

# DWUTYGODNIK EKONOMICZNY

## 12– 25 czerwca 2017

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (12 czerwca)</b>							
14:00	PL	CPI	V	% r/r	1,9	1,9	2,0
<b>WTOREK (13 czerwca)</b>							
11:00	DE	Indeks ZEW	VI	pkt		-	83,9
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IV	Mln €	-276	-535	-738
14:00	PL	Inflacja bazowa	V	% r/r	1,0	0,9	0,9
<b>ŚRODA (14 czerwca)</b>							
14:00	PL	Podaż pieniądza	V	% r/r	6,5	5,7	6,6
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	V	% m/m	0,1	-	0,4
14:30	US	CPI	V	% r/r	2,0	-	2,2
20:00	US	Decyzja FOMC		%	1,25	-	1,00
<b>CZWARTEK (15 czerwca)</b>							
	PL	<b>Dzień wolny</b>					
14:30	US	Indeks Philly Fed	VI	pkt	23,5	-	38,8
15:15	US	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	0,0	-	1,0
<b>PIĄTEK (16 czerwca)</b>							
11:00	EZ	CPI	V	% r/r		-	1,9
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów/ pozwolenia na budowę	V	tys.	1225/1250	-	1172/1229
16:00	US	Wstępny Michigan	VI	pkt	97,1	-	97,1
<b>PONIEDZIAŁEK (19 czerwca)</b>							
14:00	PL	Zatrudnienie/Płace	V	% r/r	4,6/4,5	4,6/5,3	4,6/4,1
<b>WTOREK (20 czerwca)</b>							
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,90	-	0,90
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	V	% r/r	7,0	9,6	-0,6
14:00	PL	Produkcja budowlana	V	% r/r	13,0	16,2	4,3
14:00	PL	PPI	V	% r/r	2,9	2,8	4,3
14:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	V	% r/r	7,8	7,1	6,7
<b>ŚRODA (21 czerwca)</b>							
16:00	US	Sprzedaż domów	V	% m/m	0,5	-	-2,3
<b>CZWARTEK (22 czerwca)</b>							
14:00	PL	<b>Minutes RPP</b>					
14:30	US	Liczba bezrobotnych	VI				
<b>PIĄTEK (23 czerwca)</b>							
9:30	DE	PMI – usługi/ przemysł	VI	pkt		-	55,4/59,5
10:00	EZ	PMI – usługi/ przemysł	VI	pkt		-	56,3/57,0
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	V	% m/m	5,5	-	11,4

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

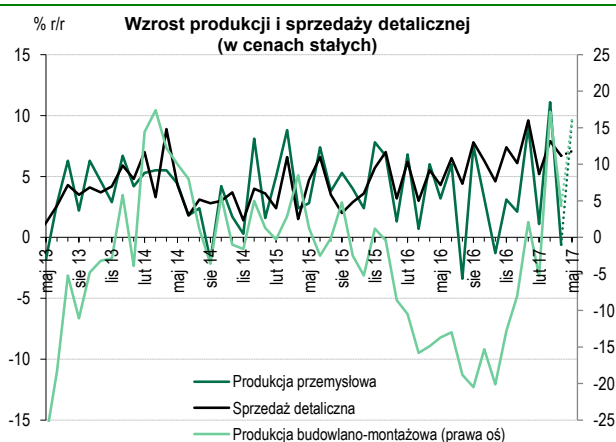
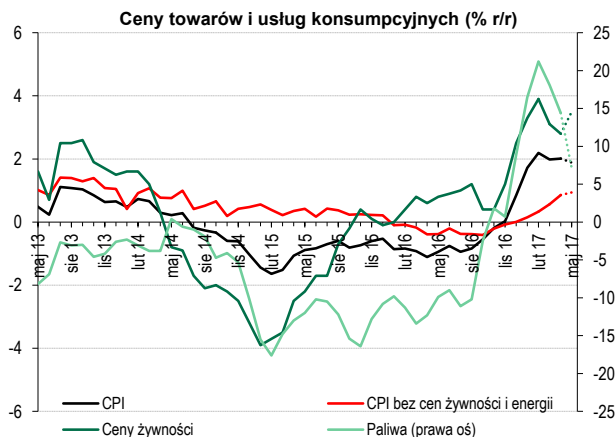
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia najbliższych dwóch tygodni – Ważne dane z krajowej gospodarki



▪ Spodziewamy się, że finalny odczyt CPI w maju potwierdzi wstępny na 1,9% r/r, poniżej pierwotnego konsensusu na 2,0% r/r. Pomimo spadku inflacji, naszym zdaniem ceny żywności zanotowały najmocniejszy wzrost w maju od 2013 r. Inflacja bazowa też wzrosła (co może być widoczne na drugim miejscu po przecinku). Według naszych prognoz, CPI pozostanie blisko 2,0% r/r w kolejnych miesiącach, choć inflacja bazowa będzie się dalej pięła w górę.

