

TYGODNIK EKONOMICZNY

17 – 23 kwietnia 2017

Mijający tydzień był dość spokojny, a inwestorzy byli w wyraźnie świątecznym nastroju. Prezydent USA Donald Trump zdołał jednak wprowadzić na rynek odrobinę zmienności, kiedy powiedział, że dolar jest zbyt silny, a stopy procentowe powinny pozostać nisko. Ponadto pojawiła się niepewność geopolityczna po napięciach w Syrii, testach raketowych w Korei Północnej i bombardowaniach w Afganistanie. W Polsce poznaliśmy interesujące dane o inflacji i rachunku obrotów bieżących.

Nadchodzący tydzień może być z kolei bardzo interesujący pod względem wydarzeń w kraju, jak i za granicą. W weekend w Turcji zostanie przeprowadzone referendum konstytucyjne, w którym obywatele zadecydują o nadaniu prezydentowi Erdoganowi większej władzy. Dla nas, wpływ tego wydarzenia na rynek nie wydaje się oczywisty, ale istnieje ryzyko, że na początku tygodnia zmienność na rynkach wschodzących może wzrosnąć. Francuskie wybory to kolejne ważne wydarzenie polityczne. W ostatnich dniach sondaże wskazały, że kandydaci idą łeb w łeb, więc niepewność co do wyniku może ciążyć ryzykownym aktywom. Poznamy również wiele ważnych danych makro, zwłaszcza PMI dla Niemiec i strefy euro oraz dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. Jeśli chodzi o Polskę, oprócz istotnych danych (produkcja przemysłowa i budowlana, sprzedaż detaliczna, rynek pracy), które pomogą doprecyzować prognozy wzrostu PKB za I kw. 2017 r., w piątek S&P może dokonać przeglądu oceny polskiego ratingu. Nie spodziewamy się, aby decyzja S&P miała jakiś znaczący wpływ na polski rynek, ponieważ krajowe dane makro i sytuacja fiskalna uległy poprawie od ostatniego przeglądu.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (17 kwietnia)							
Brak ważnych publikacji							
WTOREK (18 kwietnia)							
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	III	tys.	1253	-	1288
14:30	US	Pozwolenia na budowę	III	tys.	1250	-	1213
15:15	US	Produkcja przemysłowa	III	%	0,5	-	0,0
ŚRODA (19 kwietnia)							
11:00	EZ	CPI	III	% r/r	1,5	-	2,0
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	III	% r/r	4,3	4,2	4,0
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	III	% r/r	4,6	4,6	4,6
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
CZWARTEK (20 kwietnia)							
14:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	III	% r/r	6,6	7,0	5,2
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	III	% r/r	7,4	8,7	1,2
14:00	PL	Produkcja budowlana	III	% r/r	0,8	2,1	-5,4
14:00	PL	PPI	III	% r/r	4,6	4,6	4,4
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	234
14:30	US	Indeks Philly Fed	IV	pkt	25,0	-	32,8
PIĄTEK (21 kwietnia)							
9:30	DE	Wstępny PMI – usługi	IV	pkt	55,5	-	55,6
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	IV	pkt	58,0	-	58,3
10:00	EZ	Wstępny PMI – usługi	IV	pkt	56,0	-	56,0
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	IV	pkt	56,0	-	56,2
14:00	PL	Minutes RPP					
16:00	US	Sprzedaż domów	III	mln	5,6	-	5,48

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

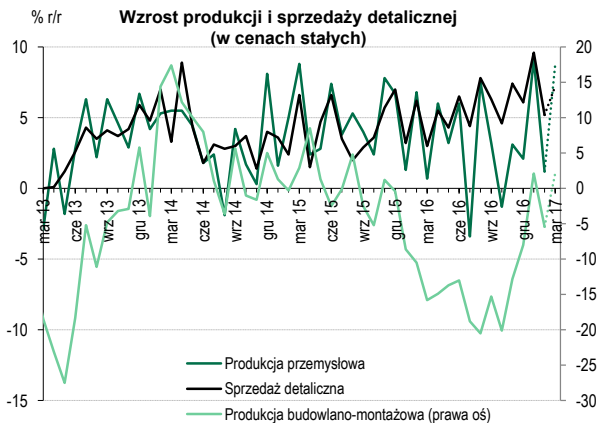
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40
 email: ekonomia@bzbwbk.pl Web site: <http://www.bzbwbk.pl>
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 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 – Dane o aktywności gospodarczej, rynku pracy i PPI

