

TYGODNIK EKONOMICZNY

21 – 27 maja 2018

Globalne rynki były niespokojne w ubiegłym tygodniu. Drożająca ropa uruchomiła obawy o szybszą normalizację polityki pieniężnej w USA, co wsparło dolara, uderzyło w waluty rynków wschodzących oraz podbiło dochodowość obligacji. W Polsce wstępny odczyt PKB za I kw. wypadł powyżej oczekiwań, czym wywarł presję na obligacje, ale nie pomógł złotemu. Retoryka RPP pozostała łagodna i nie wywołała istotnej reakcji inwestorów.

W tym tygodniu poznamy dane o aktywności ekonomicznej w Polsce. Oczekujemy dobrych danych za kwiecień z przemysłu po słabym marcu. Poprawa będzie jednak wynikała głównie z efektu bazy statystycznej, a nasza prognoza jest niższa niż oczekiwania rynkowe, podczas gdy nasza prognoza sprzedaży jest tylko nieznacznie powyżej konsensusu. Złoty nie zyskał po danych o PKB, co sugeruje, że słabsze odczyty miesięczne mogą nie być pozytywne dla krajowej waluty. Jeśli chodzi o obligacje, to widzimy szanse na lekkie obniżenie się rentowności dzięki danym makro. Na świecie opublikowane zostaną liczne dane z Europy i USA, wypowiadać się będzie sporo bankierów centralnych.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	BZWBK	OSTATNIA WARTOŚĆ
W-WA							
PONIEDZIAŁEK (21 maja)							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	IV	% r/r	8,5	8,1	1,8
10:00	PL	Produkcja budowlana	IV	% r/r	24,5	22,2	16,2
10:00	PL	PPI	IV	% r/r	0,9	1,0	0,3
WTOREK (22 maja)							
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,90		0,90
ŚRODA (23 maja)							
09:30	DE	Wstępny PMI przemysł	V	pkt	-	-	58,1
09:30	DE	Wstępny PMI usługi	V	pkt	-	-	53,0
10:00	EZ	Wstępny PMI przemysł	V	pkt	-	-	56,2
10:00	EZ	Wstępny PMI usługi	V	pkt	-	-	54,7
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	IV	% r/r	7,5	7,6	8,8
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	IV	% m/m	-2,0	-	4,0
20:00	US	Minutes FOMC					
CZWARTEK (24 maja)							
08:00	DE	PKB	I kw.	% r/r	2,4	-	2,3
11:30	PL	Aukcja obligacji					
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	IV	% r/r	-	5,9	5,8
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	215	-	211
16:00	US	Sprzedaż domów	IV	% m/m	-0,5	-	1,1
PIĄTEK (25 maja)							
10:00	DE	Ifo	V	pkt	-	-	102,1
10:00	PL	Stopa bezrobocia	IV	%	6,3	6,3	6,6
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	IV	% m/m	-1,5	-	2,6
16:00	US	Indeks Michigan	V	pkt	98,8	-	98,8

Source: BZ WBK, 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

Konrad Soszyński 22 534 18 86

Marcin Sulewski 22 534 18 84

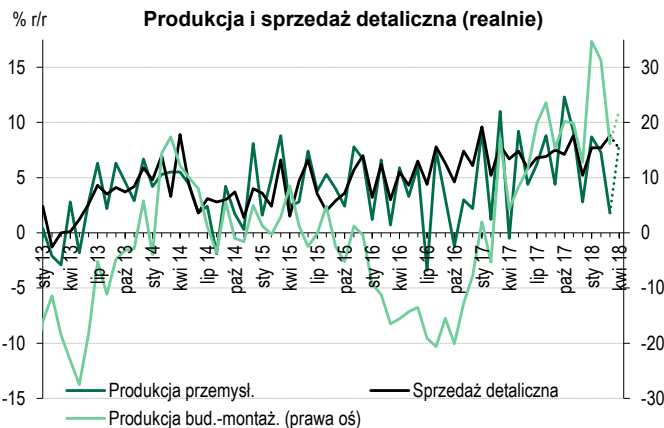
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

