

TYGODNIK EKONOMICZNY

27 marca – 2 kwietnia 2017

W ubiegłym tygodniu globalne nastroje poprawiły się wyraźnie, gdyż słabe wyniki Marine Le Pen w debacie prezydenckiej były katalizatorem wzrostu popytu na ryzykowne aktywa. Wypowiedzi członków Fed potwierdziły, że FOMC będzie kontynuować zacieśnianie polityki pieniężnej i w tym roku możliwe są trzy podwyżki stóp (lub więcej według Williams'a). Te wypowiedzi miały ograniczony wpływ na nastroje rynkowe. Mimo że inwestorzy zdecydowali się na realizację zysków na rynku akcji, to EURPLN osiągnął najniższy poziom w 2017 r. na 4,256, a rentowność 10-letniego benchmarku spadła do 3,55%, najniższej od połowy stycznia. Krajowy rynek długów wsparły też wyniki aukcji, po której tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w 53%.

W tym tygodniu za granicą miejsce będą miały ważne wydarzenia, w tym publikacje danych makro z Europy i USA, przemówienia członków Fed, w tym szefowej Fed Janet Yellen oraz posiedzenia banków centralnych Czech i Węgier. Powyższe czynniki będą dodawały zmienności rynkowi. Inwestorzy z uwagą będą również monitorować sytuację polityczną w USA, gdzie będzie głosowana kwestia tzw. Obamacare, która będzie testem dla zdolności administracji Trump do wdrażania reform proponowanych podczas kampanii prezydenckiej. W Polsce natomiast zostanie opublikowany wstępny wskaźnik inflacji za marzec. Nasza prognoza na poziomie 2,2% r/r (bez zmian wobec lutego) powinna być pozytywna dla rynku, gdyż niektórzy analitycy ostrzegali wcześniej, że inflacja może osiągnąć cel na poziomie 2,5% już w marcu. Podsumowując, spodziewamy się, że krajowy dług pozostanie mocny, w czym pomóc może tzw. 'window dressing' na koniec kwartału. Złoty także powinien pozostać silną walutą, choć ryzyko korekty wzrosło po ostatnim silnym umocnieniu.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (27 marca)							
10:00	DE	Indeks Ifo	III	pkt	110,8	-	111
WTOREK (28 marca)							
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,90	-	0,90
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	III	pkt	113	-	114,8
ŚRODA (29 marca)							
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	II	% m/m	2,4	-	-2,8
CZWARTEK (30 marca)							
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego	II	%	0,05	-	0,05
14:30	US	Trzeci szacunek PKB	IV kw.	% kw./kw.	-	-	258
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	2,0	-	1,9
PIĄTEK (31 marca)							
9:00	CZ	PKB	IV kw.	% r/r	1,7	-	1,9
11:00	EZ	Wstępny HICP	III	% r/r	1,8	-	2,0
14:00	PL	Wstępny CPI	III	% r/r	-	2,2	2,2
14:30	US	Dochody osobiste	II	% m/m	0,4	-	0,4
14:30	US	Wydatki konsumentów	II	% m/m	0,2	-	0,2
16:00	US	Indeks Michigan	III	pkt	98	-	97,6

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

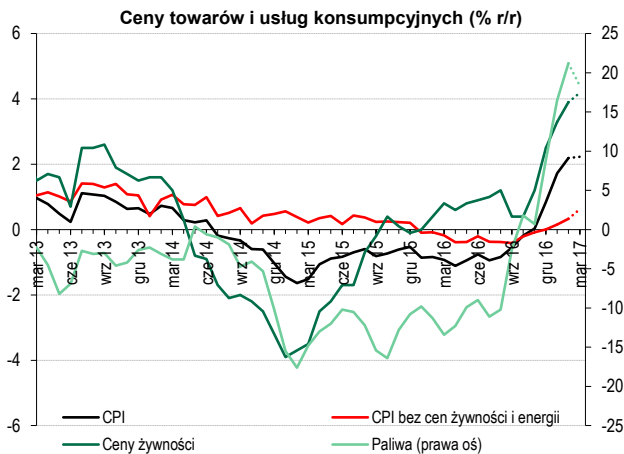
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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
 Agnieszka Decewicz 22 534 18 86
 Marcin Luziński 22 534 18 85
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

