

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 3 - 9 kwietnia 2017

W minionym tygodniu złoty i obligacje umocniły się znacząco, korzystając ze wzrostu apetytu na ryzyko oraz napływu kapitału na rynki wschodzące. Widzimy ograniczone pole do kontynuacji tego trendu i spodziewamy się realizacji zysków na początku kwietnia.

W tym tygodniu są dwa kluczowe wydarzenia krajowe: publikacja indeksu PMI oraz posiedzenie RPP. Zakładamy, że polski PMI w przetwórstwie lekko wzrośnie w marcu, w ślad za indeksami ze strefy euro, ale faktyczną sytuację w przemyśle znacznie lepiej oddaje indeks koniunktury GUS. Ten drugi od stycznia pozostaje stabilny sugerując wzrost produkcji o ok. 5% r/r (po odsezonowaniu). Środowa decyzja RPP nie powinna zaskoczyć. Stopy procentowe pozostaną zapewne bez zmian, a prezes NBP Adam Glapiński powtórzy prawdopodobnie, że nie widzi powodów do rozważania podwyżek stóp w tym roku (a może nawet w przyszłym), ponieważ wzrost inflacji na początku roku generowany był czynnikami zewnętrznymi, które obecnie słabną. Wstępne dane o marcowej inflacji będą zapewne wykorzystane jako argument za takim stanowiskiem.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (3 kwietnia)</b>							
9:00	PL	PMI – przemysł	III	pkt	54,6	54,7	54,2
9:55	DE	PMI – przemysł	III	pkt	58,3	-	56,8
10:00	EZ	PMI – przemysł	III	pkt	56,2	-	55,5
16:00	US	ISM – przemysł	III	pkt	57,0	-	57,7
<b>WTOREK (4 kwietnia)</b>							
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	II	% r/r	0,8	-	1,2
14:30	US	Bilans handlowy	II	mld \$	-46,5	-	-48,5
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	II	% m/m	0,9	-	1,2
16:00	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	II	% m/m	-	-	1,7
<b>ŚRODA (5 kwietnia)</b>							
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50	1,50
9:55	DE	PMI – usługi	III	pkt	55,6	-	54,4
10:00	EZ	PMI – usługi	III	pkt	56,5	-	55,6
14:15	US	Raport ADP	III	tys.	180	-	298
16:00	US	ISM – usługi	III	pkt	57,0	-	57,6
20:00	US	Minutes FOMC					
<b>CZWARTEK (6 kwietnia)</b>							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	II	% m/m	3,4	-	-7,4
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	-	-	9,6
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	258
<b>PIĄTEK (7 kwietnia)</b>							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	II	% m/m	-0,3	-	2,8
8:00	DE	Eksport	II	% m/m	-0,5	-	2,7
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	III	tys.	174	-	235
14:30	US	Stopa bezrobocia	III	%	4,7	-	4,7

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

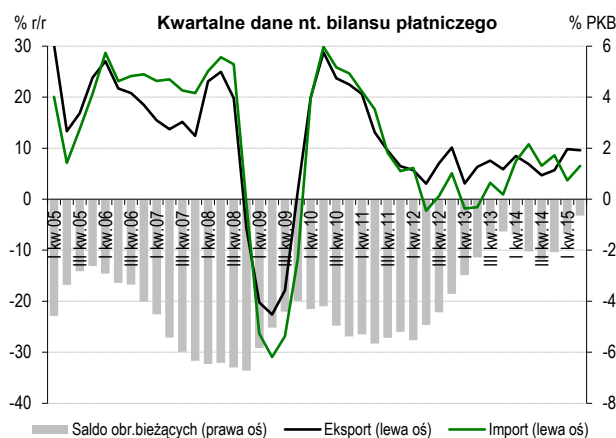
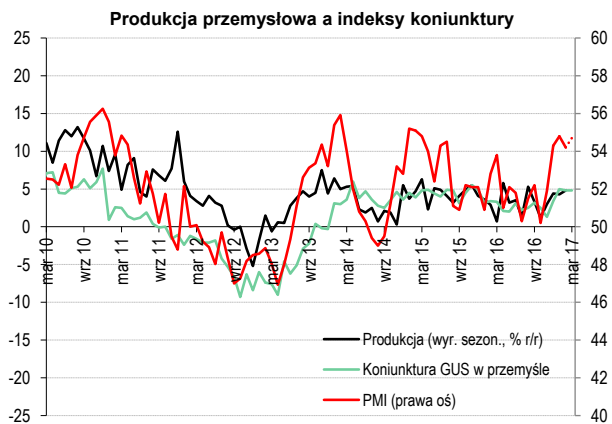
#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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 SKARBU:

