

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 11 – 17 kwietnia 2016

W ostatnim tygodniu nastroje rynkowe pogorszyły się pod wpływem mieszanych danych ze strefy euro i z Niemiec jak też ze względu na niepokojące informacje z peryferii strefy euro. Minutes z posiedzenia FOMC pokazały, że zwolennicy wolniejszego tempa podwyżek stóp są w większości, wspierając oczekiwania rynku, że kolejna podwyżka nie będzie miała miejsca przed czerwcem. Jeśli zaś chodzi o EBC, z minutes z jego posiedzenia wynika, że bankierzy centralni rozmawiali o głębszych obniżkach stóp, ale zdecydowali się zachować amunicję na przyszłość. W Polsce posiedzenie RPP nie wniosło nic nowego, stopy pozostały bez zmian, ale agencja Moody's ostrzegła, że kryzys konstytucyjny ma negatywne przełożenie na zdolność kredytową kraju. Wywołało to obawy, że agencja obniży Polsce perspektywę i/lub rating kredytowy w maju (obecnie A2 z perspektywą stabilną). Wraz ze słabymi nastrojami, uderzyło w złotego i krajowe obligacje.

W tym tygodniu nie ma wielu kluczowych danych za granicą, najciekawsze w kontekście ostatnich minutes EBC wydają się HICP i produkcja przemysłowa w strefie euro. Dane z USA mogą z kolei być ważne ze względu na perspektywy polityki pieniężnej Fed. Jednak polskie aktywa będą zapewne głównie pod wpływem krajowych wydarzeń. Wprawdzie w kalendarzu mamy parę publikacji (CPI, obroty bieżące, M3), ale nie będą one naszym zdaniem kluczowe. Ważniejsze dla rynku mogą być zagadnienia związane z polityką fiskalną: rząd przedstawi aktualizację Programu Konwergencji przed Sejmową Komisją Finansów. Rynek będzie starał się ocenić wiarygodność rządowych deklaracji o utrzymaniu deficytu finansów publicznych poniżej 3% PKB. Temat kredytów w CHF może pojawić się przed posiedzeniem Komitetu Stabilności Finansowej, zaplanowanym na 18 kwietnia, i może mieć wpływ na kurs złotego.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (11 kwietnia)</b>							
9:00	CZ	CPI	III	% r/r	0,4	-	0,5
14:00	PL	CPI	III	% r/r	-0,8	-0,9	-0,8
<b>WTOREK (12 kwietnia)</b>							
14:00	PL	Inflacja bazowa	III	% r/r	-0,1	0,0	-0,1
14:30	US	Ceny importowe	III	% m/m	1,0	-	-0,3
<b>ŚRODA (13 kwietnia)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	II	% m/m	-	-	2,1
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	II	€m	417	418	764
14:00	PL	Eksport	II	€m	14338	14561	13275
14:00	PL	Import	II	€m	13631	13741	12699
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	III	% m/m	0,2	-	-0,1
20:00	US	Beżowa księga Fed					
<b>CZWARTEK (14 kwietnia)</b>							
11:00	EZ	HICP	III	% r/r	-0,1	-	-0,2
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	III	% r/r	9,7	9,8	10,0
14:30	US	CPI	III	% m/m	0,2	-	-0,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	267
<b>PIĄTEK (15 kwietnia)</b>							
15:15	US	Produkcja przemysłowa	III	% m/m	-0,1	-	-0,5
16:00	US	Wstępny Michigan	IV	pkt	92	-	91

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>

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

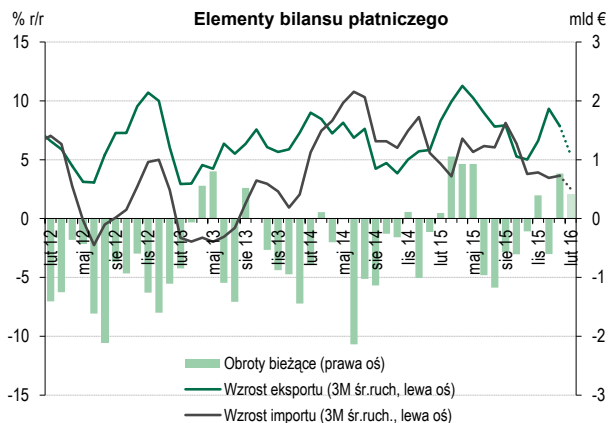
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