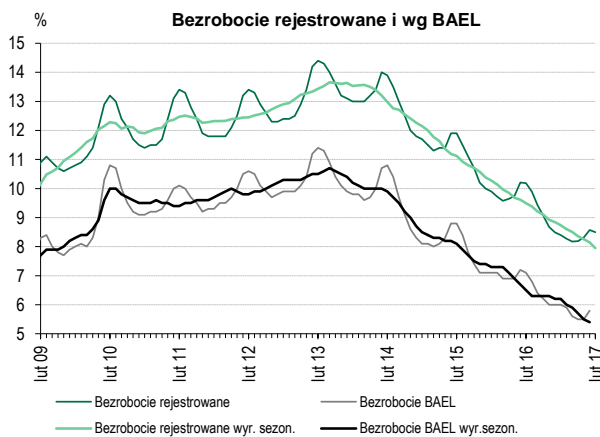
Poznań 61 856 5814/30
 Warszawa 22 586 8320/38
 Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – CPI bez zmian

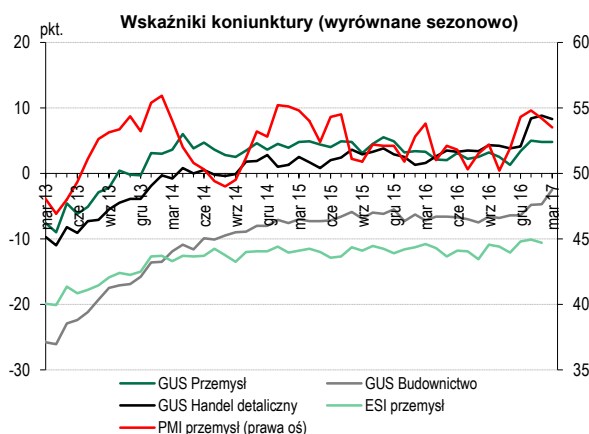


- Spodziewamy się marcowej inflacji na poziomie 2,2% r/r, bez zmian wobec lutego. Choć główny wskaźnik zostanie stabilny, to w poszczególnych kategoriach zaobserwujemy różne tendencje cenowe. Według naszych szacunków, w marcu obniżyły się ceny gazu i paliw, ale efekt przeceny w tych kategoriach został zniwelowany przez droższe mięso (zwłaszcza drób) i papierosy oraz przez efekt niskiej bazy w kulturze i rekreacji (w marcu 2016 r. mocno obniżono ceny telewizji kablowej). Naszym zdaniem w górę mocno poszła też inflacja bazowa, do 0,6% r/r z 0,3% r/r w lutym.
- Uważamy, że w kolejnych miesiącach CPI pozostanie blisko 2,0% r/r a w grudniu może tymczasowo się obniżyć ze względu na efekt bazy statystycznej.