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

## Wydarzenia nowego tygodnia – Solida aktywność w przemyśle, gołębia RPP

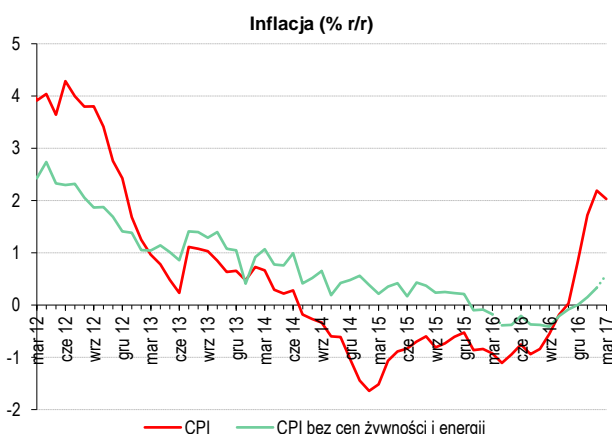


▪ Początek nowego miesiąca to jak zwykle pora na indeksy PMI i dane z amerykańskiego rynku pracy. W kalendarzu znajdziemy również minutes FOMC, sporo wystąpień przedstawicieli Fed, a także m.in. dane o niemieckim przemyśle i eksporcie. Będzie więc sporo informacji, mogących wpływać na oczekiwania dot. polityki pieniężnej w USA i strefie euro oraz nastroje rynkowe za granicą.

▪ Wstępne indeksy PMI w Europie mocno wystrzeliły w górę w marcu, podgrzewając nadzieje na ożywienie gospodarcze. Warto jednak zwrócić uwagę na rosnącą rozbieżność między indeksami nastrojów a 'twardymi danymi' z Europy. Te ostatnie prezentują mniej optymistyczny obraz. Podobnie jest zresztą w Polsce, co widać na wykresie obok. Zakładamy, że polski PMI w przetwórstwie lekko wzrośnie w marcu, w ślad za indeksami ze strefy euro, ale faktyczną sytuację w przemyśle znacznie lepiej oddaje indeks koniunktury GUS, który od stycznia ustabilizował się na poziomie spójnym ze wzrostem produkcji przemysłowej (wyrównanej sezonowo) ok. 5% r/r.

▪ W środę decyzja RPP. Niespodzianek nie będzie, stopy procentowe pozostaną bez zmian, a prezes NBP Adam Glapiński powtórzy zapewne po raz kolejny, że nie widzi powodów do rozważania podwyżek stóp w tym roku (a może nawet w przyszłym), ponieważ wzrost inflacji na początku roku generowany był czynnikami zewnętrznymi, które obecnie słabną. Wstępne dane o marcowej inflacji (szczegóły poniżej) będą zapewne wykorzystane jako argument potwierdzający, że wzrostowy potencjał CPI się wyczerpuje.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Trend wzrostowy inflacji zatrzymany



▪ Wg wstępnych danych inflacja w marcu spadła do 2,0% r/r z poziomu 2,2% w lutym i była niższa od oczekiwań (konsensus na poziomie 2,3% r/r). Nie znamy jeszcze szczegółów dotyczących cen w poszczególnych kategoriach, ale największym podejrzanym jeśli chodzi o źródło niespodzianki są ceny żywności, a w szczególności warzyw, które mocno drożały na początku roku, a ostatnio zaczęły spadać. Poza tym w marcu obniżyły się ceny paliw i gazu, a w innych kategoriach zapewne wciąż nie było śladu presji cenowej. Przewidujemy, że w kwietniu inflacja może lekko wzrosnąć do 2,1% r/r, ale od maja zapewne znajdzie się ponownie poniżej 2%. Dane powinny wyraźnie osłabić oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w Polsce.