▪ Według naszych prognoz, inflacja PPI spadła do 2,8% r/r w maju z 4,3% r/r. Wolniejszy wzrost cen producentów wynika z mocniejszego złotego i niższych cen surowców. Oprócz tego, w dół działa także efekt wysokiej bazy z maja 2016 r.

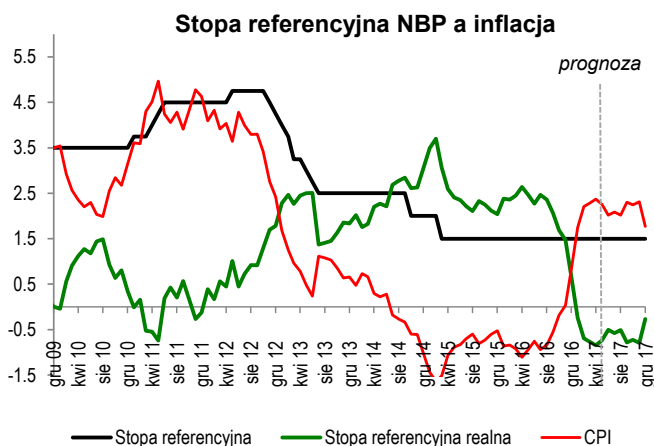
▪ Szacujemy, że kwietniowy deficyt obrotów bieżących nieco obniżył się wobec marca, jako że większy deficyt handlowy został nadrobiony przez poprawę salda usług i dochodów. Spodziewamy się słabego odczytu eksportu (1,5% r/r), zgodnie z rozczarującymi wynikami przemysłu, podczas gdy import urośnie o 8,8% r/r dzięki mocnemu popytowi wewnętrznemu.

▪ Majowe dane o produkcji zapewne pokażą wyraźną poprawę wobec słabego kwietnia, zarówno w przemyśle jak i budownictwie dzięki dodatniemu efektowi dni roboczych. Nasze prognozy obydwu liczb są powyżej konsensusu.

▪ Sprzedaż detaliczna w maju pokaże naszym zdaniem lekkie przyspieszenie wobec kwietnia i potwierdzi siłę popytu konsumpcyjnego w II kw. 2017 r.

▪ Spodziewamy się mocnych danych z rynku pracy: mocnego przyspieszenia wzrostu płac (>5% r/r, częściowo ze względu na efekt niskiej bazy) i wzrost zatrudnienia. Jednakże, majowe dane o bezrobociu rozczarowały, co generuje ryzyko słabszego odczytu danych o zatrudnieniu.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Stopy procentowe i podejście Rady Polityki Pieniężnej bez zmian



▪ RPP nie zmieniła stóp procentowych w czerwcu, stopa referencyjna nadal wynosi 1,5%. Ton wypowiedzi był praktycznie taki sam jak w maju - w najbliższym 1-1,5 roku Rada nie widzi potrzeby zmieniać parametrów polityki pieniężnej. Prezes NBP Adam Glapiński powtórzył, że będzie zadowolony, jeśli Rada podniesie stawkę przed końcem 2018 r. ale też podkreślił, że jego zdaniem wzrost gospodarczy wyniesie w tym roku 4%, z szansą, że będzie wyższy.

▪ Choć Radę zaintrygował wysoki wkład zmiany w zapasach do wzrostu gospodarczego w I kw. (0,7 pp ze wzrostu liczącego 4% r/r) pojawiający się zamiast wyraźniejszego odbicia w inwestycjach, to RPP pozostała pozytywnie nastawiona do perspektyw realnego wzrostu.

▪ W sumie posiedzenie nie wzbudziło potrzeby większych przesunięć w oczekiwaniach co do zmian stóp. Nadal uważamy, że pierwsza podwyżka stóp wystąpi w II poł 2018 r.

