

# TYGODNIK EKONOMICZNY

13 – 19 marca 2017

Złoty oraz krajowy dług pozostały w trendach bocznych pomimo gołębiej retoryki RPP oraz jastrzębich sygnałów z EBC. W najbliższą środę będą miały miejsce dwa kluczowe wydarzenia, które mogą przyczynić się do wzrostu zmienności na rynku.

W Holandii odbędą się wybory parlamentarne i póki co eurosceptyczna partia PVV ma wysokie poparcie w sondażach. Niezależnie od tego kto wygra wybory, utworzenie rządu może być trudne, bo sympatie wyborców są w miarę równomiernie rozłożone pomiędzy poszczególne ugrupowania. Naszym zdaniem, niepewność odnośnie do przyszłego kształtu europejskiej sceny politycznej może być negatywna dla złotego.

Drugim kluczowym wydarzeniem będzie decyzja FOMC nt. stóp procentowych w USA. Rynek w pełni wycenia podwyżkę stóp o 25 pb w tym miesiącu, dlatego też reakcja rynków EM na taką decyzję nie musi być bardzo negatywna. Ogólnie jednak wydaje nam się, że bilans czynników dla złotego i walut regionu jest niekorzystny, przynajmniej w krótkim okresie.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (13 marca)</b>							
9:00	PL	Raport o inflacji					
<b>WTOREK (14 marca)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	1,7	-	-1,6
11:00	DE	Indeks ZEW	III	pts	78,1	-	76,4
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	II	% r/r	8,5	8,3	8,5
14:00	PL	Inflacja CPI	II	% r/r	2,1	2,0	1,8
<b>ŚRODA (15 marca)</b>							
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	7,8	-	2,7
13:30	US	Inflacja CPI	II	% m/m	0,0	-	0,6
13:30	US	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	-0,1	-	0,4
14:00	PL	Inflacja bazowa	II	% r/r	-	0,1	0,1
19:00	US	Decyzja FOMC		%	0,75-1,0		0,25-0,50
<b>CZWARTEK (16 marca)</b>							
11:00	EZ	Inflacja HICP	II	% r/r	2,0	-	1,8
13:30	US	Rozpoczęte budowy domów	II	tys.	1255	-	1246
13:30	US	Pozwolenia na budowę	II	tys.	1253	-	1285
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	II	tys.	-	-	243
13:30	US	Indeks Philadelphia Fed	III	pkt	28	-	43,3
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	I	mln €	216	2079	-533
14:00	PL	Eksport	I	mln €	15209	15195	14615
14:00	PL	Import	I	mln €	14794	14841	14766
14:00	PL	Przeciętne zatrudnienie	II	% r/r	4,5	4,5	4,5
14:00	PL	Przeciętne wynagrodzenie	II	% r/r	4,0	3,9	4,3
<b>PIĄTEK (17 marca)</b>							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	2,7	0,8	9,0
14:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	II	% r/r	-0,7	-3,5	2,1
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	II	% r/r	7,1	7,1	9,6
14:00	PL	PPI	II	% r/r	4,6	4,6	4,1

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

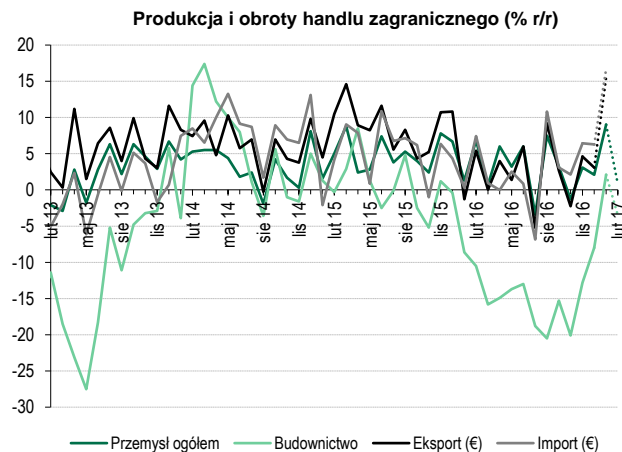
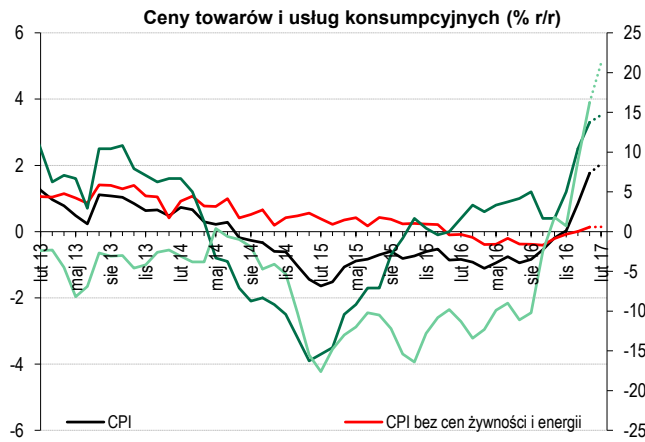
### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Ważne dane z Polski



