

TYGODNIK EKONOMICZNY

27 lutego – 5 marca 2017

W ostatnim tygodniu rynek był głównie pod wpływem informacji z najważniejszych banków centralnych (dość gołębie minutes Fed i komentarze przedstawicieli EBC), a także informacji politycznych napływających z Europy, zwłaszcza dotyczących poparcia dla Marine Le Pen we Francji. W Polsce mieliśmy okazję zapoznać się ze sporą dawką danych z rynku pracy. Dane za granicą były dość dobre, przy czym wzrosty wskaźników wyprzedzających dla Niemiec czy strefy euro były dość imponujące.

W tym tygodniu w agendzie nie ma wielu krajowych danych makro, więc inwestorzy skupią się na zagranicznych wydarzeniach. Poznamy trochę interesujących danych o aktywności gospodarczej w USA i w strefie euro. W planach są wypowiedzi Janet Yellen i Donalda Trumpa, a ich słowa mogą zwiększyć zmienność rynkową. Ponadto, rynek będzie bacznie obserwował wyniki nowych sondaży z Holandii i Francji. Z polskich danych poznamy lutowy PMI i strukturę wzrostu PKB w IV kw. Naszym zdaniem, dane o konsumpcji publicznej w IV kw. będą dość ważne w kontekście perspektyw na kolejne kwartały. Ogólnie, zachowanie rynku w ostatnich dniach było dość mieszane, gdyż wzrostom na giełdach akcji, sugerującym rosnący apetyt na ryzyko, towarzyszył spadek rentowności na rynkach bazowych, co z kolei sugerowało coś zupełnie odwrotnego. Naszym zdaniem podobna historia może się powtórzyć w kolejnych dniach, przynajmniej dopóki ryzyko polityczne w Europie jest na pierwszym planie.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (27 lutego)							
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	I	% m/m	1,6	-	-0,5
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	I	% m/m	0,9	-	1,6
WTOREK (28 lutego)							
10:00	PL	PKB	IV kw.	% r/r	2,7	2,7	2,5
10:00	PL	Konsumpcja prywatna	IV kw.	% r/r	4,4	4,0	3,9
10:00	PL	Inwestycje	IV kw.	% r/r	-5,1	-5,8	-7,7
11:00	EZ	Wstępny HICP	II	% r/r	1,9	-	1,8
14:00	HU	Decyzja banku centralnego			0,90	-	0,90
14:30	US	Drugi szacunek PKB	IV kw.	% r/r	2,1	-	1,9
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	II	pkt	111,0	-	111,8
ŚRODA (1 marca)							
9:00	PL	PMI – przemysł	II	pkt	-	55,1	54,8
9:55	DE	PMI – przemysł	II	pkt	57,0		56,4
10:00	EZ	PMI – przemysł	II	pkt	55,5		55,2
14:30	US	Dochody osobiste	I	% m/m	0,3	-	0,3
14:30	US	Wydatki konsumentów	I	% m/m	0,3	-	0,5
16:00	US	ISM – przemysł	I	pkt	56,0	-	56,0
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
CZWARTEK (2 marca)							
		Brak istotnych publikacji					
11:00	PL	Aukcja obligacji					
PIĄTEK (3 marca)							
9:00	CZ	PKB	IV kw.	% r/r	1,7	-	1,7
9:55	DE	PMI – usługi	II	pkt	54,4	-	54,4
10:00	EZ	PMI – usługi	II	pkt	55,6	-	55,6
16:00	US	ISM – usługi	II	pkt	56,5	-	56,5

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

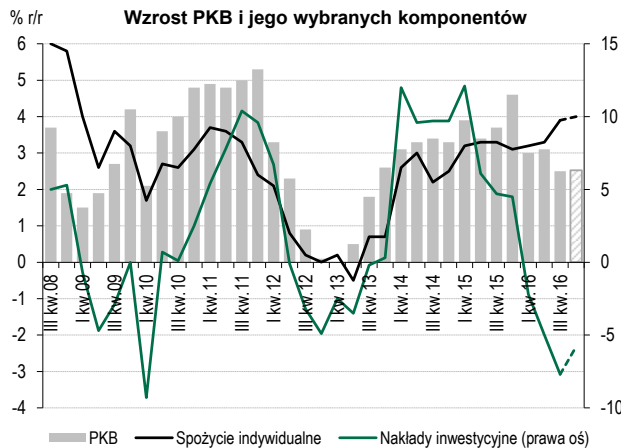
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Struktura PKB i PMI



