

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 10 - 16 kwietnia 2017

Gołębi EBC był głównym wydarzeniem tygodnia na globalnym rynku finansowym. Zarówno minutes EBC, jak i słowa jego prezesa ograniczyły oczekiwania na rychłą normalizację polityki pieniężnej w strefie euro i wywarły presję na spadek rentowności obligacji. W rejonie CEE najistotniejszym wydarzeniem była decyzja Narodowego Banku Czech o rezygnacji z obrony kursu EURCZK na poziomie 27,0. Ten ruch spowodował umocnienie korony i wsparł złotego. Rentowności polskich obligacji pozostały blisko lokalnych minimów ze względu na gołębie przesłanie RPP oraz brak zmian perspektyw krajowej polityki pieniężnej. PMI dla Polski nieoczekiwania się obniżył, ale wciąż pozostaje względnie wysoko, wskazując na dobre tempo wzrostu aktywności w przetwórstwie.

Na ten tydzień w kraju nie zaplanowano wielu kluczowych dla rynku wydarzeń. Finalny odczyt marcowej inflacji nie powinien się istotnie różnić od wstępnego szacunku i będzie dla rynku raczej neutralny. Jeśli chodzi o bilans płatniczy, to spodziewamy się niewielkiego deficytu w lutym, ale jednak większego niż rynek i taki odczyt mógłby mieć przynajmniej niewielki negatywny wpływ na złotego. Za granicą kilka ważnych publikacji danych (w Niemczech i w USA) oraz wystąpienia członków FOMC (w tym Janet Yellen), zaplanowane na początek tygodnia. Ostatnie komentarze bankierów centralnych USA były raczej jastrzębie i wycena szans na podwyżkę w czerwcu może się zwiększyć, jeśli taki ton zostanie utrzymany. Płynność na rynku może być niższa w okresie przedświątecznym, co może zwiększyć zmienność.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (10 kwietnia)</b>							
9:00	CZ	CPI	III	% r/r	2,6	-	2,5
<b>WTOREK (11 kwietnia)</b>							
9:00	HU	CPI	III	% r/r	3,1	-	2,9
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	2,0	-	0,6
11:00	DE	Indeks ZEW	IV	pkt	-	-	77,3
14:00	PL	CPI	III	% r/r	2,0	2,0	2,2
<b>ŚRODA (12 kwietnia)</b>							
14:00	PL	Inflacja bazowa	III	% r/r	0,5	0,6	0,5
<b>CZWARTEK (13 kwietnia)</b>							
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	II	mln €	-100	-357	2457
14:00	PL	Eksport	II	mln €	15 356	15 064	14 976
14:00	PL	Import	II	mln €	15 300	15 300	14 751
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	234
16:00	US	Wstępny Michigan	IV	pkt	97,0	-	96,9
<b>PIĄTEK (14 kwietnia)</b>							
14:00	PL	Podaż pieniądza	III	% r/r	8,7	8,3	8,2
14:30	US	CPI	III	% m/m	0,0	-	0,1
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	III	% m/m	0,0	-	0,1

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

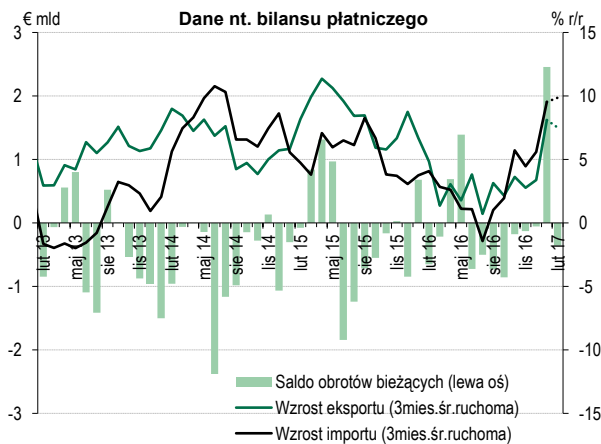
#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40  
 email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 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