## Cytat tygodnia – Podwyżka stóp się nie przybliżyła, kurs walutowy zacieśnia politykę monetarną

## Adam Glapiński, prezes NBP, 7 czerwca, konferencja prasowa RPP

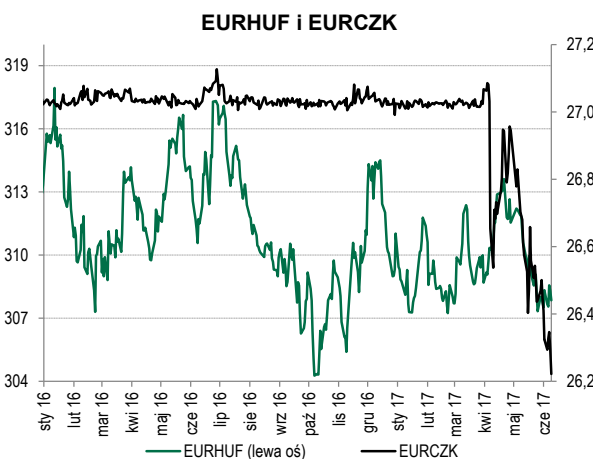
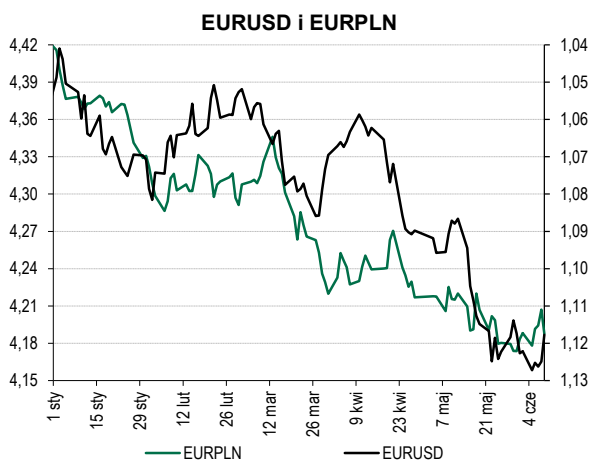
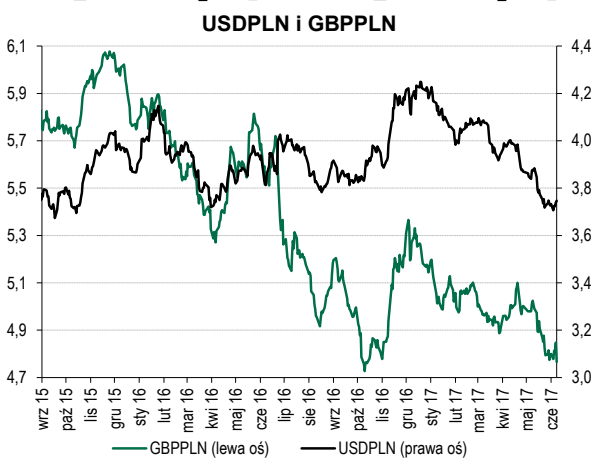
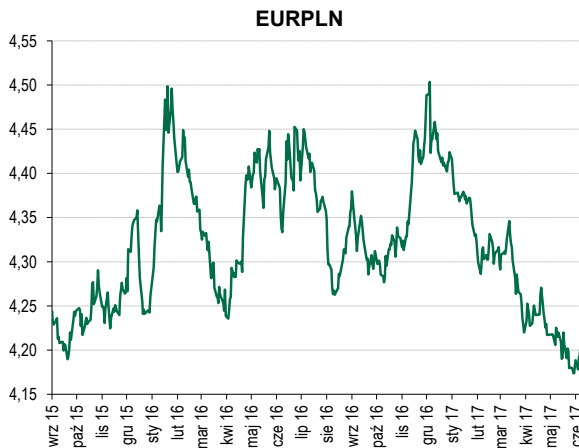
Mówiłem wielokrotnie, że ja osobiście zdziwiłbym się, gdybyśmy podwyższali stopy w 2018 r., ale oczywiście mamy pozycję „wait and see”, obserwujemy sytuację, szukamy każdego szczegółu. Zobaczymy jak to będzie. Nie przewiduję gwałtowniejszego wzrostu inflacji. (...) podtrzymuję tę opinię, że na przestrzeni całego roku to powinno być 4 proc. [wzrostu PKB]. Zdziwiłbym się, gdyby było mniej, a nie zdziwiłbym się, jakby było więcej. Kurs złotego jest ważny, aprecjacja złotego oznacza zaważanie, zacieśnianie polityki monetarnej. Ten element niezależnie od nas się dzieje, trzeba go brać pod uwagę.