- Ten tydzień zapowiada się ciekawie ze względu na sporą dawkę danych z kraju. Poza inflacją, zobaczymy dane z rynku pracy, o produkcji, sprzedaży detalicznej i bilansie płatniczym.
- CPI prawdopodobnie wzrośnie do 2,0% r/r w lutym, a w kolejnych miesiącach może nawet przekroczyć ten poziom. Sytuacja na rynku żywności i paliw zadecyduje o tym, jak wysoki poziom osiągniemy (wg naszych obecnych prognoz szczyt CPI na poziomie 2,2% osiągniemy w kwietniu). Inflacja bazowa (NBP opublikuje dane za styczeń i luty), będzie prawdopodobnie rosła wolniej od CPI, jako że nie ma oznak narastania presji cenowej.
- Razem z CPI za luty, GUS opublikuje skład zrewidowanego koszyka CPI. Naszym zdaniem rewizja będzie miała minimalny wpływ na CPI: ujemny w pierwszej połowie roku i dodatni w drugiej. Najmocniejszy efekt będzie miał miejsce w grudniu 2017 r., ale wyniesie zaledwie +0,03 pp.
- Dane o bilansie płatniczym za styczeń pokażą prawdopodobnie dużą nadwyżkę salda obrotów bieżących ze względu na wysoki napływ środków z UE. Według Ministerstwa Finansów, transfery bieżące z UE do Polski wyniosły w styczniu 2,2 mld €, wobec 0,5 mld € średniomiesięcznie w 2016 r. Spodziewamy się także widocznego przyspieszenia eksportu i importu ze względu na silny odczyt produkcji przemysłowej i dodatni efekt dni roboczych.
- W lutym efekt dni roboczych był już ujemny i to obniży odczyty produkcji w przemyśle i budownictwie oraz sprzedaży detalicznej. Te informacje będą kluczowe dla oceny tempa ożywienia gospodarczego w I kw. 2017 r.
- Dane o podaży pieniądza M3 również mogą okazać się dość ciekawe, jako że ostatnio obserwowaliśmy odpływ depozytów na rynek akcji. Dlatego spodziewamy się spowolnienia tempa wzrostu M3.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Projekcja inflacji w górę ale polityka pieniężna bez zmian

	Wzrost PKB			
	mar 16	lip 16	lis 16	mar 17
2017	2.6÷4.8	2.4÷4.5	2.6÷4.5	3.4÷4.0
2018	2.1÷4.4	2.1÷4.3	2.2÷4.4	2.4÷4.5
2019	-	-	-	2.3÷4.4
	Inflacja CPI			
	mar 16	lip 16	lis 16	mar 17
2017	0.2÷2.3	0.3÷2.2	0.5÷2.0	1.6÷2.5
2018	0.4÷2.8	0.3÷2.6	0.3÷2.6	0.9÷2.9
2019	-	-	-	1.2÷3.5

- Zgodnie z oczekiwaniami, RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Stopa referencyjna wynosi nadal 1,50%.
- Ton komunikatu RPP nie uległ znaczącym zmianom i pozostał gołębi, zgodnie z naszymi oczekiwaniami i pomimo faktu, że ścieżka inflacyjna jest wyraźnie wyżej niż w listopadowej projekcji. Centralna projekcja inflacji CPI poszła w górę o 0,8 pp w 2017 r. (do nieco powyżej 2%) i o 0,5 pp w 2018 r. (do 1,9%). Centralna prognoza na 2019 r. to 2,4%. Nowa projekcja stawia podważa zatem niedawne przekonanie członków RPP, że inflacja wkrótce spadnie z powrotem poniżej 1,5%. Z drugiej strony, projekcja pokazała, że w 2018 r. wskaźnik CPI raczej ulegnie stabilizacji niż będzie rósł i że perspektywa osiągnięcia celu 2,5% jest wciąż dość odległa.