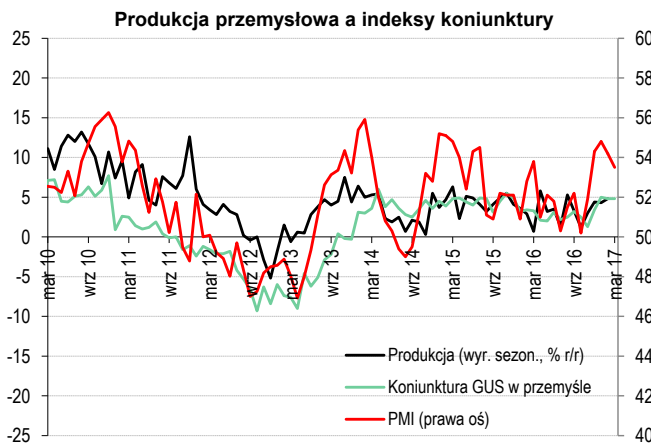
## Wydarzenia nowego tygodnia – CPI i bilans płatniczy



■ Ostateczne dane o CPI nie będą zapewne zbyt ciekawe dla rynku, ale poznamy więcej szczegółów odnośnie do dość zaskakującego spadku tej miary w marcu. Naszym zdaniem głównym winowajcą był spadek cen warzyw, ale nie możemy wykluczyć, że również inne czynniki odegrały tu pewną rolę. Szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 0,6% r/r, najwyższej od dwóch lat.

■ Saldo obrotów bieżących prawdopodobnie pokaże niewielki deficyt w lutym, jako że w tym miesiącu zanotowaliśmy słaby napływ środków z UE, które były głównym sprawcą wysokiej nadwyżki w styczniu. Wzrost zarówno eksportu, jak i importu może być wyraźnie niższy niż w styczniu, głównie pod wpływem ujemnego efektu dni roboczych i słabego odczytu produkcji przemysłowej.

## Ostatni tydzień w gospodarce – PMI nieco w dół, stopy bez zmian

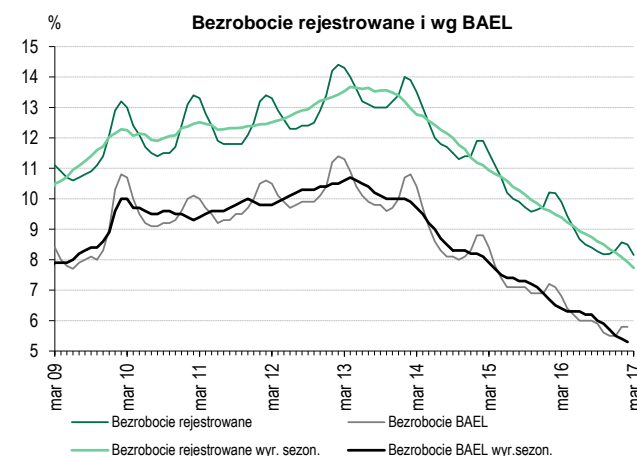


■ Indeks PMI dla polskiego przemysłu zanotował w marcu nieoczekiwany spadek do 53,5 pkt z 54,2 pkt w lutym. Za zniżkę odpowiadały głównie subindeksy produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia. Wskaźnik obniżył się wprawdzie już drugi miesiąc z rzędu, ale należy pamiętać, że w ostatnich dwóch latach polski PMI charakteryzował się dużą zmiennością, która nie do końca odzwierciedlała zmiany trendów w produkcji. Tak było naszym zdaniem również ostatnio – wzrost indeksu w poprzednich miesiącach wydawał się nieco „na wyrost”, a faktyczną sytuację w przemyśle znacznie lepiej odzwierciedla indeks koniunktury GUS, który od stycznia ustabilizował się na poziomie spójnym ze wzrostem produkcji przemysłowej ok. 5% r/r. Pomimo korekty, indeks PMI nadal pozostaje na dość wysokim poziomie, świadczącym o wzroście aktywności w przemyśle

■ Ministerstwo Pracy podało, że w marcu stopa bezrobocia spadła do 8,2% z 8,5% w lutym. Wg resortu, liczba bezrobotnych obniżyła się o 57,7 tys. m/m. Po tych danych skorygowaliśmy naszą prognozę stopy bezrobocia do 8,2%.

■ Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, stopa referencyjna nadal wynosi 1,50%. Jak oczekiwaliśmy, retoryka na konferencji była podobna jak przed miesiącem, a komunikat niemal identyczny jak w marcu i podkreślał niewielkie ryzyko przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie. RPP oczekuje ustabilizowania się tempa wzrostu cen w nadchodzących kwartałach w wyniku słabnącego wpływu wysokich cen surowców i jedynie bardzo stopniowego nasilania się presji inflacyjnej.

■ Ogólnie, RPP nie zaskoczyła. Utrzymujemy nasz pogląd, że RPP nie będzie się spieszyła z zacieśnieniem polityki pieniężnej a podwyżki stóp procentowych nie są zbyt prawdopodobne przed połową 2018 r.



## Cytat tygodnia – Podwyżka stóp w 2017 r. jest nieprawdopodobna

## Adam Glapiński, prezes NBP, 05.04.2017, konferencja NBP

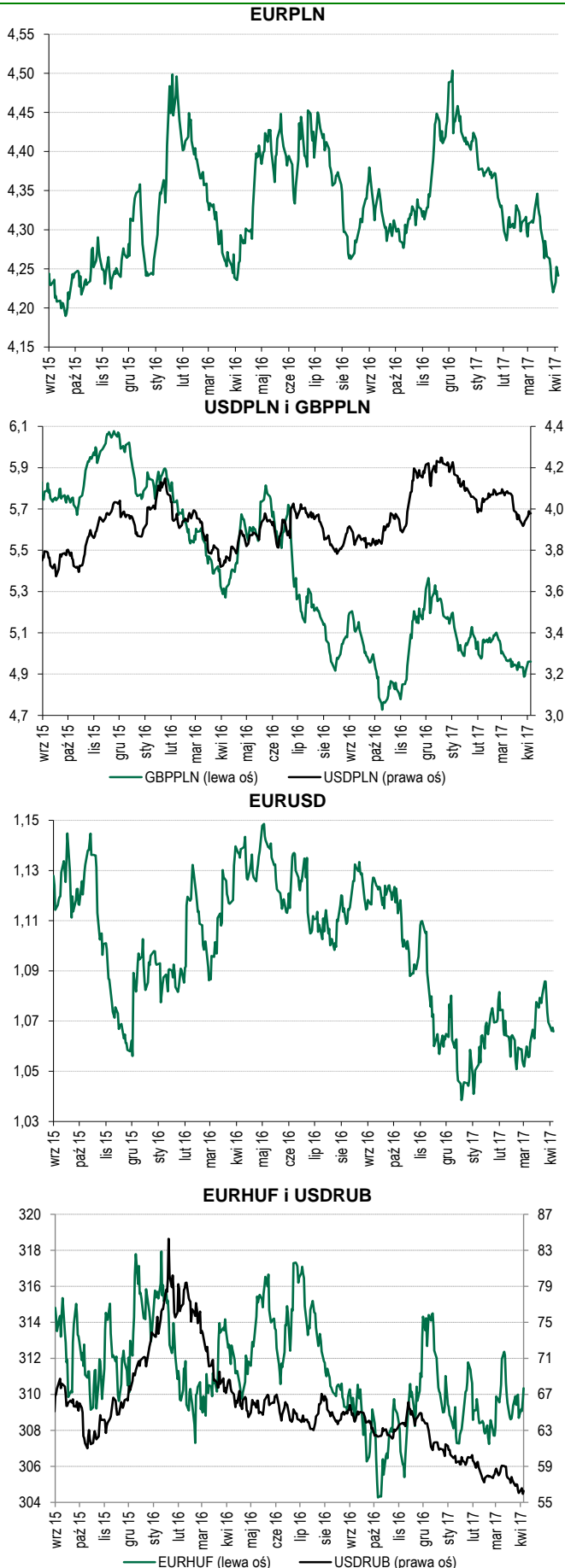
Jak mówiliśmy poprzednio inflacja wzrosła na skutek wzrost cen surowców i warzyw. Czynniki podażowe zdecydowały, że teraz ceny ropy się stabilizują, więc inflacja wyhamuje lekko się obniży i ustabilizuje ok. 2%, również w przyszłym roku. Wszystkie znaki wskazują, że do końca tego roku stopy nie będą zmieniane. Zobaczymy co się będzie w lipcu. Podwyżka w tym roku się zupełnie nieprawdopodobna, a w przyszłym zobaczymy, szczególnie w II połowie. Dla mnie również w przyszłym nie będzie przesłanek do podwyżek.

