

# TYGODNIK EKONOMICZNY

20 – 26 marca 2017

Miniony tydzień przyniósł poprawę globalnego nastroju, na co największy wpływ miały dwa wydarzenia. Po pierwsze, Fed podniósł stopy procentowe, ale wydzwięk posiedzenia był raczej gołębi, ponieważ w dalszej części roku miejsce będą miały prawdopodobnie jeszcze tylko dwie podwyżki. Po drugie, w holenderskich wyborach parlamentarnych eurosceptyczna partia Geerta Wildersa PVV przegrała z rządzącą partią VVD Marka Ruttego. Te dwa wydarzenia zmniejszyły poziom niepewności i spowodowały wzrost popytu na ryzykowne aktywa, przynajmniej na chwilę obecną. W Polsce opublikowano sporo ciekawych danych. Lutowa inflacja zaskoczyła na plus i wskazała, że rynek może intensywniej spekulować nt. podwyżek stóp NBP, być może nawet w 2017 r. Dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej były nieco poniżej oczekiwań i zasugerowały, że wskazany jest umiar w optymistycznych oczekiwaniach odnośnie do odbicia gospodarczego.

Kalendarz publikacji danych na ten tydzień jest dość ubogi. W czwartek GUS opublikuje Biuletyn Statystyczny, w którym znajdziemy trochę nowych wskaźników nt. sytuacji ekonomicznej. Dla rynku jest to jednak publikacja niezbyt istotna. W piątek pojawiają się wstępne indeksy PMI w strefie euro i zamówienia na dobra trwałe w USA, co może mieć pewien wpływ na notowania. Ale ogólnie tydzień powinien upłynąć w dość spokojnej atmosferze.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (20 marca)</b>							
Brak istotnych publikacji							
<b>WTOREK (21 marca)</b>							
Brak istotnych publikacji							
<b>ŚRODA (22 marca)</b>							
15:00	US	Sprzedaż domów	II	% m/m	-1,9	-	3,3
<b>CZWARTEK (23 marca)</b>							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	II	%	8,6	8,5	8,6
12:00	PL	Aukcja obligacji					
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	241
14:00	PL	Minutes RPP					
15:00	US	Sprzedaż nowych domów	II	% m/m	0,9	-	3,7
<b>PIĄTEK (24 marca)</b>							
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	III	pkt	56,5	-	56,8
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	III	pkt	55,2	-	55,4
13:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	II	% m/m	1,0	-	2,0

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

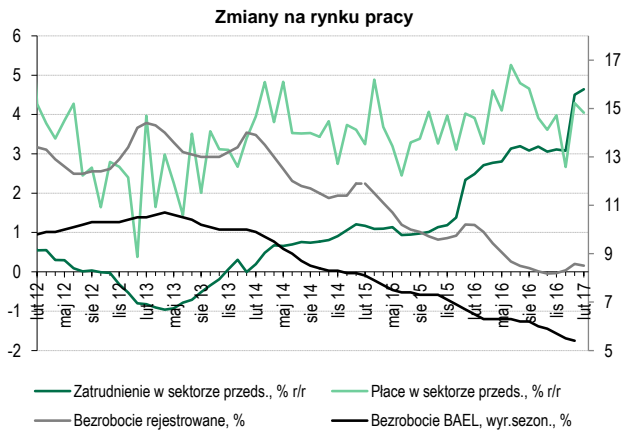
### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40  
 email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>  
 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 SKARBURU:

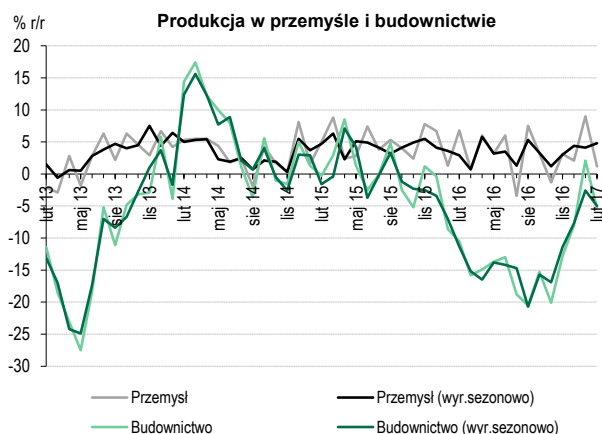
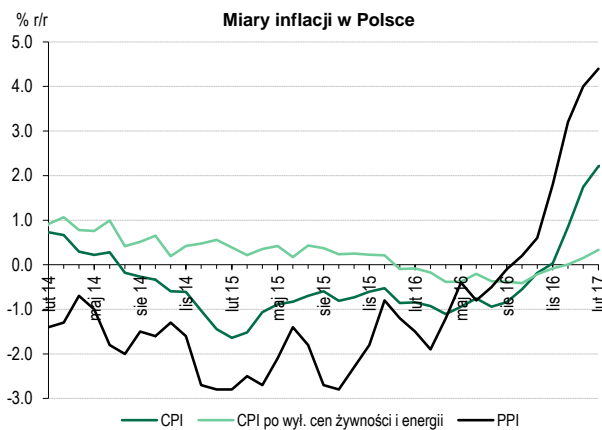
Poznań 61 856 5814/30  
 Warszawa 22 586 8320/38  
 Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Stopa bezrobocia, wskaźniki wyprzedzające i minutes RPP



