

TYGODNIK EKONOMICZNY

5 – 11 czerwca 2017

Ostatnie dane z polskiej gospodarki były mieszane. Z jednej strony potwierdziły solidny 4% r/ wzrost PKB w I kw., z drugiej: struktura tego wzrostu była rozczarowująca (brak odbicia w inwestycjach), a wskaźnik PMI oraz inflacja nieoczekiwanie spadły w maju (CPI do 1,9% r/r). Zakładamy, że wzrost ustabilizuje się w tym roku w pobliżu 4% a inflacja będzie poruszała się w kolejnych miesiącach blisko 2% a na koniec roku może spaść do 1,7% przez efekt wysokiej bazy. Uważamy, że w takich okolicznościach bank centralny nie będzie się spieszył z zacieśnianiem polityki pieniężnej.

Najbliższe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej wciąż nie będzie dla rynków zbyt pasjonującym wydarzeniem. Polscy bankierzy centralni utrzymają parametry polityki pieniężnej bez zmian i powtórzą swoją mantrę, że brak jest powodów do obaw o perspektywę inflacji, a ujemne realne stopy procentowe nie mają negatywnego wpływu na gospodarkę. Posiedzenie EBC może być dużo bardziej interesujące. Ostatnie ożywienie w strefie euro oraz spadek niepewności politycznej w Europie napędziły oczekiwania rynku na nieco bardziej jastrzębi ton podczas czerwcowego posiedzenia EBC. Naszym zdaniem szanse, że EBC odważy się zmienić swój forward guidance i zasignalizować rychłą normalizację polityki pieniężnej, znacząco spadły po gołębiej wypowiedzi Mario Draghiego i nieoczekiwany spadek inflacji w strefie euro w maju. Czwartkowe spotkanie może jednak mieć mocny wpływ na polską walutę i inne aktywa. Prawdopodobieństwo jastrzębiego ruchu jest małe ale niepomijalne. EBC zrewiduje też swoje prognozy gospodarcze i prawdopodobnie pójdą one w górę, co będzie dobrym powodem dla nieco bardziej optymistycznej oceny sytuacji gospodarczej w oficjalnym komunikacie. Mimo to, spodziewamy się, że EBC pozostanie ostrożny.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS W-WA | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | PROGNOZA | | OSTATNIA WARTOŚĆ | |
|---------------------------------|-----------|-------------------------------------|-------|----------|-------|---------------------|------|
| | | | | RYNEK | BZWBK | | |
| PONIEDZIAŁEK (5 czerwca) | | | | | | | |
| 16:00 | US | ISM – usługi | V | pkt | 57,0 | - | 57,5 |
| 16:00 | US | Zamówienia przemysłowe | IV | % m/m | -0,2 | - | 0,2 |
| 16:00 | US | Zamówienia na dobra trwałego użytku | IV | % m/m | - | - | -0,7 |
| WTOREK (6 czerwca) | | | | | | | |
| 9:55 | DE | PMI – usługi | V | pkt | 55,2 | - | 55,4 |
| 10:00 | EZ | PMI – usługi | V | pkt | 56,2 | - | 56,4 |
| ŚRODA (7 czerwca) | | | | | | | |
| | PL | Decyzja RPP | | | | | |
| 8:00 | DE | Zamówienia przemysłowe | IV | % m/m | 0,0 | - | 1,0 |
| 9:00 | CZ | Produkcja przemysłowa | IV | % r/r | -1,0 | - | 10,9 |
| 11:00 | EZ | PKB | I kw. | % r/r | 1,7 | - | 1,8 |
| CZWARTEK (8 czerwca) | | | | | | | |
| 8:00 | DE | Produkcja przemysłowa | IV | % m/m | 0,5 | - | -0,4 |
| 9:00 | HU | CPI | V | % r/r | 2,2 | - | 2,2 |
| 11:30 | PL | Aukcja obligacji | | | | | |
| 13:45 | EZ | Decyzja banku centralnego | | | 0,0 | | 0,0 |
| PIĄTEK (9 czerwca) | | | | | | | |
| 8:00 | DE | Eksport | IV | % m/m | 0,4 | - | 0,4 |
| 9:00 | CZ | CPI | V | % r/r | 2,1 | - | 2,0 |

