

TYGODNIK EKONOMICZNY

20 – 26 lutego 2017

Miniony tydzień wypełniony był ważnymi publikacjami danych. Odczyty PKB w Europie były niejednoznaczne, w szczególności Niemcy i strefa euro jako całość rozczarowały. Z drugiej strony, dane z Polski zaskoczyły mocno na plus, pokazując mocne wzrosty na rynku pracy, w przemyśle, sprzedaży detalicznej i eksporcie. Chociaż częściowo tak na dobre wyniki miały wpływ efekty statystyczne, to jednak naszym zdaniem wzrost gospodarczy przybiera na sile. Inflacja CPI wzrosła w styczniu do 1,8% r/r, nieco powyżej oczekiwań rynku. Naszym zdaniem na rynku mogą się nasilać oczekiwania dot. podwyżek stóp procentowych przez RPP.

W najbliższym tygodniu w kalendarzu mamy bardzo niewiele krajowych publikacji, w związku z czym inwestorzy skupią się na wydarzeniach za granicą, w tym publikacjach lutowych wskaźników koniunktury dla strefy euro (wstępne PMI, Ifo). Te wskaźniki powinny naszym zdaniem potwierdzać pozytywne perspektywy wzrostu gospodarczego w Europie. Kluczowym wydarzeniem będzie zapewne publikacja minutes FOMC, w których inwestorzy będą się starali odszukać wskazówki nt podwyżek stóp przez Fed, o których wspominała prezes Janet Yellen w swoim niedawnym wystąpieniu. Bardziej jastrzębi ton sprawozdania z posiedzenia Fed mógłby spowodować presję na rentowności długu na rynkach bazowych, przyczyniając się też do osłabienia polskich obligacji. Na początku tygodnia uwaga będzie skierowana na kryzys w Grecji, w związku ze spotkaniem Eurogrupy poświęconym m.in. tej sprawie. Ewentualny brak postępu w rozmowach jak wyjść z impasu może mieć negatywny wpływ na nastroje, przyczyniając się do wzrostu awersji do ryzyka i osłabienia złotego.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (20 lutego)						
16:00	US	Dzień wolny				
	EZ	Wskaźnik ufności konsumentów	II	pkt	-4,8	-4,9
WTOREK (21 lutego)						
9:30	DE	Wstępny PMI	II	pkt	56,2	-
10:00	EZ	Wstępny PMI	II	pkt	55,0	-
ŚRODA (22 lutego)						
10:00	DE	Ifo	II	pkt	109,7	-
11:00	EZ	CPI	I	% r/r	1,8	-
16:00	US	Sprzedaż istniejących domów	I	% m/m	1,1	-
20:00	US	Minutes FOMC	II			
CZWARTEK (23 lutego)						
8:00	DE	PKB	IV kw.	% r/r		1,2
10:00	PL	Stopa bezrobocia rejestrowanego	I	%	8,7	8,6
14:00	PL	Minutes RPP				
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tydz.	tys.		239
PIĄTEK (24 lutego)						
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	I	% m/m	7,3	-10,4

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>

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

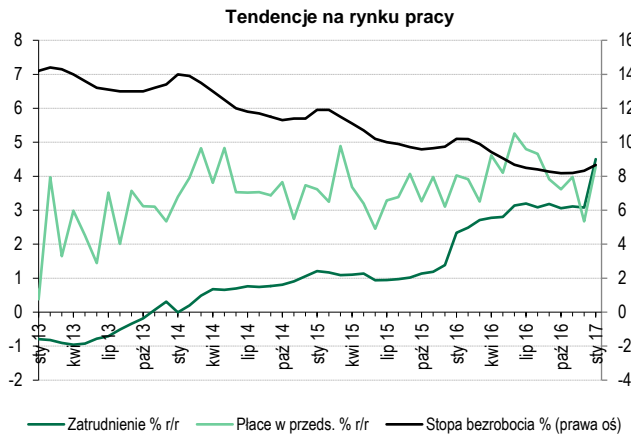
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