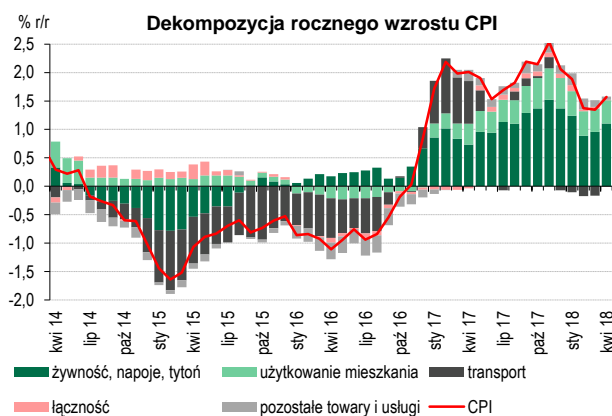
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – Ważne dane z gospodarki realnej

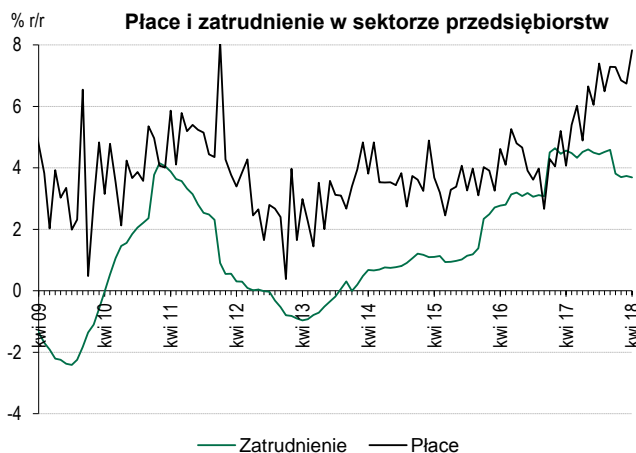


- Oczekujemy dobrych danych z przemysłu po słabym marcu. Poprawa będzie jednak wynikała głównie z efektu bazy statystycznej (Wielkanoc przypadła na kwiecień 2017 r.) i efektu dni roboczych. W kolejnych miesiącach spodziewamy się spowolnienia wzrostu produkcji do średnio ok. 5% r/r wobec nieco słabszego popytu zagranicznego.
- Prognozujemy wzrost o ok. 20% r/r w budownictwie. Sektor może generować wysokie stopy wzrostu m. in. ze względu na niską bazę, ale coraz więcej firm ogranicza swoje plany sprzedaży w związku z ograniczeniami mocy wytwórczych.
- Kwietniowa sprzedaż detaliczna będzie ciekawa ze względu na efekt bazy – Wielkanocy z kwietnia 2017 r. i jedną niedzielę handlową. Spodziewamy się spowolnienia wobec marca, ale ogólnie jesteśmy bardziej optymistyczni niż rynek. Oczekujemy, że GUS potwierdzi kwietniową stopę bezrobocia na 6,3%, zgodnie z szacunkiem MPRIIPS.

Ostatni tydzień w gospodarce – PKB i płace powyżej oczekiwań



- Wzrost PKB wyniósł w I kw. br. 5,1% r/r wobec 4,9% za IV kw. 2017 r. choć szeroko oczekiwano, że Polska w tym roku weszła już w fazę spowolnienia. My zakładaliśmy, że utrzymane zostało poprzednie tempo wzrostu, 4,9% r/r. Naszym zdaniem gospodarka będzie stopniowo wytracała tempo przez resztę roku, z odczytem za II kw. rzędu 4,5% r/r.
- W kwietniu inflacja wyniosła 1,6% r/r, zgodnie ze wstępnym odczytem i wobec 1,3% r/r w marcu. Wzrost CPI wynikał głównie z wyższych cen transportu i żywności. Inflacja bazowa bez żywności i energii obniżyła się do 0,6% r/r z 0,7% r/r, a inflacja HICP bez żywności, energii, alkoholu i tytoniu do -0,2% r/r z -0,1% r/r w marcu. Spadek inflacji bazowej wynikał głównie ze zmian cen ubezpieczeń samochodowych, biletów lotniczych i usług telewizyjno-radiowych. Spodziewamy się wzrostu inflacji bazowej w kolejnych miesiącach, do ok. 1,5% pod koniec roku. Inflacja CPI również pójdzie w górę ponad 2,0% w połowie roku, ale potem obniży się.



- Deficyt obrotów bieżących wyniósł w marcu 1 mld €. Eksport spadł o 2% r/r przez mniej dni roboczych i wolniejszy eksport aut. Z kolei import, rosnący 1,6% r/r, został wzmocniony zakupami paliw oraz samolotu. Pogorszenie wyników strefy euro w I kw. stanowi ryzyko dla eksportu w kolejnych miesiącach. Z kolei silny popyt krajowy powinien wspierać import. Eksport netto zapewne miał niewielki wpływ na wzrost w I kw., ale w kolejnych może już oddziaływać negatywnie.

- Kwietniowe tempo wzrostu płac zaskoczyło na plus przyspieszając do 7,8% r/r wobec naszej prognozy 7,4% i konsensusu 7,2%. W naszej ocenie, dynamikę płac podbiły efekt liczby dni roboczych i podwyżki w górnictwie. Dynamika zatrudnienia wyniosła 3,7% r/r, zgodnie z prognozami. Fundusz płac wzrósł o 10,0% r/r w ujęciu realnym, najszybciej od 2008 r. Mocny wzrost dochodów do dyspozycji to silna przesłanka do oczekiwania dobrej konsumpcji (blisko 5% r/r).

Cytat tygodnia – Nie będzie powodu do zmiany stóp, może nawet w 2020 r.

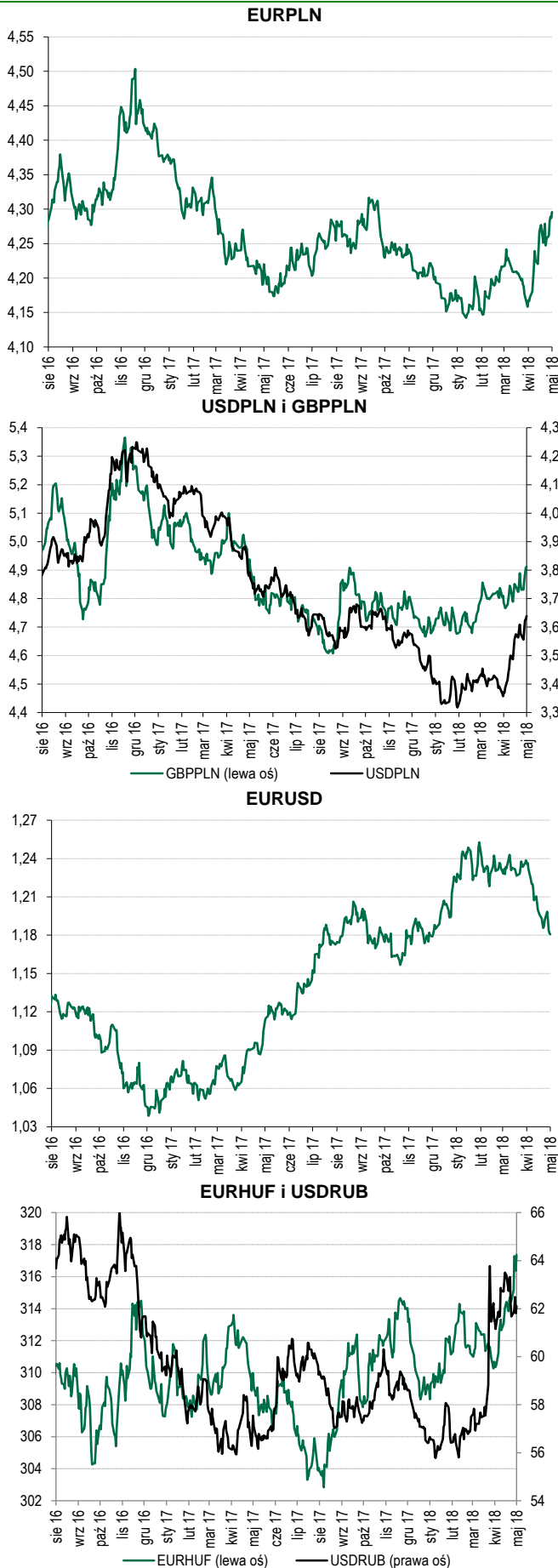
Adam Glapiński, prezes NBP, konferencja prasowa RPP, 16 maja
Raczej na pewno do końca tego roku i do końca kolejnego nie będzie powodu do zmiany stóp, a może dłużej, myślę o 2020, (...) mówię o dominującym podejściu Rady i moim osobiście (...) Wysoki wzrost a inflacji nie ma, presji płacowej nie ma (...) wzrost płac przyhamował.