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

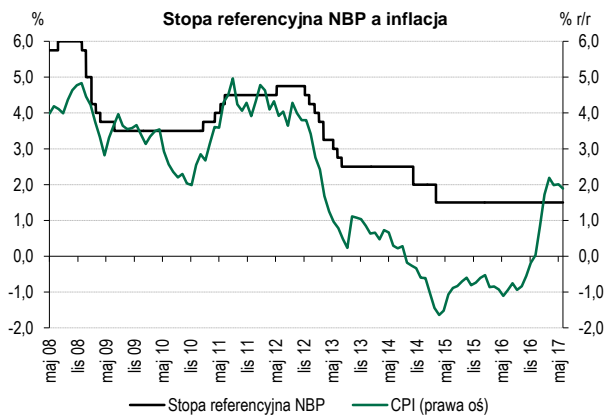
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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
 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

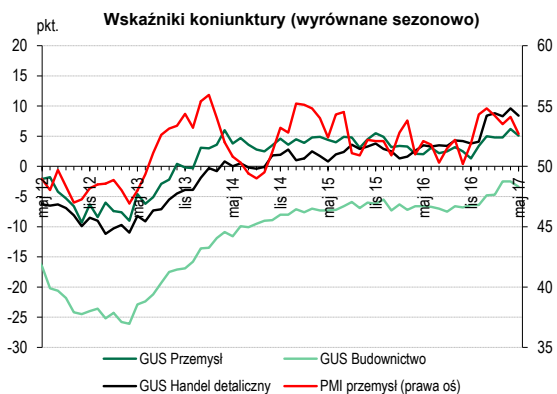
Wydarzenia najbliższego tygodnia – EBC może poruszyć rynkami, RPP raczej nie



Na ten tydzień zaplanowane jest posiedzenie RPP. Na razie jednak jeszcze daleko nam do takich spotkań Rady, gdzie prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych byłoby niezerowe. Poza tym wielu członków Rady starało się już przekierować uwagę rynku na lipiec, bo wtedy dostępna będzie kolejna projekcja inflacyjna. Spotkanie w tym tygodniu też jednak może być ciekawe, gdyż możemy poznać komentarz Rady do danych o PKB za I kw. i do dalszego spadku CPI w maju. Minutes z ostatnich posiedzeń pokazały, że jest w Radzie mniejszość obawiająca się wzrostu inflacji na skutek zacieśniania się rynku pracy. Ostatnie dane o CPI niewątpliwie nie dały im nowych argumentów

Wydarzeniem, które może o wiele bardziej odbić się na rynkach będzie posiedzenie EBC w czwartek – więcej na ten temat na stronie o rynku stopy procentowej.

Ostatnie dwa tygodnie w gospodarce – Spadek CPI i PMI, struktura wzrostu PKB mogła być lepsza