## Rafał Sura, członek RPP, 05.04.2017, konferencja NBP

Inflacja marcowa utwierdza nas w doktrynie, że trzeba obserwować i oczekiwać. Jeśli nie będzie szoków w najbliższych kwartałach, to na koniec roku inflacja nie przekroczy 2%. Ujemne realne stopy procentowe są w Polsce zjawiskiem nowym i skutki nie są jasne. Należy obserwować jak ta sytuacja będzie się przekładała na gospodarke.

Prezes NBP Adam Glapiński powiedział, że ostatnie dane potwierdziły, że optymistyczne perspektywy dla gospodarki przedstawione przez RPP były uzasadnione. W jego ocenie, w kolejnych miesiącach inflacja powinna się nieco obniżyć, po czym ustabilizuje się blisko 2% w tym i przyszłym roku. Glapiński dodał też, że nie obawia się o skutki ujemnych realnych stop procentowych i że nie spodziewa się wzrostu presji płacowej w Polsce pomimo rekordowo niskiego bezrobocia. Prezes NBP uważa też w dalszym ciągu, że podwyżka stóp w 2017 r. wydaje się zupełnie nieprawdopodobna. Glapiński nie wykluczył zacieśnienia polityki w drugiej połowie 2018 r., ale jego zdaniem taki ruch nie będzie konieczny w 2018 r. Rafał Sura nie powiedział wiele o perspektywach polityki pieniężnej, poza tym, że popiera politykę „wait and see”. Obecnie rynek wycenia jedną podwyżkę stóp w 2018 r., we wrześniu.

## Rynek walutowy – Czekając na impuls



## Stabilizacja po umocnieniu

W zeszłym tygodniu EURPLN pozostał powyżej tegorocznego minimum na nieco poniżej 4,21 ustanowionego pod koniec marca. Oczekiwaliśmy, że początek nowego kwartału może przynieść realizację zysków z ostatniego umocnienia złotego i na początku kwietnia krajowa waluta przynajmniej przestała się umacniać. Głównymi czynnikami ciężącymi na złotym były niższe od konsensusu dane o marcowych inflacji oraz PMI dla przemysłu. Część strat udało się natomiast odrobić w reakcji na umocnienie korony (szczegóły na dole strony). USDPLN pozostał dość stabilny wokół 3,97.

Apresiasi złotego do euro w I kw. 2017 była najlepszym jego kwartalnym wynikiem od I kw. 2015. Warto też zauważyć, że ostatni raz kurs EURPLN spadał przez dwa kwartały z rządu w 2013. W tym miesiącu odbędą się wybory prezydenckie we Francji, więc uwaga inwestorów może się ponownie skupić na europejskiej scenie politycznej. Między innymi dlatego naszym zdaniem EURPLN może w najbliższych tygodniach rosnąć.

W tym tygodniu poznamy krajowe dane o saldzie obrotów bieżących za luty. Nasza prognoza zakłada deficyt większy od oczekiwań rynku i taki odczyt mógłby mieć przynajmniej niewielki negatywny wpływ na złotego. Nastrój na świecie też będzie istotny dla krajowej waluty, w szczególności reakcja rynków giełdowych na dane z Niemiec i USA.

## EURUSD czeka na impuls

Po silnym spadku zanotowanym w poprzednim tygodniu, EURUSD kontynuował trend, ale w skali wyraźnie mniejszej niż poprzednio. Przed publikacją miesięcznych danych z rynku pracy USA, tygodniowy zakres wahań kursu był najmniejszy od marca 1986 (według danych agencji Reuters). Było tak mimo zaskakująco gofębich sygnałów z EBC sugerujących, że na razie nie ma planów zmiany nastawienia w polityce pieniężnej. Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem w USA była rozczarująco mała, ale stopa bezrobocia spadła najniżej od prawie 10 lat, co wsparło dolara, ale skala ruchu była niewielka.