## Cytat tygodnia – Brak obaw o ujemne realne stopy procentowe

Adam Glapiński, prezes NBP, 8 marca

Jeśli się utrzymają dotychczasowe tendencje, do końca roku stopy pozostaną bez zmian. Nie będzie podstaw do podwyższania stóp – może nawet do końca przyszłego roku – ale to daleka perspektywa, na pewno do końca tego, ale zobaczymy co potem. Prawdopodobnie wydłuży się okres ujemny stóp realnych, ale nie widzę powodu żeby się bardzo niepokoić.

Eugeniusz Gatnar, członek RPP, 8 marca

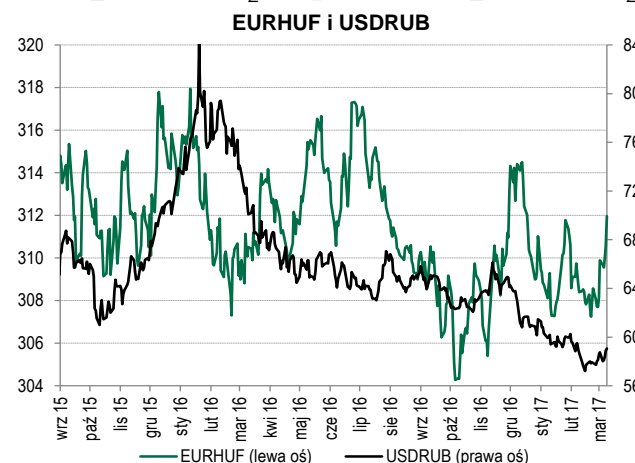
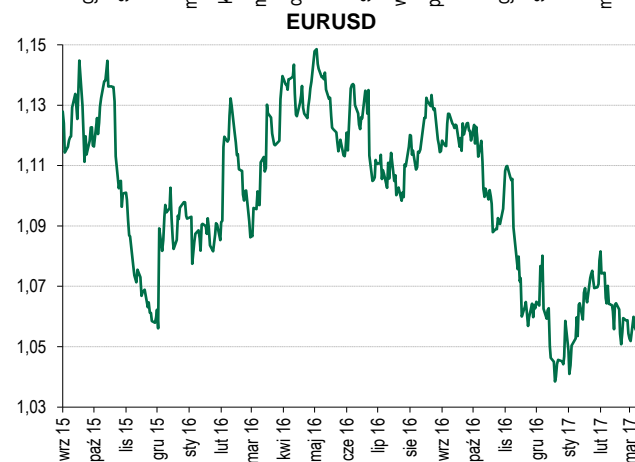
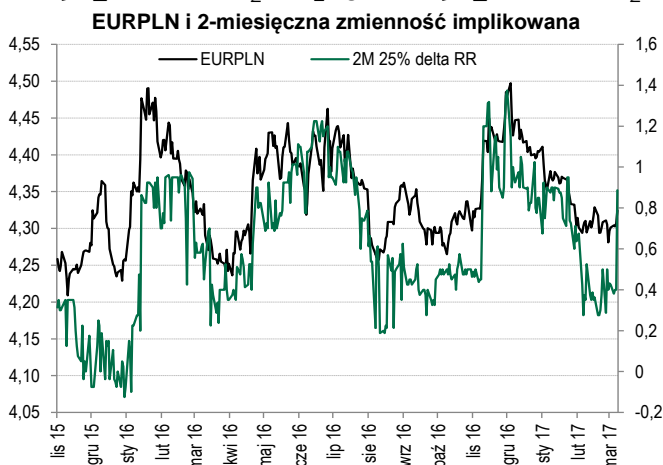
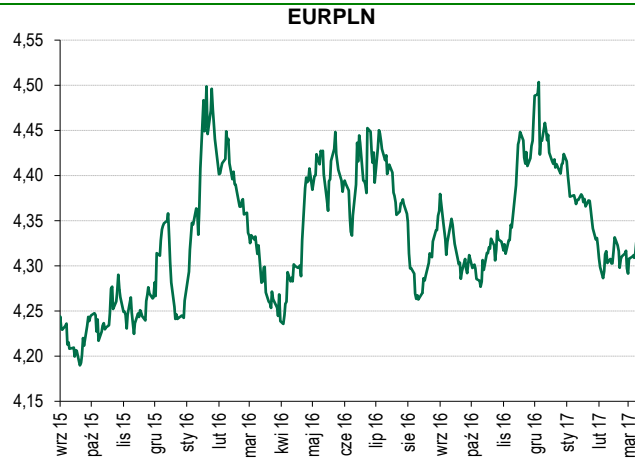
Ścieżka inflacji jest wyższa ale to mnie nie martwi, martwiłbym się gdyby była powyżej celu 2,5%.