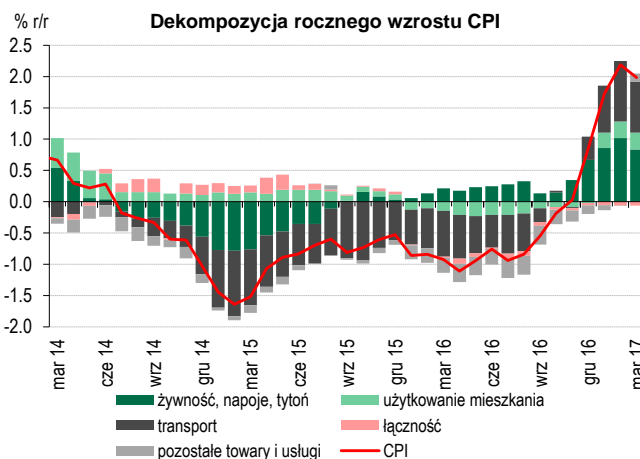


■ W tym tygodniu poznamy ostatni zestaw danych za I kw., które umożliwią cyzelowanie prognoz PKB, który urosł w I kw. 2017 r. o nieco ponad 3,0% r/r. Dane o aktywności gospodarczej (produkcja w przemyśle i budownictwie oraz sprzedaż detaliczna) w porównaniu do lutego będą zapewne znacznie lepsze, głównie za sprawą efektu dni roboczych. Sprzedaż detaliczna będzie pod negatywnym efektem daty Wielkanocy, co osłabi wzrost rocznej sprzedaży w niektórych sektorach, zwłaszcza żywności, ale wciąż oczekujemy solidnego wzrostu realnej sprzedaży detalicznej o 7,3% r/r.

■ Marcowe dane z rynku pracy pozostaną silne, a wzrosty bliskie będą tym z lutego. Sprzyjające warunki na rynku pracy w I kw. 2017 r. wsparły wzrost konsumpcji prywatnej, według naszych szacunków o 4,0% r/r.

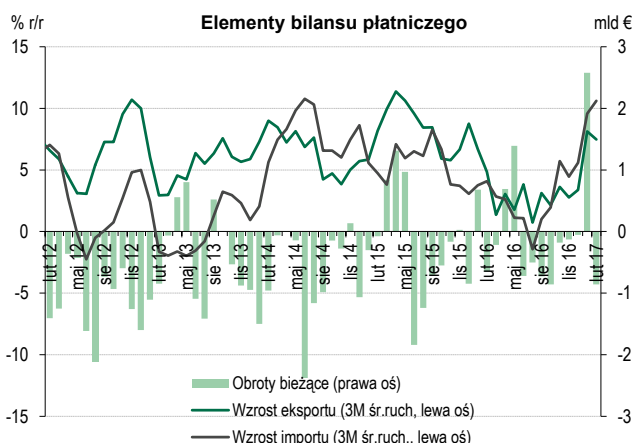
■ Inflacja PPI wzrośnie i będzie najwyższa od 5 lat.

Ostatni tydzień w gospodarce – CPI w dół przez warzywa, deficyt obrotów bieżących powyżej prognoz



■ Inflacja CPI wyniosła 2,0% r/r w marcu, zgodnie ze wstępnym odczytem. W skali miesiąca ceny spadły o 0,1%. Spadek inflacji z 2,2% r/r w lutym wynikał przede wszystkim z niższych cen żywności (-0,3% m/m), a w szczególności warzyw, które potaniały aż o 5,4% m/m – najmocniej w tym miesiącu od co najmniej 10 lat. Sprawdziły się zatem prognozy, że wysokie ceny warzyw w styczniu i lutym, spowodowane ostrą zimą na południu Europy, cofną się, gdy na rynek wejdą polskie produkty. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 0,6% r/r – najwyższej od stycznia 2015 r. Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach inflacja utrzyma się w okolicy 2% r/r, a pod koniec roku będzie bliżej 1,5% r/r, głównie przez efekt bazy statystycznej. Inflacja bazowa będzie się pięła w górę do ok. 1,6-1,7% r/r pod koniec roku. Takie tendencje zmian cen będą sprzyjać utrzymaniu stóp NBP na obecnym poziomie.