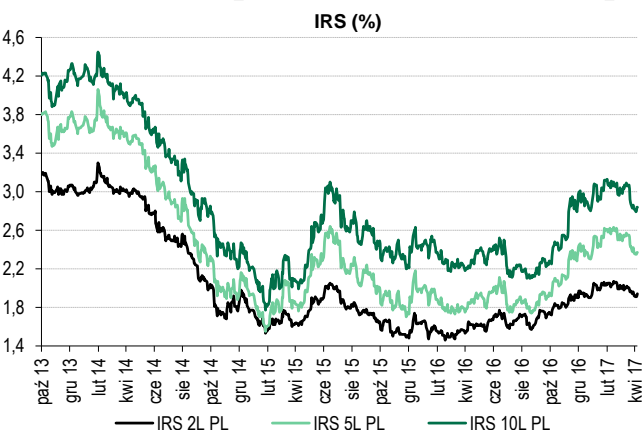
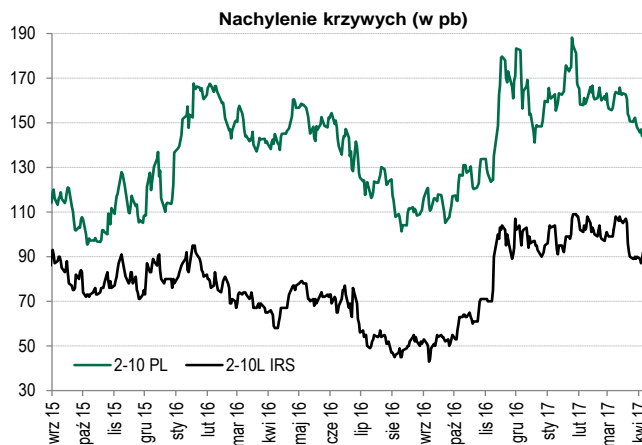
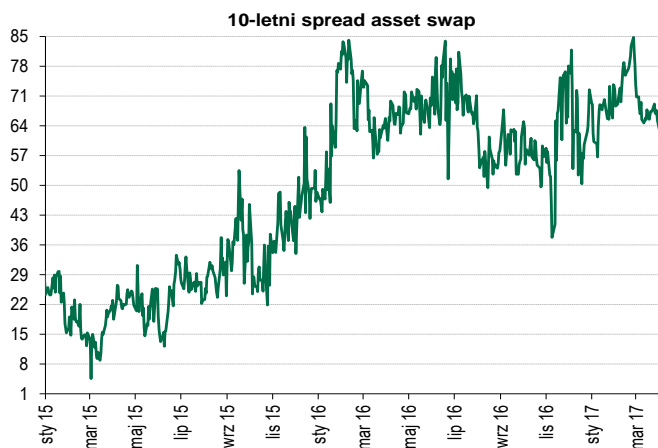
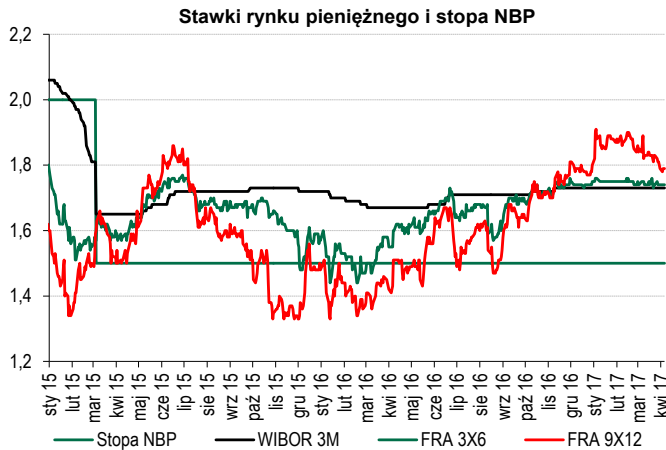
Rynek czeka na impuls, który mógłby wyznaczyć trwały ruch. Nie przypuszczamy, aby tak niska zmienność utrzymała się w najbliższym tygodniu i oczekujemy, że EURUSD będzie dużo wyraźniej reagował na napływające dane niż w poprzednich dniach.