Jerzy Osiatyński, członek RPP, konf. prasowa RPP, 16 maja
Chcielibyśmy, żeby nie było potrzeby zaciskania, ale to jest bardzo odległy horyzont [2020 r.]. Nacisk płacowy jest.

Kamil Zubelewicz, członek RPP, konf. prasowa RPP, 16 maja
Dla większości Rady stabilność stóp jest też wartością, w związku z tym prawdopodobieństwo zmian stóp jest niewielkie. Przypuszczam, że przy obecnym stanie wiedzy stopy będą stabilne nawet dłużej niż do 2019 r.

RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Komunikat nie zawierał znaczących zmian. Rada dalej ocenia, że obecny poziom stóp jest odpowiedni biorąc pod uwagę oczekiwaną sytuację ekonomiczną, wspiera stabilność gospodarki i sprzyja powrotowi inflacji do celu. W komunikacie wyrażono nadzieję, że spowolnienie w strefie euro w I kw. było przejściowe. W trakcie konferencji prasowej, prezes Glapiński wydłużył horyzont w jakim spodziewa się utrzymania obecnego poziomu stóp do 2020 roku, opierając się na swojej intuicji. Jastrzębi członek RPP, Kamil Zubelewicz przyznał, że jest to możliwe, choć absolutnie niezgodne z jego spojrzeniem. Również Jerzy Osiatyński zasadniczo nie podważał stwierdzeń prezesa NBP co do horyzontu w jakim Rada mogłaby utrzymać stopy bez zmian. Wciąż uważamy, że presja inflacyjna i płacowa będą się nasilać w tym roku, ale stopy pozostaną bez zmian do późnego 2019 r.

Rynek walutowy – Złoty wciąż pod presją



Czynniki globalne ciężą złotemu

W zeszłym tygodniu złoty pogłębił straty do głównych walut w wyniku wznowienia aprecjacji dolara i wzrostu cen ropy, co spowodowało, że rynek zaczął wyceniać szybszą normalizację polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Wstępny szacunek polskiego PKB w I kw. zaskoczył na plus, ale nie zdołał umocnić złotego. W efekcie, EURPLN, USDPLN oraz GBPPLN ustanowiły nowe tegoroczne maksima na ok. 4,30, 3,65 i 4,92. Od poprzedniego piątku niemal wszystkie waluty z rynków wschodzących straciły do dolara i połowa z nich do euro. Złoty jest jedną z najsłabszych z nich, a w Europie tylko turecka lira radzi sobie gorzej od złotego.

W tym tygodniu poznamy dane o aktywności ekonomicznej w Polsce. Sądzymy, że produkcja przemysłowa może raczej rozczarować, podczas gdy nasza prognoza sprzedaży jest tylko nieznacznie powyżej konsensusu. Złoty nie zyskał po danych o PKB, co sugeruje, że słabsze odczyty miesięczne mogą nie być pozytywne dla krajowej waluty.

Na świecie opublikowane zostaną liczne dane z Europy i USA, wypowiadać się będzie sporo bankierów centralnych. Ostatni wzrost cen ropy zwrócił uwagę rynku na perspektywy polityki pieniężnej i jeśli nadchodzące wydarzenia przesuną bilans w kierunku bardziej jastrzębim, wtedy złoty może nadal być pod presją.

Wg danych Reuters, ten tydzień jest już piątym z rzędu wzrostu kursu EURPLN, ostatni raz równie długa seria miała miejsce w połowie 2017, a poprzednia w połowie 2012. Według tych danych, od 1993 kurs EURPLN nigdy nie rósł więcej niż siedem tygodni z rzędu. W naszej ocenie, szanse na trwalsze i głębsze umocnienie złotego (poniżej 4,23 za euro) są w krótkim terminie niewielkie. Jednocześnie, nie sądzymy, by kurs wzrósł wyraźnie powyżej 4,30.

Sytuacja we Włoszech ciężą euro

Dolar wznowił trend aprecjacyjny dzięki rosnącym cenom ropy naftowej, niezłym danym z USA i niepewności związanej z sytuacją we Włoszech. W efekcie, EURUSD spadł piąty tydzień z rzędu ustanawiając nowe tegoroczne minimum na ok. 1,175. Ostatni raz tak długa seria spadków kursu miała miejsce na przełomie 2014 i 2015.

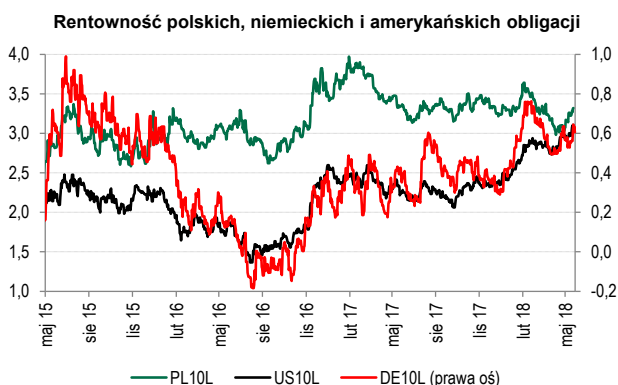
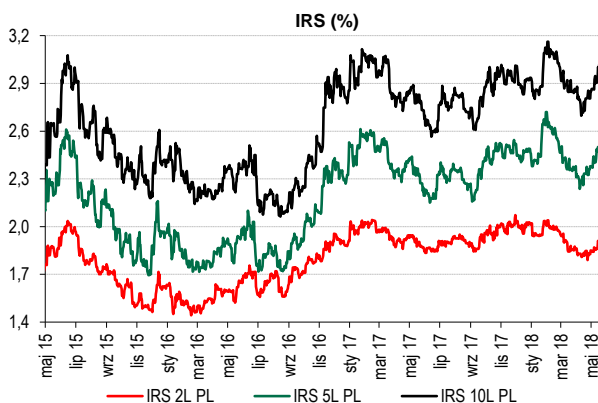
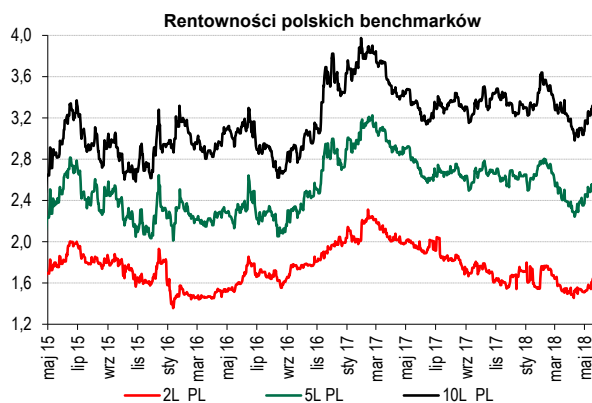
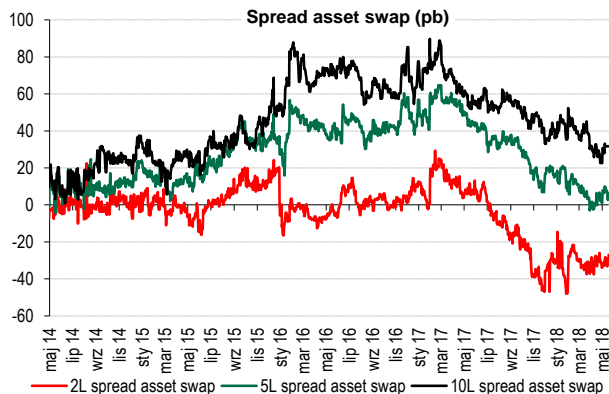
Nadal sądzymy, że w krótkim terminie dolar może pozostać mocny. Najnowsze sygnały z Włoch nie są zbyt pozytywne (prawdopodobni koalicjanci kwestionują zasady tworzenia budżetu UE i sugerowali zwrócenie się do EBC by ten umorzył Włochom 250 mld € długów) i będą ograniczać potencjał do umocnienia euro. Z drugiej strony, sądzymy, że wstępne PMI mogą być korzystnie odebrane przez rynek powstrzymując EURUSD przed spadkiem poniżej 1,17.

Mocny rubel, słaby forint

W przypadku pozostałych walut regionu, forint radził sobie najgorzej mimo lepszego od oczekiwań wstępnego odczytu PKB za I kw. i EURHUF wzrósł do ok. 318 z 315, najwyżej od połowy 2016. EURCZK oraz USDRUB pozostały w pasmach wahań wyznaczonych w poprzednich tygodniach, potencjał do osłabienia rubla ograniczała drożająca ropa.

W tym tygodniu decyzję ws. stóp procentowych podejmie bank centralny Węgier. Ostatnie dane były raczej mieszane – PKB za I kw. był mocny, ale kwietniowe PMI oraz produkcja przemysłowa rozczarowały. Forint jest ostatnio pod presją i wg nas może to skłonić bank centralny do zaprezentowania nieco mniej łagodnej retoryki w celu ustabilizowania waluty.

Rynek stopy procentowej – Ceny obligacji topnieją przez wysokie ceny ropy



PKB i dane z USA zaszкодziły obligacjom

W ostatnim tygodniu obserwowaliśmy postępującą przecenę na globalnych i w konsekwencji krajowym, rynków długu. Wskutek tego doszło do przesunięcia polskiej krzywej rentowności w górę o 6-8 pb, zaś krzywej IRS o 5-10 pb. W obu przypadkach silniejsze zmiany widać było w długich końcach krzywej. Skala przesunięć krajowej krzywej była podobna do niemieckiej i mniejsza niż amerykańskiej. Ruchy te były napędzane przez mocniejsze dane o sprzedaży detalicznej w USA (rewizję w górę danych za marzec) oraz jastrzębio brzmiące wypowiedzi członków EBC. W kraju presję na wzrost rentowności w górę wywierał zaskakująco wysoki odczyt PKB za I kw. w kraju. Efektu tego nie było w stanie złagodzić nawet gołębi wydzwięk konferencji RPP. Tradycyjnie już obligacjom nie służyły rosnące ceny ropy naftowej.

PMI oraz dane o produkcji/sprzedaży w centrum uwagi

Najbliższy tydzień upłynie pod znakiem publikacji kluczowych danych z krajowej gospodarki (produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna) oraz wskaźników PMI z Europy. Uważamy, że ostatnie wzrosty dochodowości napędzane były w znacznej części wypowiedziami bankierów centralnych dobrze oceniającymi perspektywy gospodarcze. W związku z tym spodziewamy się, że potwierdzenie tych hipotez w postaci publikowanych danych zachęci do realizacji zysków. Naszym zdaniem najważniejsza dla krajowych obligacji będzie publikacja wstępnych PMI w przemyśle i usługach w Eurostrefie (zaplanowana na środę). W ich wypadku prognozujemy stabilizację lub bardzo nieznaczny spadek odczytów, co w ramach realizacji zysków powinno prowadzić do spadków dochodowości. W naszej opinii osłabienie euro, które miało miejsce na przestrzeni ostatniego miesiąca będzie pozytywnie wpływać na komponent związany z oczekiwanym poziomem zamówień. W publikacji PMI-przemysł dla Eurostrefy z przełomu kwartałów znajdowały się komentarze, że spadek ocen wskaźnika zamówień eksportowych jest związany ze zbyt mocnym Euro. Ponadto sądzimy, że odbicie widoczne w niektórych komponentach wskaźnika koniunktury ESI – przetwórstwo przemysłowe (oceny przyszłej produkcji), oraz wolniejsze tempo wzrostu poziomu zapasów odzwierciedli się w zahamowanie tempa spadków wskaźnika PMI. Uważamy, że czynnikiem, który powinien stabilizować kolejne odczyty PMI, są również odbijające oceny sektora sprzedaży detalicznej w badaniu ESI w Eurostrefie.

W przypadku danych krajowych (produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej) uważamy, że nie będą one wpływać na krajowy dług. Sądzimy, że główne odczyty będą istotnie powyżej (produkcja przemysłowa) lub nieco tylko poniżej (sprzedaż detaliczna) danych za marzec. Jednak odsezonowane wartości prognoz pokazują bardzo powolne tłumienie dynamiki wzrostu w obu tych kategoriach. Jednocześnie uważamy, że zapowiedziane na przyszły tydzień wystąpienia członków Fed nie będą negatywnie wpływać na amerykański dług, co powinno sprzyjać stabilizacji rentowności na krajowym rynku. Elementem ryzyka pozostają w dalszym ciągu ceny ropy naftowej, które w wypadku kontynuacji trenu wzrostowego mogą przejściowo negatywnie wpływać na krajowy dług.

Aukcja

Na zaplanowanej na 24 maja aukcji spodziewamy się podaży na poziomie górnego ograniczenia zapowiedzianych przez MF widełek (3-6 mld PLN). Na aukcji większym zainteresowaniem powinny cieszyć się papiery OK0720 i WZ0524, spośród oferowanych OK0720, PS0123, WZ0524, WS0428, WZ0528. Mniejszego popytu oczekujemy na obligacje stało- kuponowe WS0428.

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 istnieje 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