■ Deficyt obrotów bieżących wyniósł w lutym 860 mln €, powyżej oczekiwań. Dość duża zmiana w porównaniu do wysokiej nadwyżki w styczniu (2,6 mld €) to głównie efekt silnego napływu środków w ramach Wspólnej Polityki Rolnej w styczniu. Eksport wyniósł 15,044 mld € i wzrósł o 3,8% r/r, a import 15,581 mld € po wzroście o 9,1% r/r. O ile eksport był zgodny z naszymi prognozami i spowolnił pod wpływem efektu dni roboczych, to import był zaskakująco wysoki i to przede wszystkim on odpowiadał za niespodziankę w wartości deficytu. Wzrost importu świadczy naszym zdaniem o sile popytu krajowego, nie można też wykluczyć, że jest pochodną odbicia w inwestycjach (import dóbr inwestycyjnych). Spodziewamy się solidnego wzrostu eksportu w kolejnych miesiącach, któremu sprzyjać będzie ożywienie u głównych partnerów handlowych Polski. Import będzie jednak zapewne rósł szybciej od eksportu, co powinno się przełożyć na pogorszenie salda obrotów bieżących.



Cytat tygodnia – Wait-and-see także w 2018 r.

Rafał Sura, członek RPP, 11 kwietnia 2017, PAP

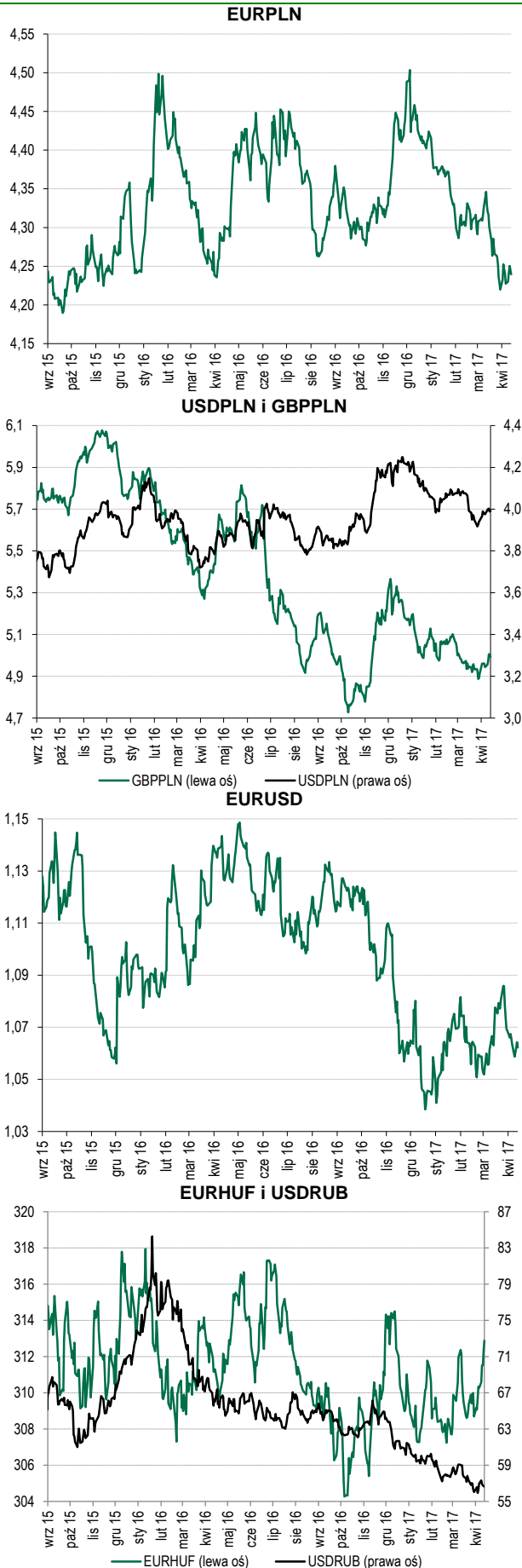
Wierzę, że inflacja pod koniec roku będzie poniżej poziomu 2 proc. Jeśli inflacja pozostanie w tych granicach, a gospodarka będzie rosła w oczekiwanym tempie, to nie widzę podstaw do podwyższania stóp w tym roku ani w pierwszym kwartale kolejnego roku. Analizujemy procesy inflacyjne i dlatego lipcowa projekcja będzie dla nas wyjątkowo ważna - pokaże nam ścieżkę inflacji na 2018 i 2019 r.

