

# TYGODNIK EKONOMICZNY

6 – 12 marca 2017

W ubiegłym tygodniu, nastroje inwestorów były pozytywne i skupiali się oni głównie na wydarzeniach w USA. Wystąpienie Donalda Trumpa nie przyniosło żadnych szczegółów odnośnie planowanej polityki gospodarczej, a co więcej prezydent USA nieco złagodził swoją retorykę odnośnie imigrantów, co w konsekwencji zostało pozytywnie odebrane przez rynek. Dużo zmieniło się natomiast jeśli chodzi o oczekiwania dotyczące polityki monetarnej w USA – komentarze członków FOMC w połączeniu z dobrymi danymi z rynku pracy wzmocniły dość znacząco oczekiwania na marcową podwyżkę stóp. Na koniec tygodnia, rynek wycenił prawdopodobieństwo podwyżki stóp przez Fed w tym miesiącu na 90% wobec 50% w poniedziałek. Krajowe dane nie przyniosły niespodzianki, wzrost PKB i jego struktura były zgodne z oczekiwaniami, wskazując, że konsumpcja rządowa była głównym czynnikiem wspierającym. Indeks PMI dla polskiego przemysłu obniżył się nieznacznie w lutym, ale w naszej ocenie spadek ten był tylko korektą poprzedniego silnego wzrostu.

W tym tygodniu zostanie opublikowanych sporo istotnych danych za granicą, w centrum uwagi będzie zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w USA. Urząd Rynku Pracy w USA zmienił swoją metodologię i zrewidował dane historyczne, więc lutowa publikacja może okazać się dużą niespodzianką, dlatego dane dotyczące wynagrodzeń mogą okazać się kluczowe. W Europie ważne będą przede wszystkim dane z Niemiec dot. zamówień w przemyśle, produkcji oraz handlu, które będą istotne dla perspektyw gospodarczych strefy euro i Polski. EBC przedstawi swoje najnowsze projekcje CPI oraz PKB. Powszechnie oczekuje się, że stopy oraz program QE nie ulegną zmianie, niemniej perspektywy gospodarcze dla strefy euro będą kluczowe dla oczekiwań odnośnie wyjścia z programu QE. W regionie CEE kluczowa będzie inflacja w Czechach, gdyż bank centralny Czech uzależnił swoją decyzję o odejściu od powiązania EURCZK z poziomem 27 od tych danych. W Polsce najważniejszym wydarzeniem będzie posiedzenie RPP. Polscy bankierzy centralni zapoznają się z najnowszą projekcją CPI, której ścieżka najprawdopodobniej zostanie przesunięta w górę, co może zakwestionować pogląd RPP, że CPI powyżej 1,5% jest tymczasowo. Chcielibyśmy jednak przypomnieć, że ostatnim razem, gdy projekcja nie zgadzała się z oczekiwaniami Rady, jej wyniki były przez nią umniejszane. Wg nas, w tym tygodniu krajowe aktywa pozostaną pod wpływem zagranicznych danych i wydarzeń.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (6 marca)</b>							
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	1,0	-	1,3
<b>WTOREK (7 marca)</b>							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	-2,7	-	5,2
9:00	HU	PKB	IV kw.	% r/r	-	-	2,2
11:00	EZ	PKB	IV kw.	% r/r	1,7	-	1,8
<b>ŚRODA (8 marca)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		<b>%</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	2,7	-	-3,0
9:00	HU	CPI	II	% r/r	2,7	-	2,3
14:15	US	Raport ADP	II	k	185	-	246
<b>CZWARTEK (9 marca)</b>							
9:00	CZ	CPI	II	% r/r	2,4	-	2,2
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,0	-	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	223
<b>PIĄTEK (10 marca)</b>							
8:00	DE	Eksport	I	% m/m	2,0	-	-3,3
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	II	tys.	183	-	237
14:30	US	Stopa bezrobocia	II	%	4,7	-	4,8

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

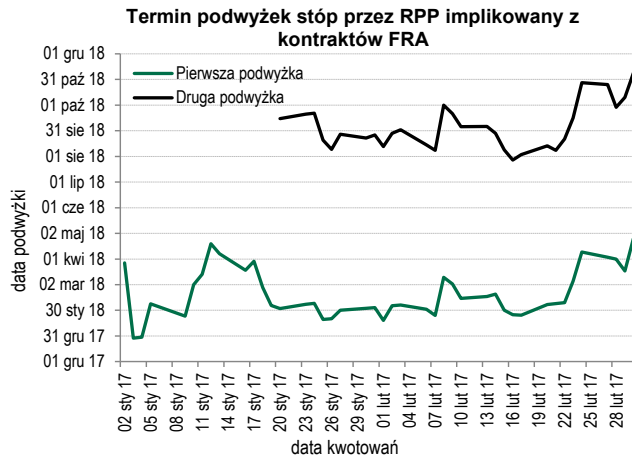
### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