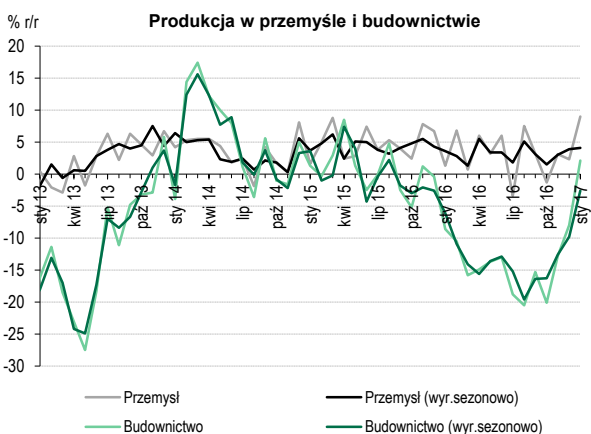
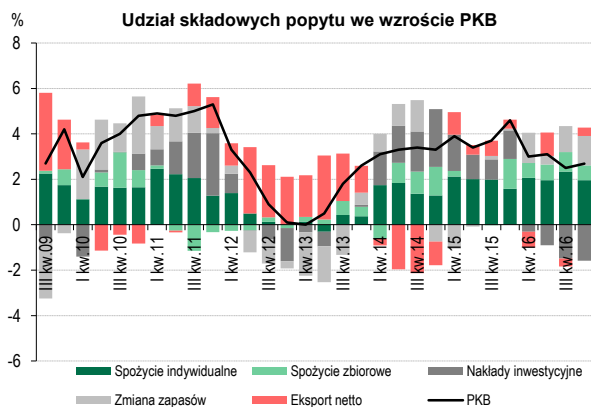
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Stopa bezrobocia i Biuletyn Statystyczny



- Spodziewamy się wzrostu stopy bezrobocia w styczniu do 8,6% z 8,3% w grudniu (czynnik sezonowy). Widzimy jednak pewne ryzyko w górę dla naszej prognozy po danych Ministerstwa Pracy wskazujących na odczyt 8,7%. Spodziewamy się w kolejnych miesiącach spadków stopy bezrobocia do 7,4% na koniec roku.
- W Biuletynie Statystycznym znajdziemy szczegółowe informacje na temat tempa wzrostu płac i zatrudnienia w styczniu. Naszym zdaniem wynikał on przede wszystkim z procesu zamiany umów cywilnoprawnych na etaty. Dane pokazują, że umowy cywilne są najbardziej rozpowszechnione w administrowaniu i działalności wspierającej. Mocny wzrost w tym sektorze wsparłby naszą tezę.
- GUS opublikuje też wskaźniki koniunktury za luty. Przypominamy, że w styczniu zanotowały one mocny wzrost.

