

TYGODNIK EKONOMICZNY

26 czerwca – 2 lipca 2017

Ostatnie dane ekonomiczne z Polski nie były złe, ale potwierdziły, że tempo wzrostu gospodarczego prawdopodobnie lekko wyhamowało w II kwartale, a ożywienie inwestycyjne się opóźnia. Nadal zakładamy, że wzrost inwestycji pojawi się w drugim półroczu, co pomoże gospodarce utrzymać tempo rozwoju bliskie 4% w 2017 r. Dane Ministerstwa Finansów pokazały, że budżet państwa jest w doskonałym stanie, dochody rosną szybko wspierane wysoką konsumpcją, ale deficyt budżetowy po pięciu miesiącach jest niemal zrównoważony. Jest coraz bardziej prawdopodobne, że faktyczny deficyt na koniec tego roku może być zbliżony do 30 mld zł (zamiast planowanych 59 mld zł).

Najbliższy tydzień powinien być dość spokojny, ponieważ w kalendarzu nie ma zbyt wielu kluczowych wydarzeń. Najważniejszą krajową publikacją będą wstępne dane o czerwcowej inflacji w piątek. Spodziewamy się spadku CPI do 1,7% r/r z 1,9% w maju. Naszym zdaniem utrzymała się wzrostowa tendencja w cenach żywności, szczególnie mięsa i owoców, ale przeciwwagą dla niej okazały się dalsze spadki cen paliw oraz obniżka opłat roamingowych. Wstępne dane inflacyjne pojawią się też w strefie euro i jej niektórych państwach członkowskich i mogą być istotnym wyznacznikiem dla oczekiwań inwestorów odnośnie polityki pieniężnej EBC.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (26 czerwca)							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	V	% r/r	7,4	7,4	7,7
10:00	DE	Indeks Ifo	VI	pkt		-	114,6
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	V	% m/m	-0,9	-	-0,8
WTOREK (27 czerwca)							
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	VI	pkt	115,4	-	117,9
ŚRODA (28 czerwca)							
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	V	% m/m		-	-1,3
CZWARTEK (29 czerwca)							
14:30	US	Trzeci szacunek PKB	I kw.	% r/r	1,2	-	1,2
PIĄTEK (30 czerwca)							
9:00	CZ	PKB	I kw.	% r/r	2,9	-	2,9
9:00	HU	PPI	V	% r/r		-	4,4
11:00	EZ	Wstępny CPI	VI	% r/r	1,3	-	1,4
14:00	PL	Wstępny CPI	VI	% r/r	1,9	1,7	1,9
14:30	US	Dochody osobiste	V	% m/m	0,3	-	0,4
14:30	US	Wydatki konsumentów	V	% m/m	0,1	-	0,4
16:00	US	Indeks Michigan	VI	pkt	95,0	-	94,5

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

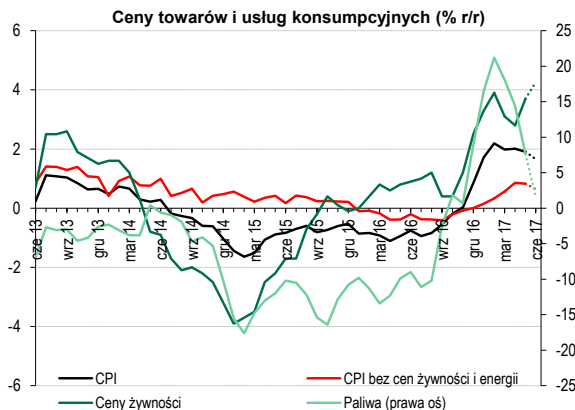
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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

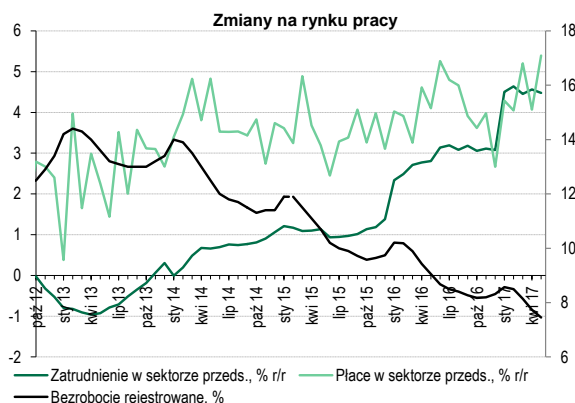
Wydarzenia najbliższego tygodnia – Szacunek inflacji i stopa bezrobocia