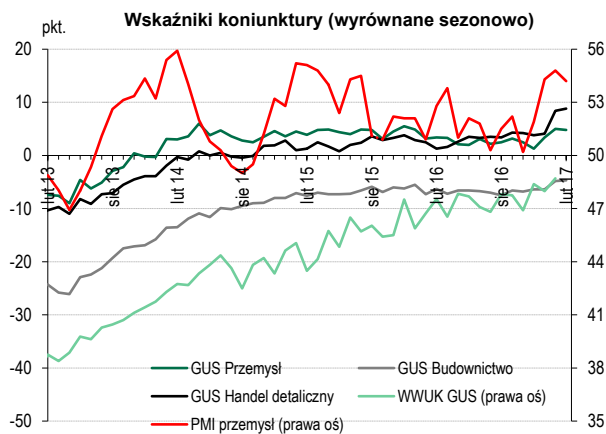
## Wydarzenia nowego tygodnia – Posiedzenie RPP i nowa projekcja



■ Posiedzenie RPP to jedyne istotne wydarzenie krajowe w tym tygodniu. Spodziewamy się, że stopy pozostaną bez zmian, ale posiedzenie będzie ważne ze względu na publikację nowej projekcji inflacyjnej. Prawdopodobnie ścieżka inflacji pójdzie wyraźnie w górę wobec ostatniej wersji (1,3% r/r w 2017 r., 1,5% r/r w 2018 r.). Projekcja może zatem zakwestionować pogląd RPP, że wzrost CPI powyżej 1,5% jest tymczasowy. Chcielibyśmy przypomnieć, że ostatnim razem, gdy projekcja nie zgadzała się z oczekiwaniami Rady, to jej wyniki zostały znacząco umniejszone. Ostatnio niektóre instytucje zaczęły oczekiwać podwyżek stóp w 2017 r., a z drugiej strony wycena pierwszej podwyżki na rynku FRA oddaliła się w czasie do kwietnia/maja 2018 r.

■ Naszym zdaniem wzrost inflacji nie jest wystarczający by przekonać RPP do podwyżek stóp w tym roku, jako że NBP chce wspierać odbicie gospodarcze. Spodziewamy się ruchu stóp w górę dopiero pod koniec 2018 r.

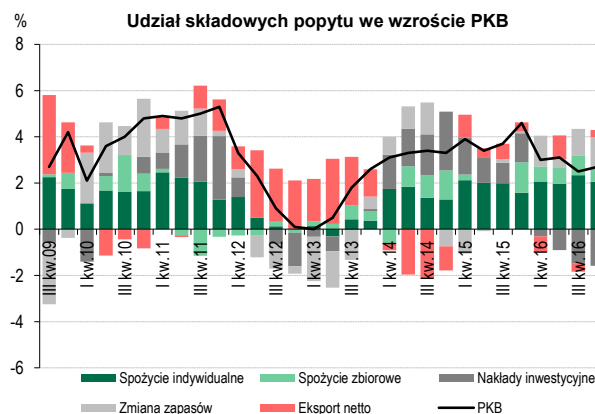
## Ostatni tydzień w gospodarce – PKB bez niespodzianek, PMI trochę w dół



■ Indeks PMI dla Polski spadł w lutym do 54,2 pkt z 54,8 pkt.. W największym stopniu przesądził o tym wolniejszy wzrost produkcji, podczas gdy nowe zamówienia nie uległy znacznym zmianom, a subindeks dla zatrudnienia wzrósł. Według nas, lutowy spadek to jedynie korekta po zbyt silnych wzrostach z poprzednich miesięcy i indeks wciąż będzie sugerował, że w dalszej części roku aktywność ekonomiczna powinna rosnąć.