Ostatni tydzień w gospodarce – Ożywienie się rozkręca



- Wzrost PKB w IV kw. 2016 wyniósł 2,7% r/r i był powyżej naszej prognozy i konsensusu rynkowego (w obu przypadkach 2,5%). Głównym źródłem pozytywnej niespodzianki było przesunięcie w czasie wydatków rządowych, które wg naszych szacunków podbiło dynamikę PKB w IV kw. o ok. 0,7 pkt. proc.
- Dane nt. aktywności w styczniu okazały się bardzo dobre. Wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył do 9% r/r, budowlanej do 2,1% r/r, a sprzedaży detalicznej w cenach stałych do 9,6% r/r. Wszystkie odczyty były lepsze od prognoz. O ile poprawa dynamiki to w części był efekt dni roboczych (aż dwa więcej niż przed rokiem), to jednak niespodzianka była na tyle duża, że sugeruje naszym zdaniem, iż ożywienie gospodarki na początku tego roku jest mocniejsze niż sądziliśmy do tej pory. Co ważne, dane wskazują, że poprawa następuje jednocześnie w trzech głównych składowych popytu: konsumpcji (mocna sprzedaż detaliczna), inwestycjach (budowlanka) i eksporcie (produkcja w przemyśle).
- W styczniu płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły o 4,3% r/r, co było zgodne z oczekiwaniami, a zatrudnienie wzrosło aż o 4,5% r/r, znacząco przewyższając nasze i rynkowe prognozy. Tak wysoka dynamika zatrudnienia to przede wszystkim efekt zmiany bazy statystycznej – jak co roku w styczniu GUS aktualizuje liczbę przedsiębiorstw objętych badaniem. Sądzimy, że najbliższe miesiące przyniosą spadek dynamiki zatrudnienia, m.in. w wyniku kurczących się zasobów siły roboczej. Ogólnie sytuacja na rynku pracy pozostaje wciąż dobra, co w naszej ocenie powinno wspierać wzrost konsumpcji prywatnej w nadchodzących kwartałach.
- Wskaźnik inflacji wzrósł w styczniu do 1,8% r/r z 0,8% r/r w grudniu, nieco mocniej od oczekiwań. W naszej ocenie, stopa inflacji może już w lutym wynieść 2% r/r, ale inflacja bazowa będzie rosła w tym roku znacznie wolniej niż CPI.

Cytat tygodnia – Nie ma powodu, by niepokoić się wzrostem inflacji

Łukasz Hardt, członek RPP, PAP, 13.02

Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest brak zmian do końca roku. Inflacja nie powinna przekroczyć 2,5%. Weszliśmy w obszar negatywnych realnych stóp, ale dopóki widzimy wyjście z tego obszaru to nie jest to argumentem za podwyżką.

Kamil Zubelewicz, członek RPP, PAP, 13.02

Nie powinno się wykluczyć ewentualności podwyżki w tym roku. Dowiemy się czy jest blisko końca okresu ujemnych realnych stóp, czy też może się on wydłużyć.

Jerzy Żyżyński, członek RPP, Reuters, 13.02

Nie spodziewamy się, żeby miał być przekroczony cel inflacyjny. Gdyby miał być, to możemy się zastanawiać nad zaostrzeniem polityki.