■ Uważamy, że wstępne wyliczenia GUS za czerwiec pokażą, że inflacja spadła z 1,9% r/r w maju do 1,7%. Naszym zdaniem utrzymała się wzrostowa tendencja w cenach żywności, szczególnie mięsa i owoców, ale przeciwwagą dla niej okazały się dalsze spadki cen paliw oraz obniżka opłat roamingowych. Wydaje nam się, że CPI pozostanie blisko 2% w kolejnych miesiącach a na koniec roku obniży się do 1,5%. Jednocześnie inflacja bazowa powinna powoli się podnosić i do grudnia dotrzeć do prawie 1,5%.

■ Według nas stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w maju z 7,7% do 7,4%. Prognoza jest obciążona ryzykiem niedoszacowania skali bezrobocia w związku z publikacją Ministerstwa Pracy wskazującą na 7,5% i spowolnienie tempa ubywania bezrobotnych. Znaczna skala spadku bezrobocia sugeruje, że wkrótce zobaczymy nasilenie presji płacowej.

Ostatnie dwa tygodnie w gospodarce – Dane za maj przemawiają za spowolnieniem wzrostu PKB w II kw.

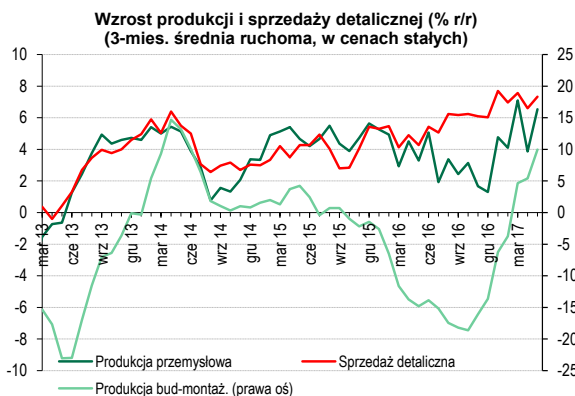


■ Deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł w kwietniu 275 mln €, blisko rynkowych oczekiwań. Zaskoczeniem była za to słabość zarówno eksportu jak i importu. Słabość produkcji przemysłowej w kwietniu odpowiadała, że wynik tej kategorii będzie mizerny (0,6% r/r). Możliwe, że ten sam efekt pociągnął w dół import (+3,4% r/r), którego niski odczyt odbieramy jako niespójny z silną konsumpcją prywatną.

■ W maju doszło do przyśpieszenia wzrostu płac z 4,1% r/r do 5,4% r/r (rynek oczekiwał 4,9%, my 5,3%) i lekkiego spadku dynamiki zatrudnienia do 4,5% r/r z 4,6% r/r (oczekiwano 4,6% r/r). Realny fundusz płac w sektorze firm urósł o 8,1% r/r, najmocniej od sierpnia 2016 r. Mocny wzrost dochodów gospodarstw domowych będzie wspierał konsumpcję prywatną w II kw. 2017 r. i w kolejnych kwartałach.

■ Produkcja przemysłowa po spadku o 0,6% w kwietniu, w maju wzrosła o 9,1% r/r. Rynek oczekiwał 8,5%, my 9,6%. Różnice w liczbie dni roboczych odegrały dużą rolę zarówno w przypadku załamania dynamiki w kwietniu jak i skali majowego odbicia. Odsezonowany wzrost produkcji wyniósł w maju 6,5% r/r po 4% za kwiecień. Rozczarowała za to produkcja budowlana rosnąc o 8,4% r/r, gdy rynek liczył na 13% a my na 16,2%. Słaby wynik produkcji budowlanej to kolejna informacja z gospodarki wskazująca na to, że ożywienie w inwestycjach może się opóźnić. Sprzedaż detaliczna wzrosła realnie o 7,4% r/r, co było nieco poniżej oczekiwań rynkowych, ale naszym zdaniem potwierdza wciąż niezłą kondycję popytu konsumpcyjnego.