- Spodziewamy się spadku stopy bezrobocia rejestrowanego do 8,5% w lutym. Nasza prognoza jest zgodna z szacunkiem Ministerstwa Pracy, więc niespodzianka nie jest naszym zdaniem zbyt prawdopodobna. W każdym razie dane potwierdzą, że polski rynek pracy wciąż jest w dobrej formie.
- Wskaźniki wyprzedzające będą dość ciekawą publikacją. Ostatnio indeksy koniunktury gospodarczej i konsumenckiej szły w górę, sugerując poprawę koniunktury. Spodziewamy się utrzymania tego trendu, co sugerować będzie przyspieszenie wzrostu PKB w 2017 r.
- Minutes RPP mogą być interesujące ze względu na małą odległość inflacji CPI od celu (2,5%), co może pogłębiać różnice w poglądach bankierów centralnych. Naszym zdaniem, stopy procentowe pozostaną bez zmian w 2017 r., chociaż niektóre instytucje widzą podwyżki już w tym roku.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Aktywność poniżej oczekiwań, CPI zaskoczył w górę



- Inflacja CPI w Polsce wzrosła w lutym do 2,2% r/r z 1,7% r/r w styczniu. Zaskoczenie w górę wynikało przede wszystkim z mocnego wzrostu cen żywności – o 1,0% m/m (był to najmocniejszy odczyt w tym miesiącu od 2000 r.) Winę za tak mocny wzrost w tej kategorii ponoszą przede wszystkim warzywa. Nie można wykluczyć, że inflacja chwilowo osiągnie cel 2,5%, ale na razie nie jest to nasz bazowy scenariusz.
- Płace w sektorze firm wzrosły w lutym o 4,0% r/r, a zatrudnienie o 4,6% r/r. Popyt na pracę jest wciąż bardzo mocny, a mimo to presja płacowa nie rośnie. Naszym zdaniem, taka sytuacja nie może trwać wiecznie i w drugiej połowie tego roku spodziewamy się spowolnienia tempa wzrostu zatrudnienia oraz szybszego wzrostu płac.
- Na rachunku obrotów bieżących zanotowano rekordową nadwyżkę 2,5 mld €, co wynikało przede wszystkim z dużego transferu funduszy z UE. W kolejnych miesiącach taki wynik raczej się nie powtórzy. Wzrost eksportu i importu przyspieszył (do odpowiednio 13,8% i 16% r/r), częściowo za sprawą efektu kalendarzowego, a częściowo dzięki silniejszemu popytowi za granicą i w kraju.
- Wzrost produkcji przemysłowej zwolnił w lutym do 1,2% r/r, a produkcja w budownictwie spadła o 5,4% r/r. Wyniki były wyraźnie słabsze od tych ze stycznia i od konsensusu rynkowego. Warto jednak pamiętać, że na pogorszenie dynamiki produkcji wobec stycznia duży wpływ miał efekt kalendarzowy. Dane nie są naszym zdaniem powodem do niepokoju, ale sugerują, że warto zachować umiar jeśli chodzi o optymizm dotyczący perspektyw polskiej gospodarki. Tym bardziej, że dynamika sprzedaży detalicznej (5,2% r/r w cenach stałych) również rozczarowała, co sugeruje, że wzrost konsumpcji prywatnej raczej się stabilizuje niż przyspiesza na początku tego roku.