Grażyna Ancyparowicz, członek RPP, Reuters, 15.02

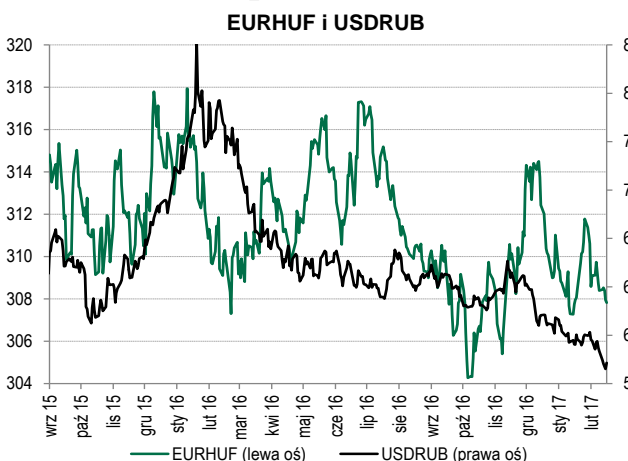
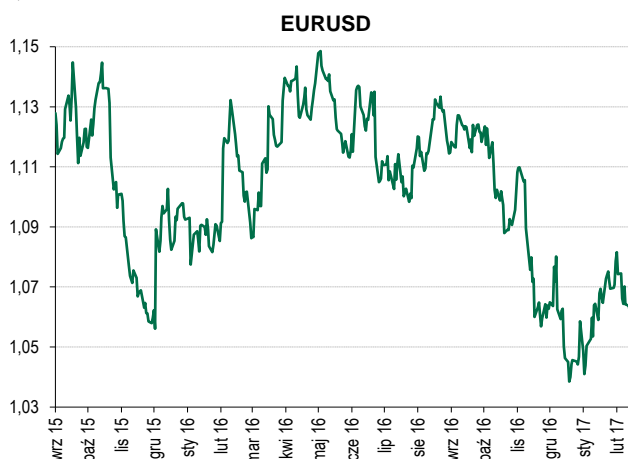
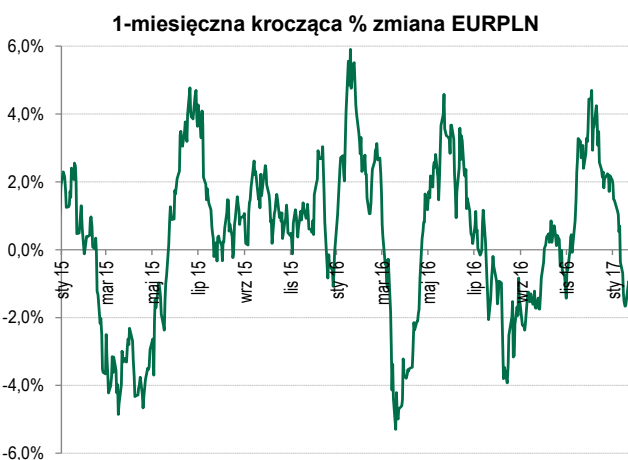
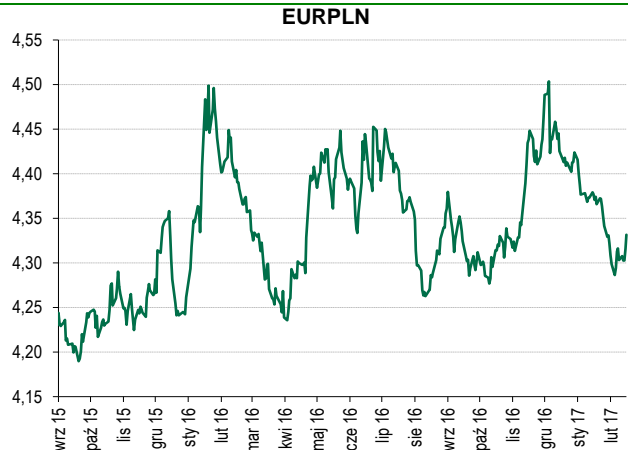
Ryzyko przekroczenia celu jest niewielkie, jeśli jednak trend rosnący utrzyma się, niezbędne będą delikatne korekty stóp NBP, zanim dynamika inflacji sięgnie 3,5%.

Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, PAP, 13.02

Nie ma powodu, by niepokoić się wzrostem inflacji o 1,8%. Jeżeli dane o trendzie wzrostowym inflacji potwierdzą się, brałbym pod uwagę dane o PKB i bezrobociu.

Naszym zdaniem tempo wzrostu inflacji na początku roku zaskoczyło RPP, chociaż członkowie Rady nie bardzo chcą to przyznać. Ponadto, wydaje nam się, że RPP wciąż nie docenia potencjału wzrostowego CPI w tym roku. Bankierzy centralni wierzą, że inflacja nie przebieje 2,5% a jej wzrost powyżej 1,5% będzie krótkotrwały. O ile z pierwszym twierdzeniem raczej się zgadzamy, to z drugim już nie – w lutym inflacja może wynieść już 2% i pozostanie blisko tego poziomu przez większą część roku. To z kolei może wspierać obawy o przekroczenie celu i wywołać większą rozbieżność poglądów w ramach RPP. Zubelewicz i Hardt będą się najbardziej jastrzębi i mogą rozpocząć dyskusję o zacieśnieniu polityki, napędzając rynkowe oczekiwania co do podwyżek stóp. Uważamy jednak, że RPP nie zmieni stóp w tym roku.