## Łukasz Hardt, członek RPP, 7 czerwca, konferencja prasowa RPP

Dla mnie trudne będzie tolerowanie ujemnej realnej stopy po 2018. Ale nie będzie implikowało żadnej decyzji z mojej strony, tylko zwiększało prawdopodobieństwo [złożenia wniosku o podwyżkę stóp].

Śluchając konferencji prasowej RPP mieliśmy wrażenie, że dość wysokie tempo wzrostu gospodarczego nie jest czynnikiem, który mógłby w najbliższym czasie zaostrzyć podejście Rady. Za wiele miejsca nie poświęcono też samej inflacji - dyskusja przesunęła się na to czy Rada widzi i czy boi się konsekwencji utrzymywania ujemnych realnych stóp procentowych. Członkowie RPP nie uważali, by i ten wątek mógł być przyczynkiem do zmian stóp. Do tego Adam Glapiński w kończącej konferencję odniósł się do kursu walutowego podkreślając, że dokonana aprecjacja złotego de facto zacieśniła politykę pieniężną. Niezbyt jastrzębno wypowiadał się też podczas konferencji RPP Łukasz Hardt, a to właśnie po nim spodziewamy się, że jako jeden z pierwszych będzie zabiegał w Radzie o dyskusję nad podwyżką stóp.

## Rynek walutowy – Dane i podwyżka Fed przeciw złotemu



## Dane i podwyżka Fed przeciw złotemu

W zeszłym tygodniu EURPLN pozostał w miarę stabilny blisko 4.18. Kurs pozostał w przedziale wyznaczonym przez minimum i maksimum odnotowane trzy tygodnie temu (ok. 4,16-4,29) przy czym obecnie zmienność jest wyraźnie mniejsza niż w połowie maja. W ostatnich dniach nieco większe wahania odnotowano na rynku funta po tym jak rządząca partia utraciła większość w brytyjskim parlamencie. Deprecjacja funta pchnęła GBPPLN w dół do 4,75 z 4,85. USDPLN wzrósł do 3,76 z 3,70 po tym jak dolar zyskał do euro po posiedzeniu EBC.

Sądzymy, że zestaw istotnych dla złotego czynników może się wkrótce zmienić na niekorzyść krajowej waluty.

Po pierwsze, umocnienie złotego obserwowane od początku roku w dużym stopniu było napędzane poprawiającymi się perspektywami gospodarczymi i czynnik ten może przestać działać, bowiem nie oczekujemy dalszego istotnego przyspieszenia. Nasza prognoza kwietniowego salda obrotów bieżących jest wyraźnie poniżej rynku i taki odczyt mógłby zainicjować realizację zysków z ostatniego umocnienia złotego.

Po drugie, uważamy, że zawężający się wciąż pozytywny dysparytet stóp procentowych między Polską i USA może w końcu zacząć ciążyć złotemu. Zakładamy, że w połowie czerwca FOMC po raz drugi w tym roku podniesie stopy, co może wygenerować presję na krajową walutę.

Po trzecie, oczekujemy krótkoterminowego spadku EURUSD (szczegóły poniżej) i jeśli korelacja kursu z EURPLN miałaby się utrzymać, to oznaczałoby to słabszego złotego.

Jak napisaliśmy powyżej, zmienność EURPLN spadła w ostatnim czasie. Warto pamiętać, że okresy obniżonych wahań przeplatają się z podwyższoną zmiennością, co dla walut z rynków wschodzących zazwyczaj oznacza osłabienie.

## Euro słabsze po EBC

W zeszłym tygodniu EURUSD spadł do nieco poniżej 1,12 z prawie 1,13 w wyniku tylko nieznacznie mniej gołębiego tonu EBC. Było to największe tygodniowe umocnienie dolara do euro od końca marca.

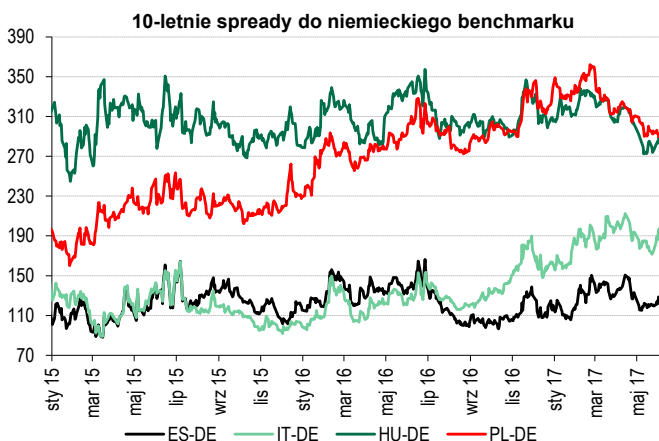
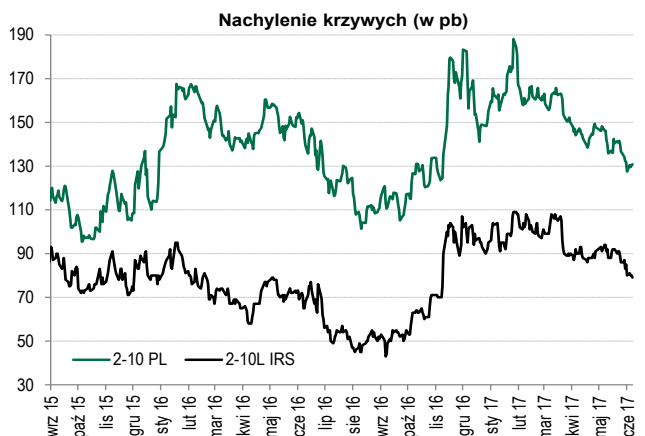
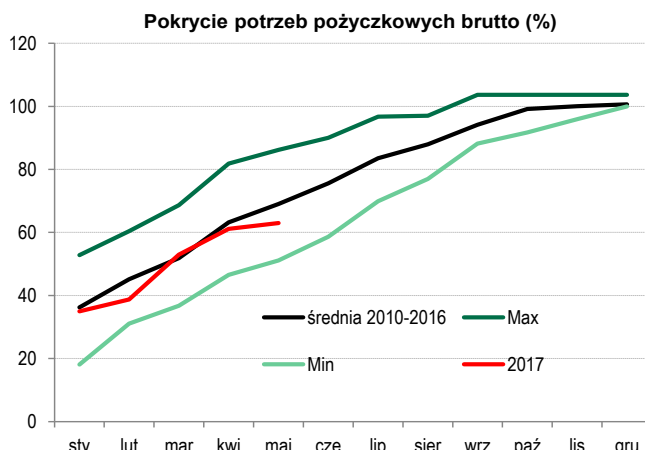
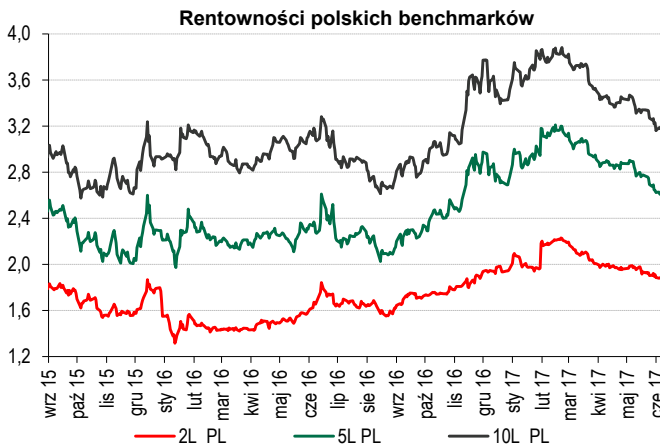
Wynik wyborów parlamentarnych w Wielkiej Brytanii i utrata większości przez rządzących Konserwatystów wyraźnie ciążyły funtowi – EURGBP wzrósł przejściowo do ok. 0,886 (najwyżej od połowy listopada), a GBPPLN spadł do ok. 1,26.

Wg nas w krótkim terminie dolar może pozostać mocny. EURUSD jest teraz wyraźnie wyżej niż był w marcu kiedy FOMC ostatni raz podniósł stopy i widzimy miejsce do korekty w dół w tym tygodniu w wyniku prawdopodobnej kolejnej podwyżki stóp. Dodatkowo, wygląda na to, że tempo zmiany nastawienia EBC na bardziej jastrzębie będzie bardzo powolne, co nie będzie korzystne dla euro.