Ostatni tydzień w gospodarce – Znaki ożywienia w inwestycjach



- W styczniu i lutym produkcja dóbr inwestycyjnych wzrosła w sumie o 9,0% r/r wobec -0,8% r/r w IV kw. i 3,5% r/r w całym 2016 r. Jest to sygnał ożywienia w inwestycjach w maszyny i sprzęt transportowy na początku 2017 r., co zwiększa prawdopodobieństwo dodatniego wzrostu inwestycji ogółem już w I kwartale br. Skalę tego wzrostu będzie jednak ograniczał efekt wysokiej bazy, wynikający z tego, że w I kw. 2016 r. inwestycje w maszyny i sprzęt transportowy zostały podbite przez wydatki zbrojeniowe, które naszym zdaniem nie są w pełni uwzględnione w danych o produkcji.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w lutym do 8,5%, zgodnie z wcześniejszym szacunkiem Ministerstwa Pracy. Liczba bezrobotnych spadła w ciągu miesiąca o niemal 14 tys. (najlepszy wynik lutego od 2008 r.). Liczba nowych ofert pracy utrzymuje się na wysokim poziomie. W ciągu ostatnich 12 miesięcy na 100 bezrobotnych przypadło ok. 7 ofert pracy – najwięcej, odkąd dostępne są porównywalne dane. Zacieśniający się rynek pracy będzie generował presję na przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń w kolejnych miesiącach.
- W marcu nastąpiło drugie z rzędu lekkie pogorszenie nastrojów konsumentów. Obniżył się zarówno bieżący, jak i wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej. Pogorszyły się przede wszystkim oceny obecnej sytuacji ekonomicznej kraju, przyszłej sytuacji finansowej gospodarstwa domowego, możliwości przyszłego oszczędzania pieniędzy. Oba indeksy pozostały jednak na relatywnie wysokich poziomach. GUS opublikował też marcowe wskaźniki koniunktury gospodarczej. Indeks dla przemysłu był stabilny, w budownictwie zanotował dość wyraźną poprawę, a w handlu detalicznym nieco się obniżył.



Cytat tygodnia – Podwyżki stóp w 2017 r. nie można wykluczyć

Eugeniusz Gatnar, członek RPP, 22.03.2017, PAP

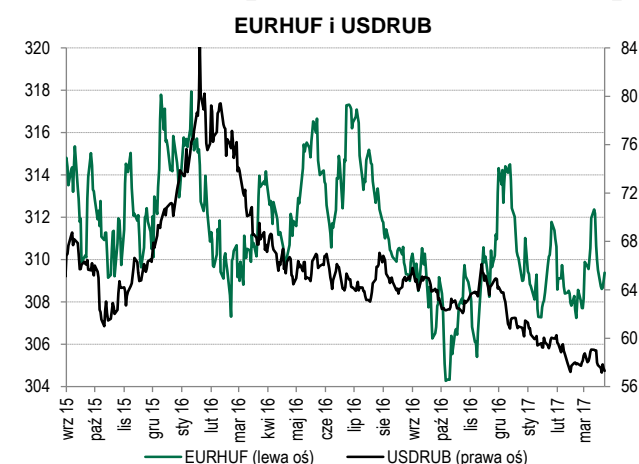
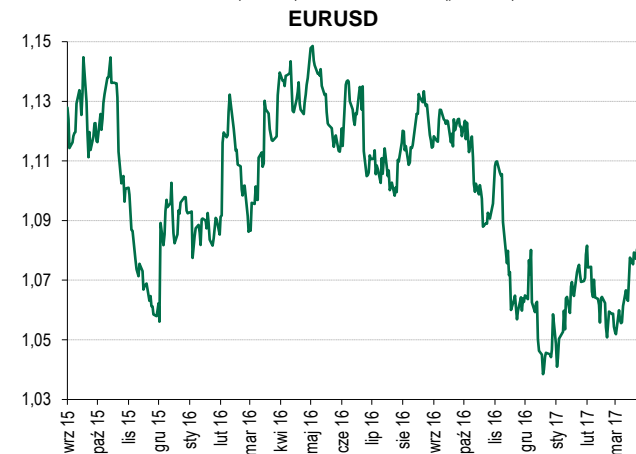
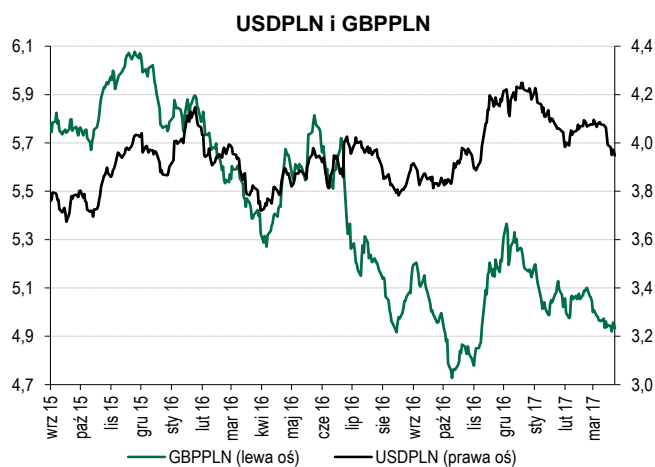
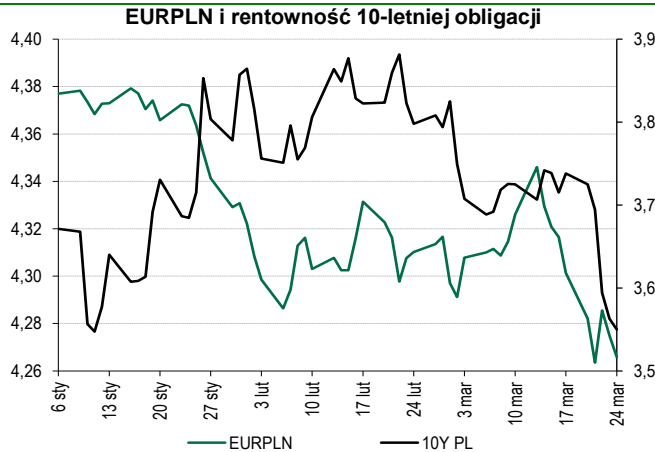
Podwyżki stóp procentowych w Polsce jeszcze w tym roku nie można wykluczyć, jeżeli wzrost gospodarczy potwierdzi optymistyczne prognozy. Inflacja przekroczy cel na poziomie 2,5 proc. prawdopodobnie w tym roku i pozostanie powyżej tego poziomu do końca 2019 roku. Trudno jest tolerować ujemne realne stopy procentowe w Polsce.

Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, 20.03 i 23.03.2017, PAP, ISBNews

Ze względu na to, że nie spodziewam się przekroczenia celu inflacyjnego w ciągu kolejnych 12 miesięcy, to wydaje mi się, że stopy procentowe w tym okresie pozostaną na obecnym poziomie. Ujemne realne stopy procentowe na razie nie wpływają negatywnie na gospodarkę realną, ale negatywne skutki mogą się objawić pod koniec roku. (...) W tym roku nie widzę możliwości zmiany polityki monetarnej przez RPP. Nie widzę bowiem specjalnej roli stóp procentowych w pobudzaniu gospodarki.

Minutes z ostatniego posiedzenia RPP potwierdziły, że stabilne stopy NBP w najbliższych kwartałach to obecnie najbardziej prawdopodobny scenariusz dla krajowej polityki pieniężnej. W dokumencie członkowie Rady nieco więcej miejsca niż miesiąc temu poświęcili na dyskusję nt. stóp NBP. Można zwrócić uwagę, że o ile w lutym wszyscy członkowie RPP byli za brakiem zmian stóp w najbliższych kwartałach, o tyle w marcu była to już „większość”. Może to sugerować większy niepokój wśród członków RPP, czego dobrym przykładem jest wypowiedź Eugeniusza Gatnara. Zaledwie dwa tygodnie temu stwierdził on, że inflacja wkrótce wróci do 1,5%. Teraz z kolei spodziewa się inflacji powyżej 2,5% i to do końca 2019 r. (sic!) oraz nie wyklucza podwyżki już w 2017 r. Z drugiej strony, Jerzy Kropiwnicki stwierdził, że nie widzi przesłanek za zmianą stóp w tym roku. Jego zdaniem podwyżki stóp mogłyby zdusić wzrost gospodarczy, który Kropiwnicki prognozuje na 3,7-3,9%.