Wprowadzamy już w miarę dokładne szacunki struktury wzrostu PKB w IV kw., ale oficjalne dane publikowane w tym tygodniu i tak będą dość ciekawe. Naszym zdaniem, rząd zdecydował się przenieść część wydatków z 2017 na 2016, wspierając w ten sposób konsumpcję publiczną. Szacujemy, że dodało to ok. 0,7pp do wzrostu PKB, ale dokładne dane o konsumpcji publicznej pozwolą lepiej ocenić siłę odbicia w PKB i dopracować prognozy na kolejne kwartały. Wzrost prywatnej konsumpcji pozwoli z kolei lepiej zrozumieć proces wygładzania wydatków gospodarstw domowych i zastanowić się nad ścieżką konsumpcji w 2017 r., zwłaszcza w jego drugiej połowie.

Spodziewamy się lekkiego wzrostu indeksu PMI w lutym, w ślad za indeksami dla Niemiec i strefy euro. Z drugiej strony, wskaźniki koniunktury GUS dla przetwórstwa obniżyły się, skąd nie jesteśmy nadmiernie optymistyczni co do PMI.

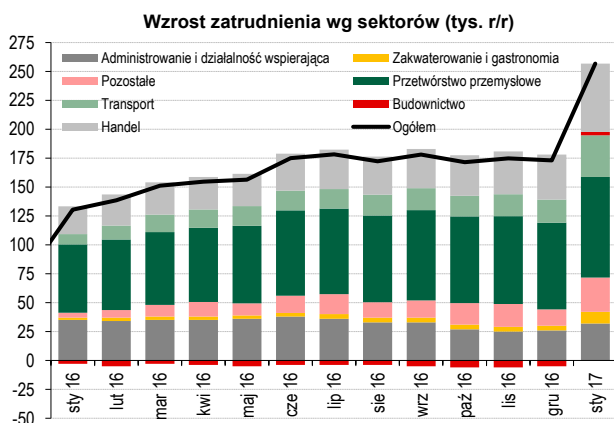
Ostatni tydzień w gospodarce – Zestaw danych z rynku pracy



Stopa bezrobocia rejestrowanego w Polsce wzrosła w styczniu do 8,6% z 8,3% w grudniu, zgodnie z naszą prognozą. W ujęciu odsezonowanym stopa bezrobocia spadła wg nas do 8,2% z 8,3%. Spadek bezrobocia wynika przede wszystkim z niskiego napływu nowych bezrobotnych, przy dość niskim odpływie bezrobotnych do zatrudnienia i dużej liczbie ofert pracy. Warto podkreślić, że dane GUS były niższe od wstępnego szacunku Ministerstwa Pracy (8,7%), co oznacza, że Urząd Statystyczny podniósł w górę swój szacunek liczby pracujących. Dane te niestety nie są jawne, ale z naszych szacunków wynika, że rewizja musiała mieć skalę od 40 do 225 tysięcy pracowników (co oznaczałoby wzrost liczby pracujących między 1,8 a 3,0% r/r w styczniu).

Nieco więcej światła na rynek pracy rzucają opublikowane dane BAEL za IV kw. 2016 r. Wg nich, bezrobocie wyniosło 5,5%, najniższe w historii badania, przy czym zatrudnienie wzrosło zaledwie o 0,3% r/r. Warto przy tym zwrócić uwagę, że zatrudnienie w rolnictwie obniżyło się o 9,1% r/r (162 tys.), a zatrudnienie w przemyśle wzrosło o 3,0% r/r (151 tys.).