Rynek walutowy – Czekając na więcej danych z USA



Dane z kraju tylko lekko wspierają złotego

W zeszłym tygodniu krajowa waluta straciła do euro, dolara, franka szwajcarskiego i funta. Skala osłabienia złotego była niewielka, ale ruch był zgodny z naszą sugestią sprzed tygodnia, że ciężko może być kursowi EURPLN kontynuować ruch spadkowy. Lepsze od oczekiwań dane o polskim PKB miały jedynie chwilowy pozytywny wpływ na złotego, a silne styczniowe odczyty produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej zostały przez rynek zignorowane. EURPLN wzrósł do 4,33 z ok. 4,28, USDPLN odbił przejściowo do 4,08 z 4,04, CHFPLN wzrósł do 4,05 z 4,03, a GPBPLN osiągnął 5,10, ale na koniec tygodnia wrócił do 5,04.

Miniony tydzień był bogaty w publikacje ważnych danych i liczne wypowiedzi członków FOMC, ale nie wywarły one trwałego i dużego wpływu na rynek. Nadal uważamy, że złoty może jeszcze oddać część ostatnich zysków do euro. Drugi wykres pokazuje, że 1-miesięczna procentowa zmiana EURPLN osiągnęła poziom, który na tle historycznych wyników można określić jako „ekstremalny”. Sugeruje to, że wycenianie przez rynek nadchodzącego ożywienia gospodarczego stało się przesadzone i teraz potrzeba dodatkowych pozytywnych impulsów do tego, aby złoty dalej się umacniał albo przynajmniej utrzymał ostatnie zyski.

W tym tygodniu globalny nastrój powinien być kluczowy dla złotego. W naszej ocenie, krajowa waluta może raczej reagować na odczyty poniżej prognoz, niż powyżej.

Dane z USA umacniają dolara

EURUSD spadał w pierwszej części tygodnia dzięki niezłym danym z USA, ale kiedy osiągnął 1,052 nastąpiło odwrócenie trendu i inwestorzy zdecydowali się na realizację zysków z wcześniejszej aprecjacji dolara. W efekcie, na koniec tygodnia kurs był blisko 1,065.

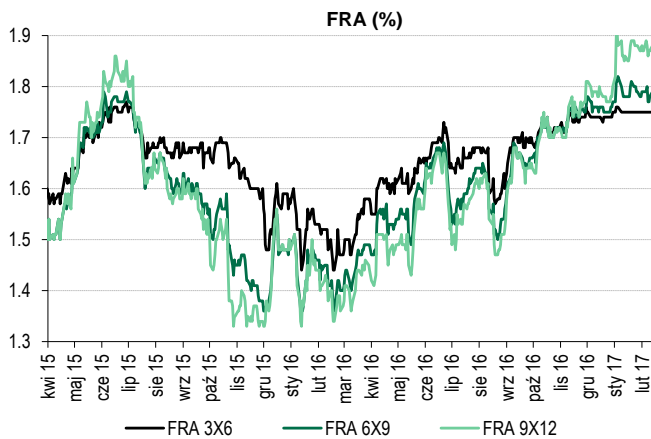
W zeszłym tygodniu dane z USA były istotnym czynnikiem wpływającym na EURUSD i nowy tydzień przyniesie kolejne publikacje i wypowiedzi członków FOMC. Wg Bloomberg, rynek wycenia 34% szans na marcową podwyżkę stóp Fed o 25 pb wobec 28% w zeszły piątek. Jeśli kolejne dane z USA będą zaskakiwać na plus, wtedy jest jeszcze przestrzeń do umocnienia dolara po styczniowym wzroście EURUSD do 1,08 z 1,035. Lokalny dołek na 1,052 to pierwsze wsparcie dla kursu.