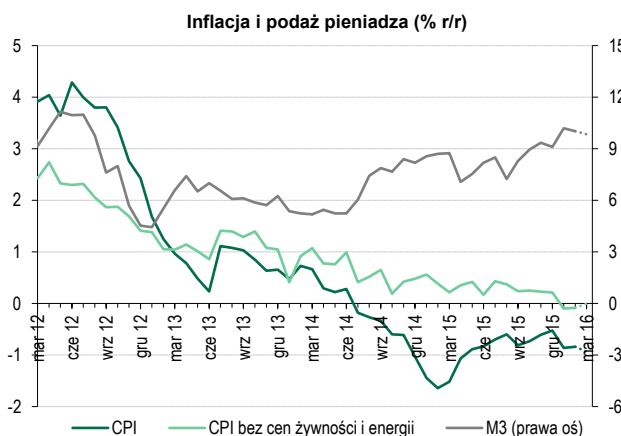
Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Inflacja, bilans płatniczy i podaż pieniądza

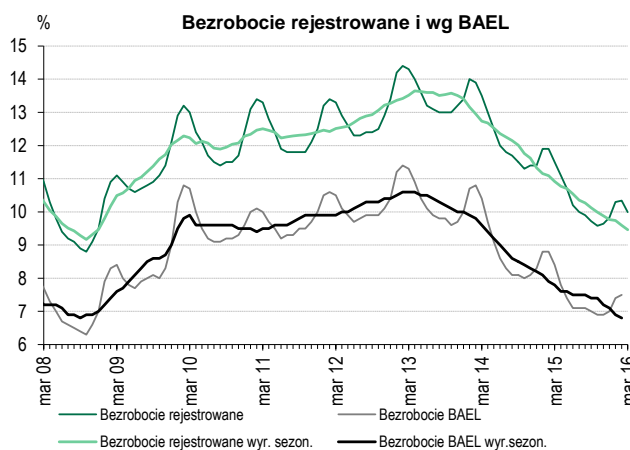


- W tym tygodniu zobaczymy nowe dane o inflacji: GUS opublikuje CPI za marzec (nie spodziewamy się zmiany wstępnego szacunku  $-0,9\%$  r/r), a NBP dane o inflacji bazowej (nasza prognoza  $0,0\%$  r/r). CPI nie jest tak istotny dla rynków jak zwykle, gdyż deflacja nie ma wpływu na stanowisko RPP. Spodziewamy się, że inflacja pozostanie ujemna do III lub IV kw.
- Oczekujemy nieco niższej nadwyżki obrotów bieżących w lutym. Bilans handlowy zapewne poprawi się w stosunku do stycznia, co jednak zostanie skompensowane większym deficytem na saldzie dochodów. Jednak, w ujęciu rocznym, rachunek obr. bieżących ulegnie poprawie i pokaże nadwyżkę w wysokości  $0,1\%$  PKB – po raz pierwszy od połowy lat 90.
- Wzrost podaży pieniądza M3 w marcu uległ spowolnieniu. Według nas jest to częściowo spowodowane umocnieniem się złotego, które obniżyło wartość depozytów walutowych.

## Ostatnie dwa tygodnie w gospodarce – Stopy bez zmian, bezrobocie najniżej od 25 lat



- Decyzja RPP o utrzymaniu stóp bez zmian była zgodna z oczekiwaniami, a komunikat i konferencja prasowa nie wniosły wiele nowego do perspektywy polityki pieniężnej. Podczas konferencji prasowej Prezes NBP powiedział wręcz, że w porównaniu z marcem Rada nie zbliżyła się w jakimkolwiek stopniu do obniżki stóp. Jak napisaliśmy po marcowym posiedzeniu RPP, jeśli opublikowana wówczas nowa projekcja inflacji nie przekonała do obniżki, to trudno o zmianę opinii w kolejnych miesiącach. Najprawdopodobniej decyzja była jednomyślna, co może sugerować również wczesna godzina jej ogłoszenia. Belka powiedział, że obecnie jest spora zbieżność poglądów wśród członków Rady (co nie musi być kontynuowane w przyszłości). RPP akceptuje znaczące odchylenie inflacji od celu i traktuje cel inflacyjny bardzo elastycznie (zgodnie z zapisami Założeń Polityki Pieniężnej). Podczas konferencji padło nawet stwierdzenie, że główny cel RPP (stabilność cen) jest osiągnięty, co umożliwi zwrócenie większej uwagi na stabilność sektora finansowego. Podkreślono, że tempo wzrostu gospodarczego pozostaje dość wysokie (choć nieco niższe w I kw. 2016 niż IV kw. 2015), podobnie jak wzrost funduszu wynagrodzeń, a sytuacja na rynku pracy jest pozytywna. Większość czynników ryzyka dla wzrostu PKB jest zewnętrznych, a ich ewentualna realizacja mogłaby doprowadzić do obniżki stóp. Co ciekawe, Belka powiedział, że jednym z wątków podczas dyskusji była możliwość jednorazowego dostosowania stóp w większej skali (nie w sekwencji). Niemniej, ten scenariusz był czysto teoretyczny i główna konkluzja po ostatnim posiedzeniu to: w najbliższych miesiącach najbardziej możliwym scenariuszem są stabilne stopy.



- Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w marcu do  $10,0\%$ , najniżej dla tego miesiąca od 1991 r., jak wynika z szacunku Ministerstwa Pracy. Dane o ofertach pracy pokazały, że popyt na pracę pozostaje silny, więc dalsze spadki bezrobocia są wysoce prawdopodobne.

## Cytat tygodnia – Nie zarekomendujmy niższych stawek VAT w 2017

### Paweł Szalamacha, minister finansów, DGP, 08.04

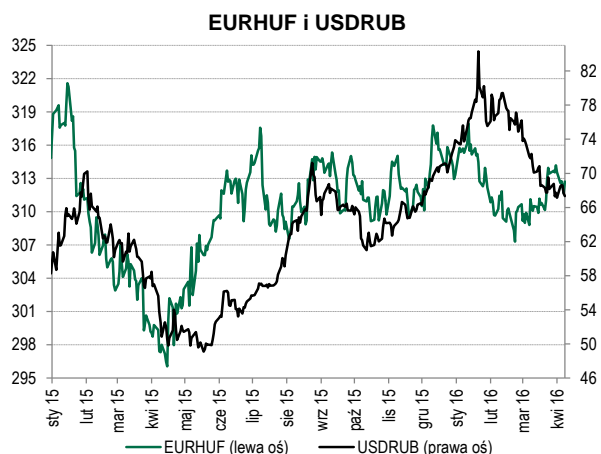
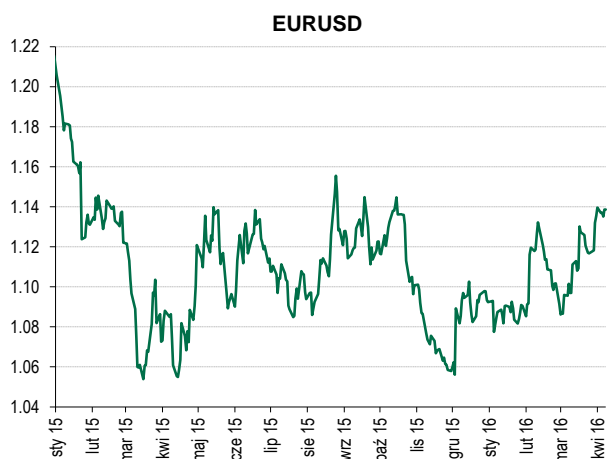
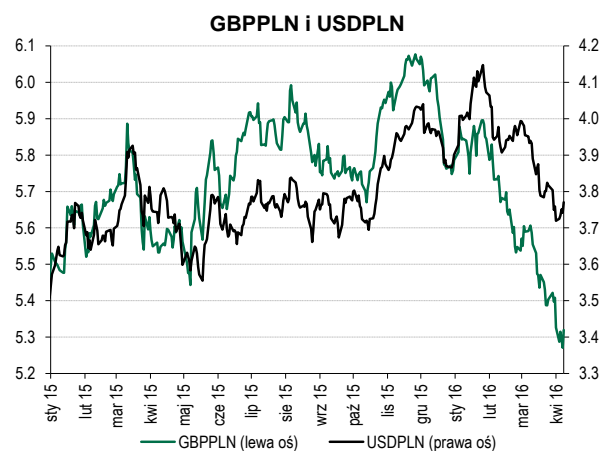
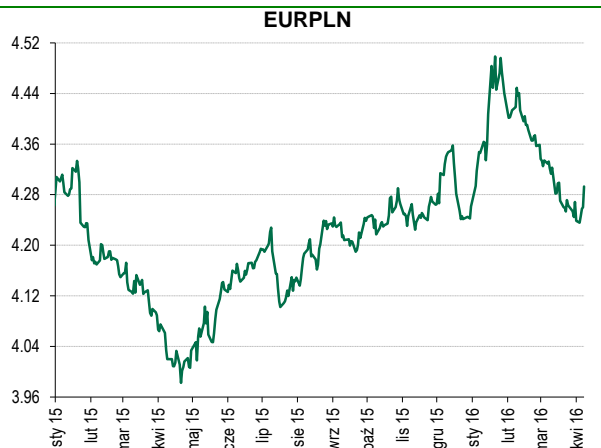
Raczej w przyszłym roku nie będzie powrotu do niższych stawek. Nie zarekomenduję takiego rozwiązania. Najpierw musimy odbudować dochody podatkowe. Przez kilka miesięcy nie da się tego zrobić.

### PAP, 07.04

Naszym priorytetem w roku 2016 i następnych będzie ograniczenie luki „vatowskiej”, która w naszym kraju jest szacowana dla potrzeb UE na 26 proc. wpływów z tego podatku. Średnia dla UE to jest 15 proc. Chciałbym zmierzać do tego celu 15 proc. w perspektywie 3 lat. W wartościach bezwzględnych to jest zejście z obecnego poziomu około 10 mld euro rocznie do 5,5-5,8 mld euro. To jest cel realistyczny, który chciałbym osiągnąć.

Według naszych szacunków, Ministerstwo Finansów potrzebuje dodatkowych wpływów w wysokości 12 mld zł, aby uniknąć wzrostu deficytu w 2017 r. Poprawa ściągłości podatków to dla Ministerstwa priorytet i zakłada ono dodatkowe wpływy w wysokości 15-20 mld zł w ciągu trzech lat. To oznacza ok. 5 mld zł rocznie (przy założeniu równego rozkładu w czasie, co jest raczej mało prawdopodobne, gdyż osiągnięcie pełnej efektywności działania pochłonie trochę czasu). Dodatkowo, Ministerstwo planuje anulowanie obniżki VAT w 2017 r., co naszym zdaniem może przynieść dodatkowo 5 mld zł. Te dwa działania prawie pokryją szacowany niedobór na 2017 r., o ile okażą się skuteczne. 13 kwietnia rząd przedstawi aktualizację Programu Konwergencji przed Sejmową Komisją Finansów i wtedy możemy poznać więcej szczegółów na ten temat.

## Rynek walutowy – Presja na złotego się utrzymuje

**Realizacja zysków po znaczącym umocnieniu**

W minionym tygodniu złoty osłabił się względem głównych walut w wyniku pogorszenia nastrojów na rynkach globalnych. Do osłabienia kursu przyczyniły się również czynniki krajowe, głównie niepewność polityczna i ryzyko pogorszenia ratingu. Agencja Moody's ostrzegła, że kryzys wokół Trybunału Konstytucyjnego jest negatywny dla oceny ryzyka kredytowego. W efekcie, kurs EURPLN tymczasowo wzrósł powyżej 4,30, najwyższej od początku marca, startując z lokalnego minimum na poziomie 4,227. Jednocześnie USDPLN wzrósł z 3,71 do 3,78.