Łukasz Hardt, członek RPP, 8 marca

Ujemne realne stopy mogą nam towarzyszyć dłużej, może nawet do końca horyzontu projekcji. Jeśli to prawdopodobieństwo będzie rosło, to będę się przyglądać.

Członkowie RPP obecni w czasie konferencji prasowej (Hardt, Gatnar) powiedzieli, iż nie martwią się wcale faktem, że okres ujemnych realnych stóp procentowych może być dłuższy niż wcześniej się spodziewali. Prezes NBP Adam Glapiński powtórzył kilkakrotnie swoją wcześniejszą opinię, że nie widzi podstaw do rozważania zmiany stóp procentowych do końca tego roku. Co więcej, Glapiński dodał, że jeśli utrzymają się tendencje zgodne z przyjętymi w najnowszej projekcji, to jego zdaniem nie będzie podstaw do zacieśniania polityki monetarnej również w 2018 r. W sumie, sądzimy że zarówno ton komunikatu jak i wypowiedzi członków Rady w trakcie konferencji prasowej potwierdziły wyraźnie, że RPP nie będzie się spieszyła z zacieśnieniem polityki pieniężnej, o ile nie nastąpi bardzo mocne zaskoczenie po stronie tendencji inflacyjnych. Według nas, pierwsza podwyżka stóp procentowych w Polsce raczej nie nastąpi wcześniej niż pod koniec 2018 r.

## Rynek walutowy – Uwaga na 15 marca

**Czynniki wewnętrzne i zewnętrzne osłabiają złotego**

▪ Zmienny nastrój na globalnym rynku, gołębia retoryka RPP i nieco bardziej jastrzębie sygnały z EBC ciążyły złotemu. Kurs EURPLN rósł w każdym dniu minionego tygodnia i zbliżył się do górnego ograniczenia przedziału 4,25-4,35, w którym waha się od początku lutego.

▪ W poprzednich raportach wskazywaliśmy, iż naszym zdaniem ostatni impuls aprecjacyjny złotego był nadmierny. Teraz, po miesiącu stabilizacji kursu chcemy zwrócić uwagę, że 1- i 2-miesięczna zmienność implikowana osiągnęły lokalne dołki (jak widać na drugim wykresie). W przeszłości z poziomów tych rozpoczynał się wzrost zmienności, czemu towarzyszył ruch w górę EURPLN. Warto też zauważyć, że okresy stabilizacji zmienności na niskim poziomie były krótkie i być może wzrost o którym piszemy powyżej właśnie się rozpoczyna i EURPLN już niebawem też podąży na północ.

▪ W tym tygodniu w środę będą miały miejsce dwa ważne wydarzenia. W Holandii odbędą się wybory parlamentarne i partie przeciwne euro mają duże poparcie. Naszym zdaniem, niepewność odnośnie przyszłego kształtu europejskiej sceny politycznej może skłonić inwestorów do realizacji zysków z ostatnich wzrostów na giełdach, co może być negatywne dla złotego. Po drugie, FOMC zdecyduje o stopach procentowych. Wg Bloomberg, rynek wycenił już marcową podwyżkę o 25 pb, więc waluty z rynków wschodzących nie powinny raczej zareagować zbyt negatywnie na taką decyzję. Jednocześnie, mimo ostatniego szybkiego wzrostu inflacji krajowa RPP wydaje się nie spieszyć z podwyżkami stóp, które mogłyby być korzystne dla krajowej waluty. Ogólnie, wydaje nam się, że bilans czynników jest dla złotego niekorzystny, przynajmniej w krótkim okresie.