## Cytat tygodnia – W perspektywie 12 miesięcy nie będzie potrzeby zmieniania stóp

**Eugeniusz Gatnar, członek RPP, 13.03.2017, Reuters**

Gdyby realne stopy procentowe były uporczywie ujemne, to zasadne może być rozważenie decyzji o podwyżce stóp jeszcze w tym roku. Ponieważ jednak jak na razie realne ujemne stopy są niewielkie, to należy poczekać przynajmniej do lipca, uważnie obserwując procesy cenotwórcze.

**Grażyna Ancyparowicz, członkini RPP, 14.03.2017, PAP**

Jeśli nie zajdą nadzwyczajne okoliczności, o ewentualnej zmianie nastawienia polityki pieniężnej można myśleć nie wcześniej niż po lipcowej projekcji.

**Jerzy Osiatyński, członek RPP, 15.03.2017, PAP**

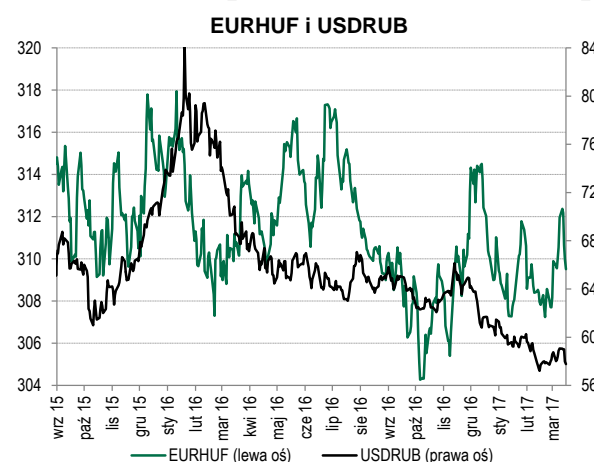
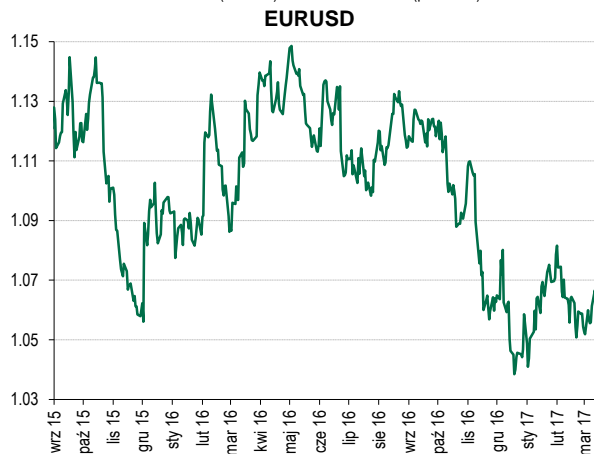
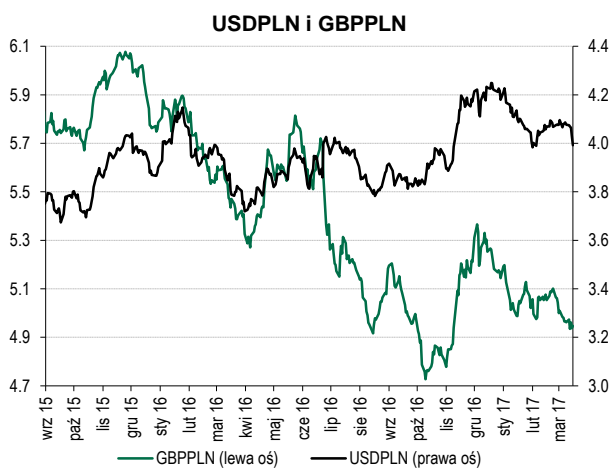
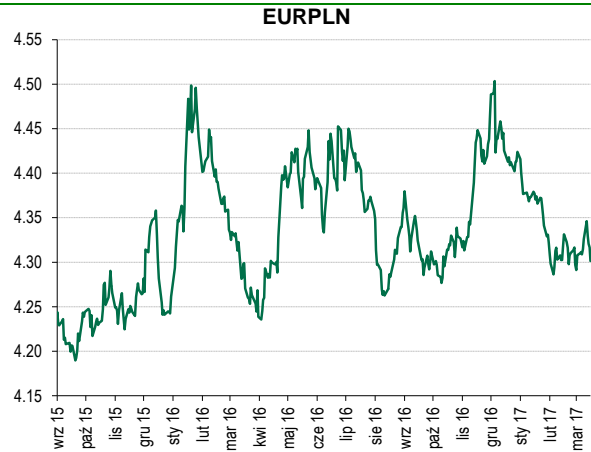
Do końca 2017 r. będziemy "się kręcić" wokół celu czyli 2,5 proc. Pod koniec roku CPI zejdzie wyraźnie poniżej, bliżej dolnej granicy odchyłań od celu, 1,6-1,7%.