Z kolei dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw pokazują, że najmocniejszy wzrost zanotowano w zakwaterowaniu i gastronomii (7,7% m/m) oraz w administrowaniu i usługach wspierających (6,1% m/m). Ponieważ w sektorach tych występuje dość wysoki udział pracujących w oparciu o umowy cywilnoprawne, dane te potwierdzają naszą tezę, że wysoki odczyt zatrudnienia w styczniu był częściowo spowodowany procesem zamiany umów cywilnoprawnych na etaty.



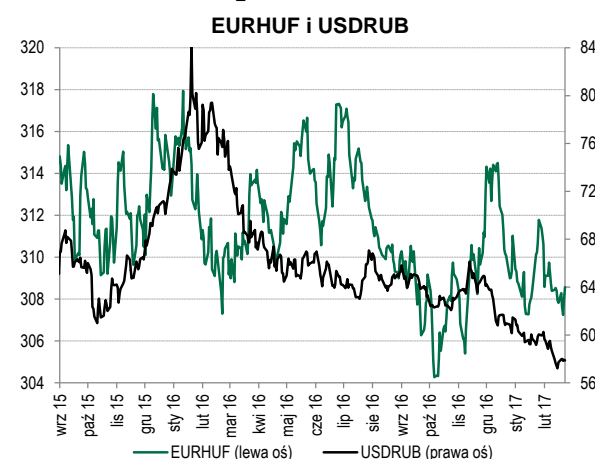
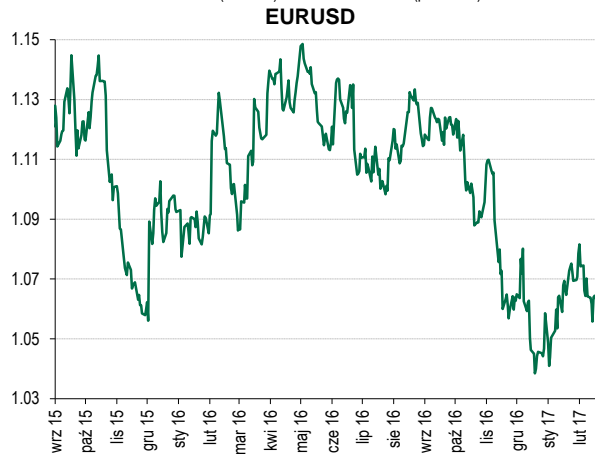
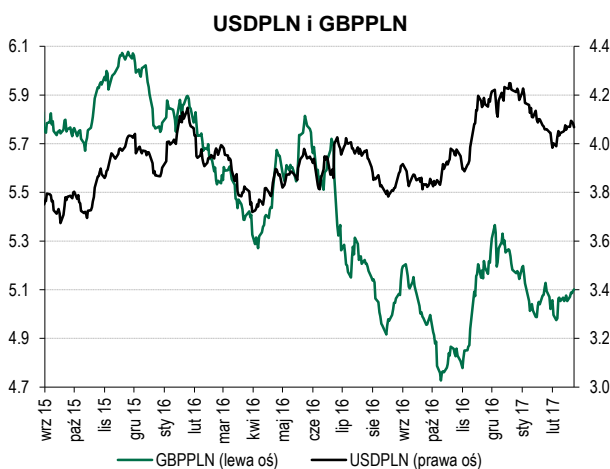
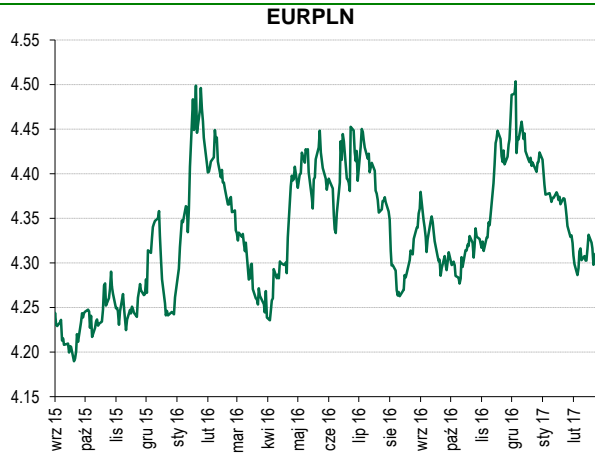
Cytat tygodnia – Powrót gospodarki na ścieżkę zrównoważonego wzrostu jest najważniejszy