**EURUSD stabilny w oczekiwaniu na ważne wydarzenia**

▪ Kurs EURUSD pozostał w przedziale 1,05-1,065 mimo dość dobrych danych z USA, mniej gołębiej od oczekiwań retoryki EBC i mieszanych danych z Niemiec.

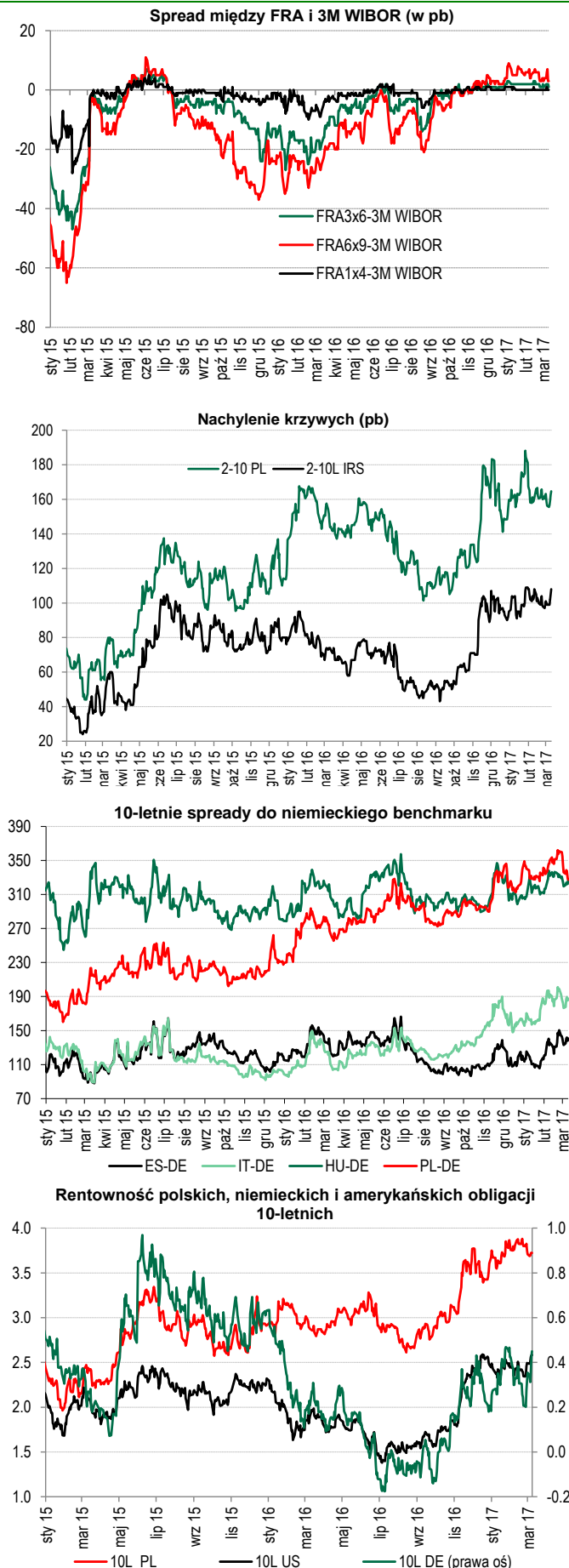
▪ Wybory parlamentarne w Holandii i decyzja FOMC ws. stóp to kluczowe wydarzenia dla EURUSD w krótkim terminie. Rynek wycenił już podwyżkę stóp Fed w marcu o 25 pb (i kolejne dwie w dalszej części roku), więc taka decyzja nie powinna wesprzeć dolara i EURUSD może wzrosnąć na fali odreagowania na świecie. Skala potencjalnego ruchu w górę może być jednak ograniczona przez wyniki holenderskich wyborów. Obecnie sondaże wskazują, że poparcie dla partii jest mocno rozdrobnione i trudno może być utworzyć rząd, niezależnie kto wygra.

**Waluty CEE od presją**

▪ Forint oraz rubel straciły w zeszłym tygodniu w wyniku dość niestabilnego nastroju na świecie i spadku cen surowców – EURHUF wzrósł do 312 z 308, a USDRUB odbił do 59,5 z 58.

