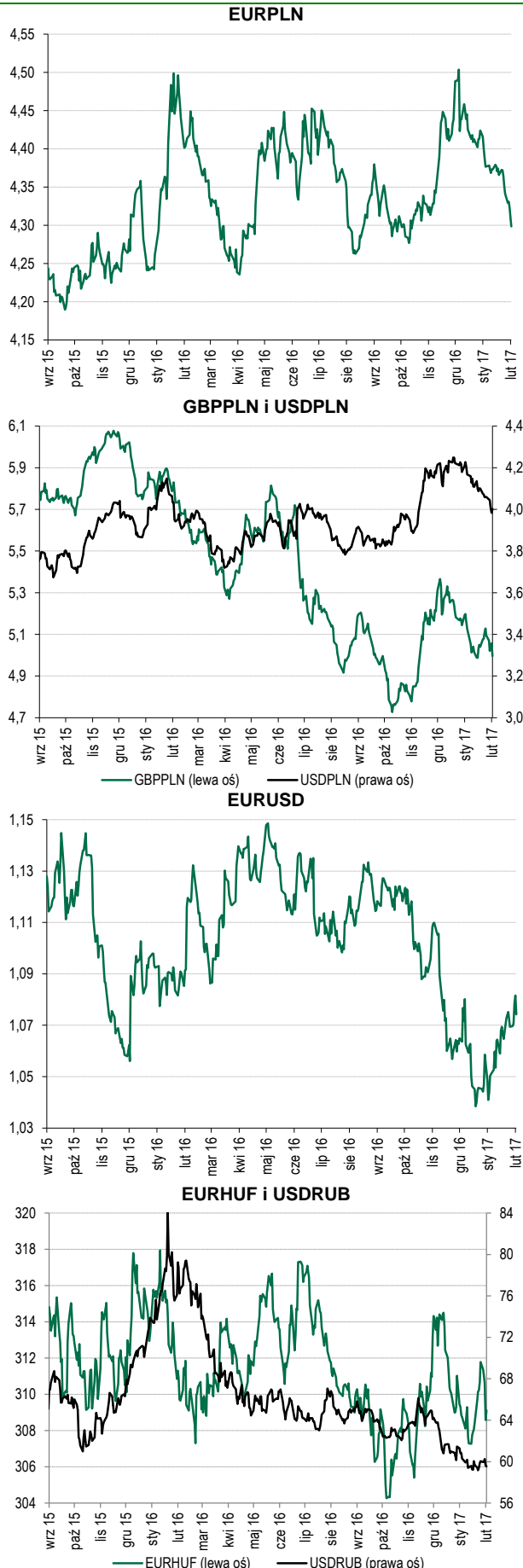
Leszek Skiba, wiceminister finansów, PAP, 02.02 i 31.01

Prognozę deficytu sektora na ten rok, według metodologii ESA'10 - gdyby oprzeć ją czysto na przesłankach makroekonomicznych - pozostawiamy na poziomie 2,9 proc. PKB, ale ta zmiana Eurostatu przybliża nas do poziomu 2,8 proc. PKB. Księgowo, wpływy z akcji częstotliwości LTE zostaną rozłożone na wiele lat, jako renta, a nie jako wpływ jednoroczny. Będą musiały być dokonane drobne korekty za poprzednie lata, ale i pozytywnie będzie to oddziaływać na kolejne lata.

W związku z tym (...) mamy do czynienia z korektą szacunku deficytu sektora finansów publicznych i obecnie szacujemy go na 2,8-2,9 proc. PKB

Ministerstwo Finansów poinformowało, że deficyt budżetowy wyniósł 46,3 mld zł w 2016 r. wobec 54,7 mld zł zaplanowanych w ustawie budżetowej oraz wobec 42,6 mld zł w 2015 r. Dane po listopadzie sugerowały znacznie lepsze wykonanie budżetu, zarówno po stronie dochodowej, jak i wydatkowej. Możliwe, że zgodnie z zapowiedziami, na grudzień przesunięto niektóre wydatki z 2017 r. Możliwe, że to właśnie jest powodem względnie wysokiej konsumpcji publicznej w IV kw. Ponadto, wpływy z VAT były w grudniu bardzo rozczarowujące (dwukrotnie niższe niż rok wcześniej). Prawdopodobnie wynikało to ze zwiększonych zwrotów nadpłaconego VAT. Skiba powiedział także, że deficyt sektora finansów publicznych wyniósł ok. 2,8-2,9% PKB, czyli wyraźnie wyżej niż prognozowano. Wynika to m. in. z decyzji Eurostatu, wg której dochody z LTE nie są traktowane jako jednoroczne dochody budżetowe, ale jako 15-letnia renta. Wg naszych szacunków, podbija to deficyt o ok. 0,5% PKB.