**Ryck Łon, członek RPP, 16.03.2017, PAP**

W odniesieniu do poziomu inflacji konsumpcyjnej to nie wykluczam, że może się ona kształtować na nieco niższym poziomie niż w centralnej ścieżce projekcji. Ryzyko trwałego przekroczenia poziomu bezpośredniego celu inflacyjnego w kolejnych dwóch latach w naszym kraju jest bardzo małe. W perspektywie 12 najbliższych miesięcy nie będzie raczej potrzeby zmieniania stóp.

Tak jak się spodziewaliśmy, gwałtowny wzrost inflacji z poniżej zera w okolice 2% zmusił członków RPP do poświęcenia CPI więcej uwagi. Według ich retoryki, realne stopy procentowe są wprawdzie ujemne, ale nie jest to zjawisko niebezpieczne dla gospodarki. Wygląda na to, że większość członków RPP na 2017 r. spodziewa się inflacji niższej niż ta z projekcji NBP, więc naszym zdaniem jest sporo miejsca dla niespodzianki w górę i zmuszenia członków RPP do ponownej zmiany retoryki. Na tym tle komentarz Eugeniusza Gatnara wygląda dość jastrzębio. Gatnar zastanowiłby się nad podwyżkami już w 2017 r. o ile inflacja pozostanie wysoka. My nie spodziewamy się podwyżek w tym roku, jako że prezes NBP Adam Glapiński wydaje się być dość zdeterminowany by utrzymać stopy bez zmian w tym roku. Ponadto, uważamy, że RPP nie zaryzykuje zagrożenia ożywieniu gospodarczemu.

## Rynek walutowy – Poprawa globalnych nastrojów wsparła waluty CEE



### Zagraniczne i krajowe czynniki wzmacniają złotego

Miniony tydzień przyniósł umocnienie złotego, a także pozostałych walut regionu CEE. W efekcie EURPLN spadł poniżej 4,29, a USDPLN poniżej 4,00 i w obu przypadkach kursy osiągnęły najniższe poziomy od początku lutego. Głównym czynnikiem spadku kursów była poprawa globalnych nastrojów po „gołębiej podwyżce” Fed oraz wynikach wyborów w Holandii. Obawy inwestorów, że FOMC będzie szybko podwyższał stopy spadły, a co więcej wzrósł optymizm dotyczący wyników kolejnych wyborów zaplanowanych w Europie na ten rok –we Francji (kwiecień-maj) oraz Niemczech (sierpień-wrzesień). Wsparciem dla złotego były również bardzo dobre dane o bilansie płatniczym za styczeń, które pokazały znaczącą nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących.

Pomimo powyższych zmian, EURPLN pozostaje w kanale konsolidacji 4,25 - 4,35, który obserwujemy od początku lutego. W tym tygodniu poznamy tylko wskaźniki wyprzedzające dla krajów europejskich, których publikacja będzie miała miejsce w drugiej części tygodnia. W naszej ocenie techniczne czynniki wciąż wskazują na korekcyjne osłabienie złotego, niemniej nie widzimy silnych sygnałów aby EURPLN przełamał górne ograniczenie kanału konsolidacji. W przypadku kursu USDPLN, jego wahania będą silnie zależały od zmian EURUSD.

### EUR mocniejsze po Fed i wyborach w Holandii

EURUSD wzrósł mocno w reakcji na „gołębią podwyżkę” stóp przez Fed oraz na wygraną rządzącej partii w Holandii. Wbrew oczekiwaniom rynkowym Fed zapowiedział stopniowe zacieśnianie polityki monetarnej (3 podwyżki stóp w tym roku zamiast oczekiwanych 4). Tymczasem członek EBC, Ewald Nowotny, uznawany za jastrzębia w EBC, zasugerował podwyżki stóp, co pchnęło EURUSD w kierunku 1,08, niedaleko tegorocznego maksimum na 1,083 osiągniętego na początku lutego. W minionym tygodniu funt również zyskał dość znacząco, co było wynikiem informacji, że w czasie marcowego spotkania jedna osoba głosowała za podwyżką stóp. To ożywiło oczekiwania, że podwyżki stóp w Wielkiej Brytanii mogą nastąpić wcześniej niż przewidywano.