Rafał Sura, członek RPP, PAP, 21.02

Nie uważam, że podwyżka stóp procentowych w nadchodzących kwartałach jest niezbędna. Co jest teraz najważniejsze, to powrót gospodarki na ścieżkę zrównoważonego wzrostu. Chciałbym aby RPP zajęła się podwyżką stóp procentowych, ale niekoniecznie w 2017 r. Nie ma powodów do niepokoju o nagłe i długotrwałe odbicie inflacji CPI, które mogłoby przekroczyć cel w średnim terminie. Ujemne stopy procentowe są tymczasowe.

Wg protokołu z lutowego posiedzenia RPP, bankierzy centralni spodziewają się przyspieszenia wzrostu PKB w kolejnych kwartałach, przede wszystkim pod wpływem obicia inwestycji. Niemniej, wzrost nie będzie wyraźnie wyższy od potencjalnego, co przy wciąż ujemnej luce popytowej oznacza brak presji na wzrost cen. Zdaniem członków RPP, wzrost inflacji na początku roku jest krótkotrwały i wynika głównie ze wzrostu cen surowców na rynkach światowych. Niektórzy członkowie ocenili, że jeśli inflacja okaże się wyższa od oczekiwań, to w kolejnych kwartałach uzasadnione będzie rozważenie podwyżek stóp procentowych, przy czym ważny będzie poziom stóp w ujęciu realnym. Jednak większość członków Rady wskazywała, że małe jest ryzyko przekroczenia celu inflacyjnego, w związku z tym trudno ocenić, kiedy uzasadnione może być podwyższenie stóp. Uważamy, że członkowie RPP będą zaskoczeni skalą wzrostu inflacji w tym roku, więc pierwsza z tych dwóch grup może rosnąć w siłę.

Rynek walutowy – Trend boczny może być kontynuowany

**Złoty lekko zyskał w skali tygodnia**

W zeszłym tygodniu złoty umocnił się wobec euro, a kurs EURPLN spadł przejściowo do 4,286, najniższego poziomu od początku lutego. Było to zasługą wyższego apetytu na ryzyko na rynku, co znalazło swoje odzwierciedlenie także we wzrostach indeksów na giełdach. Jednak potem dość szybko nastąpił powrót do 4,31 ze względu na obawy o wynik wyborów we Francji. Na rynku USDPLN zmiany były bardziej wyraźne: kurs wzrósł do 4,10 (najwyżej od miesiąca) pod wpływem spadku EURUSD do 1,05. Ten ruch był jednak tylko tymczasowy i USDPLN wrócił w okolice 4,06. W ujęciu tygodniowym złoty zyskał do euro i franka szwajcarskiego, a stracił nieznacznie do dolara i funta brytyjskiego.

Sytuacja na wykresie EURPLN nie zmieniła się mocno. Kurs zakonwyczył blisko środka kanału konsolidacji 4,25-4,35. Obecnie wycena złotego jest stabilna ze względu na dwie tendencje rynkowe. Po pierwsze, apetyt na ryzyko rośnie i świadczą o tym rosące indeksy giełdowe (w USA indeksy osiągnęły nowe historyczne maksima). Z drugiej strony, ryzyko polityczne w Europie rośnie ze względu na wybory zaplanowane na ten rok. Z uwagi na te dwa czynniki uważamy, że trend boczny utrzyma się.

W tym tygodniu nie zobaczymy istotnych danych z kraju, poznamy jedynie PMI za luty i strukturę wzrostu PKB w IV kw. Naszym zdaniem dane te będą miały niewielki wpływ na złotego.

Realizacja zysków na dolarze

W ostatnim tygodniu EURUSD spadł do 1,05 (z 1,063), najniższego poziomu od początku stycznia, pod wpływem jastrzębich komentarzy od członków Fed. Jednak później protokół z posiedzenia FOMC pokazały brak pośpiechu w podnoszeniu stóp, co było sygnałem do realizacji zysków. Z związku z tym, EURUSD wrócił do 1,06 na koniec tygodnia.