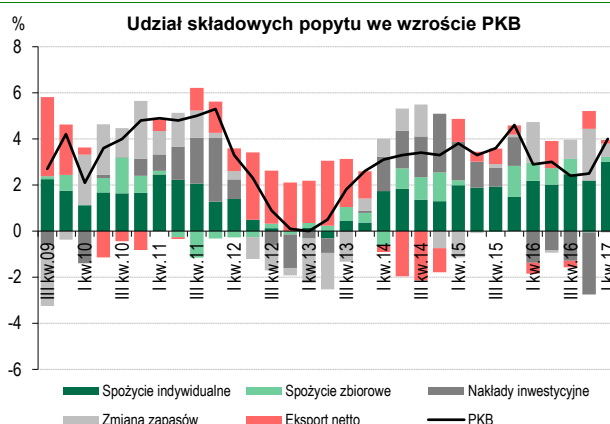
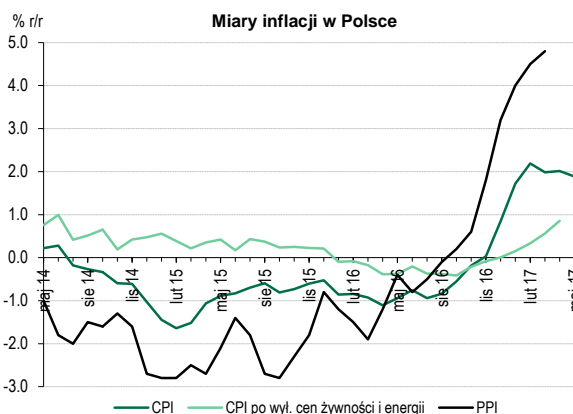


Wstępny odczyt majowej inflacji pokazał wyhamowanie z 2,0% r/r do 1,9%, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, gdy prognozy rynkowe skupione były na 2,0 i 2,1%. Od lutowych danych CPI nie mieliśmy pozytywnego zaskoczenia inflacją. Oczekujemy, że inflacja będzie poruszać się w pobliżu 2% r/r w kolejnych miesiącach a na koniec roku dotrze do 1,7%. Istnieje ryzyko, naszym zdaniem ograniczone, że przymrozki zaszkodziły sadom i krzewom owocowym na tyle, że odbije się to na całym wskaźniku CPI.

Indeks PMI dla polskiego przemysłu przetwórczego spadł w maju z 54,1 pkt do 52,7 pkt (najgorszy wynik od sześciu miesięcy). Pogorszyły się oceny bieżącej produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia. Sygnałem ostrzegawczym były wskaźniki koniunktury GUS, które również nieoczekiwanie spadły w maju. Odczyt PMI nie przekreśla szans na 4-procentowy wzrost gospodarczy w tym roku, ale sugeruje ostrożność przy formułowaniu prognoz. Poza tym raport PMI podkreśla wzmożoną presję kosztową na producentów. Nadzieję budzi wykazana w raporcie PMI dalsza poprawa w zamówieniach eksportowych.

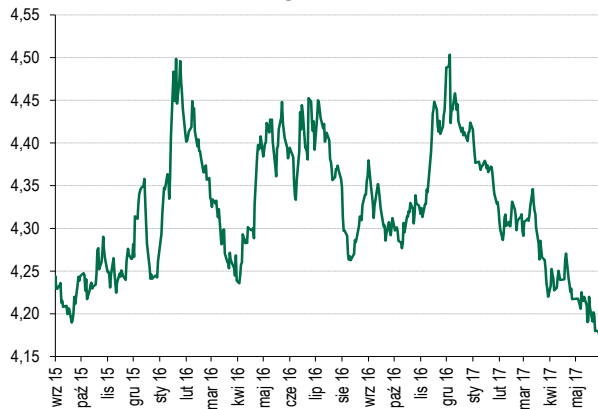
Tempo wzrostu PKB w I kw. 2017 r. wyniosło 4,0% r/r, zgodnie ze wstępnym odczytem. Po oczyszczeniu z wahań sezonowych PKB wzrósł o 1,1% kw/kw. Struktura wzrostu była raczej rozczarowująca, zwłaszcza inwestycje, które spadły o 0,4% r/r i to pomimo bardzo niskiej bazy z zeszłego roku. Zapasy dodały do wzrostu 0,7 pp, czyli relatywnie dużo. Konsumpcja prywatna wzrosła o 4,7% r/r (najmocniej od 2008 r.) pozostając głównym motorem napędowym gospodarki. Oczekujemy, że tempo wzrostu konsumpcji pozostanie solidne w całym 2017 r., choć w II poł. roku może spowolnić przez efekt bazy. Wartość dodana brutto wzrosła 3,7% r/r a jej wkład do wzrostu gospodarczego wyniósł 3,3 pkt. proc. Oznacza to, że we wzroście PKB o 4% r/r w I kw. aż 0,7 pkt. proc. pochodzi od kategorii "podatki minus subsydia". Uważamy, że dość słaba struktura wzrostu w I kw. 2017 r., zwłaszcza jeśli chodzi o inwestycje, wysoki wkład zapasów i podatków jest argumentem do krytycznego spojrzenia na prognozy na kolejne kwartały. Nie widzimy wprawdzie potrzeby rewizji prognoz w dół, ale też trudno spodziewać się, by w całym roku wzrost przekroczył 4,0%.

Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w kwietniu do 7,7% jak zakładaliśmy i zgodnie z szacunkiem Ministerstwa Pracy. Z kolei stopa bezrobocia wg BAEL spadła do 4,8% co jest nowym rekordem, raczej nie ostatnim w tym roku. To pokazuje, że popyt na pracę pozostaje stabilny.

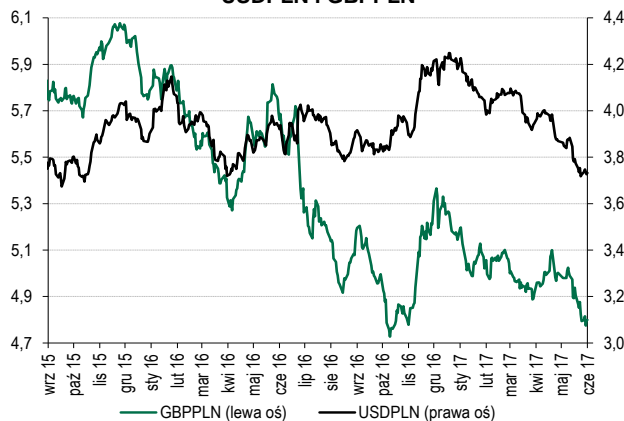


Rynek walutowy – EBC da sygnał rynek?

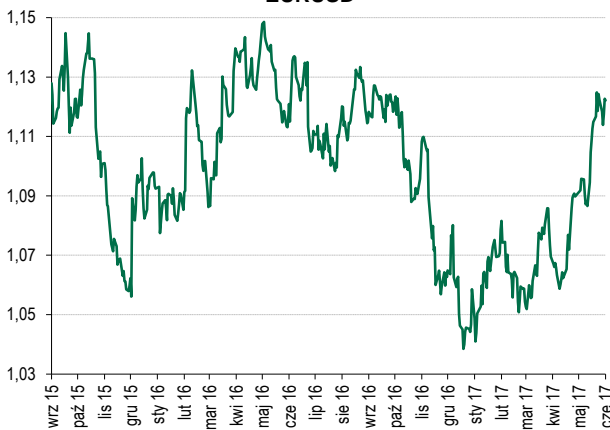
EURPLN



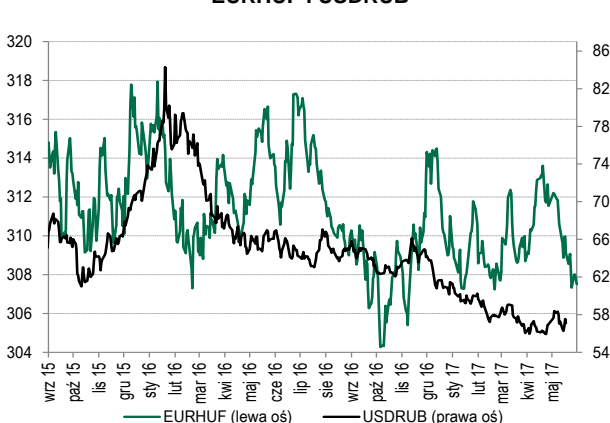
USDPLN i GBPPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



Ograniczony potencjał do aprecjacji złotego

W maju nastąpiło dalsze umocnienie złotego, ale tempo spadku kursu EURPLN było wolniejsze niż wcześniej w tym roku. Oczekujemy, że w najbliższych tygodniach nastąpi wstrzymanie rajdu złotego w związku ze zbliżającą się podwyżką stóp procentowych w USA i brakiem dalszego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego w Polsce. Jeśli chodzi o kurs USDPLN, to będzie on odzwierciedlał ruchy na EURUSD. Obecnie kurs USDPLN zbliża się do oporu na poziomie 3,70; przełamanie tego poziomu otworzy przestrzeń do dalszego spadku w kierunku 3,62.