Nastroje inwestorów są kruche i silnie zależą od informacji dotyczących perspektyw polityki monetarnej, ale również sytuacji politycznej w Europie, głównie poparcia dla partii politycznych we Francji. W związku z tym zmienność na EURUSD powinna utrzymać się na podwyższonym poziomie. W tym tygodniu w centrum uwagi znajdą się wskaźniki wyprzedzające - wstępne PMI – które jeśli potwierdzą dalsze ożywienia w Europie to EURUSD powinien pozostać powyżej 1,07. W tym tygodniu istotne dla nastrojów inwestorów mogą być również wystąpienia członków Fed, w tym szefowej Fed Janet Yellen.

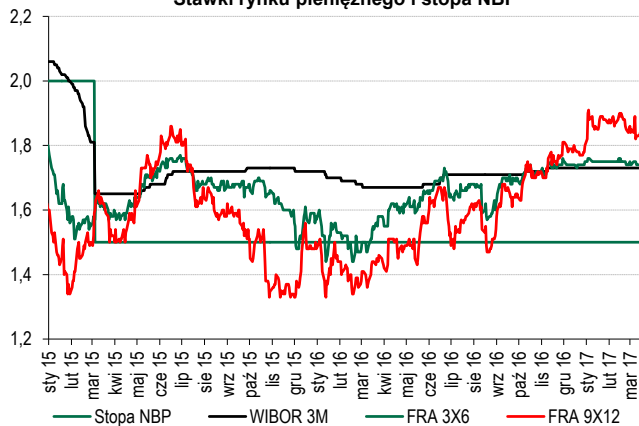
### Umocnienie forinta i rubla po Fed

Forint i rubel zyskały na wartości w minionym tygodniu w wyniku poprawy globalnych nastrojów po Fed i wynikach wyborów w Holandii. EURHUF spadł poniżej 309 na koniec tygodnia, a USDRUB stabilizował się w okolicach 57,8, wspierany przez wzrost cen ropy i komentarzy banku centralnego Rosji.

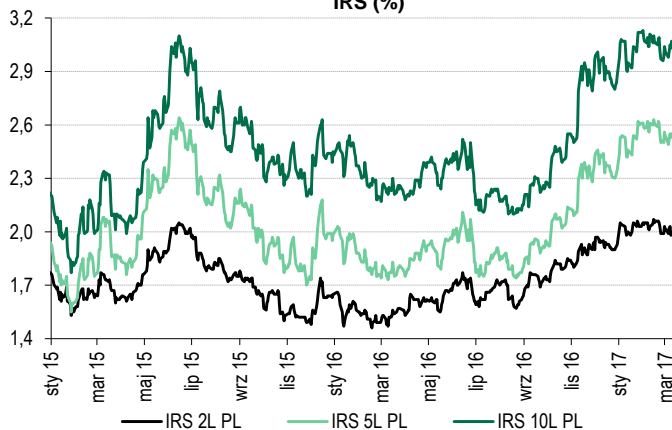
W tym tygodniu czynniki globalne pozostaną kluczowe dla walut CEE, głównie dla forinta. Notowania rubla będą pod wpływem wyników posiedzenia banku Rosji, w czasie którego może być rozważana obniżka stóp.

## Rynek stopy procentowej – W oczekiwaniu na impuls

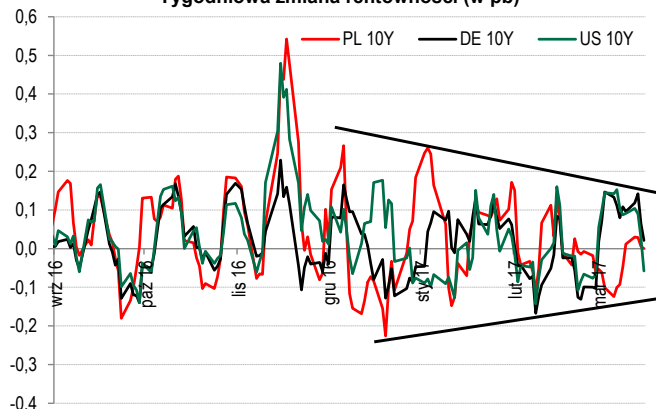
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