▪ Deficyt obrotów bieżących za IV kw. 2016 został zrewidowany do 357 mln € z 1252 mln €. W górę skorygowano przede wszystkim eksport usług i w mniejszym stopniu eksport towarów.

## Cytat tygodnia – RPP nie powinna nadmiernie reagować na dane

**Jerzy Osiatyński, członek RPP, 31.03.2017, Bloomberg**

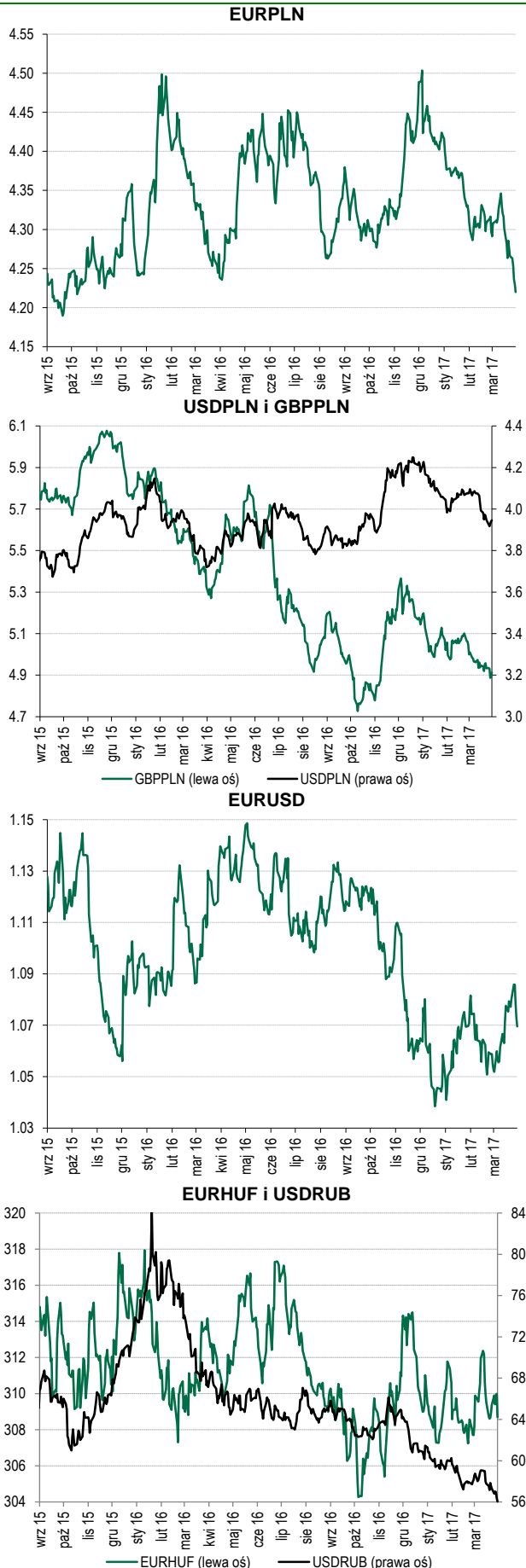
NBP nie ma monopolu na walkę z inflacją. Jeśli chcemy niższą inflację, to rząd powinien iść na kompromis z partnerami socjalnymi co do wzrostu płac a regulator rynku powinni bronić konkurencji, gdyż jest to społecznie mniej bolesne niż zacieśnienie pieniężne.

Nawet jeśli inflacja przekroczy cel o 0,1-0,2 punktu procentowego w połowie 2017 r., to spowolni do 1,6-1,7% pod koniec roku. Możliwość spadku cen ropy a najbliższej przyszłości utrzyma inflację poniżej 2,5% w 2018 r.

Nadmierna reakcja na bieżące dane oznacza większą presję na bankierów centralnych, żeby zmienili swoje podejście i zaczęli podnosić stopy. Ceny ropy, z kolei, ustabilizowały się i ich wpływ na inflację będzie z każdym miesiącem malał. Jak dotychczas wszystko jest w porządku, a przyszłość wygląda nawet nieźle.