Grażyna Ancyparowicz, członek RPP, 13 kwietnia 2017, PAP

Nie można wykluczyć, że nastawienie "wait-and-see" będzie przedłużone na pierwszą połowę 2018 roku albo dłużej. Lipcowa projekcja będzie kluczowa dla zweryfikowania źródeł i tempa inflacji. Stopy powinny zostać podniesione, jeśli wzrost wynagrodzeń na stałe przekroczy dynamikę wydajności pracy, a towarzyszyć temu będzie wzrost inwestycji.

Komentarze członków RPP z zeszłego tygodnia były gołębie, zgodnie z poglądami większości pozostałych bankierów centralnych w Polsce. Zarówno Grażyna Ancyparowicz, jak i Rafał Sura, chcą pozostać przy polityce wait-and-see w 2017 i 2018 r. i czekają na lipcową projekcję inflacyjną. O ile inflacja utrzyma się w okolicy 2% r/r (a to jest nasz bazowy scenariusz na ten rok), to nie będą oni chcieli zmieniać stóp. Ogólnie, te wypowiedzi wspierają naszą prognozę, że stopy procentowe pozostaną w Polsce bez zmian do końcówki 2018 r.

Rynek walutowy – Zmienność złotego może wkrótce wzrosnąć



Zmienność złotego może wkrótce wzrosnąć

■ Z powodu braku publikacji istotnych danych i ograniczonej aktywności inwestorów przed zbliżającymi się Świątami, w poprzednim tygodniu na rynku walutowym nie odnotowano większych ruchów. EUR/PLN wzrósł po czterech kolejnych tygodniach spadków w wyniku realizacji zysków z ostatniej aprecjacji złotego i wyższego od oczekiwań deficytu na rachunku obrotów bieżących w lutym. W rezultacie, EUR/PLN przekroczył 4,24, pozostając jednak w granicach wahań z poprzedniego tygodnia. Jednocześnie USD/PLN wahał się w trendzie bocznym w przedziale 3,97-4,01.

■ Od końca marca zakres tygodniowych wahań EUR/PLN maleje z tygodnia na tydzień. Na rynkach wschodzących większe ruchy zazwyczaj poprzedzone są zmniejszoną zmiennością, więc jeśli tak samo miałyby być tym razem, to wkrótce możemy się spodziewać istotnych na rynku zmian.

■ Nadchodzący tydzień będzie ostatnim przez prezydenckimi wyborami we Francji. W ostatnich dniach sondaże wskazują, że wyścig staje się coraz bardziej zacięty, więc niepewność odnośnie do wyniku może ciążyć ryzykownym aktywom.

■ W tym tygodniu w Turcji odbędzie się referendum konstytucyjne, które ma rozstrzygnąć kwestię zwiększenia uprawnień prezydenta Erdogana. Naszym zdaniem wpływ tego wydarzenia na rynek jest nieoczywisty. Inwestorzy mogą odebrać zwiększenie zakresu władzy prezydenta jako ryzyko utraty wiarygodności Turcji. Z drugiej zaś strony centralizacja władzy zmniejsza ryzyko utraty stanowiska przez prezydenta (przynajmniej w krótkim terminie), co mogłoby pozytywnie wpłynąć na tureckie aktywa i skutkować brakiem negatywnej reakcji inwestorów na rynkach wschodzących.

■ Nasze prognozy krajowej sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej są wyższe od konsensusu i mogą potencjalnie umocnić złotego. Spadek EUR/PLN częściowo spowodowany był poprawą perspektyw gospodarczych i wycenianym przez rynek szybszym wzrostem gospodarczym, dlatego pozytywny wpływ danych makro na złotego może być ograniczony.

■ W piątek, agencja S&P może opublikować aktualizację oceny zdolności kredytowej Polski. Nie spodziewamy się, aby wydarzenie to miało przełomowy wpływ na polski rynek, gdyż od ostatniej oceny krajowe dane makro i wyniki fiskalne polepszyły się.

EUR/USD wciąż w trendzie bocznym

■ W naszym ostatnim raporcie podkreśliśmy, że zakres wahań EUR/USD w ostatnim tygodniu był najmniejszy od marca 1986 r. (według danych Reuters). Zasugerowaliśmy, że ta ograniczona zmienność nie utrzymała się raczej przez dłuższy czas, ale w ciągu ostatnich pięciu sesji zakres wahań był jedynie nieco większy niż w poprzednim tygodniu. EUR/USD wzrósł po dwóch tygodniach spadków – w dolara uderzyła retoryka Donalda Trumpa, który stwierdził, że amerykańska waluta jest zbyt silna. W rezultacie EUR/USD tymczasowo wzrósł powyżej 1,067.