## Bank centralny Czech uwalnia koronę

Najważniejszym wydarzeniem, które miało znaczący wpływ na waluty CEE była decyzja banku centralnego Czech (CNB) znosząca dolny limit tolerowanych wahań dla EURCZK jako na poziomie 27,0 wprowadzono w listopadzie 2013. Od dawna CNB zapowiadała, że taką decyzję może podjąć mniej więcej w połowie tego roku, a po ostatnim posiedzeniu w marcu zapowiedział, że może się to stać w każdej chwili. Rynek był zaskoczony i w reakcji na ogłoszenie decyzji EURCZK zaczął gwałtownie spadać osiągając poziom ok. 26,55. Prezes CNB, Jiri Rusnok, powiedział, że bank jest gotowy interweniować by ograniczyć wahania kursu, ale dodał, że raczej nie wejdzie na rynek w pierwszych dniach po decyzji i pozwoli kursowi znaleźć nowy poziom równowagi.

Forint i rubel straciły w zeszłym tygodniu. EURHUF wzrósł mimo rosnącego indeksu na giełdzie w Budapeszcie. Kurs USDRUB wzrósł po trzech kolejnych tygodniach spadków w wyniku wzrostu napięcia w Syrii.

## Rynek stopy procentowej – Potrzeba więcej czynników by umocnić rynek



### Stawki stabilne na początku kwartału

▪ IRS i rentowności obligacji nie zmieniły się istotnie w stosunku do zeszłego tygodnia i pozostały nieznacznie powyżej lokalnych minimów osiągniętych w poprzednim tygodniu. Zgodnie z tym czego oczekiwaliśmy, retoryka RPP była gołębia, ale nie miało to już dużego wpływu na krótki koniec po tym jak stawki FRA dostosowały się po wstępnej marcowej inflacji opublikowanej kilka dni przed posiedzeniem RPP. Wygląda na to, że inwestorzy wzięli pod uwagę ostatnie dane o CPI i retorykę RPP i obecnie stawki FRA wyceniają pierwszą podwyżkę stóp o 25 pb za 18 miesięcy, zgodnie z naszym scenariuszem.

### 56% tegorocznych potrzeb pożyczkowych pokryte

▪ Zeszłotygodniowa aukcja obligacji była udana – Ministerstwo Finansów sprzedało dług za 5 mld zł (tyle wynosiła górna granica planowanej oferty) przy popycie 8,7 mld zł. Podobnie jak na poprzednich aukcjach, największej pozyskano ze sprzedaży 5- oraz 10-letnich benchmarków, PS0422 i DS0727 (odpowiednio 1,4 mld zł i 1,7 mld zł). Ministerstwo podało, że po aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe pokryte są już w 56%.

### Potrzeba więcej czynników by umocnić rynek

▪ Na ten tydzień w kraju nie zaplanowano wielu kluczowych dla rynku wydarzeń. Finalny odczyt marcowej inflacji nie powinien się istotnie różnić od wstępnego szacunku i będzie dla rynku raczej neutralny podczas gdy pozostałe dane nie były jak do tej pory ważne dla IRS/rentowności.

▪ Za granicą też poznamy jedynie kilka danych – z Niemiec i USA – a na początku tygodnia wypowiedzi się będzie kilkoro członków FOMC, w tym szefowa Fed Janet Yellen.

▪ Tak jak zaznaczyliśmy w zeszłym tygodniu, od 2015 nie było przypadku, by 10-letnia rentowność spadała przez dwa kwartały z rzędu. Rentowności polskich 2-, 5- oraz 10-letnich obligacji wahają się na lub blisko tegorocznych minimów i po ostatnich gołębich danych inflacyjnych i retoryce RPP (które nie zdołały zainicjować żadnej trwałej reakcji rynku) mogą potrzebować dodatkowych czynników, które mogłyby pomóc utrzymać się na obecnych poziomach. Wg nas, są raczej niewielkie szanse, że takowe pojawią się w najbliższym tygodniu.

▪ Ostatnie wypowiedzi członków FOMC były raczej jastrzębie i wg Bloomberg'a rynek widzi 65% prawdopodobieństwo podwyżki stóp Fed o 25 pb w czerwcu. Taka decyzja jest naszym bazowym scenariuszem i dlatego sądzimy, że wzrostowa presja na stawki rynkowe może powoli się nasilać, co będzie też miało wpływ na krajowy rynek. Tymczasem, rentowność 10-letniej obligacji USA testowała pod koniec tygodnia ważne wsparcie na 2,30% i najbliższe dane z USA i wypowiedzi członków FOMC mogą wyznaczyć kierunek przynajmniej w krótkim terminie.

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)