Członek RPP Jerzy Osiatyński powiedział w wywiadzie dla Bloomberg, że jest za utrzymaniem stóp procentowych bez zmian przez dłuższy czas. Jego zdaniem nie należy nadmiernie reagować na miesięczne dane inflacyjne, ponieważ są one pod wpływem przejściowych czynników zewnętrznych, natomiast presji inflacyjnej nie widać. W opinii członka RPP zacieśnienie polityki pieniężnej miałyby negatywne konsekwencje dla wzrostu gospodarczego i podwyżka stóp byłaby konieczna tylko w sytuacji gdyby rząd i partnerzy społeczni nie znaleźli sposobu na ograniczenie presji płacowej. Ten komentarz jest w sumie zgodny z poglądami innych członków Rady i wspiera naszą prognozę stabilnych stóp w 2017 r.

## Rynek walutowy – Czy już czas na korektę?

**Złoty osiągnął nowe tegoroczne minimum vs euro**

W minionym tygodniu złoty umocnił się dość znacząco wobec głównych walut, włączając spadek EUR/PLN do prawie 4,21, nowego tegorocznego minimum i najniższego poziomu od listopada 2015 r. To był wynik kontynuacji dobrych nastrojów na rynkach globalnych oraz napływu kapitału na rynki EM. Natomiast USD/PLN obniżył się na chwilę do 3,89 (najniżej od listopada 2016 r.) dzięki wzrostowi EUR/USD. Spadek ten okazał się krótkotrwały i kurs szybko powrócił do powyżej 3,95 w wyniku umocnienia dolara na koniec tygodnia.

Sytuacja na wykresach EUR/PLN zmieniła się znacząco w minionym tygodniu. Złoty zyskał najbardziej w porównaniu do innych walut CEE, a EUR/PLN spadł poniżej dolnego ograniczenia kanału konsolidacji 4,25-4,35. Umocnienie krajowej waluty było na tyle silne, że ryzyko korekty w najbliższych dniach/tygodniach wzrosło. W krótkim terminie publikacja indeksu PMI dla polskiego przemysłu powinna wspierać złotego blisko bieżących poziomów. Natomiast sygnały z USA, że Fed może przyspieszyć zacieśnienie polityki monetarnej po publikacji mocnych danych makro i jastrzębiej retoryki przedstawicieli Fed będzie impulsem dla wzrostu EUR/PLN w dalszej części tygodnia.

W naszej ocenie w krótkim terminie kluczowe dla EUR/PLN poziomy to 4,20 i 4,25.

**EUR/USD w dół w wyniku realizacji zysków**

Początek minionego tygodnia przyniósł znaczący wzrost EUR/USD. W poniedziałek kurs przyniósł nieznacznie powyżej 1,09 (tegoroczne maksimum i najwyższy poziom od listopada 2016 r.). Ruch wzrostowy był wynikiem spadku optymizmu inwestorów odnośnie szans na implementację zapowiadanych reform podatkowej i fiskalnej przez administrację Trumpa oraz lepszych danych z Niemiec. Jednak mocne dane z USA skłoniły inwestorów do realizacji zysków w drugiej części tygodnia, co wygenerowało spadek EUR/USD poniżej 1,07.

W tym tygodniu poznamy sporo danych z Europy oraz USA, włączając wskaźniki wyprzedzające (indeksy PMI dla Europy oraz ISM dla USA) oraz dane z rynku pracy w USA. Uważamy, że dane z USA (w szczególności marcowy raport z rynku pracy) oraz minutki z posiedzenia Fed rzuca nieco światła na przyszłe działania Fed. Wzrost obaw, że Fed może przyspieszyć podwyżki stóp może utrzymać EUR/USD poniżej 1,07 w nadchodzących dniach/tygodniach.