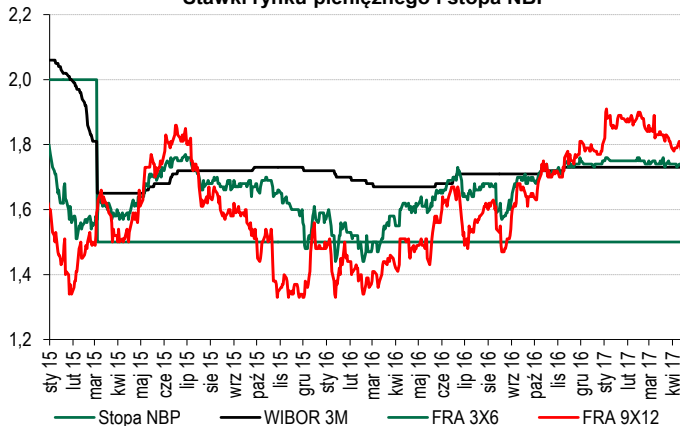
■ W tym tygodniu poznamy dużo danych dla USA oraz pojawią się wypowiedzi członków FOMC, ale uwaga rynku skupi się zapewne na informacjach z Francji przed pierwszą turą wyborów prezydenckich. Sądzymy, że z powodu niepewności dotyczącej wyników potencjał do umocnienia euro jest raczej niewielki.

Korona i forint pod presją

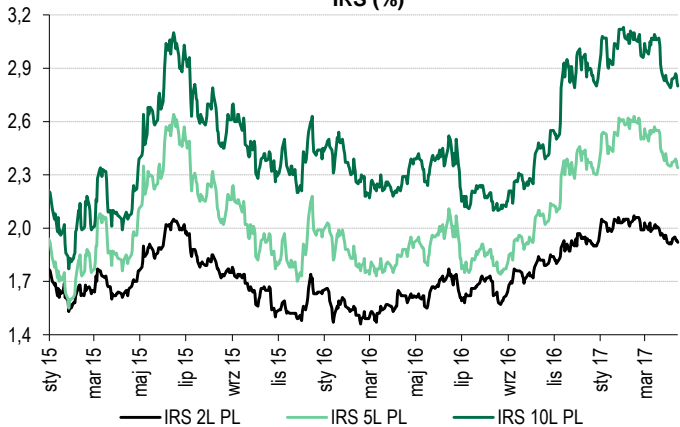
■ W poprzednim tygodniu EUR/CZK odbił z 26,5 na 26,75, niwelując ponad 1/3 spadku zanotowanego po zniesieniu przez bank centralny Czech dolnego limitu wahań. EUR/HUF wzrósł do 312,5 częściowo z powodu niższych od oczekiwań danych o marcowej inflacji.

Rynek stopy procentowej – Polityka w centrum uwagi

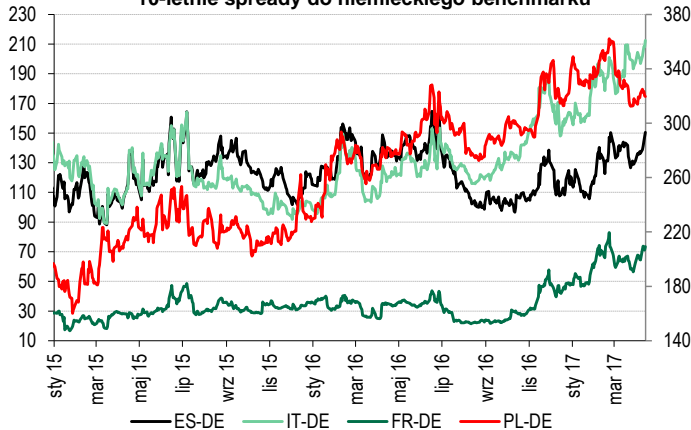
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



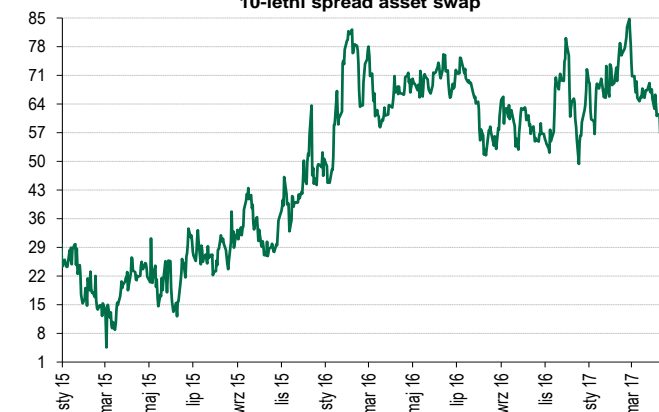
IRS (%)