Widzimy ryzyko rosnącej zmienności w najbliższej przyszłości, ponieważ dwa ważne wydarzenia będą miały miejsce w nadchodzący czwartek.

W Wielkiej Brytanii odbędą się przedterminowe wybory parlamentarne i obecnie przewaga partii Theresy May spadła do zaledwie 3pp na tydzień przed rozpoczęciem głosowania. Uważamy, że niepewność co do brytyjskiej polityki może zachęcić inwestorów do realizacji zysków po ostatnich wzrostach, co może być negatywne dla złotego. Po drugie, posiedzenie EBC może być kluczowe. Według EBC ryzyko dla wzrostu w strefie euro utrzymuje się, choć jest ono obecnie niższe. Ponadto nie ma sygnałów, aby bank miał zmienić swoją politykę. Gołębina retoryka EBC powinna wspierać złotego.

Rajd na EURUSD przed posiedzeniem EBC

Euro znacząco zyskało w stosunku do dolara w ubiegłym tygodniu, a kurs EURUSD przebił 1,12, najwyższy poziom od września 2016 r. Wzrost kursu EURUSD był najsilniejszy od marca 2016 r. i jest obecnie znacząco wyższy niż przed marcową podwyżką stóp procentowych przez Fed.

W tym tygodniu inwestorzy skoncentrują się na posiedzeniu EBC i danych makroekonomicznych w Europie i USA. Naszym zdaniem EBC potwierdzi luźną politykę pieniężną, utrzymując stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Chociaż rynek ostatnio oczekiwał, że możliwa będzie wcześniejsza normalizacja polityki pieniężnej ze względu na poprawę sytuacji w strefie euro, uważamy, że ostatnie dane o inflacji i komentarz Mario Draghiego nie spowodują żadnych zmian w retoryce EBC.