Rynek walutowy – Ryzyko korekty rośnie



Złoty zyskuje do walut z rynków wschodzących i G10

▪ Złoty umocnił się trzeci tydzień z rzędu do euro i franka i siódmy tydzień z rzędu do dolara. Pozytywny nastrój utrzymujący się na globalnym rynku pchnął EURPLN do 4,30, najniższego poziomu od początku listopada. USDPLN spadł poniżej 4,0 również dzięki wzrostowi EURUSD. GBPPLN spadł do 5,0 z 5,10, a CHFPLN zbliżył się do 4,0.

▪ W tym tygodniu kalendarz jest niemal pusty i obok ograniczonej liczby publikacji danych wypowiedzieć się będzie tylko kilku członków FOMC.

▪ W styczniu złoty był najsilniejszą walutą z rynków wschodzących do euro, dolara, franka i funta. Wydaje się, że mogą być potrzebne kolejne silne pozytywne impulsy, by złoty kontynuował trend lub przynajmniej utrzymał ostatnie zyski. Ponieważ na ten tydzień nie zaplanowano żadnych ważnych wydarzeń, rośnie wg nas ryzyko realizacji zysków z ostatniego spadku EURPLN. Scenariusz ten może się realizować zwłaszcza jeśli uwaga inwestorów skupi się na sytuacji na peryferiach strefy euro (ponowne kłopoty finansowe Grecji czy ryzyko wcześniejszych wyborów we Włoszech).

▪ Na koniec tygodnia EURPLN testował istotną strefę wsparcia tuż poniżej 4,30. Kolejny ważny poziom to 4,26, najbliższy opór jest na ok. 4,35.

Trend wzrostowy potrzebuje nowego paliwa

▪ EURUSD wzrósł w zeszłym tygodniu do prawie 1,085 głównie na fali wypowiedzi członków administracji nowego prezydenta USA i gołębiego wydzwieku posiedzenia FOMC. Amerykańscy bankierzy centralni przedstawili pozytywną ocenę sytuacji w gospodarce USA, ale nie zasygnalizowali, aby kolejne podwyżki stóp nastąpiły już niebawem, co rozczarowało rynek po serii niezłych danych makro.

▪ Ten tydzień jest już siódmym z rzędu kiedy euro zyskuje do dolara. Ostatni raz seria przynajmniej takiej długości miała miejsce w IV kw. 2004, kiedy EURUSD rósł przez osiem tygodni.

▪ Jak wspomnieliśmy powyżej, kalendarz publikacji danych w najbliższym tygodniu nie zawiera dużej liczby istotnych danych, co może skłonić inwestorów do zwrócenia uwagi na inne kwestie, np. ryzyko wcześniejszych wyborów we Włoszech czy pojawiające się obawy o Grecję. Mogłoby to przesądzić o zatrzymaniu trendu wzrostowego EURUSD.

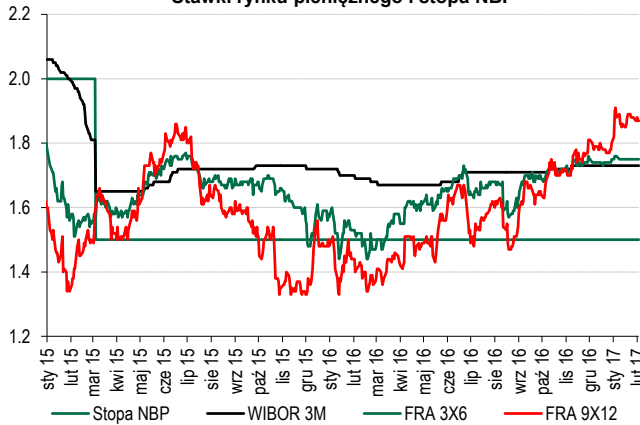
Forint zyskuje, niewielkie zmiany na rynku rubla

▪ Forint zyskał do euro korzystając z silnego popytu na ryzykowne aktywa. EURHUF spadł przejściowo do 308 po dwóch tygodniach wzrostów. USDRUB ustanowił tymczasem nowe tegoroczne minimum na ok. 58,55, ale aprecjacja rubla była tylko chwilowa i na koniec tygodnia kurs był ponownie blisko 59,5.