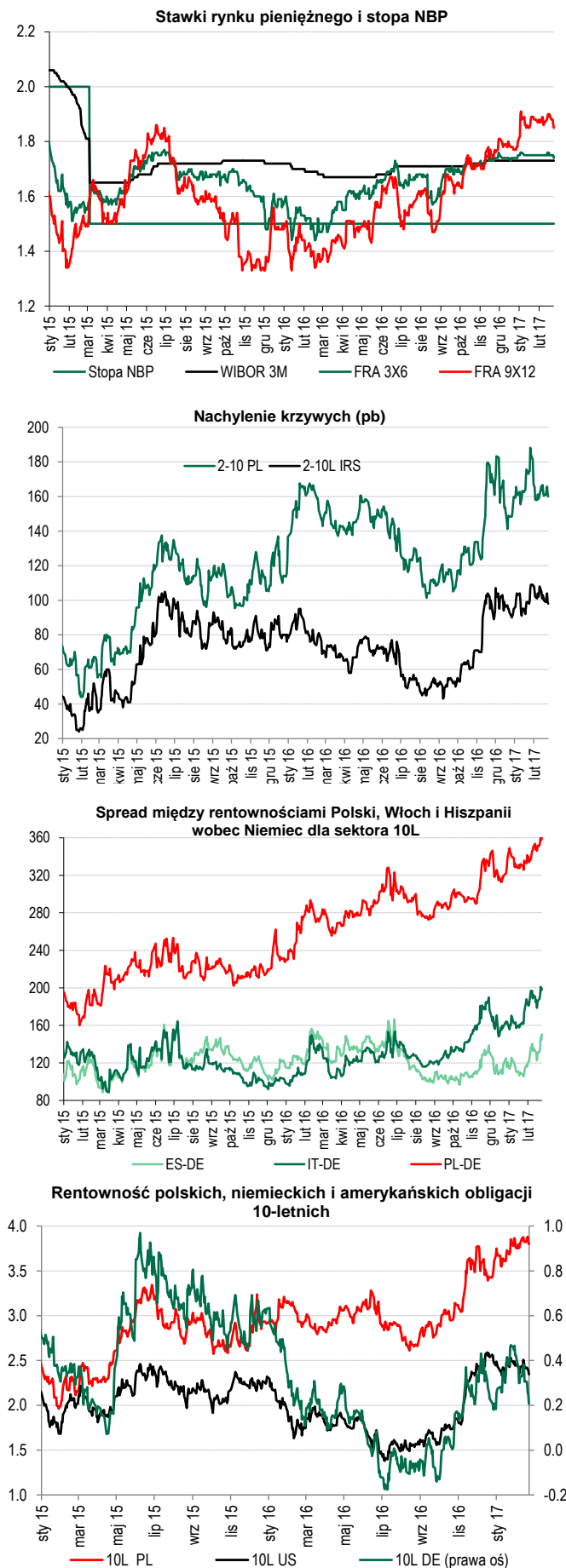
W tym tygodniu kalendarz publikacji danych jest już bardziej obfity. Rynek skoncentruje się na lutowych PMI w Europie i wstępnym HICP w strefie euro. W USA najważniejszymi danymi będą indeksy ISM i dane z gospodarki realnej (zamówienia na dobra trwałego użytku, wydatki i dochody osobiste w styczniu). Naszym zdaniem zarówno dane z Europy, jak i z USA będą dość dobre. Z drugiej strony, niepewność co do wyniku wyborów we Francji może wyrzucić nieco presji na euro, utrzymując EURUSD w przedziale 1,04-1,08.

Waluty CEE trochę w górę, trochę w dół

Waluty CEE zachowywały się podobnie jak w złoty i wahały się w tę i we w tę w ostatnim tygodniu. Wyższa inflacja w Czechach obudziła oczekiwania na wcześniejszą rezygnację z dolnego limitu kursu EURCZK, co mocno napędziło zmienność. EURHUF nieco wzrósł w rozrachunku tygodniowym, do 308,5 z 307,5 na początku tygodnia. Wciąż pozostaje jednak w kanale konsolidacji 306-310. W tym samym czasie, rosyjski rubel skorzystał z wyższych cen ropy naftowej. W konsekwencji, USDRUB spadł tymczasowo do 57,2, a zakończył tydzień nieco powyżej 58.