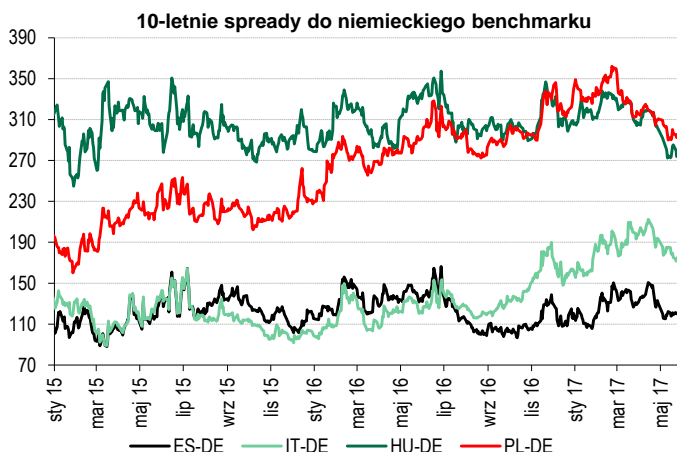
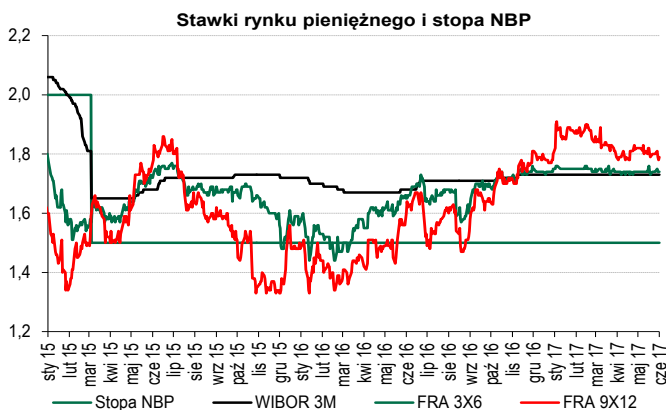
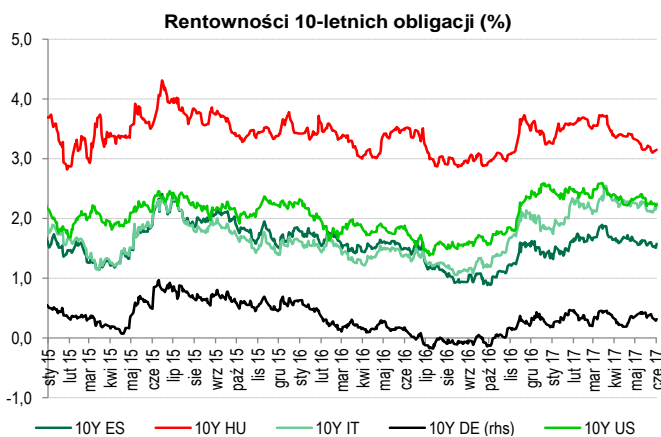
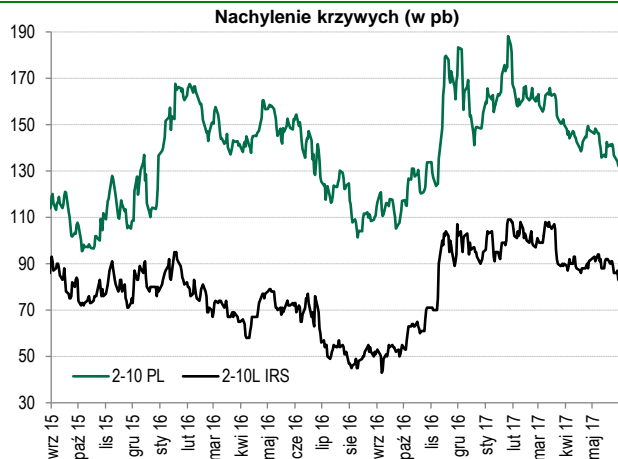
Silne fundamenty wspierają waluty CEE

Czeska korona nadal zyskiwała w maju po przejściowej korekcie, która nastąpiła po tym, jak bank centralny porzucił sztywny kurs EURCZK. Uważamy, że korona powinna pozostać silna dzięki solidnemu wzrostowi gospodarczemu i zbliżającym się podwyżką stóp procentowych.

W ubiegłym miesiącu węgierski forint umocnił się do euro i był poniżej 308. Uważamy, że w nadchodzących tygodniach kurs EURHUF powinien pozostać w trendzie horyzontalnym. Naszym zdaniem, na razie ryzyka wewnętrzna są zrównoważone, a poprawa fundamentów gospodarczych jest korzystna dla forinta w średnio- i długoterminowej perspektywie. Z drugiej strony, sygnały z globalnych banków centralnych i gołębina retoryka MNB mogą ciężić węgierskiej walucie w najbliższych tygodniach.

Choć ceny ropy naftowej kontynuowały gwałtowny spadek po decyzji OPEC o przedłużeniu ograniczeń produkcji ropy naftowej do marca 2018 r. oraz wycofaniu się przez USA z paktu klimatycznego, to kurs USDRUB pozostawał na stabilnym poziomie. Obserwujemy jednak rosnące ryzyko oddania przez rubla części ostatnich zysków z powodu wciąż słabego odbicia w rosyjskiej gospodarce i ewentualnego zakupu walut obcych w celu odbudowania Funduszu Rezerwowego.

Rynek stopy procentowej – Cisza przed burzą?