■ Wzrost PKB w IV kw. 2016 r. wyniósł 2,7% r/r, zgodnie ze wstępnym odczytem. Podtrzymujemy naszą opinię, że lepszy od oczekiwań PKB w IV kw. 2016 r. nie oznacza poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego na 2017 r. Głównym źródłem pozytywnej niespodzianki było przesunięcie w czasie wydatków rządowych, które wg naszych szacunków podbiło dynamikę PKB w IV kw. o ok. 0,7 pp. To oznacza, że bez tego jednorazowego zabiegu tempo wzrostu w końcu roku byłoby zbliżone do 2% r/r. Lekkie ożywienie w inwestycjach (-5,8% r/r wobec -7,7% r/r w III kw. 2016 r.) jest pozytywnym czynnikiem. Od strony podażowej, dane wskazują, że głównym czynnikiem poprawy w inwestycjach było przede wszystkim budownictwo, i dalsze ożywienie w tym sektorze na początku 2017 r. powinno wspierać inwestycje. Konsumpcja prywatna prawdopodobnie pozostanie głównym motorem wzrostu w Polsce w tym roku. Ogólnie, zakładamy stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego w całym 2017 roku. Dane te nie zmieniają perspektyw polityki pieniężnej.

■ Stopa bezrobocia BAEL w Polsce spadła w styczniu do 5,4% z 5,5% w grudniu 2016 r. w ujęciu odsezonowanym. Eurostat dość wyraźnie zweryfikował w dół liczbę bezrobotnych za ostatnie miesiące, w związku z czym spadła ona poniżej miliona – po raz pierwszy w historii badania. Co ciekawe, rewizja danych oznacza podwyższenie dynamiki zatrudnienia. W styczniu wyniosła ona 1,6% r/r.



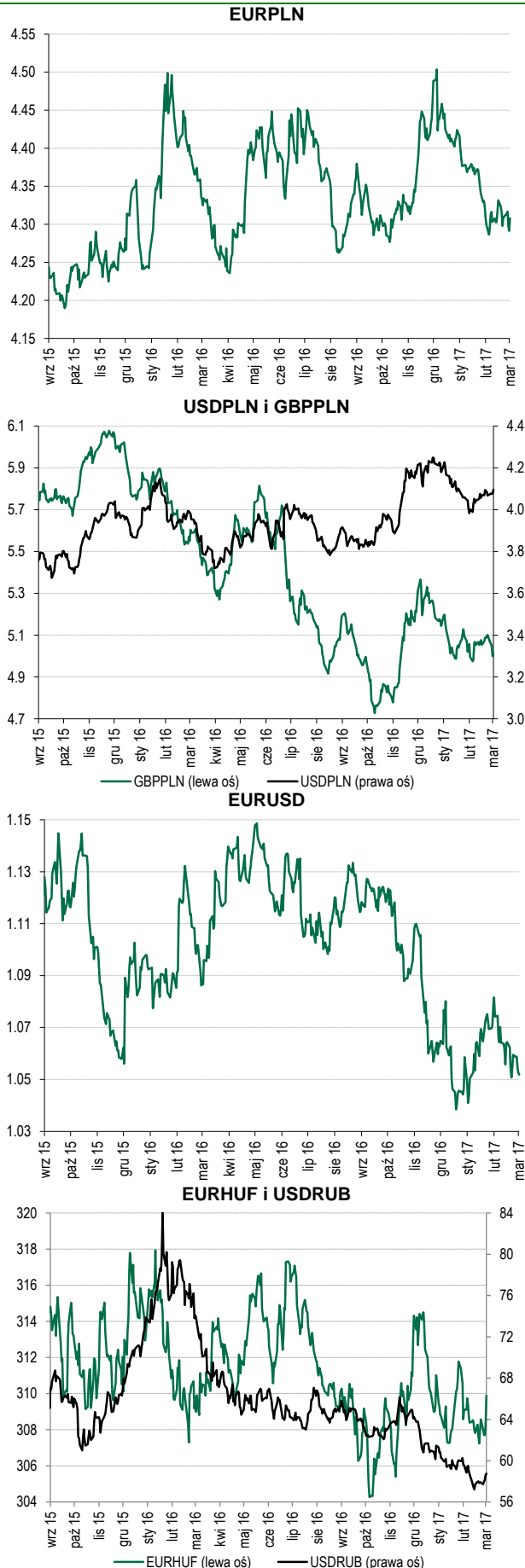
## Cytat tygodnia – Utrzymanie stóp bez zmian to optymalna strategia

**Eryk Łon, członek RR, 28 lutego 2017, Reuters**

Presja inflacyjna w zakresie cen konsumpcyjnych faktycznie uległa zwiększeniu. Trzeba będzie bardzo uważnie ją obserwować. Generalnie jednak uważam, że z uwagi na wciąż niskie tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych optymalną strategią w polskiej polityce pieniężnej wydaje się być strategia utrzymania stóp procentowych na dotychczasowym niskim poziomie przez stosunkowo długi okres, czyli jeszcze przez co najmniej 12 miesięcy. Poza tym warto pamiętać, że inflacja bazowa kształtuje się na stosunkowo niskim poziomie, co również oddala moment rozpoczęcia fazy zaostrzenia polityki pieniężnej.