**Waluty CEE relatywnie mocne na koniec I kw.**

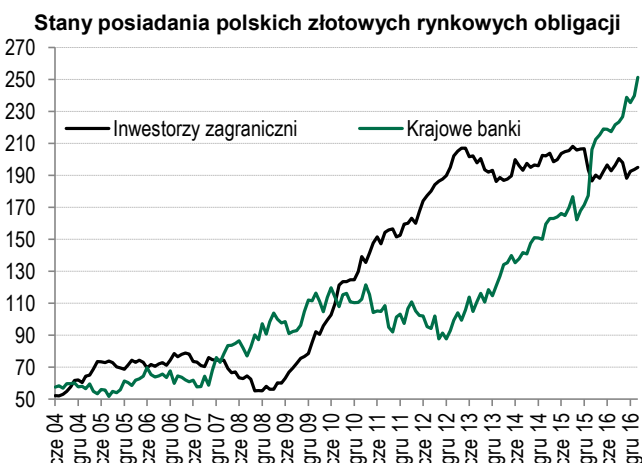
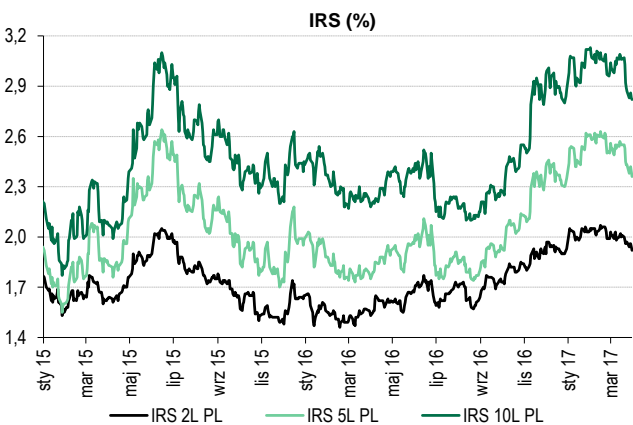
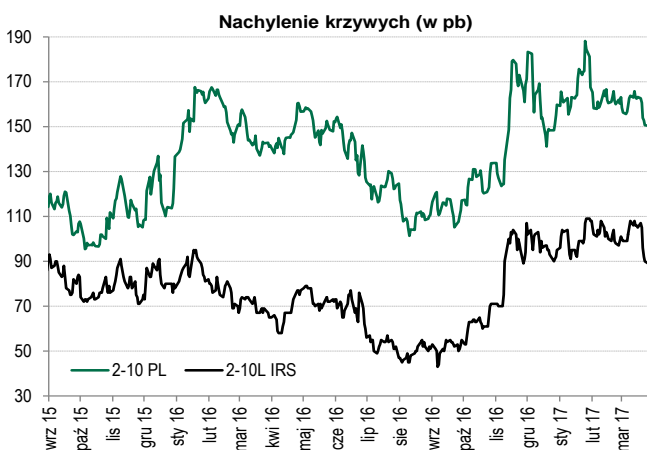
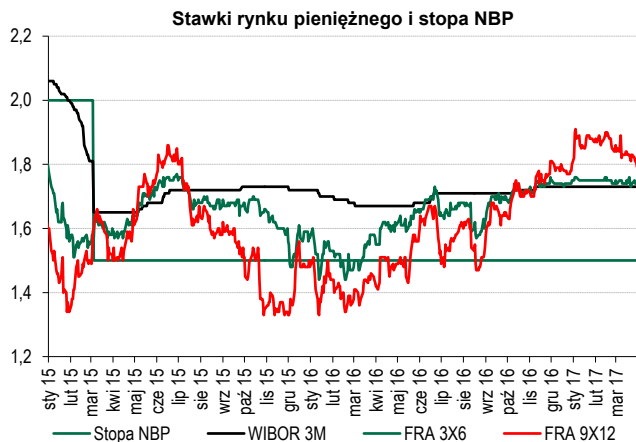
W ubiegłym tygodniu w centrum uwagi znalazły się posiedzenia banków centralnych na Węgrzech (MNB) oraz w Czechach (CNB). Zgodnie z oczekiwaniami MNB nie zmienił stóp procentowych oraz powtórzył, że gotowy jest dalej luzować politykę pieniężną jeśli zajdzie taka potrzeba. W efekcie EUR/HUF tymczasowo wzrósł do 310, by następnie spaść do 308 na koniec tygodnia.

CNB utrzymał stopy procentowe bez zmian oraz nie zdecydował o rezygnacji z polityki utrzymywania kursu EUR/CZK powyżej 27,0. Zmienił jednak strategię względem tego celu – zrezygnował z deklaracji zniesienia tej granicy w mniej więcej w połowie 2017 r. i teraz może to zrobić w dowolnym momencie. W rezultacie EUR/CZK wzrósł do 27,23 na chwilę, kończąc tydzień już blisko 27,06.