Zmienny rubel, stabilny forint

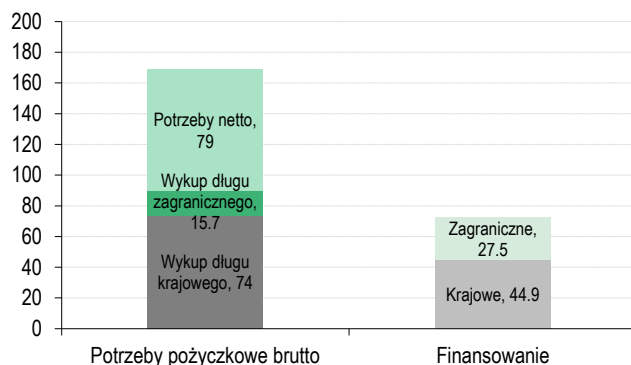
Pierwsza część minionego tygodnia była korzystna dla rubla w relacji do dolara – USDRUB spadł do nowego tegorocznego minimum na 56,64 (najniższy poziom od lipca 2015) mimo lekkiego spadku cen ropy. Aprecjacja rubla okazała się jednak przejściowa (na koniec tygodnia kurs wrócił powyżej 58) po tym jak rosyjski minister gospodarki powiedział, że poruszył kwestię mocnego rubla z prezydentem Putinem. Jeszcze w 2016 przedstawiciele rządu sugerowali, że rubel staje się zbyt silny i ciąży rosyjskiej gospodarce. W styczniu tamtejsze Ministerstwo Finansów zdecydowało o rozpoczęciu skupu walut obcych w celu odbudowy uszczuplonych rezerw walutowych, co przez rynek zostało zinterpretowane jako próba zatrzymania aprecjacji rubla.

W zeszłym tygodniu EURHUF wahał się w przedziale 307-309. Wstępny węgierski PKB za IV kw. 2016 była znacznie gorszy od prognoz (1,6% r/r wobec 2,0% r/r), ale nie miało to trwałego negatywnego wpływu na forinta.

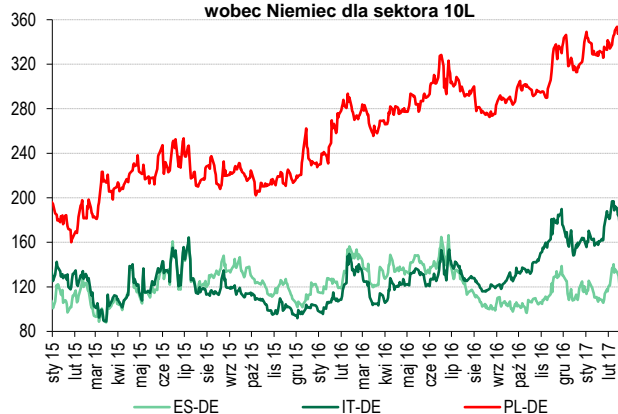
Rynek stopy procentowej – Czynniki globalne wciąż kluczowe



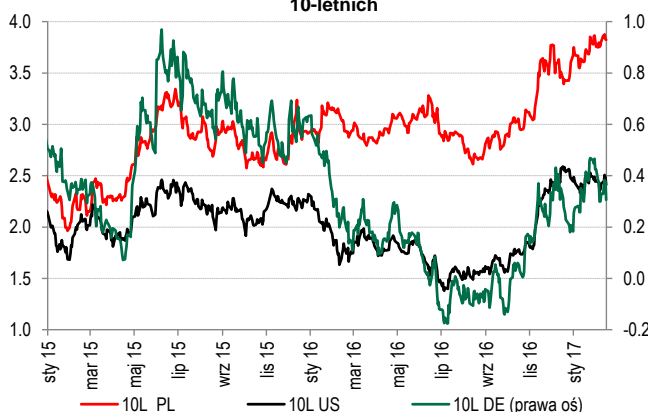
Potrzeby pożyczkowe i ich finansowanie, mld zł



Spread między rentownościami Polski, Włoch i Hiszpanii wobec Niemiec dla sektora 10L