Splaszczanie krzywych na krajowym rynku

W ubiegłym tygodniu krzywa rentowności polskich obligacji uległa splaszczeniu z najsilniejszym spadkiem na środku (-11pb) i długim końcu krzywej (-10 pb). W maju polskie obligacje 10-letnie umacniały się czwarty miesiąc z rzędu, a czerwiec przyniósł dalszy spadek rentowności. Obecnie rentowność 10-latk jest blisko 3,20%, a odpowiedni spread do Bundów spadł poniżej 300 pb osiągając najniższy poziom od listopada 2016r.

Zarówno spread między stawkami 2-10 lat, jak i 2-5 lat na krzywej IRS były w ubiegłym tygodniu na najniższym poziomie od czasu wyborów w USA w listopadzie 2016 r. osiągając odpowiednio 83 pb i 73 pb. Spread asset swap pozostał stabilny i wynosi obecnie 50 pb.

Stawki 1-12M WIBOR w skali tygodnia pozostały na niezmiennym poziomie. Stawka FRA15x18 spadła o 1 pb a stawka 21x24 o 5 pb, co jest zgodne z naszym scenariuszem.

Rekordowy stan posiadania polskich obligacji przez nierezydentów

Według danych Ministerstwa Finansów, w kwietniu inwestorzy zagraniczni kupili polskie obligacje za blisko 7 mld zł. Biorąc pod uwagę wartość nominalną nierezydenci posiadali papiery warte ponad 210 mld PLN, najwięcej w historii. Kwiecień był piątym z rzędu miesiącem nabywania obligacji przez podmioty z zagranicy.

Zagraniczne banki komercyjne sprzedały obligacje za 1 mld zł, a ich stan posiadania spadł do 7,3 mld zł, czyli najniższego poziomu odkąd porównywalne dane są dostępne (kwiecień 2004). Banki centralne obniżyły swoje zaangażowanie o 607 mln zł. Fundusze inwestycyjne zakupiły dług o wartości 1,4 mld zł, a wartość nominalna ich portfela osiągnęła najwyższy poziom od września 2016 r. "Inne" wzrosły o 2,8 mld zł.

Pod względem geograficznym nierezydenci z UE, ale spoza strefy euro kupili obligacje o wartości 1,3 mld zł, a z Azji (bez Bliskiego Wschodu) zwiększyły zaangażowanie o 1,2 mld zł. Jednocześnie polskie banki sprzedały obligacje za 2,1 mld zł.

EBC utrzyma gołębią retorykę

W maju inflacja w Polsce zmniejszyła się do 1,9% z 2,0% w kwietniu. Naszym zdaniem, w najbliższych miesiącach inflacja prawdopodobnie pozostanie blisko obecnego poziomu, gdy efekty bazy znikną. Jako że inflacja znajduje się w dolnym przedziale dopuszczalnych odchyień od celu, RPP nie wydaje się spieszyć z podwyżkami stóp. Naszym zdaniem środowisko posiedzenia RPP powinno być raczej neutralne dla krajowej waluty i rynku obligacji.

Ostatnie ożywienie w strefie euro i malejąca niepewnością geopolityczną w Europie mogły zwiększyć nadzieje rynku na bardziej jastrzębi ton EBC na czerwcowym posiedzeniu. Wg nas, oczekiwania rynku, że EBC odważy się zmienić kierunek i zasygnalizować ograniczenie QE, zmniejszyło się po gołębim wystąpieniu Mario Draghiego i spadku inflacji w strefie euro w maju. Czwartkowe posiedzenie może mieć jednak duży wpływ na polską walutę i aktywa. Prawdopodobieństwo jastrzębiego tonu jest niewielkie, ale nie niemożliwe. EBC zaktualizuje prawdopodobnie swoje prognozy makroekonomiczne w górę, więc jest to szansa na zmianę makroekonomicznej część komunikatu po posiedzeniu. Mając to na względzie, uważamy, że EBC będzie chciał pozostać bardzo ostrożny.

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