

TYGODNIK EKONOMICZNY

24 – 30 kwietnia 2017

W ostatnim tygodniu przed pierwszą turą francuskich wyborów prezydenckich euro zyskało, rentowności obligacji i indeksy giełdowe nie zmieniły się istotnie, podczas gdy waluty CEE osłabiły się. Premier Wielkiej Brytanii niespodziewanie ogłosiła przedterminowe wybory, co było korzystne dla funta, ale negatywne dla brytyjskiej giełdy. W Polsce marcowe dane o aktywności ekonomicznej zaskoczyły wyraźnie na plus, ale ich pozytywny wpływ na złotego był tylko chwilowy. GUS tymczasem zrewidował w dół dane o PKB za IV kw. Biorąc pod uwagę bardzo dobre dane o produkcji w przemyśle i budownictwie w marcu oraz efekt niższej bazy statystycznej z 2016 r., zdecydowaliśmy się zrewidować w górę prognozę wzrostu PKB: do 3,7% w I kw. 2017 r. i 3,6% średnio w całym roku.

Wynik weekendowego głosowania we Francji będzie miał zapewne kluczowy wpływ na rynek przynajmniej na początku tygodnia. W naszej ocenie rynek nie wycenia obecnie scenariusza, w którym kandydat(ci) eurosceptyczni zyskuje(ą) wysokie poparcie, więc uważamy, że reakcja może być asymetryczna – większa w przypadku zaskakująco dobrego wyniku któregoś z radykalnych kandydatów, co może wywołać wzrost awersji do ryzyka, osłabiając złotego i polskie obligacje. Chociaż wpływ francuskich wyborów powinien być kluczowy, ewentualny negatywny efekt tego wydarzenia może być zneutralizowany przez retorykę EBC, która naszym zdaniem będzie dość gołębia. Jeszcze w piątek 21 kwietnia po zakończeniu sesji agencja S&P powinna ogłosić efekt przeglądu polskiego ratingu. Sądzymy, że wpływ tego wydarzenia na krajowy rynek będzie co najmniej neutralny. Nie spodziewamy się zmiany oceny, ale jeśli cokolwiek miałyby nastąpić, to byłaby to pewnie zmiana perspektywy na pozytywną, ponieważ krajowe dane makroekonomiczne i fiskalne uległy poprawie od ostatniego przeglądu.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (24 kwietnia)							
10:00	DE	Indeks Ifo	IV	pkt	112,3	-	112,3
WTOREK (25 kwietnia)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,90	-	0,90
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	III	% m/m	-0,7	-	6,1
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	IV	pkt	123,7	-	125,6
ŚRODA (26 kwietnia)							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	III	%	8,2	8,2	8,5
CZWARTEK (27 kwietnia)							
13:45	EZ	Decyzja banku centralnego		%	0,0	-	0,0
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	III	% m/m	1,5	-	1,8
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	244
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	III	% m/m	-0,5	-	5,5
PIĄTEK (28 kwietnia)							
11:00	EZ	Wstępny CPI	IV	% r/r	1,7	-	1,5
14:00	PL	Wstępny CPI	IV	% r/r	-	2,0	2,0
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	I kw.	% r/r	1,2	-	2,1
16:00	US	Indeks Michigan	IV	pkt	98,4	-	96,9

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

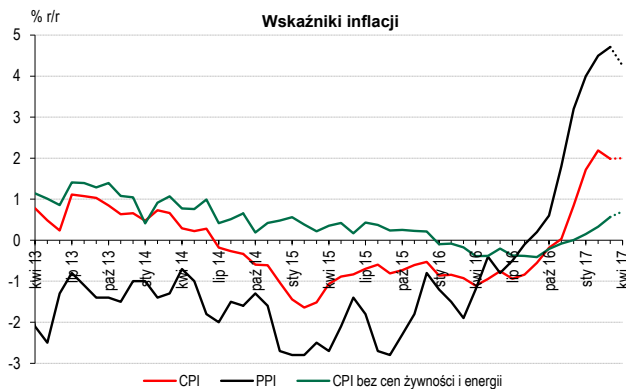
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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
 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

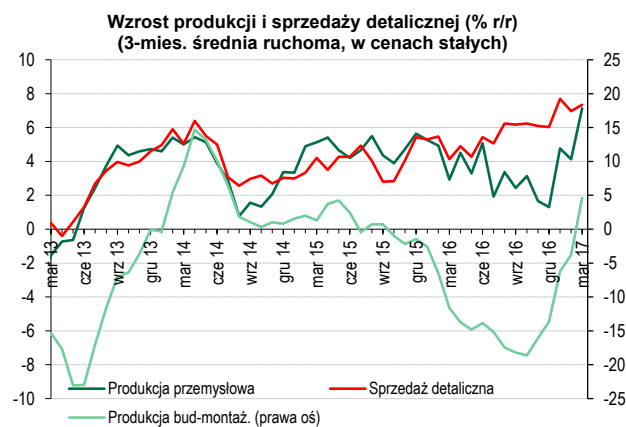
Wydarzenia nowego tygodnia – Wstępna inflacja i stopa bezrobocia



▪ Szacujemy, że kwietniowa inflacja utrzymała się na poziomie 2,0% r/r zanotowanym w marcu. Ceny gazu poszły nieco w górę pod wpływem nowej taryfy, ale z drugiej strony ceny żywności i paliw uległy stabilizacji. Według naszych prognoz, później inflacja obniży się i przez większą część roku będzie oscylowała nieco poniżej 2%. Pod koniec roku jest możliwy przejściowy spadek do 1,5%. Realizacja takiej ścieżki inflacyjnej wsparłaby naszą prognozę utrzymania stóp bez zmian w 2017 r.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła zapewne w marcu do 8,2%. Zrewidowaliśmy naszą prognozę z 8,1% po danych Ministerstwa Pracy. Naszym zdaniem, bezrobocie będzie dalej spadać i osiągnie 7,0% na koniec roku.

Ostatni tydzień w gospodarce – Rewizja PKB za 2016 r. w dół, mocne dane z I kwartału



▪ Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w marcu o 11,1% r/r, mocniej niż oczekiwano. Do pewnego stopnia znaczna poprawa dynamiki w porównaniu z lutym (kiedy to zanotowano wzrost o 1,2% r/r) wynikał z efektu kalendarzowego – w marcu liczba dni roboczych była o 1 większa niż przed rokiem, a w lutym o 1 mniejsza. Niemniej, nawet biorąc pod uwagę ten efekt, marcowe wyniki wydają się imponujące. Co ważne, za poprawę wyników przemysłu odpowiadają działy proeksportowe. To sugeruje, że mamy do czynienia z wyraźnym wzrostem popytu zagranicznego na polskie towary, zapewne pod wpływem ożywienia koniunktury w Europie Zachodniej.

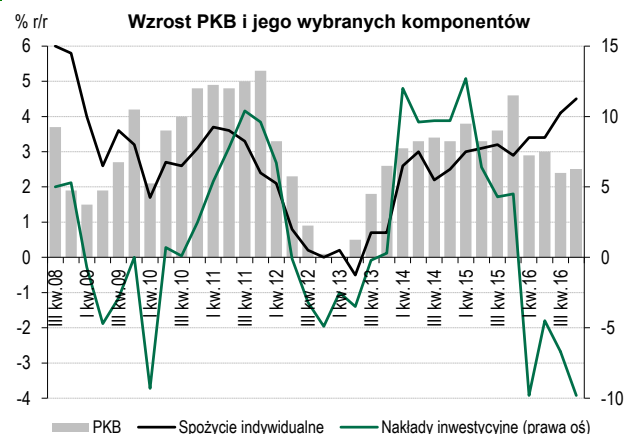
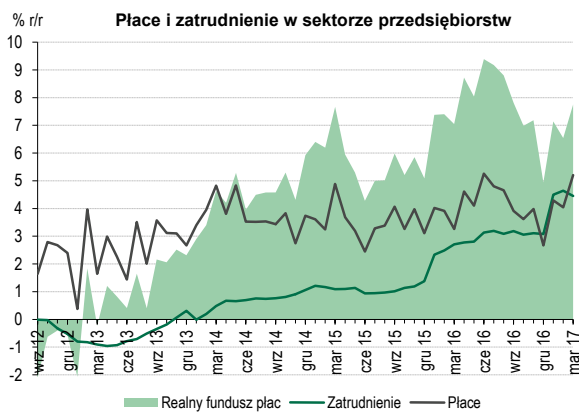
▪ Jeszcze większym pozytywnym zaskoczeniem okazała się produkcja budowlano-montażowa, która wzrosła w marcu o 17,2% r/r – najwięcej od kwietnia 2014. Dwucyfrowy wzrost produkcji nastąpił we wszystkich działach budownictwa, co prawdopodobnie jest oznaką ożywienia aktywności inwestycyjnej na początku roku.

▪ Realna sprzedaż detaliczna urosła w marcu o 7,9% r/r nieco powyżej naszych oczekiwań. Kompozycja wzrostu była zgodna z naszymi oczekiwaniami – przyspieszenie zarejestrowano przede wszystkim w sprzedaży samochodów, odzieży oraz mebli i sprzętu rtv, przy spadku sprzedaży żywności, co związane było z datą Wielkanocy. Dobry wzrost sprzedaży detalicznej wspiera naszą prognozę mocnej konsumpcji prywatnej w I kw. 2017 r.

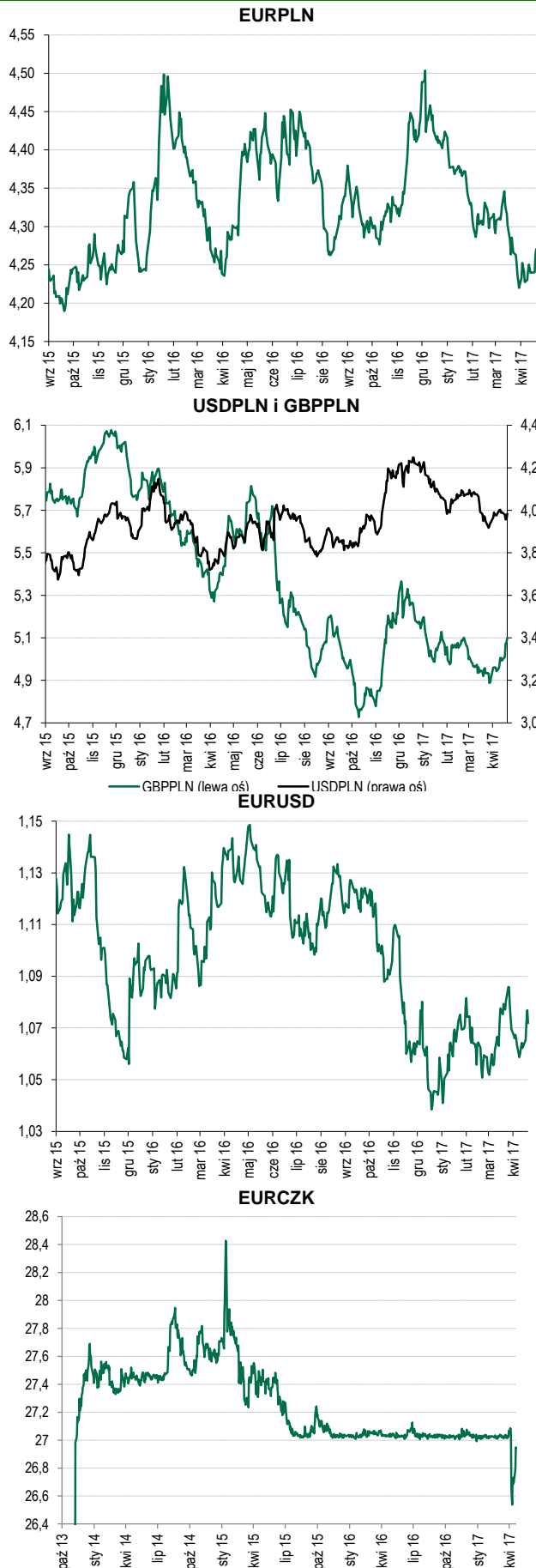
▪ Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w marcu o 4,5% r/r, nieco wolniej niż oczekiwano. Na razie za wcześnie, by stwierdzić, że tempo wzrostu zatrudnienia traci impet, ale polski rynek pracy jest coraz bardziej nasycony i coraz trudniej będzie notować znaczne wzrosty liczby zatrudnionych w nadchodzących miesiącach. Płace z kolei zaskoczyły mocno w górę (5,2% r/r). Wprawdzie spodziewaliśmy się pewnego przyspieszenia pod wpływem efektu dni roboczych, ale skala wzrostu świadczy naszym zdaniem o efektach jednorazowych – np. przesunięciach w wypłatach premii.

▪ GUS zrewidował wzrost PKB w 2016 r. z 2,8% do 2,7%. Dane za IV kwartał zrewidowano w dół bardziej niż inne kwartały, z 2,7% do 2,5% r/r. Jeśli chodzi o składowe PKB, największa rewizja dotknęła inwestycji w I i IV kwartał – w obydwu dynamikę obniżono do -9,8% r/r. Konsumpcję prywatną skorygowano lekko w górę.

▪ Biorąc pod uwagę zestaw danych miesięcznych za I kwartał oraz rewizję danych o PKB za 2016, podnieśliśmy prognozę wzrostu PKB na 2017 do 3,7% r/r w I kwartale i 3,6% średnio w całym roku, z inwestycjami jako głównym elementem odpowiedzialnym za ożywienie. Warto zauważyć, że niska baza w inwestycjach w I kw. 2016 po części tłumaczy wyraźną poprawę w tej kategorii już w I kw. br.



Rynek walutowy – Francuskie wybory kluczowe

**Złoty pod presją**

- W zeszłym tygodniu kurs EUR/PLN wzrósł do 4,28, najwyżej od końca marca, podczas gdy USD/PLN pozostał stabilny w przedziale 3,94-3,98. Mocne dane o produkcji i budownictwie w Polsce nie miały trwałego wpływu na krajową walutę, a krótkoterminowa aprecjacja została szybko zneutralizowana.
- W ostatnim raporcie pisaliśmy, że spodziewamy się korekty po ostatniej aprecjacji złotego i ostatni tydzień przyniósł wzrost EUR/PLN. Wyniki francuskich wyborów zdeterminują czy ten ruch będzie kontynuowany.
- Jeśli wynik wyborów we Francji będzie postrzegany przez rynki jako pozytywny, to złoty może zyskać do euro. Wysokie poparcie dla eurosceptyków byłoby natomiast kolejnym poważnym wstrząsem politycznym dla Europy. Naszym zdaniem, w takim wypadku nastrojów na rynku może się pogorszyć i złoty oraz inne waluty CEE mogą ucierpieć.
- W tym tygodniu ważne dla rynku może być też posiedzenie EBC. W ubiegłym miesiącu komunikat po posiedzeniu brzmiał jastrzębio, ale członkowie EBC zdołali zneutralizować to wrażenie i potwierdzili, że nie ma obecnie planów zmiany nastawienia w polityce pieniężnej. Gołębia retoryka EBC w czwartek powinna wspierać złotego.
- W piątek 21 kwietnia wieczorem S&P może dokonać przeglądu oceny polskiego ratingu. Nie spodziewamy się zmian w ocenie, ale nie można wykluczyć zmiany perspektywy na pozytywną, ponieważ krajowe dane makroekonomiczne i fiskalne uległy poprawie od ostatniego przeglądu.

EUR/USD w górę pomimo niepewności politycznej

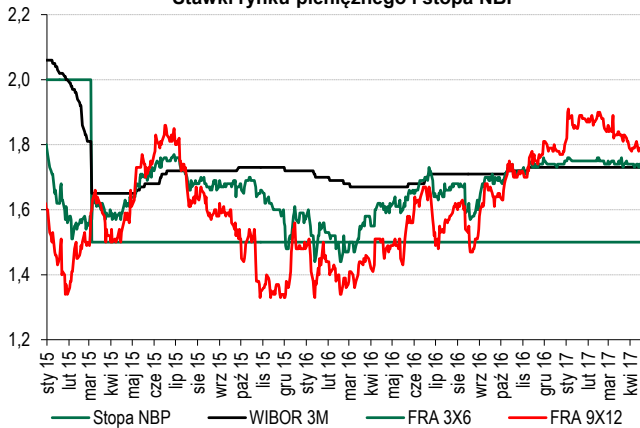
- EUR/USD wzrósł do 1,077 w reakcji na komentarze amerykańskich polityków zwracających uwagę na silnego dolara. Euro osiągnęło trzytygodniowy szczyt w stosunku do amerykańskiej waluty pomimo wysokiej niepewności przed francuskimi wyborami prezydenckimi.
- Po świątecznym spokoju na rynkach i utrzymywaniu się zakresu wahań EUR/USD na najniższym poziomie od marca 1986 r. (według danych Reuters), zmienność zaczęła rosnąć i spodziewamy się, że w tym tygodniu utrzyma się ona na wysokim poziomie.
- Naszym zdaniem rynek nie dyskontuje scenariusza dobrego wyniku eurosceptycznego kandydata we Francji. Reakcja inwestorów na głosowanie może być więc asymetryczna – słaby wynik radykalnych kandydatów może mieć ograniczony pozytywny wpływ na euro, ponieważ kurs EUR/USD wzrósł już dość wyraźnie w tym tygodniu. Mimo to, dodatkowym wsparciem dla euro mogą być opublikowane w piątek dobre wstępne PMI dla przemysłu i usług za kwiecień w Europie.
- W najbliższym tygodniu na rynek napłyną również liczne dane z USA, w tym najbardziej oczekiwane indeks nastroju konsumentów i wstępny odczyt wzrostu PKB w pierwszym kwartale. Dane z USA mogą również dodać zmienności.

Korona oddaje ostatnie zyski

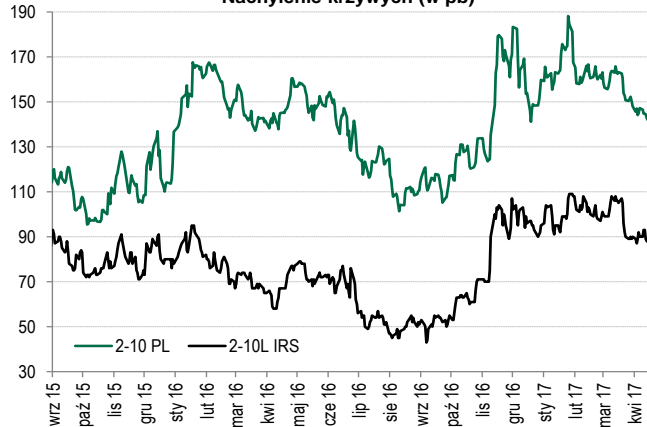
- Po tym jak bank centralny Czech (CNB) uwolnił na początku miesiąca kurs EUR/CZK, korona znacząco się umocniła. W ubiegłym tygodniu znaczna część tego ruchu została jednak odwrócona, a kurs wzrósł do blisko 26,9. Uważamy, że kurs EUR/CZK ustabilizuje się w okolicach 26,8. Naszym zdaniem kurs może nadal spadać w dalszej części tego roku z powodu rosnącej inflacji i poprawiającej się aktywności gospodarczej, choć w wolniejszym tempie.

Rynek stopy procentowej – Francja i EBC w centrum uwagi

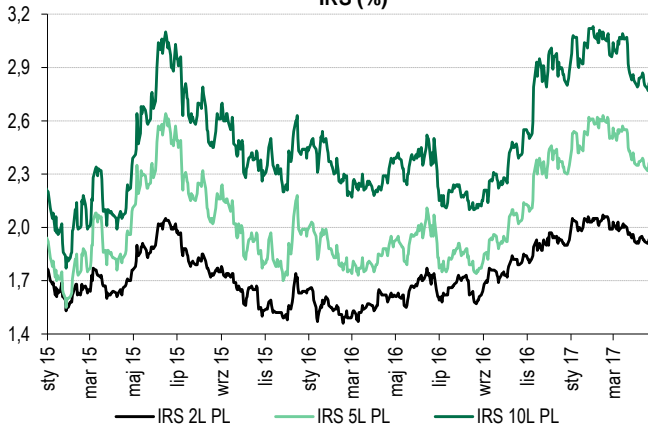
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