## Korona mocniejsza, forint stabilny, rubel słabszy

W minionym tygodniu poznaliśmy dane inflacyjne z Czech i Węgier. W pierwszym przypadku ceny wzrosły o 2,4% r/r, wyraźnie szybciej niż oczekiwał rynek (2,1%) podczas gdy w drugim CPI zaskoczył lekko w dół (2,1% r/r wobec konsensusu 2,2%). Wyższa od oczekiwań inflacja w Czechach wzmocniła nadzieje na podwyżki stóp, co pchnęło EURCZK w dół przejściowo poniżej 26,2. W zeszłym tygodniu EURHUF pozostał stabilny blisko 308, a rubel lekko stracił do dolara w wyniku spadku cen ropy.

## Rynek stopy procentowej – Potrzebny silny impuls dla dalszego spadku rentowności



### Wystromienie krzywych

- Ostatni tydzień krzywa rentowności polskich obligacji i IRS nieco się wystromiły i urosły o 3 pb wzdłuż całej krzywej. Spread 2-10 lat, jak i 2-5 lat krzywej rentowności i IRS pozostały w ubiegłym tygodniu dość stabilne. Spread asset swap był blisko 50 pb.
- Gołębia retoryka RPP była neutralna dla krajowego rynku długu.
- Na czerwcowym posiedzeniu EBC obniżył oczekiwania rynkowe na ograniczenie programu skupu aktywów oraz obniżył perspektywę inflacji w strefie euro do 2019 r. Naszym zdaniem EBC pozostanie ostrożny w najbliższym czasie, utrzymując akomodacyjną politykę pieniężną, a jego wpływ na polski dług będzie ograniczony w najbliższych miesiącach.
- Stawki FRA pozostały na względnie stabilnym poziomie w porównaniu do ubiegłego piątku, chociaż przed posiedzeniem RPP nastąpiły większe ruchy, gdy dłuższy koniec spadł o ok. 3 pb. Rynek FRA zrewidował swoje oczekiwania co do pierwszej podwyżki stóp o 25 pb i obecnie wycenia je za 18-21 miesięcy. Naszym zdaniem, pierwsza podwyżka nastąpi w IV kw. 2018.

### 68% pokrycie potrzeb finansowych

- Na aukcji w piątek, Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 3 mld zł wobec popytu na poziomie 6,16 mld zł. Podobnie jak w poprzednich aukcjach, ministerstwo pozyskało najwięcej środków z tytułu sprzedaży 5- i 10-letnich benchmarków (1,085 mln zł z PS0422 i 640 mln zł z DS0727). Stosunek popytu do podaży spadł do 2,06 z 2,29 na aukcji w maju. Ministerstwo Finansów poinformowało, że potrzeby pożyczkowe w tym roku zostały już pokryte w 68%, nieco poniżej poziomu w poprzednich latach.
- Minister finansów poinformował, że podaż obligacji w nadchodzących miesiącach będzie ograniczona. Uważamy, że jest to bardzo prawdopodobne, biorąc pod uwagę fakt, że w tym roku deficyt budżetu państwa może być niższy niż planowano nawet o 20 mld zł. Naszym zdaniem, rzeczywiste pokrycie potrzeb finansowych brutto po pierwszej czerwcowej aukcji jest wyższe i oczekujemy, że resort rozpocznie prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych w październiku, jeśli sytuacja rynkowa będzie korzystna. MF zorganizuje w czerwcu jedną aukcję zamiany 22 czerwca i nie planuje aukcji sprzedaży bonów w czerwcu.

### Fed w centrum uwagi

- Kolejne dwa tygodnie będą bogate w publikację krajowych danych makroekonomicznych oraz ważne wydarzenia za granicą (posiedzenie FOMC 14 czerwca). Naszym zdaniem, majowa aktywność gospodarcza w Polsce była wyraźnie lepsza niż w poprzednim miesiącu.
- Wg nas, krótki koniec krzywej powinien pozostać blisko obecnych poziomów. Środek i długi koniec będą bardziej wrażliwe na czynniki zewnętrzne, w tym dane makro za granicą i decyzję FOMC, co może zwiększyć zmienność na rynku. Uważamy, że decyzja Fed będzie kluczowym wydarzeniem w tym tygodniu. Oczekuje się, że Fed podniesie stopy o 25 pb, więc reakcja rynkowa na taką decyzję może być ograniczona. Czerwcową podwyżką stóp jest już wyceniona przez rynek (prawdopodobieństwo ok. 97%), więc inwestorzy skoncentrują się na komunikacie po posiedzeniu i „wykresie kropkowym”. Uważamy, że zmiany na wykresie Fed mogą przynieść znaczącą reakcję rynkową na rynku długu, wpływając na rentowności na rynkach światowych, w tym polskie aktywa.

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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)