Jak napisaliśmy wyżej, spodziewamy się, że RPP będzie umniejszała znaczenie wzrostu inflacji i skupi się na innych argumentach wspierających utrzymanie polityki „wait-and-see”. Komentarz Eryka Łona sugeruje, że takimi mogą być: wciąż słaby wzrost gospodarczy, zwłaszcza jeśli chodzi o inwestycje oraz względnie niska inflacja bazowa. Ponadto, spodziewamy się, że RPP będzie argumentowała, iż wzrost CPI wynika przede wszystkim z cen surowców, a zatem zmiany stóp i tak nie będą miały wpływu na inflację.

## Rynek walutowy – Dane o rynku pracy w USA wskażą kierunek

**EURPLN pozostaje w trendzie horyzontalnym**

▪ W minionym tygodniu złoty, podobnie jak i pozostałe waluty regionu CEE, reagował głównie na sytuację na globalnych rynkach akcji, ale również i na zmiany EURUSD, podczas gdy krajowe dane pozostawały w cieniu (dane o strukturze PKB za IV kw., indeks PMI) i miały bardzo ograniczony wpływ na wycenę PLN. W skali tygodnia złoty zyskał głównie wobec funta, franka szwajcarskiego i euro oraz stracił wobec dolara.

▪ Złoty oddał większość zysków osiągniętych wobec euro w pierwszej połowie tygodnia (EURPLN spadł tymczasowo do ok. 4,27 z ok. 4,32 na początku tygodnia) i na koniec tygodnia kurs ponownie wzrósł do ok. 4,30. EURPLN pozostaje wciąż w kanale konsolidacji 4,25-4,35, w którym znajduje się od początku lutego. W krótkim terminie widzimy ryzyko wzrostu EURPLN w kierunku górnego ograniczenia pasma wahań w wyniku mocnych danych w USA (głównie z rynku pracy za luty), który powinien potwierdzić, że Fed zdecyduje się na podwyżkę stóp już w tym miesiącu. Trend wzrostowy kursu może być wspierany napływem informacji politycznych z Europy, tym bardziej, że zbliża się termin wyborów w Holandii.

▪ Podsumowując, widzimy miejsce do wzrostu EURPLN, jednak kurs nie powinien przełamać górnego ograniczenia kanału konsolidacji. Natomiast USDPLN jest coraz bliżej poziomu oporu na 4,10; przełamanie tego poziomu otworzy drogę w kierunku 4,13. Uważamy, że posiedzenie RPP zaplanowane na ten tydzień będzie raczej neutralne dla PLN.

**Dolar mocniejszy dzięki oczekiwaniom na podwyżkę stóp**

▪ W ubiegłym tygodniu dolar umocnił się wobec euro dzięki rosnącemu prawdopodobieństwu marcowej podwyżki stóp (obecnie prawdopodobieństwo to wynosi 90% wobec 44% tydzień temu). EURUSD testował 1,05, ale ten poziom nie został przełamany na stałe, gdyż kurs tylko na chwilę osiągnął 1,049. W piątek umocnienie dolara wytraciło na sile (kurs ponownie wzrósł w okolice 1,055) w oczekiwaniu na popołudniowe wystąpienie szefowej Fed Janet Yellen.