▪ Tak jak w przypadku złotego, sądzimy że te dwie waluty też w najbliższym czasie mogą być pod presją.

## Rynek stopy procentowej – Możliwa wyższa zmienność w najbliższym tygodniu



### Nieznaczące wzrosty krajowych rentowności po EBC

W minionym tygodniu krajowe aktywa podążały za zmianami na rynkach bazowych. Warto jednak zauważyć, że polski rynek zyskał bardziej niż bazowy na początku i stracił mniej na końcu tygodnia. Rentowność 10-letniego benchmarku tymczasowo spadła do 3,68% (najniższego poziomu od końca stycznia), a następnie wzrosła do 3,75%. Pomimo dość gołej retoryki RPP krajowe obligacje oddały część wcześniejszych zysków i ta tendencja nasiliła się po konferencji prasowej EBC. Był to wynik wzrostu rentowności niemieckiej 10-latkii ok. 0,46% na koniec tygodnia, najwyżej od końca stycznia.

Obie krzywe obligacji i IRS przesunęły się w górę w ciągu minionego tygodnia. Nastąpiło ich wystromienie, gdyż długi koniec krzywych stracił najmocniej. W efekcie spread 2-10L rozszerzył się do ok. 165pb dla obligacji oraz do ok. 107 pb dla IRS. Co więcej, rynek obligacji zachowywał się lepiej niż IRS co przyczyniło się do zawężenia asset swap spreadów. W tym samym czasie spread do Bunda dla sektora 10L zawężił się dość znacząco do ok. 330pb (najniższy poziom od stycznia) w wyniku mniejszych zmian na krajowym rynku niż na bazowym.

Na rynku pieniężnym miniony tydzień przyniósł przesunięcie krzywej FRA w dół, podczas gdy stawki WIBOR pozostały stabilne. Deklaracja RPP, że stopy pozostaną stabilne przynajmniej do końca 2017 r. skłoniła inwestorów do zmiany swoich oczekiwań odnośnie przyszłej ścieżki stóp procentowych. W efekcie data pierwszej podwyżki stóp o 25 pb przez RPP wyceniana przez rynek przesunęła się na czerwiec 2018 z kwietnia/maja 2018 wycenianego wcześniej.

### Posiedzenie Fed w centrum uwagi

Przed nami interesujący tydzień, w którym zostaną opublikowane istotne krajowe dane makro a także odbędą ważne wydarzenia za granicą (w Europie wybory w Holandii, a w USA posiedzenie FOMC, oba wydarzenia 15 marca). W naszej ocenie, dane o aktywności gospodarczej w Polsce za luty będą wyglądały mniej imponująco niż w poprzednim miesiącu (większość naszych prognoz jest poniżej konsensusu rynkowego). Dane te powinny potwierdzić ocenę rynku, że RPP nie ma potrzeby spieszyć się z normalizacją polityki monetarnej. Co więcej, wzrost inflacji do 2% r/r w lutym nie będzie niespodzianką. Wpływ tych danych na rynek może być ograniczony w kontekście ostatniej retoryki RPP, że wzrost inflacji wynika głównie z wyższych cen surowców, a więc czynników, na które RPP nie ma wpływu. Biorąc pod uwagę powyższe argumenty spodziewamy się, że krótki koniec krzywych powinien się zakotwiczyć blisko bieżących poziomów.

Środek i długi koniec krzywych powinny pozostać pod wpływem czynników zewnętrznych, publikowanych za granicą danych makro, wyborów w Holandii oraz posiedzenia FOMC, które przyczynią się do wzrostu zmienności na rynkach. W naszej ocenie decyzja FOMC będzie kluczowa. Powszechnie oczekuje się, że Fed podwyższy stopy o 25 pb, dlatego też reakcja rynku na taką decyzję będzie ograniczona. Sądzimy, że tylko brak decyzji o zmianie stóp może wywołać znaczącą reakcję rynkową, powodując spadek rentowności na rynkach długu globalnie, w tym również na polskim. Niemniej może to być tylko krótkotrwały spadek jeśli nastąpiłby wzrost ryzyka politycznego w Europie po wyborach w Holandii.

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)