10-letnie spready do niemieckiego benchmarku



10-letni spread asset swap



Rentowności w dół przy niskiej płynności

▪ Mniejsza aktywność inwestorów w okresie przedświątecznym i oczekiwania prezydenta Trumpa na utrzymanie niskich stóp procentowych w USA zepchnęły rentowności na świecie w dół w zeszłym tygodniu. Rentowność polskiej 10-letniej obligacji spadała do 3,40% (-6 pb w ujęciu tygodniowym), podczas gdy 10-letni Bund osiągnął 0,19% (-3 pb), a 10-letni Treasuries 2,26% (-4 pb). Jednocześnie, polskie stawki IRS pozostały bez zmian, co doprowadziło do zawężenia asset swap spreadu – 5-letni spread spadł o 1 pb do 51 pb, a 10-letni o 4 pb do 58 pb.

Polityka kluczowa w nadchodzącym tygodniu

▪ Uważamy, że w przyszłym tygodniu polskie obligacje mogą być pod presją z powodu zbliżających się francuskich wyborów prezydenckich, co może zachęcić inwestorów do realizacji zysków z ostatniego zauważalnego spadku rentowności. Niepewny wynik pierwszej rundy wyborów prezydenckich w przyszłą niedzielę i ryzyko dobrego wyniku Marine Le Pen mogą wywołać wzrost zmienności na rynku.

▪ Nie wydaje się, by rynek dyskutował scenariusz wygranej Marine Le Pen. Spread między francuskimi i niemieckimi 10-letnimi obligacjami wzrósł o 25 pb od początku roku, podczas gdy odpowiednie spready dla Włoch, Hiszpanii oraz Holandii wzrosły o odpowiednio ok. 50 pb, 31 pb i 10 pb. Również rynek CDS nie wycenia ryzyka, że Francja opuści Unię Europejską – 5-letni dolarowy francuski CDS spadł o 6 pb od początku roku, podobnie jak w Niemczech, Włoszech czy Hiszpanii. Francuski indeks giełdowy CAC40 jest prawie o 4% wyżej niż w styczniu, więcej niż +2,8% giełdy włoskiej i niewiele mniej niż 5,5% dla niemieckiego indeksu DAX.

▪ Aktualne sondaże pokazują, że kandydaci idą łeb w łeb. Sondaże przed pierwszą turą (na 13 kwietnia) są następujące: Macron: 22%; Le Pen: 22%; Fillon: 19% i Melancon: 20%. Sondaże nie dają Marine Le Pen dużych szans na ostateczne zwycięstwo w drugiej turze. Naszym zdaniem, jeśli jej wynik w pierwszej rundzie będzie znacznie lepszy od sondaży, to na rynkach może pojawić się nerwowość i niemiecki Bund może zyskać, co prawdopodobnie będzie ciążył polskim obligacjom. W rezultacie, 10-letni spread PL-DE mógłby wzrosnąć. Polski 10-letni asset swap spread zbliżył się do wsparcia na ok. 50 pb i myślimy, że ten poziom nie zostanie złamany, jeśli obligacje znajdują się pod presją ze strony francuskiej polityki.

▪ Na ten tydzień zaplanowano publikację kilku ważnych danych makro (rynek nieruchomości w USA, kwietniowe wstępne PMI w strefie euro). Ponadto niektórzy członkowie FOMC oraz EBC mają zaplanowane wystąpienia na początku tygodnia. Ostatnie komentarze członków FOMC były raczej jastrzębie. Janet Yellen sugerowała w tym tygodniu, że podwyżki stóp procentowych w USA nie powinny być ani zbyt wolne, ani zbyt szybkie. Rynek potraktował jej wystąpienie jako spójne z niedawną retoryką banków centralnych sugerującą stopniowe podwyżki stóp.

▪ Ewentualna ocena polskiego ratingu przez S&P powinna być wg nas przynajmniej neutralna dla rynku, bowiem miary fiskalne i sytuacja gospodarcza poprawiły się od ostatniego przeglądu.

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