Rynek walutowy – Uwaga przenosi się do USA

**Obligacje i akcje kluczowe dla złotego**

▪ W zeszłym tygodniu złoty umocnił się nieco do głównych walut, EURPLN ustanowił nowe tegoroczne minimum na 4,256. Tempo aprecjacji krajowej waluty było jednak wyraźnie słabsze niż w poprzednim tygodniu. Złoty korzystał z dobrego nastroju panującego na globalnym rynku w wyniku mniejszych obaw o europejską scenę polityczną.

▪ Od lutego EURPLN dość dobrze naśladuje ruchy rentowności polskich obligacji. Sądzymy, że krajowy dług pozostanie mocny w ostatnim tygodniu miesiąca i kwartału, co powinno stabilizować złotego. Widzimy też jednak dużą korelację EURPLN z indeksem WIG20. Jeśli na rynku utrzymają się wątpliwości dotyczące możliwości dostarczenia przez nowego prezydenta USA przedwyborczych obietnic, to giełdy mogą wznowić ruch na południe, co mogłoby ciężko ryzykownym aktywom, w tym złotemu.

▪ Ogólnie, w krótkim terminie wciąż widzimy ryzyko realizacji zysków z ostatniej aprecjacji złotego.

Francuska polityka umacnia euro

▪ Euro zyskało do dolara czwarty tydzień z rzędu i EURUSD wzrósł nieco powyżej 1,08 zbliżając się do lokalnego szczytu z początku lutego. Głównym czynnikiem napędzającym były wyniki debaty kandydatów przed wyborami prezydenckimi we Francji, w której wg obserwatorów Marine Le Pen nie wypadła zbyt dobrze. W efekcie, spadek obaw rynku o wygraną eurosceptyków umocnił wspólną walutę na początku tygodnia. W kolejnych dniach trend wzrostowy nieco osłabł i tylko dzięki zaskakująco mocnym wstępnym PMI EURUSD był na koniec piątkowej sesji blisko tygodniowego szczytu.

▪ W tym tygodniu uwaga rynku przeniesie się zapewne do USA, gdzie poznamy dużo ważnych danych makro i pojawią się liczne wypowiedzi członków FOMC.

▪ EURUSD zbliżył się do pierwszego ważnego oporu na 1,083 (lutowy szczyt) i wydaje nam się, że potrzebny może być naprawdę silny impuls, aby pchnąć kurs wyżej.

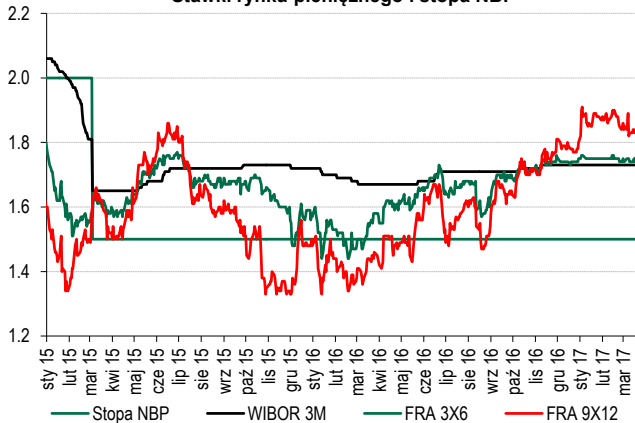
Forint pod presją, rubel stabilny

▪ Forint radził sobie wyraźnie słabiej niż inne waluty regionu CEE i stracił dość wyraźnie do euro – EURHUF wzrósł do 309,5 z 308. Na Węgrzech nie opublikowano żadnych danych, ale nowa członkini banku centralnego (MNB) Bianka Parragh powiedziała, że nie widać presji inflacyjnej, która ograniczałaby możliwość działania w polityce pieniężnej. MNB nadal jest gotowy do dalszego luzowania polityki pieniężnej jeśli zajdzie taka potrzeba podczas gdy inflacja na Węgrzech wzrosła w lutym do 2,9% r/r, najwyższego poziomu od stycznia 2013 i wobec ok. zera jeszcze w sierpniu 2016. Pozostawienie otwartych drzwi do dalszego luzowania mimo wyraźnego wzrostu inflacji mogło ciężko forintowi w zeszłym tygodniu. W tym tygodniu MNB ogłosi decyzję ws. stóp i jego retoryka może mieć istotny wpływ na forinta.