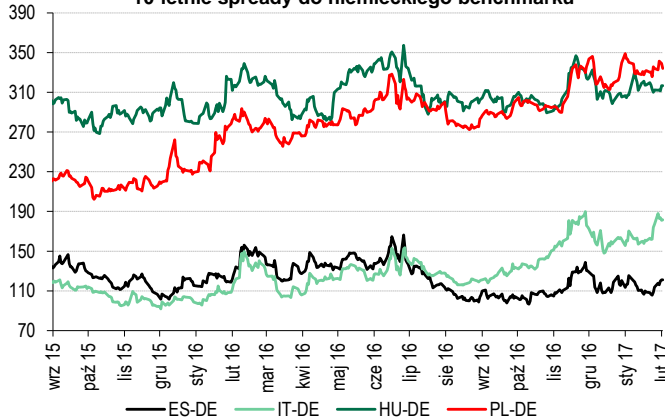
▪ Bank centralny Rosji utrzymał w lutym stopy procentowe bez zmian, główna nadal wynosi 10%, zgodnie z oczekiwaniami. Bank odnotował zgodny z jego prognozami spadek inflacji i szybsze niż oczekiwał odbicie aktywności gospodarczej. W jego ocenie, niewielkie spowolnienie tempa spadku CPI wynikał z czynników jednorazowych. Bank podkreślił, że w wyniku zmiany zewnętrznych i wewnętrznych okoliczności przestrzeń do obniżek stóp w pierwszej połowie 2017 r. nieco się ograniczyła. Rynek nie zareagował zbyt wyraźnie na decyzję i ton komunikatu.

Rynek stopy procentowej – Przestrzeń do umocnienia jest ograniczona

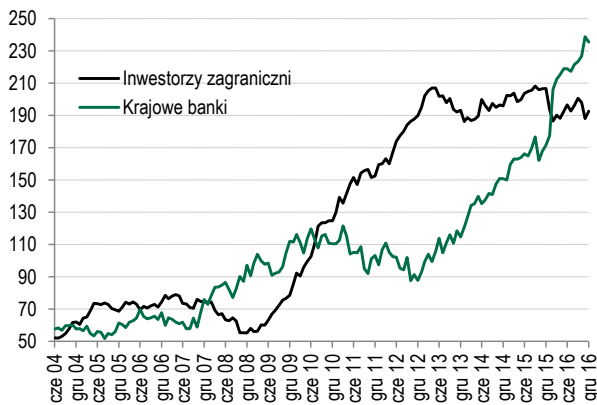
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



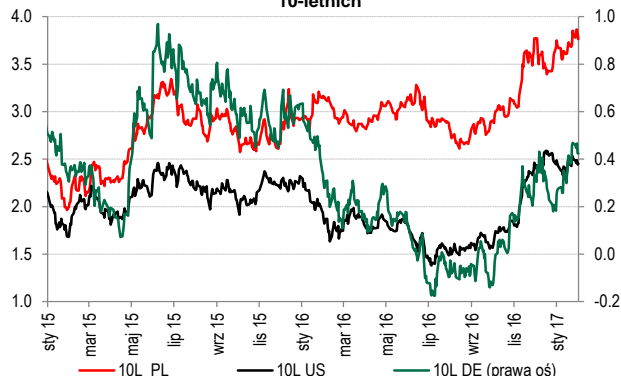
10-letnie spready do niemieckiego benchmarku