Rentowność polskich, niemieckich i amerykańskich obligacji 10-letnich



Rentowności niższe na koniec tygodnia

W ubiegłym tygodniu krajowy rynek stopy procentowej był silnie zależny od nastrojów na rynkach globalnych. Na początku tygodnia rentowności niemieckich i amerykańskich obligacji wzrosły (w tym 10L UST tymczasowo powyżej 2,50%), co przełożyło się na wyższe rentowności krajowego długu (w tym 10L osiągnęło 3,88%, najwyższej od początku lutego). To wynikało z jastrzębiej wypowiedzi szefowej Fed, która zasugerowała możliwość podwyżek stóp w najbliższych miesiącach. Jednak koniec tygodnia przyniósł lekkie odreagowania na rynkach obligacyjnych globalnie, w tym rentowność krajowej 10L testowała poziom 3,80%. Dodatkowym czynnikiem wspierającym umocnienie krajowych krzywych były bardzo dobre wyniki aukcji (szczegółowy poniżej).

Stawki FRA wzrosły dość znacząco w minionym tygodniu. Był to efekt lepszych od oczekiwań krajowych danych makro oraz jastrzębiej wypowiedzi Zubelewicza z RPP, który zasygnalizował możliwość podwyżek stóp w tym roku „gdy zobaczymy coś rzeczywiście niepokojącego”. W efekcie krzywa FRA wystromiła się w porównaniu do poprzedniego tygodnia. Obecnie rynek w pełni wycenia podwyżkę stóp przez RPP o 25 pb w perspektywie 12 miesięcy.

Czwartkową aukcję obligacji Ministerstwo Finansów może uznać za bardzo udaną, biorąc pod uwagę sprzedaż na poziomie 7 mld zł. Popyt wyniósł prawie 13 mld zł i koncentrował się na obligacjach średnio i długoterminowych (głównie benchmarkach 5L, 10L i 30L, na które popyt stanowił 66% popytu ogółem). Warto zauważyć, że inwestorzy (prawdopodobnie głównie firmy ubezpieczeniowe) zgłosiły solidny popyt na nową 30-latkę WS0447, której sprzedaż wyniosła 2,11 mld zł i stanowiła 30% sprzedaży ogółem. Wiceminister finansów, Piotr Nowak, powiedział, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe są sfinansowane w 43% i w najbliższych miesiącach podaż SPW może się zmniejszyć.

Uwaga inwestorów wciąż skierowana na rynki bazowe

W tym tygodniu nie ma istotnych publikacji krajowych danych makro, dlatego też inwestorzy pozostaną wciąż pod wpływem czynników globalnych. Sądzymy, że publikacja protokołu z lutowego posiedzenia FOMC będzie dla nich kluczowa, gdyż tam inwestorzy będą szukali sygnałów jak szybko w tym roku Fed może podwyższać stopy w kontekście ostatniej wypowiedzi szefowej Fed Janet Yellen. Rosnące szanse na wcześniejszą podwyżkę stóp przez Fed mogą skłonić inwestorów do realizacji zysków po dość silnym umocnieniu na rynkach bazowych na koniec minionego tygodnia. Przy takim scenariuszu krajowe krzywe znajdują się pod presją, głównie środek i długi koniec. Biorąc pod uwagę obecną sytuację na rynkach spodziewamy się, że rentowność 10-latki pozostanie w przedziale 3,75-3,90%, wahając się bliżej środka tego przedziału. Premia za ryzyko może pozostać podwyższona (obecnie spread do niemieckich obligacji dla sektora 10L jest na ok. 350 pb), gdyż polskie papiery nie w pełni korzystają na poprawie globalnych nastrojów.

Krótki koniec krzywych pozostanie pod wpływem czynników krajowych. Stycznikowe dane z gospodarki (CPI, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna) okazały się wyższe od oczekiwań, wskazując, że aktywność gospodarcza w Polsce była na solidnym poziomie na początku roku. Te dane powodowały krótkoterminowy wzrost rentowności 2-latki. Przy braku istotnych publikacji makro, krótki koniec krzywych będzie wrażliwy na nowe wypowiedzi przedstawicieli RPP.

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 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl