

TYGODNIK EKONOMICZNY

15 - 21 maja 2017

Pozytywna reakcja rynku na wynik francuskich wyborów była jedynie przejściowa i tylko obligacje zdołały utrzymać wcześniejsze zyski, podczas gdy akcje, waluty CEE i euro nieco straciły w zeszłym tygodniu.

W tym tygodniu poznamy sporo danych z Polski i USA, a krajowa RPP ogłosi decyzję ws. stóp procentowych. Nie spodziewamy się żadnych zmian parametrów polityki pieniężnej i retoryki Rady, ale jej członkowie będą mieli szansę skomentować pierwszy szacunek PKB za I kw., który wg nas pokaże wyraźne przyspieszenie w stosunku do IV kw. 2016 r. Uważamy, że złoty i obligacje mogą oddać część ostatnich zysków i tylko rewizja w górę perspektywy polskiego ratingu przez Moody's (czego nie zakładamy w bazowym scenariuszu) czy pozytywne niespodzianki ze strony polskich danych mogłyby pomóc utrzymać wartość polskich aktywów.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (15 maja)							
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	III	mln €	-319	-177	-860
14:00	PL	Eksport	III	mln €	17 639	18 053	15 044
14:00	PL	Import	III	mln €	17 607	17 607	15 581
14:00	PL	Inflacja bazowa	IV	r/r	0,7	0,9	0,6
WTOREK (16 maja)							
9:00	CZ	Wstępny PKB	I kw.	% r/r	2,3	-	1,9
9:00	HU	Wstępny PKB	I kw.	% r/r	3,1	-	1,6
10:00	PL	Wstępny PKB	I kw.	% r/r	3,9	3,7	2,7
11:00	DE	Indeks ZEW	V	pkt	80,9	-	80,1
11:00	EZ	Wstępny PKB	I kw.	% r/r	1,7	-	1,7
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	IV	tys.	1250	-	1215
14:30	US	Pozwolenia na budowę	IV	tys.	1270	-	1260
15:15	US	Produkcja przemysłowa	IV	% m/m	0,4	-	0,5
ŚRODA (17 maja)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50	1,50
11:00	EZ	CPI	IV	% r/r	1,9	-	1,5
CZWARTEK (18 maja)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	IV	% r/r	4,3	4,4	5,2
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	IV	% r/r	4,5	4,5	4,5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	236
14:30	US	Indeks Philadelphia Fed	V	pkt	19,4	-	22,0
PIĄTEK (19 maja)							
14:00	PL	PPI	IV	% r/r	4,5	4,0	4,7
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	IV	% r/r	1,9	-0,2	11,1
14:00	PL	Produkcja budowlana	IV	% r/r	6,8	6,6	17,2
14:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	IV	% r/r	7,3	8,8	7,9

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

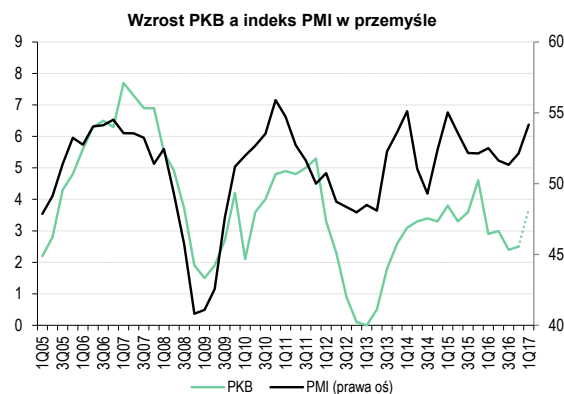
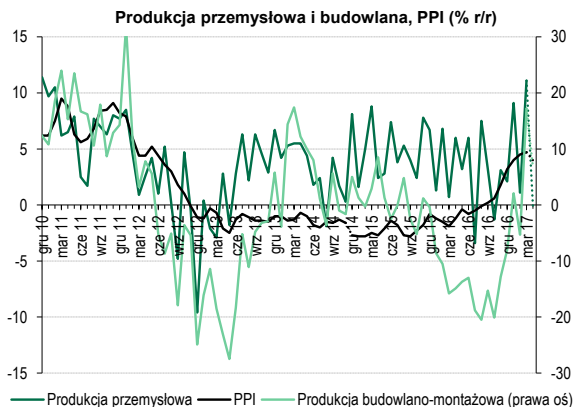
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
 Izabela Sajdak, CFA 22 534 18 86
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

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

Wydarzenia nowego tygodnia – Zestaw ważnych danych z Polski oraz posiedzenie RPP



▪ Skala pozytywnego zaskoczenia marcową produkcją przemysłową i budowlaną oraz zmiany GUS dla PKB za I kw. 2016 uruchomiły na rynku falę rewizji w górę prognoz dla wzrostu gospodarczego I kw. 2017. Wstępny odczyt naszym zdaniem pokaże 3,7% r/r, choć konsensus rynkowy to 3,9% a w ankiecie analityków najczęściej wskazywane było 4%.

▪ Wydaje nam się, że jest zdecydowanie za wcześnie, żeby RPP zaczęła odchodzić od podejścia „wait-and-see” już na majowym posiedzeniu. Inflacja najwyraźniej osiągnęła w lutym lokalny szczyt i nie sądzimy aby w tym roku, a nawet przyszłym, zaatakowała cel 2,5% r/r. Pierwszą podwyżkę stóp widzimy dopiero w listopadzie 2018.

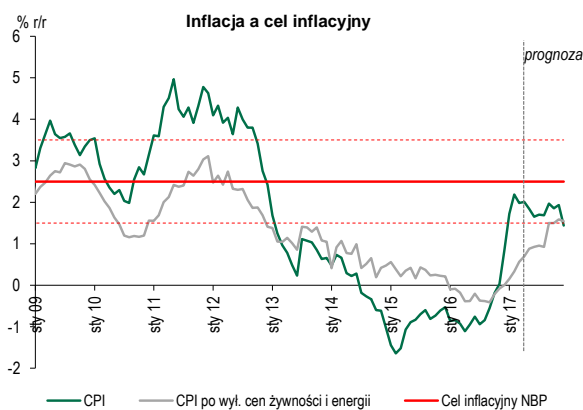
▪ Eksport prawdopodobnie przyspieszył w marcu z 3,8% r/r do 17% i to powinno przesunąć bilans handlowy z powrotem powyżej zera. Wiosenne ożywienie w strefie euro dobrze wroży polskimi danymi o handlu zagranicznym.

▪ W kwietniu mogło dojść do kompletnego zaniku wzrostu produkcji przemysłowej r/r wskutek nałożenia się dwóch silnie negatywnych efektów kalendarzowych. W rezultacie pozytywny impet w produkcji związany z ożywieniem w Europie Zachodniej będzie w kwietniu niewidoczny.

▪ Dynamika płac powinna powrócić w kwietniu poniżej 4,5% r/r po niespodziewanym zrywie do 5,2%, który tłumaczymy czynnikami jednorazowymi. Mimo to, inaczej niż konsensus, oczekujemy dalszego rozpędzania się realnej sprzedaży detalicznej w kwietniu z 7,9% r/r do prawie 9%.

▪ Inflacja bazowa zapewne wykonała w kwietniu kolejny krok w górę. O ile przed publikacją CPI my i rynek zakładaliśmy jej ruch z 0,6% r/r do 0,7%, to teraz szacujemy ją na 0,9%. Przeciwwagą będzie zapewne niższa dynamika PPI, która podkreśliłaby utratę potencjału do wzrostu przez inflację.

Ostatni tydzień w gospodarce – CPI zgodnie z prognozami, Komisja Europejska optymistycznie o Polsce



▪ Inflacja CPI wyniosła w kwietniu 2,0% r/r i 0,3% m/m. Ceny żywności były stabilne w skali miesięcznej, a dość wyraźny wzrost cen mięsa (0,9% m/m) został zniesiony przez relatywnie słabe wzrosty cen warzyw (0,1% m/m) i owoców (-0,9% m/m). Te dwie ostatnie kategorie mogą okazać się kluczowe dla ścieżki inflacji w kolejnych miesiącach, jeśli niskie temperatury w maju zniszczyły uprawy.

▪ Pewnym zaskoczeniem był spadek cen w kategorii paliwa (0,9% m/m) oraz wyraźny wzrost cen usług w kategorii usług transportowych (11,9%), co wiązało się z podwyżkami cen lotów pasażerskich.

▪ Komisja Europejska szacuje w swojej wiosennej aktualizacji prognoz, że polski PKB wzrośnie o 3,5% w tym roku (wobec 3,2% poprzednio i naszej prognozy 3,6%) i spowolni do 3,2% w kolejnym roku, poniżej naszej prognozy (3,3%).

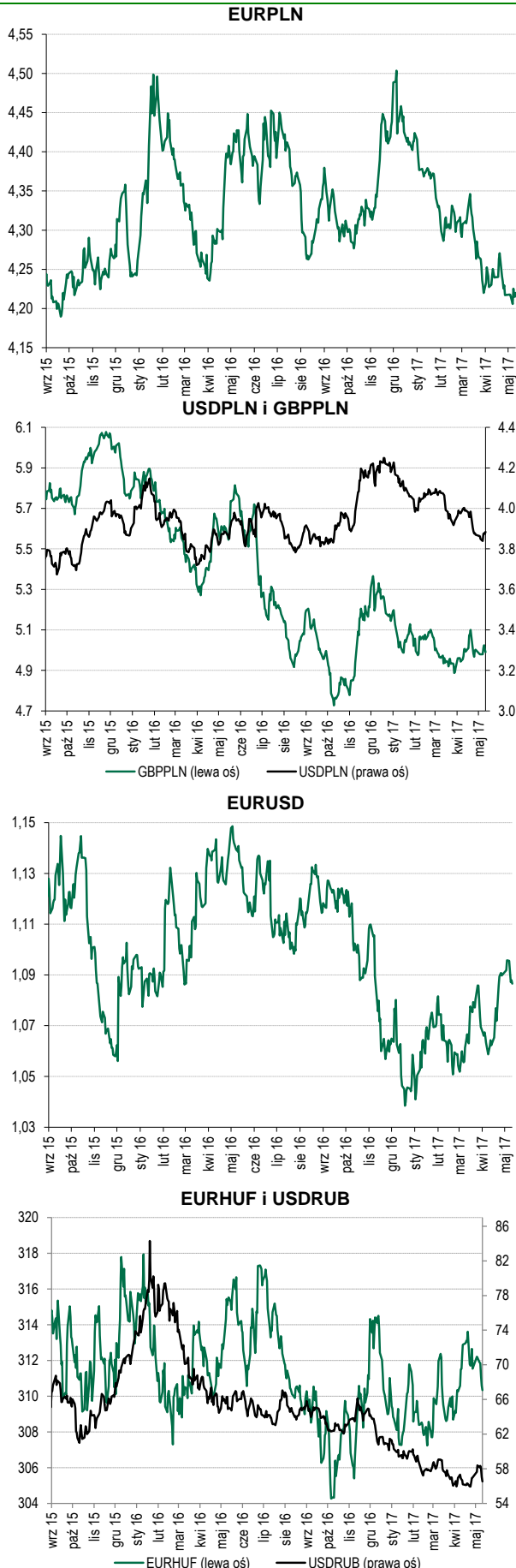
Cytat tygodnia – W 2017 r. wzrost może otrzeć się o 4%

Eugeniusz Gatnar, RPP, 10 maja, PAP

Wzrost PKB w 2017 r. „na pewno” osiągnie poziom 3,7 proc., a może być też wyższy jako że inwestycje prawdopodobnie odbiją w III kw. br. W 2017 r. wzrost może otrzeć się o 4%. Prognoza ta wynika z dobrych danych za I kw., które przekroczyły oczekiwania. Wzrost w Europie również pomaga. Inflacja nadal jest napędzana głównie przez czynniki zewnętrzne.

Wypowiedzi Eugeniusza Gatnara na temat wzrostu w tym roku wydają się dość optymistyczne w porównaniu do mediany rynkowej 3,4%, ale prawdą jest, że dane o aktywności gospodarczej na początku 2017 spowodowały lawinę rewizji prognoz. Jeszcze w styczniu konsensus rynkowy był przy 3%. Wzrost o 3,7%, co do którego Gatnar jest „pewny” jest równy centralnej ścieżce z marcowego Raportu o Inflacji (czyli NBP uważa, że szansa na niższy wzrost jest równa 50%), więc wiara Gatnara w dobre wyniki gospodarcze niewątpliwie rzuca się w oczy. Jednak słowa o tym, że inflacja jest napędzana przez czynniki zewnętrzne, sugerują, iż jego optymizm co do realnej aktywności gospodarczej nie będzie miał przełożenia na chęć do podwyższania stóp procentowych.

Rynek walutowy – Przejściowe umocnienie po francuskich wyborach

**Złoty stabilny po umocnieniu**

- Wynik francuskich wyborów prezydenckich nie wywołał na polskim rynku walutowym trwałej reakcji i EURPLN wzrósł po dwóch kolejnych tygodniach spadków. Kurs dotknął 4,24, a w przypadku USDPLN zanotowano ruch do 3,90 z 3,81. Krajowa waluta straciła też do funta, ale pozostała mocna do franka.
- W poprzednim raporcie wskazywaliśmy, że w ostatnich 11 latach EURPLN spadł w maju jedynie dwukrotnie. Zależność ta działa nieco słabiej dla polskich akcji, ale bardzo dobrze dla obligacji, co sugeruje, że impuls do osłabienia krajowej waluty może przyjść ze strony rynku stopy procentowej.
- Pozytywna reakcja rynku giełdowego na wynik wyborów we Francji była chwilowa, sugerując, że wynik korzystny dla stabilności UE był już w cenach. Potrzebne mogą być więc kolejne pozytywne czynniki by pchnąć EURPLN jeszcze niżej.
- Takim impulsem mogłaby być dzisiejsza rewizja do „stabilnej” perspektywy polskiego ratingu przez Moody’s, ale nie jest to nasz bazowy scenariusz i dlatego nie widzimy szans na dalszą znacząco aprecjację złotego, szczególnie że nasza prognoza dla produkcji przemysłowej jest wyraźnie poniżej rynku. Sądymy, że tempo wzrostu PKB przyspieszyło znacznie w stosunku do IV kw. 2016, ale nasza prognoza w tym przypadku także jest poniżej konsensusu.

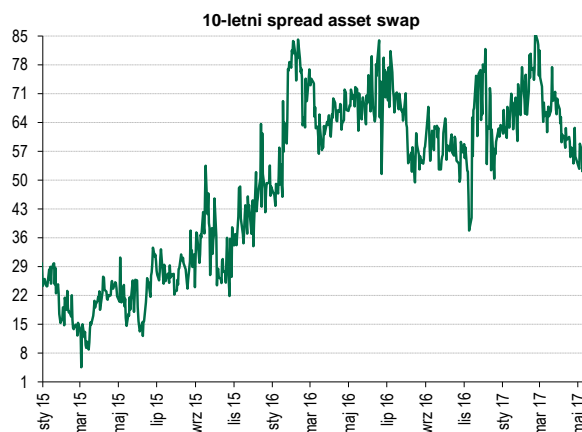
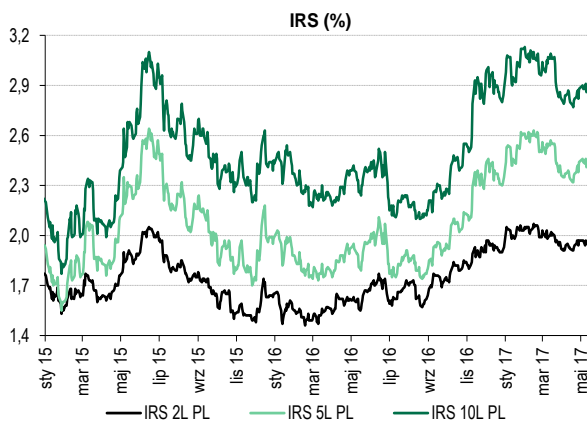
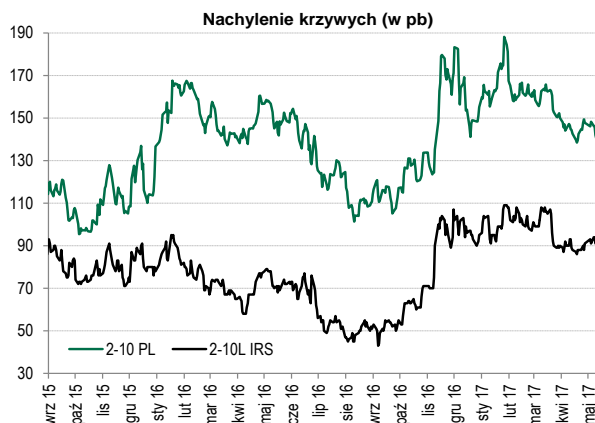
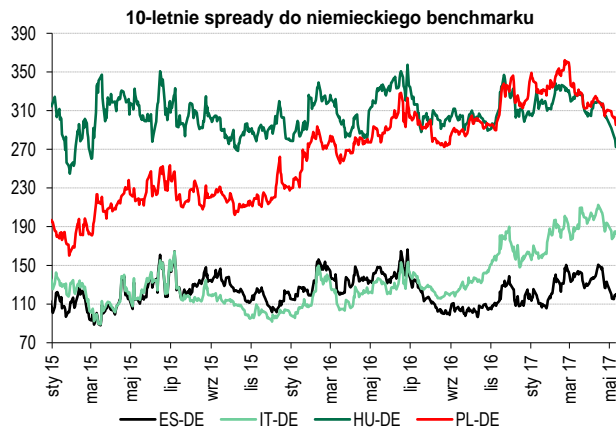
Euro traci mimo wyników francuskich wyborów

- Reakcja euro na wynik francuskich wyborów prezydenckich była bardzo przejściowa i na koniec tygodnia EURUSD był blisko 1,09.
- Jedynie tymczasowa reakcja rynku na wynik francuskich wyborów sugeruje, że w krótkim terminie możliwy jest korekcyjny spadek EURUSD. Przyczynić się mogłyby do tego dane z USA, jeśli zaskoczyłyby na plus. Wydaje się, że rynek stopy procentowej wycenił już w znacznym stopniu podwyżkę stóp Fed o 25 pb w czerwcu, ale EURUSD jest wg nas zbyt wysoko jeśli spojrzymy pod tym kątem (jest wyżej niż w marcu kiedy FOMC podniósł stopy).

Napiływ kapitału i wzrost cen ropy umacnia waluty CEE

- Środowe odczyty inflacji CPI za kwiecień w Czechach i na Węgrzech (odpowiednio 2,0% i 2,2%) były poniżej oczekiwań rynku. Inflacja spadła głównie za sprawą niższych cen żywności. Czeski Bank Centralny (CNB) oczekiwał, że inflacja w kwietniu wyniesie 2,2% i wzrośnie w kolejnych miesiącach do 2,6%. Korona straciła po tych danych, ale w dalszej części tygodnia z nawiązką zniwelowała to osłabienie i ostatecznie zyskała drugi tydzień z rzędu do euro. EURCZK zbliżył się do lokalnego dołka ustanowionego po wniesieniu dolnego ograniczenia dla kursu na 27,0. Notowania forinta (spadek EURHUF do 310, najniższy od początku kwietnia) też sugerują, że waluty CEE zignorowały dane o inflacji (pozwalające na dłuższy okres luźnej polityki pieniężnej w Czechach i na Węgrzech) i zyskały dzięki znacznemu umocnieniu obligacji państw regionu.
- Rosyjski rubel też zyskał, głównie dzięki odbiciu cen ropy. W efekcie, USDRUB spadł do 57 znosząc ok. połowę impulsu wzrostowego rozpoczętego pod koniec kwietnia.

Rynek stopy procentowej – Rentowności polskich obligacji mogą wzrosnąć



Spadające rentowności

▪ W ubiegłym tygodniu krajowy rynek stopy procentowej znacząco się umocnił. W ujęciu tygodniowym rentowności spadły, a polski 10-letni benchmark spadał poniżej 3,30% w piątek. Polska krzywa rentowności się wyplaszczyła, a spread dla 2-10-letnich obligacji skarbowych spadł o 10 pb do 136 pb, osiągając najniższy poziom od wyborów w USA w zeszłym roku. Wielkość obrotów na rynku obligacji była bardzo mała.

▪ Rynek IRS pozostał stabilny w Polsce, podczas gdy węgierskie stawki IRS przesunęły się o ok. 7 pkt wzdłuż całej krzywej.

▪ Rynki bazowe nieco straciły, ponieważ inwestorzy zwrócili się ku ryzykownym aktywom po zwycięstwie proeuropejskiego Emmanuela Macrona w wyborach we Francji. Polski 10-letni spread do Bundów spadł poniżej 300 pb dzięki globalnej poprawie nastrojów.

▪ Stawki 1-12M WIBOR nie uległy zmianom w kwietniu, a stawki FRA zakończyły tydzień praktycznie płasko w oczekiwaniu na duży zestaw polskich danych makroekonomicznych w tym tygodniu.

Kontynuacja gołębiej retoryki RPP

▪ W tym tygodniu inwestorzy skoncentrują się na posiedzeniu RPP. Oczekuje się, że Rada utrzyma stopy NBP na niezmiennym poziomie. Naszym zdaniem RPP najprawdopodobniej będzie kontynuować gołębią retorykę po piątkowych danych dotyczących CPI w kwietniu, pomimo iż odczyt PKB za I kw. może zaskoczyć in plus. W rezultacie krótkoterminowe stopy powinny pozostać stabilne w tym tygodniu.

▪ Spodziewamy się wzrostu rentowności zarówno polskich obligacji, jak i na rynkach bazowych, ze względu na stopniowe zacieśnienie polityki pieniężnej przez Fed i poprawę danych makro w strefie euro. Lepsze od oczekiwań dane w USA, które potwierdziłyby podwyżki stóp procentowych w dalszej części roku, mogą wywierać presję na rentowność Bundów. Naszym zdaniem pozytywny nastrój na polskim rynku obligacji może zniknąć w tym tygodniu, a nadchodząca aukcja może być katalizator zmiany nastroju (szczegóły poniżej).

Pierwsza aukcja obligacji w maju

▪ W marcu wystąpił bardzo mocny napływ zagranicznego kapitału na polski rynek długu. Stan posiadania obligacji przez niereszydентów jest już blisko rekordowych poziomów, co może sugerować ograniczony potencjał do dalszych znaczących zakupów mając w perspektywie kolejne podwyżki stóp Fed i możliwe przygotowywanie rynku przez EBC na wycofywanie się z luźnej polityki pieniężnej. Warto również zauważyć, że relacja popytu do sprzedaży na tegorocznych aukcjach polskich obligacji jest w wyraźnym trendzie spadkowym – spadła z 2,58 w styczniu do 1,22 w kwietniu. Kolejne rozczarowania (jak na ostatniej aukcji) są możliwe a negatywna reakcja rynku długu może w końcu wyrzucić presję na rynek obligacji złotych.

▪ Ministerstwo Finansów ogłosiło plan emisji obligacji w II kw.2017 w wysokości 20-30 mld zł na 5 standardowych aukcjach i 1 aukcji zamiany. W dniu 18 maja obligacje OK0419 / PS0422 / WZ1122 / WZ0126 / DS0727 zostaną zaoferowane z oczekiwaną podażą na poziomie 3-5 mld zł.

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