Tymczasem zmiany USD/RUB odzwierciedlały zmiany cen ropy. Rubel umocnił się na koniec tygodnia w wyniku wzrostu cen ropy o 6% w skali tygodnia.

Uważamy, że korekta po ostatnim znaczącym umocnieniu walut CEE jest bardzo prawdopodobna. Impulsem do tej korekty będą czynniki zewnętrzne, główne dane z USA.

## Rynek stopy procentowej – Czas na realizację zysków



### Obligacje wciąż mocne

▪ W minionym tygodniu stawki IRS i rentowności kontynuowały trend spadkowy, chociaż już w wyraźnie wolniejszym tempie. Gołębie sygnały z EBC i niższe od oczekiwań odczyty inflacji w Europie wspierały globalny rynek długu, gdzie rentowności na rynkach wschodzących spadły mocniej niż na bazowych. 10-letnia rentowność polskiego benchmarku zbliżyła się do 3,50%. Jednocześnie, 2-letni IRS pozostał stabilny blisko 1,95%, 5-letni obniżył się do 2,40% (najniżej od połowy stycznia), a 10-letni spadł poniżej 2,85% (najniżej od końca grudnia).

▪ Stawki WIBOR od 1 do 12 miesięcy nie zmieniły się, FRASY pozostały stabilne.

### Pięć aukcji w II kw., polskie banki akumulują obligacje

▪ Ministerstwo Finansów ogłosiło, że w II kw. na pięciu aukcjach planuje wyemitować obligacje za 20-30 mld zł. 6 kwietnia resort zaofertuje OK0419/PS0422/WZ1122/WZ0126/DS0727 o łącznej nominalnej wartości 3-5 mld zł. Ministerstwo nie planuje emisji bonów skarbowych w II kw. br.

▪ Według najnowszych danych, w lutym polskie rynkowe złotowe zadłużenie wzrosło o 13 mld zł, z czego 11,5 mld zł kupiły krajowe banki komercyjne. W efekcie, nominalna wartość ich portfela wzrosła powyżej 251 mld zł. Nierezydenci kupili polskie obligacje za 1,3 mld zł i na koniec lutego nominalna wartość ich portfela wyniosła 195 mld zł (najwyżej od października 2016 r.). W tej grupie, fundusze inwestycyjne kupiły obligacje za 2,2 mld zł, banki komercyjne zwiększyły stan posiadania o 645 mln zł, na rachunkach zbiorczych nastąpił spadek o 2 mld zł, a banki centralne sprzedały dług za 900 mln zł (głównie z Azji i Bliskiego Wschodu). Pod kątem geograficznym, największym kupującym były instytucje ze strefy euro i USA.

### Czas na realizację zysków

▪ Polskie obligacje zakończyły kwartał zyskiem. Warto według nas zauważyć, że od 2015 r. nie było przypadku, by rentowność 10-letniej obligacji spadła dwa kwartały z rzędu. W latach 2013-2014 10-letni benchmark zyskiwał wprawdzie przez 6 kolejnych kwartałów, ale odbywało się to w warunkach kiedy najpierw rynek oczekiwał, a potem RPP zaczęła dostarczać obniżki stóp NBP. Teraz sytuacja jest zupełnie inna.

▪ Ostatnie dane z USA były całkiem dobre i według Bloomberg'a rynek wycenia ok. 50% szans na podwyżkę stóp Fed o 25 pb w czerwcu. W naszej ocenie odsetek ten jest zbyt niski biorąc pod uwagę ostatnie wypowiedzi członków FOMC, który sugerowali, że w tym roku stopy Fed mogą zostać podniesione łącznie 3-4 razy. Jeśli kolejne dane z USA będą mocne, wtedy pojawić się może presja na wzrost rentowności na świecie. Polska 10-letnia rentowność zbliżyła się do wsparcia na nieco poniżej 3,50% (stycyniowy dołek) i sądzimy, że teraz może rosnąć w kierunku ok. 3,60%.

▪ Podczas gdy w przypadku środka i długiego końca krzywych nowy kwartał może zacząć się od realizacji zysków z ostatniego umocnienia, krótki koniec powinien przynajmniej w tym tygodniu pozostać stabilny. RPP utrzyma zapewne gołębią retorykę po piątkowych wstępnych danych inflacyjnych.

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)