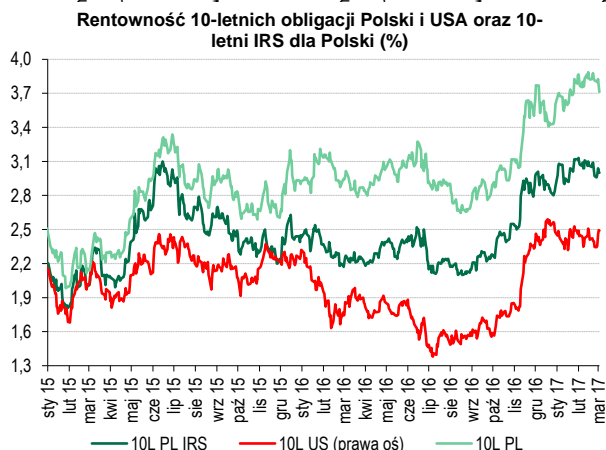
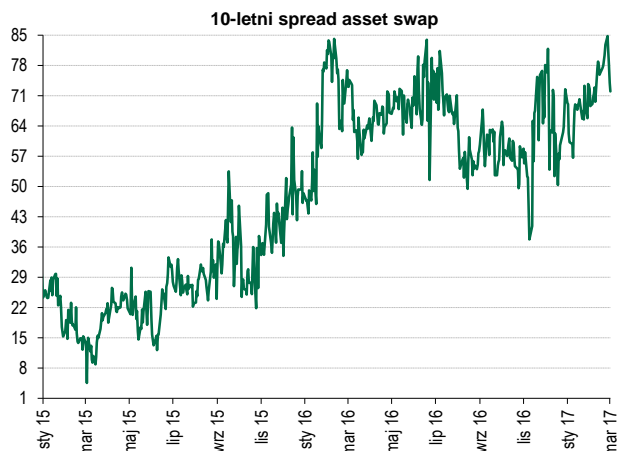
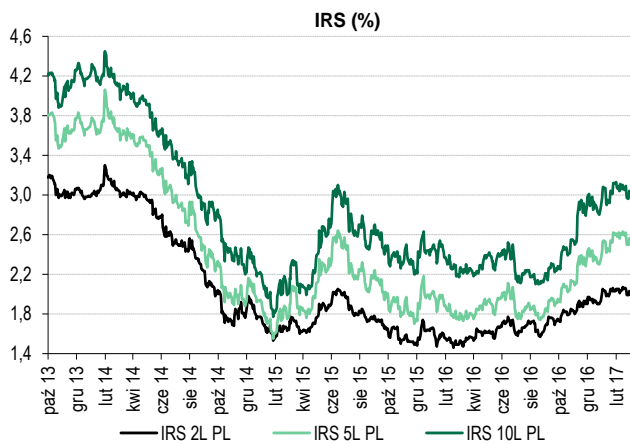
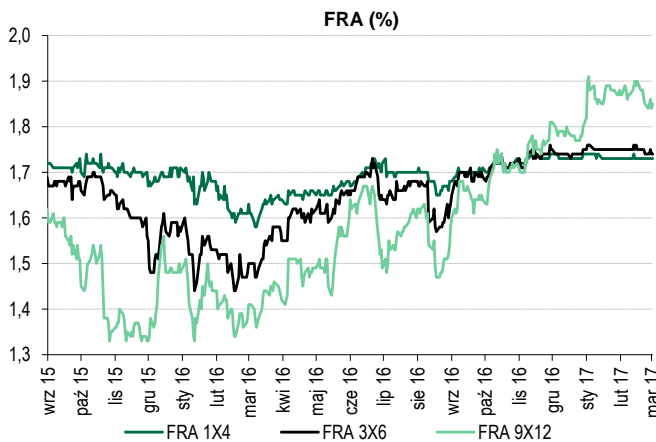
▪ W tym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na posiedzeniu EBC oraz publikacjach danych z Europy i USA. W naszej ocenie EBC potwierdzi dotychczasową politykę monetarną, utrzymując stopy oraz retorykę bez zmian. Kluczowy dla rynku może okazać się lutowy raport z rynku pracy w USA. Podczas gdy powszechnie oczekuje się solidnych danych o zatrudnieniu, to dane dotyczące wynagrodzeń mogą mieć większe znaczenie dla rynku i wyznaczyć kierunek w krótkim terminie.

**Waluty CEE pod presją**

▪ Waluty CEE nieznacznie osłabiły się w minionym tygodniu, w szczególności rubel. To wynikało głównie ze wzrostu awersji do ryzyka wynikającego z umocnienia oczekiwań na marcową podwyżkę stóp przez Fed. Rubel stracił na wartości również w efekcie spadków cen ropy, a forint osłabił się po informacji, że bank centralny poluzuje swoją politykę monetarną jeśli zajdzie taka konieczność. W efekcie USDRUB wzrósł do prawie 59, a EURHUF w kierunku 310.

▪ Waluty CEE pozostaną pod wpływem czynników zewnętrznych, głównie danych z USA. Uwaga inwestorów może się przesunąć w kierunku Czech, gdzie będą publikowane dane inflacyjne. Dane inflacyjne są istotne z punktu widzenia terminu odejścia banku centralnego (CNB) od usztywnienia EURCZK na 27. Mimo wzrostu inflacji, inflacja bazowa wciąż pozostaje relatywnie niska, co powinno skłaniać CNB do obserwacji trendów inflacyjnych oraz decyzji o wyjściu około połowy roku.