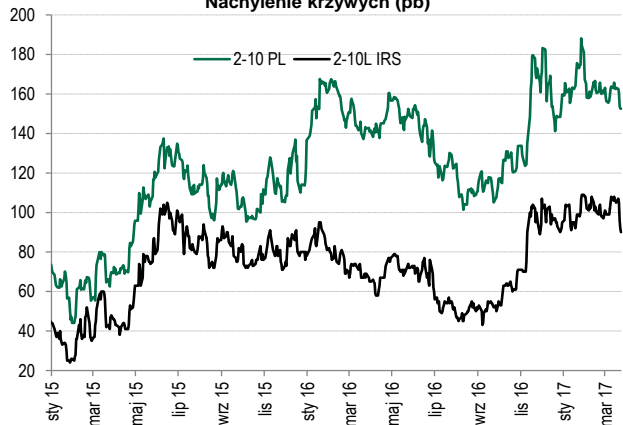
▪ Rubel zakończył tydzień blisko zamknięcia z zeszłego piątku po jedynie przejściowej deprecjacji do dolara. Nieoczekiwanie bank centralny Rosji obniżył stopy procentowe do 9,75% z 10% i powiedział, że dalsze stopniowe obniżki są możliwe w II i III kw. Bank odnotował, że spadło ryzyko nieosiągnięcia celu inflacyjnego i że aktywność gospodarcza była silniejsza niż oczekiwano. Decyzja była dość neutralna dla rubla.

Rynek stopy procentowej – Konsolidacja bardzo prawdopodobna

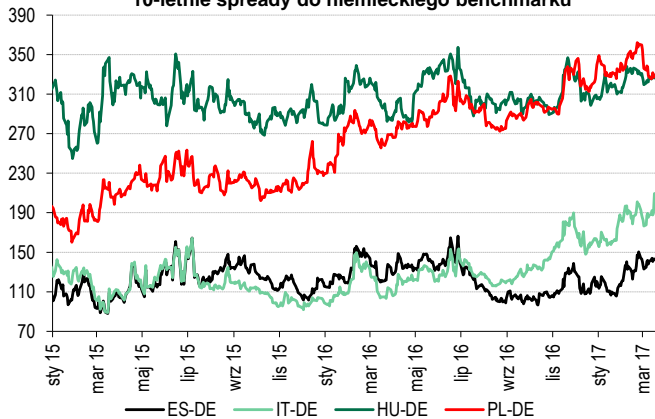
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



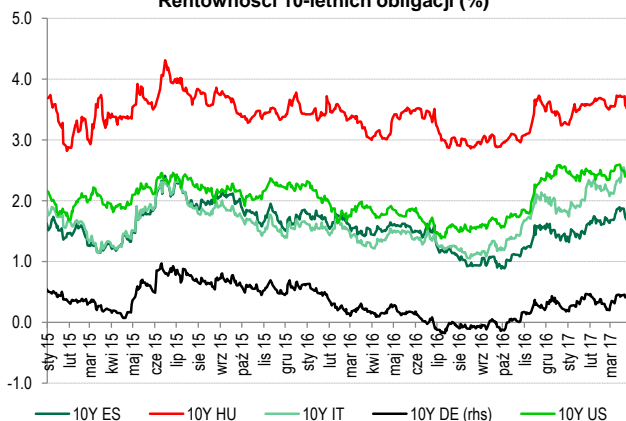
Nachylenie krzywych (pb)



10-letnie spready do niemieckiego benchmarku



Rentowności 10-letnich obligacji (%)



Znaczący spadek rentowności i IRS

Miniony tydzień był bardzo korzystny dla rynku długu globalnie, w szczególności dla długu peryferii i krajów CEE. Rentowności i stawki IRS spadły wzdłuż krzywych, największe zmiany dotyczyły długiego końca. Trend spadkowy wynikał z kilku czynników, w tym ze spadków na giełdach oraz obaw inwestorów o plany reform fiskalnych administracji Trumpa. Dodatkowo, bardzo dobre wyniki aukcji (szczegóły poniżej) pomogły krajowemu długowi. W efekcie, rentowności 10-letniego benchmarku obniżyła się do 3,55%, najniższego poziomu od połowy stycznia.