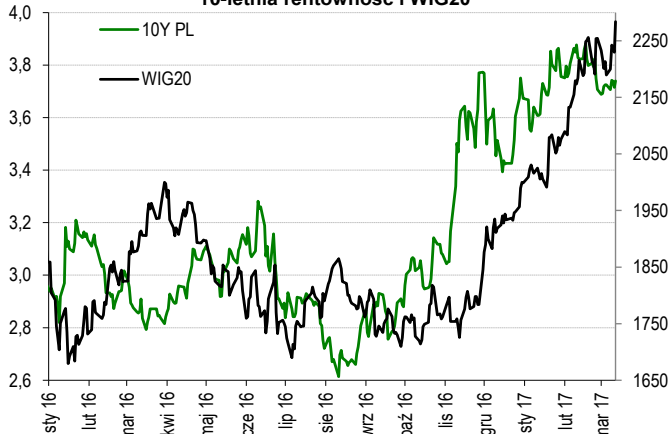
IRS (%)



Tygodniowa zmiana rentowności (w pb)



10-letnia rentowność i WIG20



### IRS/rentowności wciąż w trendzie bocznym

„Gołębia podwyżka” stóp Fed i wyniki holenderskich wyborów miały tylko nieznaczny i chwilowy wpływ na polski rynek stopy procentowej. IRS oraz rentowności nie zmieniły się istotnie od poprzedniego piątku – 2-letni IRS pozostał blisko 2%, 5-letni nie oddalił się mocno od 2,55%, a 10-letni jest wciąż w pobliżu 3,05%. Nachylenie obu krzywych, spready asset swap i spread do Bunda również nie zmieniły się znacząco.

W tygodniowym rozrachunku stawki FRA pozostały stabilne, wzrost wahań odnotowano w przypadku dłuższych tenorów, co mogło wynikać z polskiej niespodzianki inflacyjnej. Stawki WIBOR dla 1-12 miesięcy nie uległy zmianie.

### Polska emituje dług na rynek zagraniczny

Ministerstwo Finansów uplasowało na rynku 10-letnie oraz 20-letnie obligacje denominowane w euro o łącznej wartości 1,5 mld €, w tym sprzedaż 10-letniej euroobligacji wyniosła 1 mld €. Obligacje zostały wycenione odpowiednio na 55 pb (co odpowiadało rentowności 1,471%) i 83 pb powyżej krzywej swapowej (rentowność na poziomie 2,198%). W przypadku obligacji 20-letniej było to powtórne otwarcie i obecnie wartość nominalna emisji wynosi 2 mld €. Struktura nabywców obu tych obligacji była dość zróżnicowana; kupowali zostali głównie inwestorzy z Niemiec, Austrii oraz Wielkiej Brytanii. W ujęciu podmiotowym głównym nabywcą były fundusze inwestycyjne i emerytalne oraz instytucje ubezpieczeniowe.

### W oczekiwaniu na impuls

W poprzednich raportach wskazywaliśmy na spadek wahań EURPLN, a ostatnie tygodnie pokazały, że zjawisko to dotyczy również rynku stopy procentowej.

Trzeci wykres pokazuje tygodniową zmianę rentowności (w pb) polskiego, niemieckiego oraz amerykańskiego 10-letniego benchmarku. Widać wyraźnie, że rynki bazowe też doświadczyły spadku tygodniowych wahań (to samo można zaobserwować dla zmiany miesięcznej).

Nadzieje na stymulację fiskalną w USA po wygraniu wyborów przez Donalda Trumpa osłabiły obligacje, ale wsparły akcje. Na czwartym wykresie widać, że notowania 10-letniej rentowności polskiej obligacji i indeksu WIG20 przebiegały bardzo podobnie w ostatnich miesiącach. Ostatnie ruchy na giełdach wyglądają na nieco przesadzone i w naszej ocenie kolejne dane ze świata musiałyby zaskoczyć mocno na plus by utrzymać indeksy (oraz rentowności) na wysokim poziomie.

W tym tygodniu nie poznamy dużej liczby ważnych danych, ale zaraz po weekendzie wypowiadać się będzie liczne grono członków FOMC. „Wykres kropkowy” Fed nie uległ znacznym zmianom od grudnia, więc komentarze bankierów centralnych nie rzucają zapewne nowego światła na perspektywy polityki pieniężnej w USA.

Sądzymy, że bieżący tydzień na globalnym i krajowym rynku stopy procentowej może znowu być dość nudny, chyba że na rynku kapitałowym zacznie się korekta w obliczu braku nowych impulsów, które mogłyby umocnić akcje.

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 1887, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)