■ W sumie majowe dane podpowiadają nam, że gospodarka zwolniła nieco tempo w II kw, ale nie na tyle by zagrozić prognozie bliskiej 4% dla wzrostu PKB za cały rok 2017.



Cytat tygodnia – Nowe argumenty za utrzymaniem łagodnego tonu

Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, 20 czerwca, PAP

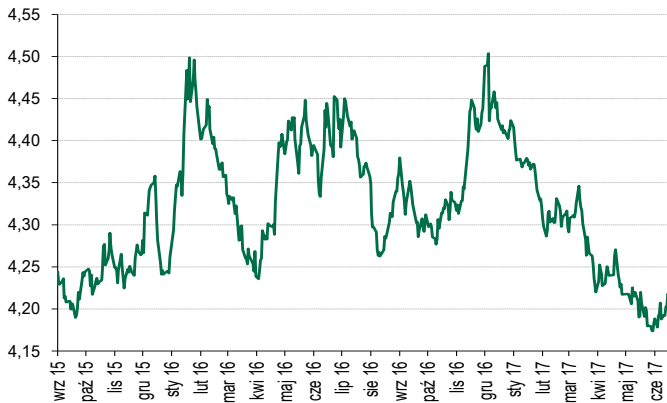
Nie widzimy powodów, żeby forsować wzrost stopy procentowej, bo zdajemy sobie sprawę z negatywnych skutków podnoszenia stopy procentowej(...) Najważniejszą zasadą jest nie popsuć obecnego stanu.

Kolejne Rady Polityki Pieniężnej po dzień dzisiejszy mają taką traumę nad nami wiszącą, kiedy np. za rządów AWS RPP skutecznie schłodziła gospodarkę, spowodowała dwucyfrowe bezrobocie i sprowadziła gospodarkę ze ścieżki wzrostu

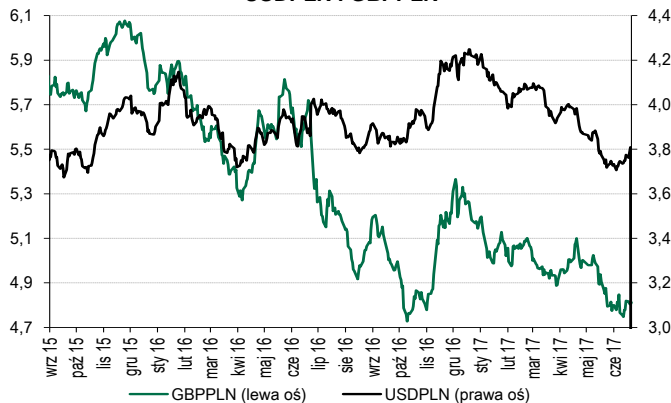
Oczekiwania co do terminu pierwszej podwyżki stóp formułowane przez rynek wskazują na coraz odleglejszą przyszłość. Nietrudno to zrozumieć widząc ton jakiego używa RPP. Niechęć do wycofania się z łagodnej polityki wyraził ostatnio w nowy sposób Jerzy Kropiwnicki. Odwołał się do odległego wydarzenia z historii polskiej polityki monetarnej oraz przywołał stosowaną w medycynie zasadę powstrzymywania się od działań, które mogą przynieść szkodę. Rzeczywiście, nie wygląda jakby gospodarka wymagała „leczenia” przez RPP. Brak makroekonomicznych nierównowag to jeden z głównych powodów pozwalających Radzie na utrzymywanie podejścia ‘wait-and-see’.

Rynek walutowy – Uwaga na rosnącą zmienność w wakacje

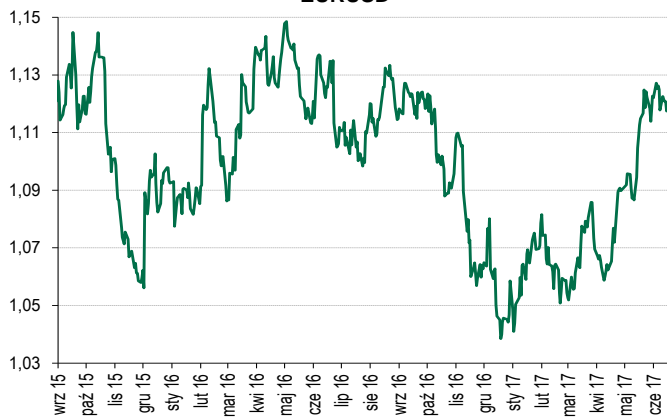
EURPLN



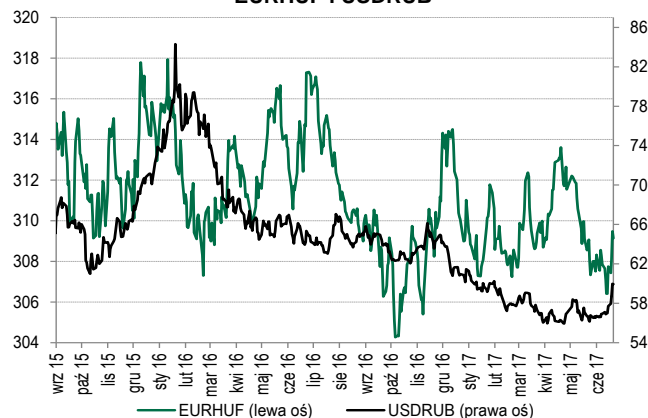
USDPLN i GBPPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



Korekta na złotym traci moc

Ważne wydarzenia za granicą (posiedzenie EBC i podwyższenie stóp procentowych przez Fed) przyczyniły się do wzrostu zmienności złotego. Po majowej aprecjacji krajowej waluty, złoty osłabł wobec euro i kurs EURPLN prawie dotknął 4,26, najwyższego poziomu od pierwszej rundy francuskich wyborów prezydenckich.

W lecie polska waluta podlega zwykle dość silnej sezonowości. Korekta, która miała miejsce w czerwcu, wydaje się już tracić moc wraz ze zbliżającym się końcem miesiąca. W lipcu złoty zwykle ma tendencję do umocnienia się względem euro (w ciągu ostatnich siedmiu lat kurs EURPLN spadł średnio o 1,8% w tym miesiącu), a w sierpniu krajowa waluta ulega z kolei dalszej korekcie wobec euro. Oczekujemy, że ta prawidłowość zostanie powtórzona w tym roku.

Umocnienie dolara po posiedzeniu Fed to tylko kropla w morzu

Dolar znacząco umocnił się w stosunku do euro po czerwcowej podwyżce stóp procentowych przez Fed i EURUSD jest obecnie nieznacznie poniżej 1,12. Jednak skala tego umocnienia była niewielka, a zachowanie dolara w 2017 r. jest do tej pory bardzo słabe i spośród wszystkich walut G10 poniósł on największą stratę do euro.

Chociaż oczekiwana jest jeszcze jedna podwyżka stóp za oceanem, a Fed zapowiedział ograniczenia swojego bilansu, to uważamy, że kluczowe w nadchodzącym okresie będą bodźce fiskalne oraz ustawa o świadczeniach medycznych w USA, które mogą negatywnie wpłynąć na dolara.

Spadek ryzyka politycznego w strefie euro po wyborach w Europie, a także poprawa sytuacji ekonomicznej powinny, z kolei, umocnić euro. Jednak utrzymanie przez EBC bardzo luźnej polityki pieniężnej przez dłuższy okres oraz rewizja w dół ścieżki inflacyjnej w strefie euro mogą ograniczyć tempo tego umocnienia.

Waluty CEE pod presją

Waluty naszego regionu osłabiły się do głównych walut po decyzji FOMC.

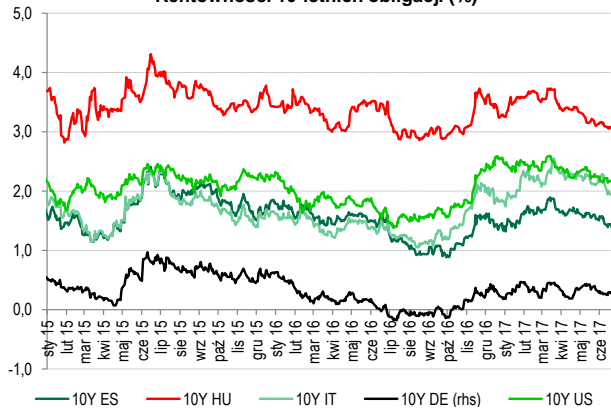
Pomimo dobrych danych makro i jastrzębiej retoryki z czeskiego banku centralnego (CNB) korona traciła w ciągu ostatnich dwóch tygodni z powodu czynników zewnętrznych i niedźwiedzich nastrojów na świecie. Nadal uważamy jednak, że sytuacja gospodarcza w Czechach będzie wspierać koronę, a kurs EURCZK powinien spaść do 26,0.

Z drugiej strony, gołębi komunikat węgierskiego banku centralnego (MNB) i obniżenie ścieżki inflacyjnej oraz osiągnięcie celu na poziomie 3% dopiero w 2019 r. mogą ciążyć na forintowi. Uważamy, że ekspansja węgierskiej gospodarki jest korzystna dla forinta w średnio- i długoterminowej perspektywie, ponieważ obecnie wszystkie wewnętrzne ryzyka są zrównoważone.

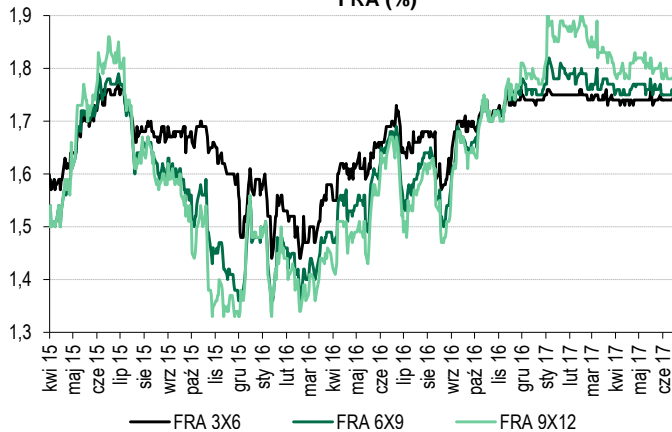
Kontynuacja gwałtownego spadku cen ropy naftowej z powodu nadpodaży tego surowca w USA spowodowała wzrost kursu USDRUB do 60, najwyższego poziomu od stycznia. Dodatkowo obniżenie stóp procentowych przez rosyjski bank centralny i dalsza luźna polityka monetarna mogą osłabiać rubla do końca roku.

Rynek stopy procentowej – Niższa podaż wesprze krajowy dług?

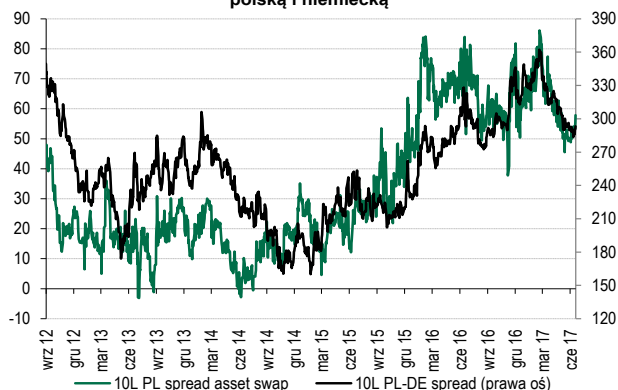
Retowności 10-letnich obligacji (%)



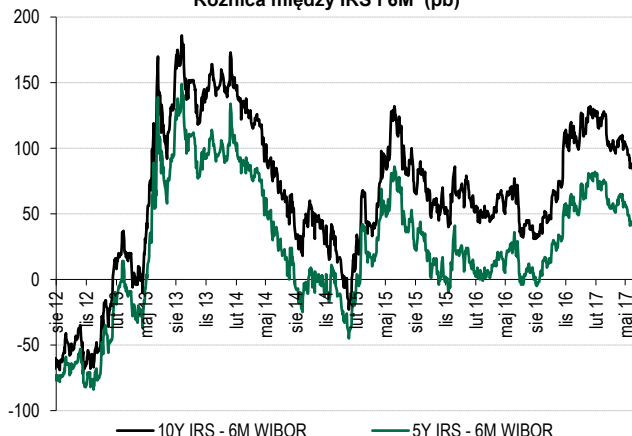
FRA (%)