Zaangażowanie zagranicy i krajowych banków w SPW



Rentowność polskich, niemieckich i amerykańskich obligacji 10-letnich



Rynki bazowe i aukcja długu wspierają obligacje

Przełom stycznia i lutego był pozytywny dla rynku stopy procentowej. W minionym tygodniu rentowności i stawki IRS dość znacząco spadły w ślad za rynkami bazowymi. Wsparciem dla rynku okazały się również bardzo dobre wyniki krajowej aukcji (szczegóły poniżej). Rynki bazowe umocniły się po posiedzeniu FOMC, którego retoryka była mniej jastrzębia. W efekcie rentowność niemieckiej 10-latkii obniżyła się do prawie 0,40% (po informacji o spowolnieniu wzrostu płac w USA) z ok. 0,50% na początku tygodnia. To pomogło odreagować krajowym aktywom, w tym rentowność 10-letniego benchmarku spadła poniżej 3,80%. Z drugiej strony reakcja na krajowe dane (mocniejszy od oczekiwań odczyt PKB za 2016 r.) była nieznaczna.

W skali tygodnia obie krzywe przesunęły się w dół oraz nieznacznie się splaszczły, gdyż długi koniec zyskał mocniej niż pozostałe sektory. Spread 2-10 lat dla obligacji zawężił się do ok. 160 pb z 181 pb na koniec poprzedniego tygodnia. Premia za ryzyko (mierzona spreadem wobec Bundu) również nieco się zmniejszyła, jednak, w naszej ocenie, wciąż pozostaje na wysokim poziomie (nieco poniżej 340 pb).

Na rynku pieniężnym, stawki WIBOR pozostały stabilne na przełomie stycznia i lutego, podczas gdy stawki FRA na dłuższe terminy nieznacznie wzrosły. Był to efekt jastrzębiej retoryki niektórych członków RPP. Rynek utrzymał swoje oczekiwania na podwyżkę stóp o 25 pb w perspektywie 12 miesięcy.

Potrzeby pożyczkowe brutto sfinansowane w ok. 40%

Czwartkowa aukcja obligacji była bardzo udana, Ministerstwo Finansów sprzedało dług za prawie 6 mld zł, z czego 5 mld zł na aukcji podstawowej przy łącznym popycie ponad 15 mld zł. Wskaźnik bid-cover wzrósł do 2,51 z 2,16 na ostatniej aukcji w styczniu (lub z 2,37 średnia w styczniu). Zgodnie z naszymi przypuszczeniami, ponownie największym zainteresowaniem cieszył się 10-letni benchmark – ze sprzedaży DS0727 resort pozyskał prawie 2,2 mld zł. Tak jak na aukcji z końca stycznia, inwestorzy zgłosili niewielki popyt na OK0419. Ministerstwo Finansów podało, że po czwartkowej aukcji pokryło już 38,8% tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto.

Struktura sprzedaży obligacji na aukcji wskazuje, że inwestorzy zagraniczni byli po stronie popytowej. Ministerstwo Finansów podało wcześniej, że w grudniu zagranica zwiększyła swoje zaangażowanie o 4,4 mld zł do 192,6 mld zł i kontynuowała zakupy w styczniu, głównie kupując średnio- i długoterminowe papiery.

Rynki bazowe wciąż nadają kierunek

W tym tygodniu kalendarz publikacji danych makro jest ograniczony (w Polsce i na świecie). Głównym wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie krajowej RPP. Powszechnie oczekuje się, że Rada utrzyma stopy na niezmiennym poziomie. Co więcej, retoryka Rady nie powinna ulec istotnym zmianom w porównaniu ze styczniem, kiedy to Prezes NBP Glapiński schładzał oczekiwania na szybkie podwyżki stóp. To powinno być wspierające dla krótkiego końca krzywych.

Środek i długi koniec krzywych pozostaną zmienne, w zależności od sytuacji na rynkach bazowych. W krótkim terminie spodziewamy się trendu bocznego, a nawet jeszcze nieznacznie umocnienia. Jednak przestrzeń do umocnienia jest naszym zdaniem ograniczona. Nasz bazowy scenariusz zakłada wzrost rentowności na rynkach bazowych w perspektywie nadchodzących miesięcy, co będzie przekładało się również na wzrost krajowych rentowności. Niemniej jednak, w naszej ocenie, widzimy możliwość zawężenia spreadu wobec Bundów.

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., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl