

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 2 – 8 maja 2016

Za nami posiedzenia kilku banków centralnych. Bank Węgier obniżył stopy o 15 pb, zgodnie z oczekiwaniami, ale komunikat był dość jastrzębi i bank próbował ograniczyć oczekiwania na kolejne obniżki. Amerykański Fed i Bank Japonii nie zmieniły stóp. Jednak zmiany w komunikacie Fed nieco zaskoczyły rynek, a brak rozszerzenia QE przez Bank Japonii rozczarował na tyle, że było to przyczyną odwrótu od ryzykownych aktywów i spadków cen akcji. W Polsce prezydent Duda zapowiedział, że ani on ani rząd nie zamierzają się wycofać z realizacji wyborczych obietnic (obniżka wieku emerytalnego, podwyżka kwoty wolnej). Pojawiły się też wypowiedzi przedstawicieli rządu o tym, że osłabienie złotego jest monitorowane przez resort finansów, który może podjąć odpowiednie kroki gdy będzie trzeba. Na razie jednak te werbalne interwencje nie miały większego wpływu na rynek. Reakcja na pogłębiającą się deflację (spadek CPI do -1,1% r/r w kwietniu) również była znikoma przed długim weekendem. W sumie, złoty i polskie obligacje były pod presją w minionym tygodniu, zachowując się gorzej niż ich odpowiedniki z większości innych rynków wschodzących.

Płynność rynkowa na początku nowego tygodnia będzie obniżona ze względu na święto w Wielkiej Brytanii (poniedziałek) i w Polsce (wtorek). Najważniejszymi publikacjami będą wskaźniki PMI/ISM w poniedziałek i dane z rynku pracy USA w piątek. Spodziewamy się lekkiego spadku PMI, ale reakcja rynkowa powinna być niewielka, ponieważ indeks pozostanie wyraźnie powyżej neutralnego poziomu 50 pkt. Nie oczekujemy żadnych zmian polityki na posiedzeniach banków centralnych w Polsce i w Czechach. W przypadku danych o zatrudnieniu w USA, sądzimy że ewentualny spadek rentowności w przypadku rozczarującego odczytu będzie słabszy niż ich wzrost jeśli dane będą mocne. Ogólnie, oczekujemy podwyższonej zmienności na rynku złotego i obligacji w związku z niepewnością przed decyzją ratingową Moody's (13 maja) i nowymi propozycjami nt kredytów walutowych (do czerwca).

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (2 maja)</b>							
	UK	Dzień wolny					
3:45	CN	PMI – przemysł	IV	pkt	49,8	-	49,7
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI – przemysł</b>	<b>IV</b>	<b>pkt</b>	<b>53,0</b>	<b>53,0</b>	<b>53,8</b>
9:55	DE	PMI – przemysł	IV	pkt	51,9	-	51,9
10:00	EZ	PMI – przemysł	IV	pkt	51,5	-	51,5
16:00	US	PMI – przemysł	IV	pkt	51,5	-	51,8
<b>WTOREK (3 maja)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Dzień wolny</b>					
<b>ŚRODA (4 maja)</b>							
9:55	DE	PMI – usługi	IV	pkt	54,6	-	54,6
10:00	EZ	PMI – usługi	IV	pkt	53,2	-	53,2
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	III	% r/r	2,7	-	2,4
14:15	US	Raport ADP	IV	tys.	198	-	200
16:00	US	ISM - usługi	IV	pkt	54,8	-	54,5
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	III	% m/m	0,7	-	-1,7
<b>CZWARTEK (5 maja)</b>							
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	-	-	0,05
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	257
<b>PIĄTEK (6 maja)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		%	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	IV	tys.	200	-	215
14:30	US	Stopa bezrobocia	IV	%	5,0	-	5,0

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>

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

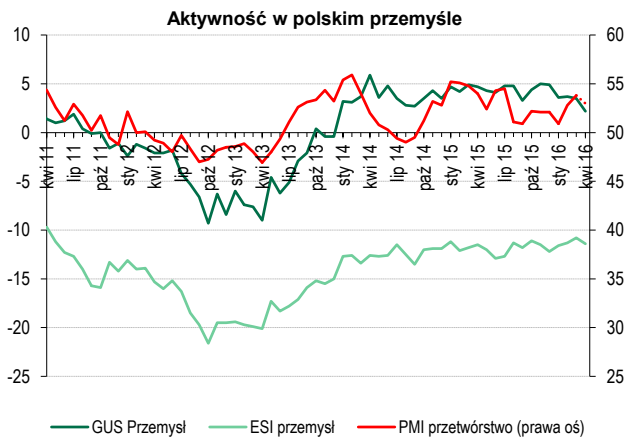
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

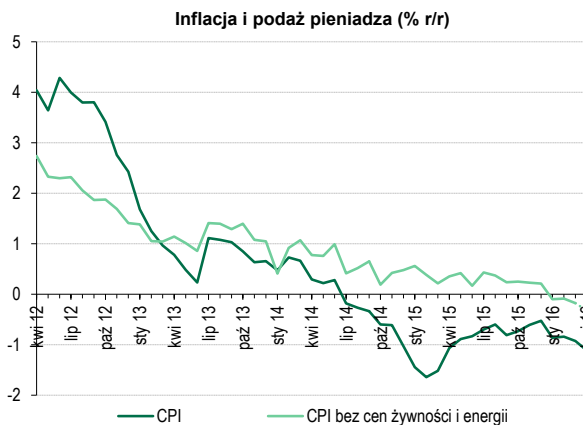
Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – PMI i RPP raczej bez niespodzianek



- Spodziewamy się, że w kwietniu indeks PMI dla sektora przemysłowego w Polsce nieznacznie obniży się (do 53 pkt), pod dwóch miesiącach solidnego wzrostu. Inne wskaźniki wyprzedzające (wskaźniki koniunktury GUS czy indeks ESI publikowany przez KE) pokazały również nieznaczny spadek aktywności w sektorze przemysłowym. Nasza prognoza jest zgodna z konsensusem wg Bloomberg, dlatego też jej materializacja powinna być raczej neutralna dla rynku.
- Posiedzenie RPP nie powinno przynieść niespodzianek. Prawdopodobnie jedyną nietypową rzeczą będzie to, że decyzja zostanie ogłoszona w piątek, a nie w środę. Stopy NBP powinny pozostać stabilne, w naszej ocenie, a komunikat nie powinien różnić się znacząco od marcowego. Ostatnie wypowiedzi członków RPP wyraźnie wskazują, że nie widzą oni potrzeby obniżki stóp procentowych w najbliższych miesiącach.

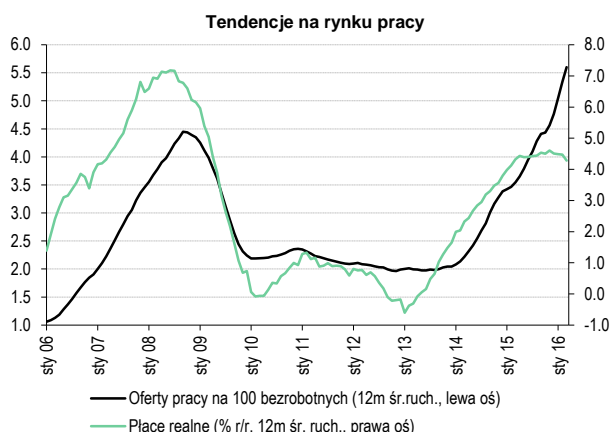
## Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja i bezrobocie wciąż spadają



- Wg wstępnych danych GUS inflacja CPI obniżyła się w kwietniu do -1,1% r/r z -0,9% r/r w marcu. Nie znamy jeszcze szczegółów, ale już teraz możemy stwierdzić, że wynikało to z dwóch czynników: obniżek cen gazu (ceny gazu dla gospodarstw domowych spadły o ok. 5% m/m) i relatywnie wysokiego efektu bazy w przypadku cen żywności. Oczekujemy, że wskaźnik inflacji zacznie stopniowo odbijać w górę w nadchodzących miesiącach, ale pozostanie poniżej zera aż do IV kw. 2016 r.

- Stopy bezrobocia rejestrowanego spadła w marcu do 10%, najniższego poziomu od 1991 r., z 10,3% w lutym. Spodziewamy się dalszego spadku stopy bezrobocia w nadchodzących miesiącach.

- Według szacunkowych danych o wykonaniu budżetu państwa, po marcu deficyt budżetowy wyniósł 9,6 mld zł, czyli nieznacznie więcej, niż założono w harmonogramie (9,3 mld zł). Dochody wyniosły 76,8 mld zł, czyli 95% planu na pierwszy kwartał, a wydatki 86,4 mld zł, czyli 96% planu. W samym marcu wpływy z tytułu VAT wyniosły ok. 6 mld zł i były o ok. 4% niższe niż przed rokiem. Dochody z tytułu podatku bankowego wyniosły natomiast 364 mln zł. Wydaje się, że dochody budżetu z podatku bankowego, podatku od sprzedaży oraz LTE mogą być poniżej planu założonego na ten rok, w każdym przypadku przynajmniej o 1 mld zł. Jednak to wciąż nie jest poważne zagrożenie, biorąc pod uwagę, że wpływy z zysku NBP będą wyższe od planowanych o ok. 5 mld zł. Jednakże jeśli wpływy z VAT nie zaczną wyraźnie przyspieszać w kolejnych miesiącach, strefa komfortu Ministerstwa Finansów znacząco się zmniejszy. Póki co nie widzimy zagrożeń dla wykonania budżetu w tym roku.



## Cytat tygodnia – Kolejnym ruchem może być raczej podwyżka stóp

**Marek Chrzanowski, członek RPP, Reuters, 25.04**

Jeżeli mielibyśmy do czynienia z załamaniem koniunktury gospodarczej, z problemem trwałej deflacji, to moglibyśmy zredukować stóp procentowych rozważać. (...) w chwili obecnej jest to scenariusz tak odległy, że wręcz 'fantastyczny'. Kolejnym ruchem może być raczej podwyżka stóp procentowych, ale nie w krótkiej perspektywie.

**Kamil Zubelewicz, członek RPP, PAP, 27.04**

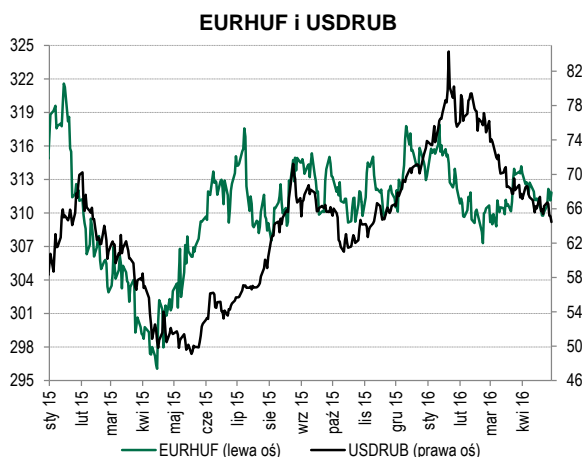
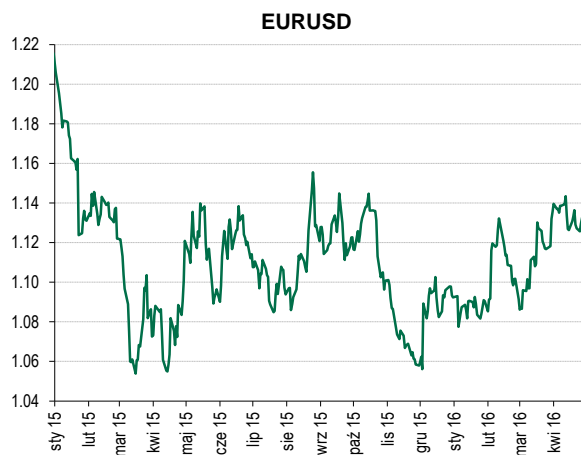
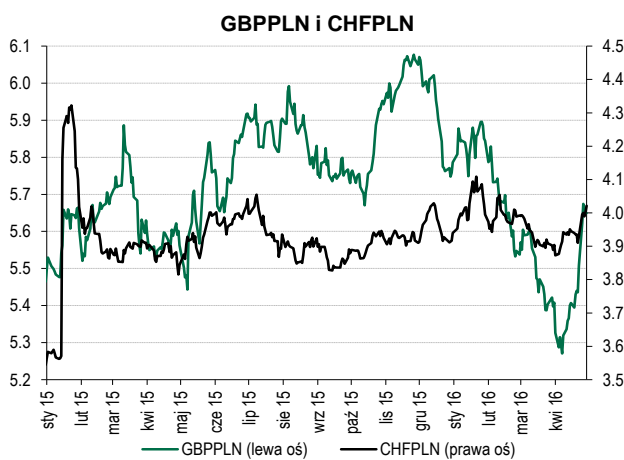
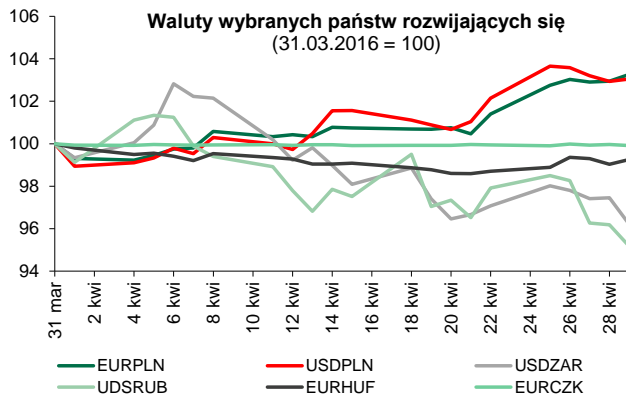
Wszelkie prognozy wskazują, że inflacja wróci do celu przy obecnym poziomie stóp procentowych. Gdybyśmy więc teraz obniżyli stopy, moglibyśmy wkrótce być zmuszeni do ich podniesienia. (...) Jeśli dojdzie do takiej dyskusji, będę optował za obniżeniem celu inflacyjnego.

**Eugeniusz Gatnar, członek RPP, PAP, 27.04**

Obecny poziom stóp procentowych jest dla polskiej gospodarki optymalny. Jeśli myślę o czynnikach, które mogłyby wpłynąć na złagodzenie mojego stanowiska, to są to zagrożenia dla naszej ścieżki wzrostu gospodarczego. Ale ja takich wewnętrznych zagrożeń nie widzę. (Najbardziej prawdopodobna jest) Stabilizacja. A być może, w którymś momencie, zmiana nastawienia w drugim kierunku.

Ostatnie wypowiedzi członków RPP były dość jastrzębie, wskazując, że nie ma potrzeby obniżek stóp w najbliższych miesiącach. Niektórzy z nich sugerują wręcz, że zmiana nastawienia na bardziej restrykcyjne, czy nawet rozważanie podwyżek stóp procentowych, są bardziej prawdopodobne niż obniżki. Interesujące, że wg minutes z posiedzenia RPP w kwietniu większość członków Rady nie wykluczała redukcji stóp jeśli nastąpi pogorszenie perspektyw dla wzrostu gospodarczego i pogłębienie deflacji. Wydaje się, że bankierzy centralni są pewni wzrostu gospodarczego w Polsce, pomimo oznak słabości, które pokazały ostatnie miesięczne dane z gospodarki realnej (produkcja, sprzedaż detaliczna). Wydaje się, że dane o aktywności gospodarczej mogą być w najbliższych miesiącach ważniejsze niż inflacja dla przyszłych decyzji RPP.

## Rynek walutowy – Duża zmienność może się utrzymać

**Złoty pozostaje pod presją**

■ Tak jak przewidywaliśmy w zeszłym tygodniu warunki rynkowe nie sprzyjały umacnianiu się złotego. Kurs EUR/PLN był dość zmienny: na początku tygodnia kurs wzrósł do 4,427, a następnie obniżył się do 4,369, kończąc ostatecznie tydzień blisko 4,40. Oprócz słabych nastrojów na rynkach światowych polskiej walucie szkodzą także czynniki krajowe, m.in. wyjście części inwestorów zagranicznych z rynku obligacji, niepewność nt. decyzji w sprawie kredytów walutowych i zbliżająca się decyzja Moody's w sprawie ratingu Polski. W ujęciu tygodniowym złoty stracił na wartości wobec wszystkich głównych walut, najbardziej wobec GBP (2,6%) i CHF (2,3%).

■ Po dość korzystnym marcu, w kwietniu złoty był naj słabszą walutą spośród walut rynków wschodzących. Pomimo interwencji słownych wiceministra finansów Piotra Nowaka i premier Beaty Szydło kurs EUR/PLN przekroczył na koniec miesiąca 4,40, zbliżając się do poziomu z początku lutego. Ponadto różnica pomiędzy średnim miesięcznym kursem EUR/PLN a jego wartością na koniec miesiąca wyniosła 0,10 – najwięcej od maja 2013 r. Przyczyniły się do tego głównie czynniki krajowe (zwłaszcza ryzyko przewalutowania kredytów), które zwiększyły premię za ryzyko dla polskich aktywów. Sądzymy, że zbliżające się publikacje wskaźników makroekonomicznych (kwietniowy PMI) i utrzymanie stóp przez RPP bez zmian nie wpłyną znacząco na kurs złotego. Kluczowe będą światowe dane makroekonomiczne, głównie zatrudnienie w USA. W sumie, ze względu na ryzyka krajowe złoty może jednak w mniejszym stopniu reagować na ewentualną poprawę nastrojów za granicą niż inne waluty regionu. Prognozujemy więc, że mimo solidnych perspektyw gospodarki złotego czeka okres niestabilności. W dalszym ciągu przewidujemy, że nasza waluta pozostanie w maju słaba. Poziomy interwencji dla EUR/PLN wynoszą 4,35, a następnie 4,32, poziomy oporu zaś: 4,43 i 4,47.

**Kurs EUR/USD rośnie, ale spodziewana korekta**

■ W zeszłym tygodniu kurs EUR/USD wzrósł do 1,14. Osłabienie dolara wynika ze słabych wskaźników aktywności USA oraz ostrożnego tonu kwietniowego komunikatu Fed. Według danych za 1 kw. 2016 tempo wzrostu PKB USA było najniższe od dwóch lat. Jednocześnie wstępne dane o wzroście PKB w strefie euro okazały się lepsze od oczekiwań (1,6% zamiast 1,4% r/r).

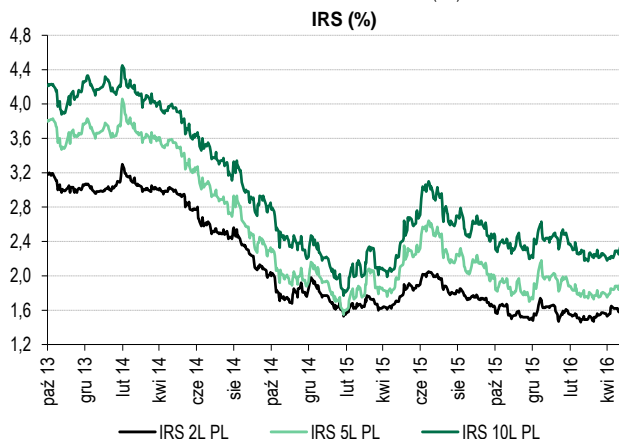
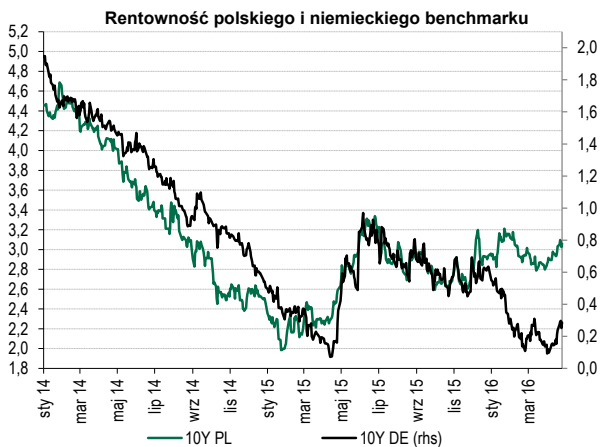
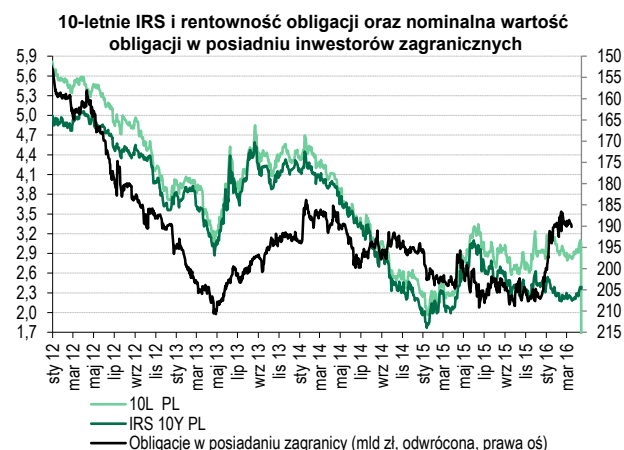
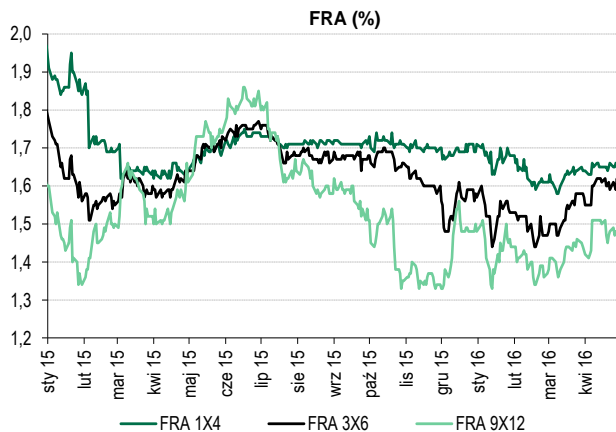
■ W tym tygodniu uwaga rynku będzie skupiona na publikacji istotnych danych dla Europy (m.in. ostatecznego PMI dla produkcji) i USA (dane z rynku pracy). Sądzymy, że po znaczącym umocnieniu się euro w ostatnich 2 tygodniach rosną szanse na korektę kursu EUR/USD, zwłaszcza jeśli dane z rynku pracy USA wykażą dalsze wzmocnienie.

**Kwietniowe PMI w centrum uwagi, CNB bez zaskoczeń**

■ W ujęciu tygodniowym kursy EUR/HUF i EUR/CZK były dość stabilne, natomiast USD/RUB spadł wyraźnie z uwagi na wzrost cen ropy (do ponad 48 USD za baryłkę). Posiedzenia banków centralnych Węgier (MNB) i Rosji (CBR) zakończyły się zgodnie z oczekiwaniami: stopy procentowe na Węgrzech obniżono o 15 pb, natomiast w Rosji zostały one bez zmian. Mniej gołębia retoryka MNB wywarła nieco presji na HUF, skutkując wzrostem kursu EUR/HUF do poziomu 313 na koniec tygodnia.

■ W tym tygodniu na sytuację na rynku walutowym Europy Środkowo-Wschodniej wpływać będą czynniki światowe oraz dane i wydarzenia w konkretnych krajach (m.in. wyniki PMI, poziom cen ropy i posiedzenie czeskiego banku centralnego). Przewidujemy okres podwyższonej zmienności.

## Rynek stopy procentowej – Dane z USA w centrum uwagi



## Stawki w górę, zagranica kupuje polskie obligacje

▪ Polskie aktywa były w zeszłym tygodniu pod presją i dotyczyło to również obligacji. Rentowności i IRS rosyły wyraźnie głównie na środku oraz długim końcu krzywej – rentowność 10-letniego benchmarku wzrosła przejściowo do 3,10%, a 5- i 10-letnie IRS osiągnęły odpowiednio 1,95% i 2,40%, najwyższe poziomy od końca stycznia/początku lutego.

▪ Członkowie RPP, Chrzanowski, Zubelewicz oraz Gatnar wypowiedzieli się nt. polityki pieniężnej i w ich ocenie stabilne stopy procentowe to obecnie najbardziej prawdopodobny scenariusz na kolejne miesiące. Ich komentarze nie wywołały jednak żadnej istotnej reakcji stawek FRA, które dalej wyceniają ok. 55% szans na obniżkę stóp o 25 pb w ciągu sześciu miesięcy i ok. 80% w ciągu 9-12 miesięcy.

▪ Ministerstwo Finansów podało, że w maju zaoferuje obligacje za łączną kwotę 4-11 mld zł. Na standardowej aukcji 5 maja do sprzedaży wystawione będą 2- i 10-letnie benchmarki OK1018 i DS0726 za 2-5 mld zł, a wybór serii na aukcję 26 maja będzie zależał (na które łączna podaż ma wynieść 2-6 mld zł) od sytuacji na rynku, ale nie zaoferowane zostaną obligacje z początku miesiąca.

▪ Według najnowszych danych Ministerstwa Finansów, w marcu inwestorzy zagraniczni kupili polskie, rynkowe, złotowe obligacje za 3,6 mld zł po tym jak w styczniu-lutym pozbyli się ich za ponad 20 mld zł. Na koniec I kw. nominalna wartość ich portfela wyniosła ok. 190 mld zł. Inwestorzy zagraniczni pozostali skupieni na środku i długim końcu krzywej – największym zakupem było 4,7 mld zł dla DS0726 (do ponad 10 mld zł łącznego posiadania, 59% całkowitej emisji tego papieru na koniec marca). Odnośnie krajowych inwestorów, polskie banki w dalszym ciągu akumulowały obligacje i w marcu kupiły dług za 6,2 mld zł i nominalna wartość portfela wzrosła do rekordowych 212 mld zł.

## Dane z USA w centrum uwagi

▪ Dane z USA będą w tym tygodniu prawdopodobnie kluczowym czynnikiem dla rynku z indeksem ISM dla przemysłu oraz miesięcznym raportem z rynku pracy jako najbardziej wyczekiwany publikacją. Wg Bloomberg, inwestorzy oczekują podwyżki stóp Fed o 25 pb nie wcześniej niż w grudniu, więc jeśli dane zaskoczą na plus to reakcja rynku może być silniejsza niż w przypadku rozczarowania. Trzeci wykres pokazuje, że spread między polskimi i niemieckimi 10-letnimi obligacjami wzrósł w styczniu po decyzji S&P i pozostał na podwyższonym poziomie z powodu negatywnych czynników krajowych (kredyty walutowe, obawy o kolejne decyzje ws. ratingu). Choć korelacja z rynkami bazowymi wzrosła w ostatnim czasie, to wg nas Polskie IRS i rentowności mogą wzrosnąć jeśli Budy się osłabią, ale potencjał do spadku jest ograniczony jeśli za granicą dług zyska.

▪ Odnośnie czynników krajowych, nie oczekujemy niespodzianki ze strony kwietniowego PMI dla przemysłu i nie spodziewamy się istotnej zmiany retoryki ze strony RPP. Niemniej, kwestia kredytów walutowych oraz nadchodzące możliwe aktualizacje ratingu ograniczają potencjał do spadku rentowności/IRS. W tym tygodniu Komisja Europejska może opublikować wiosenną edycję swoich prognoz. Wydarzenie te nie będzie miało zapewne bezpośredniego wpływu na rynek, ale może pokazać czy KE ocenia Program Konwergencji zaktualizowany pod koniec kwietnia przez polski rząd jako wiarygodny.

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)