Sytuacja na rynku złotego uległa znaczącej zmianie w ostatnim tygodniu. Niektórzy inwestorzy zdecydowali się na realizację zysków po długim okresie umocnienia waluty. Od stycznia (kiedy EURPLN osiągnął tegoroczne maksimum blisko 4,50) złoty zyskał niemal 5% wobec euro. Kurs z łatwością przełamał opór na poziomie 4,286 i jest obecnie blisko 150-dniowej średniej ruchomej ok. 4,30. Kalendarz danych na ten tydzień, z bilansem płatniczym za luty na pierwszym planie, nie jest obfity w publikacje. Dane te powinny naszym zdaniem pokazać mocny eksport i nadwyżkę handlową. O ile fundamenty ekonomiczne nadal sprzyjają złotemu, krajowa waluta może być pod presją niepewności o losy kredytów walutowych i obaw o możliwą obniżkę ratingu. W sumie, oczekujemy, że EURPLN będzie się poruszał w przedziale 4,23-4,28.

**EURUSD w trendzie bocznym**

Kurs EURUSD był dość zmienny w minionym tygodniu. Protokół z marcowego posiedzenia Fed pokazał zróżnicowane opinie wśród członków FOMC, co tymczasowo pchnęło kurs EURUSD powyżej 1,145. Z drugiej strony, jastrzębie wypowiedzi niektórych przedstawicieli Fed, sugerujące, że podwyżka stóp możliwa jest wcześniej niż wycenia rynek, zepchnęły kurs blisko 1,13. W sumie, w ciągu tygodnia EURUSD nie zmienił się znacząco, kończąc piątkową sesję tuż poniżej 1,14. Co więcej, przepływ kapitału do aktywów uważanych za bezpieczne spowodował umocnienie jena japońskiego (przejściowo do niemal 108 za dolara).

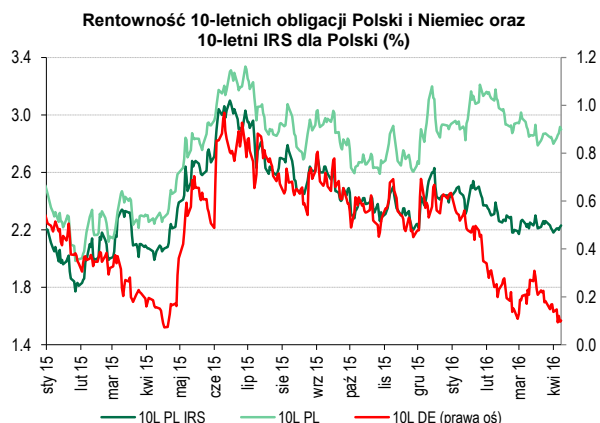
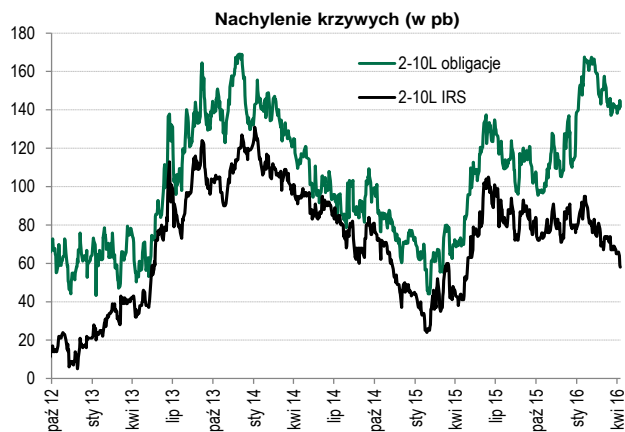
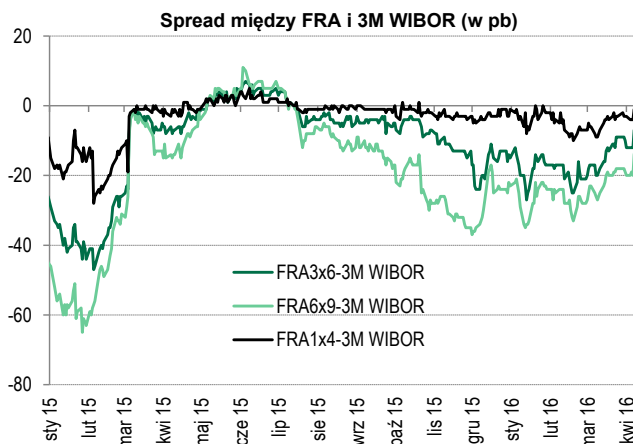
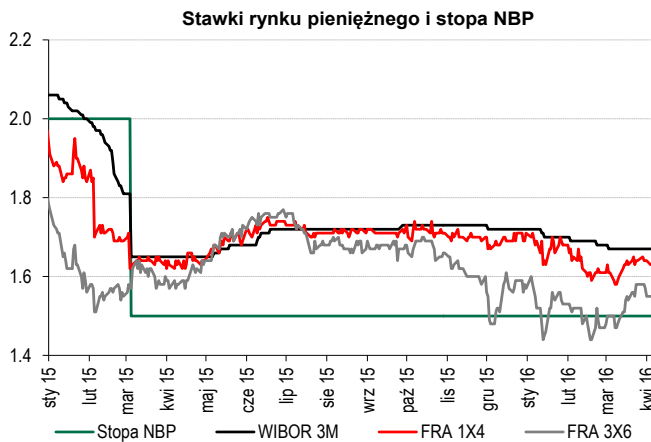
W tym tygodniu kalendarz publikacji danych jest dość skromny. Kluczowe będą zapewne dane o inflacji z USA i strefy euro, które mogą wpłynąć na oczekiwania inwestorów odnośnie dalszych kroków w polityce pieniężnej EBC i Fed. Niższy od prognoz odczyt inflacji w strefie euro mógłby odnowić oczekiwania na dalsze złagodzenie polityki przez EBC (co nie jest naszym scenariuszem bazowym), spychając EURUSD w stronę 1,13 lub nawet niżej. Naszym zdaniem EURUSD powinien pozostać w przedziale 1,12-1,14, oczekując na impulsy, które nadadzą mu wyraźniejszy kierunek w kolejnych miesiącach.

**Waluty CEE pod presją**

Waluty CEE również znalazły się pod presją, chociaż ich osłabienie miało mniejszą skalę niż straty złotego. Węgierski forint ucierpiał pod wpływem niższej od prognoz inflacji CPI za marzec (-0,2% r/r wobec prognoz 0,1% r/r), która rozbudziła oczekiwania na dalsze złagodzenie polityki pieniężnej w tym kraju. W efekcie EURHUF wzrósł powyżej 312. Jednocześnie, rosyjski rubel był wrażliwy na wahania cen ropy naftowej. Wzrost cen ropy Brent powyżej 41\$ za baryłkę umocnił rubla do ok. 67 za dolara.

W tym tygodniu na rynki walutowe w regionie wpływać będą nastroje globalne i czynniki lokalne (w tym publikacja marcowej inflacji w Czechach). Ryzyko deflacji w Czechach może pchnąć kurs EURCHF poniżej 27, co może być powodem do interwencji banku centralnego. Dalszy wzrost cen ropy może z kolei pchnąć USDRUB do silnego oporu 66.

## Rynek stopy procentowej – Nastroje globalne kluczowe

**Rentowności obligacji w górę w wyniku awersji do ryzyka**

▪ Krajowy rynek stopy procentowej osłabiał się w wyniku globalnego pogorszenia nastrojów inwestycyjnych, a także silnej wyprzedaży długu peryferii strefy euro. Negatywne nastroje mogły być również efektem ostrzeżeń agencji ratingowej Moody's odnośnie obniżenia oceny wiarygodności kredytowej Polski a także dostosowaniami w portfelu inwestycyjnych przed czwartkową aukcją. W rezultacie rentowność 10-letniego benchmarku wzrosła tymczasowo do 2,95%, najwyższego poziomu od początku marca. Jednakże na zamknięcie tygodnia nastąpiło odreagowanie i rentowność 10-latków obniżyła się do 2,90%.

▪ Ministerstwo Finansów nie miało problemów z uplasowaniem długu na pierwszej aukcji obligacji w tym miesiącu. Resort finansów sprzedał obligacje za łączną wartość 6,4 mld zł (wobec oferty na poziomie 3-6 mld zł), w tym OK1018 za 1,8 mld zł oraz DS0726 za 4,6 mld zł. Inwestorzy zakupili oferowane papiery z rentownościami bliskimi poziomom z rynku wtórnego, odpowiednio na 1,558% i 2,896%. Wg wiceministra finansów Piotra Nowaka, po tej aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w 56%.

▪ W skali tygodnia obie krzywe IRS i obligacji przesunęły się w górę o 4-12 pb. Podczas gdy krzywa obligacyjna wystromiła się w wyniku większego osłabienia na długim końcu niż w krótkim (spread 2-10L rozszerzył się do ponad 140 pb), krzywa IRS spłaszczyła w wyniku zawężenia spreadu 2-10L po wzroście 2-letniej stawki IRS o 12 pb. Premia za ryzyko również wzrosła – spread wobec niemieckich obligacji dla sektora 10L rozszerzył się do ponad 280 pb.

▪ Na rynku pieniężnym stawki WIBOR pozostały stabilne, podczas gdy stawki FRA i IRS wzrosły wyniku utrzymania jastrzębiej retoryki przez RPP. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami rynek FRA ponownie zmniejszył swoje oczekiwanie odnośnie dalszych zmian w polityce monetarnej. Obecnie inwestorzy widzą ok. 70% szans na obniżkę stóp o 25 pb w perspektywie 9 miesięcy, wobec 100% prawdopodobieństwa takiej decyzji na początku tygodnia.

**Nastroje globalne pozostają wciąż kluczowe**

▪ W tym tygodniu kalendarz publikacji danych makro jest dość skromny. Najważniejsze będą publikacje danych inflacyjnych. Spodziewamy się, że ostateczny odczyt CPI nie ulegnie zmianie wobec wstępnego i wyniesie -0,9% r/r. To może być neutralny odczyt dla inwestorów, którzy swoją uwagę przesuną na publikacje danych inflacyjnych w strefie euro i USA. Publikacje te mogą stanowić pewną podpowiedź co do dalszych działań głównych banków centralnych EBC i Fed. Ożywienie oczekiwań na dalsze poluzowanie polityki monetarnej przez EBC będzie wspierało rynki długu globalnie, w tym wycenę krajowych krzywych w krótkim terminie.

▪ Sądzymy, że nastroje na rynkach peryferyjnych strefy euro będą kluczowe dla kierunku zmian rynku długu w Polsce. Po silnym osłabieniu w minionym tygodniu widzimy miejsce na pewne odreagowanie. Jednak jeśli awersja do ryzyka utrzyma się i napłyną dalsze negatywne informacje z peryferii strefy euro to rentowności krajowego długu pozostaną na podwyższonym poziomie, a spread do Bundów pozostanie szeroki.

▪ Inwestorzy z uwagą będą również śledzili informacje odnośnie Aktualizacji Programu Konwergencji. Nie spodziewamy się negatywnych niespodzianek – raport ten powinien potwierdzić determinację w utrzymaniu deficytu sektora finansów poniżej lub blisko 3% PKB, co będzie pozytywne dla inwestorów. Jednak pełna ocena wiarygodności rządowych planów będzie możliwa po przedstawieniu przyszłorocznego planu budżetu.

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., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)