W ubiegłym tygodniu nastąpiło dość znaczące zawężenie spreadów. Spread wobec Bundów i amerykańskich obligacji w sektorze 10L spadł istotnie odpowiednio do 315 pb (najniżej od grudnia) oraz do 115 pb. W tym samym czasie obie krzywe rentowności i IRS wypłaszczyły się gdyż długi koniec krzywych zyskał mocniej w porównaniu z pozostałymi sektorami. Spread 2-10L zawężał się do 150 pb dla obligacji oraz ok. 90 pb dla IRS.

Na rynku pieniężnym stawki FRA na długie terminy obniżyły się, co wpłynęło na zmianę oczekiwań odnośnie przyszłej ścieżki stóp. Obecnie rynek widzi ok. 60% szans (wobec ok. 75% tydzień temu) na podwyżkę stóp o 25 pb w perspektywie 12 miesięcy.

Realizacja potrzeb pożyczkowych powyżej 50%

Ostatnia marcowa aukcja obligacji okazała się sukcesem. Ministerstwo uplasowało obligacje OK0419, PS0422, DS0727 WZ1122 and WZ0126 za łącznie 5 mld zł (maksymalny poziom oferty) przy popycie wynoszącym 8,1 mld zł. Podobnie jak w poprzednich miesiącach popyt skoncentrowany był na długoterminowych obligacjach. Sprzedaż PS0422 i DS0727 stanowiła 71% sprzedaży ogółem.

Ministerstwo Finansów poinformowało, że po tej aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe są sfinansowane w 52,6%.

Czynniki ryzyka zbilansowane, wspierają konsolidację

W tym tygodniu krajowy kalendarz publikacji danych zawiera tylko wstępny odczyt marcowej inflacji. Nasza prognoza 2,2% r/r (bez zmian wobec lutego) powinna być pozytywna dla rynku, gdyż niektórzy analitycy ostrzegli wcześniej, że inflacja może osiągnąć cel na poziomie 2,5% już w marcu.

Czynniki globalne pozostaną w centrum uwagi inwestorów. W tym tygodniu będzie sporo publikacji danych makro z Europy i USA (m.in. wstępny HICP dla strefy euro czy też PKB dla USA) i sporo wypowiedzi członków Fed, w tym szefowej Fed Janet Yellen. Powyższe czynniki mogą dodać zmienności rynkowi. Co więcej, rynek będzie również monitorował sytuację w USA, gdzie Kongres będzie dyskutował nad Obamacare i ta sprawa będzie testem dla administracji Trumpa w realizacji reform zapowiedzianych w trakcie kampanii prezydenckiej.

Na koniec miesiąca Ministerstwo Finansów przedstawi swoje plany emisyjne na II kw. W naszej ocenie wartość oferty może zostać obniżona uwzględniając bieżący poziom realizacji potrzeb pożyczkowych. Spodziewamy się oferty do 30 mld zł łącznie wobec sprzedaży na poziomie 40 mld zł w I kw. Wysokiej oferty oczekujemy w kwietniu ze względu na napływ środków z tytułu wykupu PS0417 (11,5 mld zł) oraz płatności odsetkowych od serii PS i WS (łącznie ok. 3,5 mld zł).

Podsumowując czynniki ryzyka na ten tydzień są raczej zbilansowane. Zakładamy, że do końca miesiąca rynek obligacji pozostanie mocny, w czym pomóc może tzw. 'window dressing' na koniec kwartału. W naszej ocenie trend horyzontalny jest najbardziej prawdopodobny.

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