W tym tygodniu czynniki globalne będą kluczowe dla wyceny forinta, jako że naszym zdaniem reakcja rynkowa na decyzję węgierskiego banku centralnego (oczekuje się utrzymania stóp bez zmian) będzie raczej nieistotna. Rubel pozostanie pod presją zmian cen ropy.

Rynek stopy procentowej – 10-letni spread do Bunda najwyższy od 2012 r.



IRS mocno w dół

W ostatnim tygodniu rynek polskich obligacji nie skorzystał z mocnego spadku rentowności na rynku bazowym (rentowność niemieckiej 10-latkki spadła do 0,20% na koniec tygodnia). Rentowność polskiej 10-letniej obligacji wzrosła tymczasowo do 3,88% przed publikacją minutes FOMC, a potem obniżyła się do 3,82% i pozostała blisko tego poziomu do końca tygodnia, jako że Fed zasugerował brak pośpiechu w podwyżkach stóp. W tym czasie stopy IRS spadły bardziej wyraźnie, w tym 10-letnia stawka IRS poniżej 3%, po raz pierwszy od połowy stycznia.

W ciągu ostatniego tygodnia obligacje i IRS o dłuższych zapadalnościach były najbardziej zmienne. Nachylenie krzywej odzwierciedlało zatem zmienne nastroje inwestorów, ale w ujęciu tygodniowym spread 2-10L nie zmienił się znacznie i wyniósł 160 pb dla obligacji i 99 pb dla IRS. Ponadto, rynek IRS zyskał bardziej niż obligacje, więc asset swap spread mocno się rozszerzył. W międzyczasie, spread do Bunda w sektorze 10 lat rósł i przekroczył 360 pb na koniec tygodnia, najwyższy od 2012 r.

Na rynku pieniężnym stawki WIBOR były stabilne, a FRA nieco się obniżyły. W każdym razie, rynek wciąż wycenia zacieśnienie polityki RPP w horyzoncie roku.

Aukcja i dane makro w centrum uwagi

Czynniki globalne pozostają kluczowe dla wyceny papierów dłużnych na polskim rynku. Krajowe aktywa traciły z powodu wzrostu prawdopodobieństwa, że Fed będzie kontynuował zacieśnienie polityki pieniężnej. Dlatego inwestorzy wciąż będą uważnie patrzyli na dane z USA. Podwyżka stóp przez Fed w marcu jest możliwa, ale zdecydowanie nie jest pewna, więc informacje, które mogłyby wspierać taki scenariusz mogą spowodować realizację zysków na rynkach bazowych po ostatnim umocnieniu. Jeśli zaś chodzi o dane krajowe, spodziewamy się dobrych danych z gospodarki (szczegółowa struktura PKB w IV kw., lutowy PMI). Oba czynniki wymienione wyżej sugerują, że przestrzeń dla umocnienia obligacji jest ograniczona. Naszym zdaniem, krótki koniec krzywych będzie raczej stabilny, podczas gdy długi koniec bardziej zmienny.

Ryzyko polityczne w Europie rośnie, zwłaszcza ze względu na wysokie poparcie dla Marine Le Pen we Francji. To może mieć wpływ na utrzymanie spreadów do Bunda na wysokim poziomie nie tylko w przypadku peryferii, ale także Polski.

W tym tygodniu Ministerstwo Finansów przedstawi plan podaży obligacji na marzec. Po lutym potrzeby pożyczkowe brutto były pokryte w ok. 43%, podczas gdy plan podaży na I kw. 2017 zrealizowano w 78%. To oznacza, że oferta na marzec nie będzie wyższa niż 8 mld zł. Ponadto, pierwsza aukcja w marcu jest zaplanowana na czwartek (2 marca). Wyniki ostatniej aukcji pokazały solidny popyt, pomimo przewagi strony podażowej na polskim rynku. Uważamy, że podobna sytuacja będzie widoczna na najbliższej aukcji.

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