## Rynek stopy procentowej – Banki centralne i dane z USA w centrum uwagi



### IRS w górę, rentowności w dół

- W zeszłym tygodniu na krajowym rynku spready asset swap zawężyły się w wyniku zaskakująco dobrej formy obligacji i rosnących IRS w ślad za globalnym trendem napędzanym przez niezłe dane z USA i jastrzębie wypowiedzi członków FOMC. W efekcie, 2-letni IRS wzrósł powyżej 2%, 5-letni jeszcze bardziej oddalił się od 2,50%, a 10-letni powrócił powyżej 3%.
- Stawki FRA nie uległy w tygodniowym rozrachunku dużym zmianom, a WIBOR-y od 1 do 12 miesięcy pozostały stabilne.

### Nierezydenci kupują polski dług, udana aukcja zamiany

- Według opublikowanych danych Ministerstwa Finansów, w styczniu nierezydenci kupili polskie złotowe rynkowe obligacje za 1,2 mld zł i nominalna wartość ich portfela wzrosła do 193,8 mld zł. Tak jak w poprzednich miesiącach popyt skupił się 5- i 10-letnich benchmarkach – inwestorzy zagraniczni kupili DS0727 za ponad 2 mld zł (na koniec stycznia udział w całkowitej emisji tego papieru wynosił ok. 42%) i PS0422 za 1,4 mld zł.

- W tej grupie najaktywniejsze były fundusze inwestycyjne (+2,45 mld zł), podczas gdy banki komercyjne i banki centralne zredukowały swoje stany posiadania (o 1,2 mld zł i 484 mln zł). Pod kątem geograficznym, polskie obligacje były kupowane przez inwestorów ze strefy euro (+1,9 mld zł) oraz Azji (+1,34 mld zł), natomiast europejscy gracze z UE, ale spoza strefy euro sprzedali dług za 833 mln zł.

- Polskie banki kupiły krajowy dług za 4,4 mld zł i wartość ich portfela osiągnęła nowe historyczne maksimum na prawie 240 mld zł. W styczniu sprzedającym polskie obligacje były fundusze inwestycyjne (ok. 1 mld zł).

- Aukcja zamiany obligacji była udana, Ministerstwo Finansów odkupiło dług zapadający w 2017 r. za 4,77 mld zł i sprzedało obligacje za 5,24 mld zł. Popyt znowu skupił się na długim końcu – tylko ze sprzedaży DS0727 resort pozyskał 2,24 mld zł.

### Banki centralne i dane z USA w centrum uwagi

- W tym tygodniu uwaga rynku skupi się na bankach centralnych i danych z rynku pracy USA.

- Powszechnie oczekuje się, że krajowa RPP utrzyma stopy NBP bez zmian i w naszej ocenie Rada będzie zapewne chciała umniejszyć znaczenie prawdopodobnej rewizji w górę ścieżki CPI w zaktualizowanych prognozach przygotowanych przez bank centralny. Jeśli faktycznie tak się stanie, wtedy reakcja rynku powinna być ograniczona. Od ostatniego posiedzenia RPP krzywa FRA minimalnie się obniżyła – oddalając w czasie wycenianą przez rynek pierwszą podwyżkę stóp NBP i uważamy, że w tym tygodniu perspektywy dla polityki pieniężnej nie ulegną zmianie.

- Środek i długi koniec krzywych będzie zapewne pod wpływem wyniku posiedzenia EBC i miesięcznych danych z rynku pracy USA, z których to drugie wydarzenie może być ważniejsze dla rynku.

- Solidne dane z USA i jastrzębie komentarze członków FOMC spowodowały, że wg Bloombergu rynkowa wycena szans marcowej podwyżki stóp Fed o 25 pb wzrosła do 90% z jeszcze 30% na początku lutego. Marcowa podwyżka jest więc już w zasadzie wyceniona i wydaje się, że reakcja na dane z USA będzie większa w przypadku odczytu poniżej prognoz niż na pozytywną niespodziankę.

- Korelacja polskiego rynku z bazowymi spadła w ostatnim czasie, ale sądzimy, że krajowe IRS i rentowności nie pozostaną obojętne na globalne ruchy wywołane przez tak ważne wydarzenia.

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 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)