Polski asset swap spread i spread między 10-latką polską i niemiecką



Różnica między IRS i 6M (pb)



Spread asset swap się znów rozszerza

W ubiegłym tygodniu istniała wyraźna rozbieżność pomiędzy polską krzywą rentowności a IRS. Choć rentowności polskich obligacji wzrosły, a najmocniej na krótkim końcu (+ 6 pb), to krzywa IRS uległa spłaszczeniu i długi koniec spadł o 3 pb. W rezultacie 10-letni asset swap spread wzrósł do 59 pb, najwyższego poziomu od majowych wyborów we Francji.

Stawki FRA pozostały stabilne, ale widzieliśmy ruch w górę (o 2 pb) przy stawkach 15x18 i 18x21. FRA obecnie implikują pierwszą podwyżkę stóp o 25 pb, która powinna nastąpić w ciągu 18-21 miesięcy. Nadal uważamy, że pierwsza podwyżka będzie miała miejsce w czwartym kwartale 2018 r.

Dobre dane makro z polskiej gospodarki przyczyniły się w zeszłym tygodniu do zmniejszenia wyceny ryzyka Polski mierzonego stawkami CDS. W efekcie 5-letni CDS na polskie aktywach spadły poniżej 69 pkt., najniższego poziomu od sierpnia 2015 roku.

MF rozpoczęło prefinansowanie potrzeb pożyczkowych

W czwartek na aukcji zamiany Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o wartości 4,16 mld zł i odkupiło papiery krótkoterminowe (OK0717, DS1017, WZ0118) warte 4,03 mld zł. Stosunek popytu do podaży wyniósł 1,24. Obecnie zadłużenie, które ma zostać spłacone w 2017 r. wynosi 22,8 mld zł.

Resort rozpoczął już prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych brutto odkupując obligacje WZ0118 za 602 mln zł. Wiceminister finansów powiedział, że papier PS0422 nie będzie już oferowany, a na następnej aukcji nowa 5-letnia obligacja benchmarkowa zostanie wyemitowana.

W wywiadzie dla FT wiceminister finansów Piotr Nowak stwierdził, że podaż obligacji w III kw. zostanie ograniczona i w okresie lipiec-wrzesień odbędą się tylko cztery przetargi zamiast wcześniej zaplanowanych sześciu. Resort planuje wyemitować papiery o wartości do 10 mld zł z powodu lepszego od oczekiwań wykonania budżetu po maju.

Podwyżka stóp umocniła amerykańskie obligacje

Na czerwcowym posiedzeniu FOMC podjął decyzję o podwyżce głównej stopy Fed o 25 pb do poziomu 1-1,25%. Rezerwa Federalna zasygnalizowała jeszcze jedną podwyżkę w tym roku. Z prawdopodobieństwem 44% rynek wycenia, że do podwyżki dojdzie w grudniu.

W tym tygodniu wstępne dane o inflacji w strefie euro mogą wspierać obligacje na rynkach bazowych. EBC niedawno zrewidował w dół swój szacunek CPI w 2017 r. do 1,5% z 1,7%, a więc wciąż daleko od celu inflacyjnego na poziomie 2%.

Pod koniec tygodnia poznamy także wstępny odczyt czerwcowej inflacji w Polsce. Według naszej prognozy inflacja powinna spaść do 1,7%, co powinno wspierać polską krzywą w najbliższych tygodniach.

W ciągu ostatnich 11 lat polskie obligacje 10-letnie zyskiwały w lipcu ze średnim spadkiem rentowności o 3,28%. Ta prawidłowość nie działała w 2011 r., gdy 10-letni benchmark stracił 0,17%. Podobna zależność występuje w Czechach i Rumunii. Ta korelacja może nie być wystarczająca dla umocnienia polskiego długu, ale przynajmniej powinna zapewnić pewną ochronę przed znaczącą wyprzedzą papierów w lipcu.

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