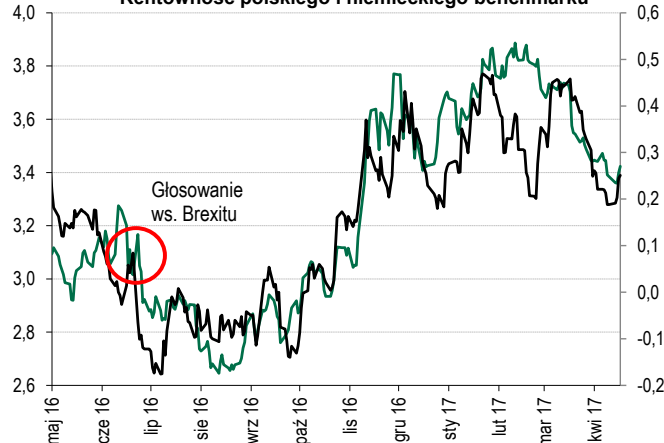
Nachylenie krzywych (w pb)



IRS (%)



Rentowność polskiego i niemieckiego benchmarku



Stawki stabilne przed francuskimi wyborami

- W zeszłym tygodniu krajowy rynek stopy procentowej pozostał dość stabilny i zanotowano tylko niewielki spadek rentowności oraz nieznaczny wzrost IRS. Obroty na rynku długu były bardzo małe.
- Stawki WIBOR od 1 do 12 miesięcy nie zmieniły się, a stawki FRA zakończyły tydzień prawie bez zmian mimo bardzo dobrych z Polski.

Francja i EBC w centrum uwagi

- Wg nas, wyniki pierwszej rundy wyborów prezydenckich we Francji będą miały największy wpływ na rynek przynajmniej na samym początku tygodnia.
- Sądzymy, że najbardziej niekorzystnym wynikiem dla polskiego długu byłoby uzyskanie zaskakująco dużego poparcia przez któregoś z eurosceptycznych kandydatów. Analogia do głosowania jakie w czerwcu 2016 r. odbyło się w Wielkiej Brytanii może być na ten moment trochę przesadzona, ale warto sobie przypomnieć, że krajowe obligacje mocno straciły kiedy ogłoszono wyniki referendum w sprawie Brexitu, niemieckie obligacje znacznie zyskały. Reakcja rynku była jednak przejściowa i polskim obligacjom zajęło tylko kilka dni by odrobić straty. Uważamy jednak, że tym razem negatywna reakcja mogłaby być trwalsza, bowiem obawy o Unię mogłoby się jeszcze bardziej nasilić.
- Z drugiej strony, jeśli wynik pierwszej rundy nie przyniesie dużego poparcia dla eurosceptyków, to potencjał do umocnienia jest wg nas raczej ograniczony. W zeszłym tygodniu pisaliśmy, że rynek nie wycenia raczej negatywnego scenariusza. Jeśli w tym kontekście nie będzie żadnej niespodzianki, to nie będzie to raczej pozytywnym impulsem dla rynku długu.

▪ Wynik posiedzenia EBC będzie według nas drugim istotnym wydarzeniem w tym tygodniu. Po zeszłym posiedzeniu rynek zinterpretował retorykę banku jako nieco bardziej jastrzębią, ale w kolejnych tygodniach przedstawiciele EBC interweniowali werbalnie próbując przekonać inwestorów, że nastawienie banku jest w dalszym ciągu łagodne. Sądzymy, że w tym tygodniu EBC będzie starała się nie pozostawić wątpliwości i retoryka banku powinna być łagodna, co mogłoby korzystnie wpłynąć na obligacje z europejskiego rynku.

▪ 21 kwietnia po zakończeniu sesji, agencja S&P powinna ogłosić wyniki przeglądu polskiego ratingu. Sądzymy, że wpływ tego wydarzenia będzie przynajmniej neutralny na krajowy rynek, bowiem miary fiskalne i sytuacja gospodarcza poprawiły się w naszej ocenie od ostatniego przeglądu.

Druga kwietniowa aukcja obligacji

▪ W tym tygodniu Ministerstwo Finansów spróbuje uplasować obligacje OK0419/PS0422/WZ1122/WZ0126/DS0727 za łączną kwotą 6-9 mld zł. Na ten moment tegoroczne potrzeby pożyczkowe pokryte są w 56%. Popyt na aukcji będzie zapewne w dużym stopniu zależał od nastroju na rynku po francuskich wyborach. Sytuacja płynnościowa jest korzystna – w ostatnim tygodniu kwietnia na rynek wpłynie ok. 15 mld zł z wykupów i płatności kuponowych.

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