

# Tygodnik ekonomiczny

8 – 14 kwietnia 2013

Największy wpływ na globalny oraz krajowy rynek miały w minionym tygodniu decyzje banków centralnych. Najpierw Bank Japonii, pod wodzą nowego prezesa Haruhiko Kurody, zdecydował, że w ciągu dwóch lat zakup aktywów może zwiększyć się dwukrotnie, a miesięczne zakupy papierów dłużnych wyniosą ok. 74 mld \$ (1,4% PKB Japonii). Tak agresywne złagodzenie polityki monetarnej zainicjowało osłabienie jena, a rynki akcji i obligacji umocniły się po tych informacjach. Zdaniem wiceministra finansów, Wojciecha Kowalczyka, to właśnie ruch Banku Japonii sprawił, iż rentowności krajowych obligacji spadły w ciągu tygodnia od 8 pb dla 2 lat (osiągając nowy rekord na poziomie 3,06%) do prawie 20 pb dla 5 oraz 10 lat. Wydarzenia na krzywej obligacyjnej spowodowały, że IRS od roku do 5 lat włącznie znalazły się na najniższych poziomach w historii. Deklaracja prezesa EBC, że bank rozważa działania standardowe i niestandardowe w celu wsparcia sytuacji w Eurolandzie oraz że zależy mu na utrzymaniu strefy euro w całości, pchnęły kurs EURUSD znacznie w górę, dzięki czemu złoty umocnił się do dolara. Zamiar stymulacji gospodarki przez bank centralny Węgier wywołał tymczasowe osłabienie forinta, ale ostatecznie plan nie okazał się aż tak kontrowersyjny, jak się obawiali inwestorzy (więcej na ten temat piszemy w sekcji rynku walutowego), dzięki czemu forint odrobił straty, co miało również korzystny wpływ na notowania złotego do euro.

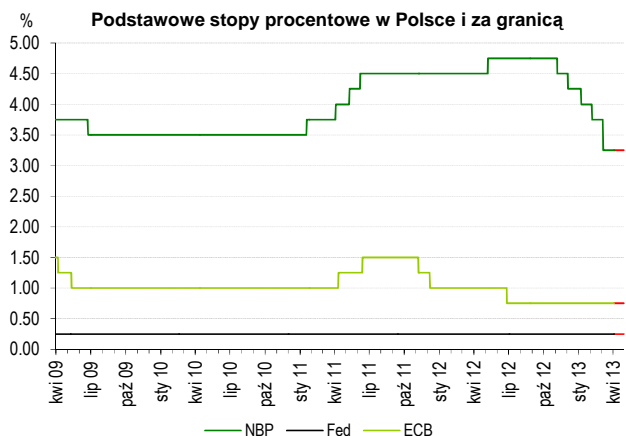
W tym tygodniu też nie zabraknie wydarzeń związanych z bankami centralnymi, chociaż w naszej ocenie nie wywołają one aż tak wyraźnych wahań jak w ostatnich dniach. Spodziewamy się – podobnie jak rynek – że RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian. Możliwe zmiany w komunikacie (m.in. podkreślenie podejścia wait-and-see i oczekiwania na kolejne dane) nie wpłyną naszym zdaniem mocno na oczekiwania odnośnie przyszłych decyzji. Istotniejsze mogą być ewentualne wypowiedzi członków Rady. Do ogłoszenia wyniku posiedzenia RPP rynek złotego oraz krajowej stopy procentowej pozostanie jednak stabilny. Dopiero w kolejnych dniach możliwy jest wzrost wahań pod wpływem wydarzeń globalnych. Analiza techniczna sugeruje, że w kwietniu EURPLN może oddalić się od lokalnych szczytów. Niepewność, jaka towarzyszy dalszym decyzjom RPP i tempu, z jakim będzie postępowała poprawa sytuacji gospodarczej w kraju oraz za granicą sprawia, że potencjał umocnienia krajowej waluty jest ograniczony.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (8 kwietnia)</b>							
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	-5,0	-	-4,1
10:30	EZ	Indeks Sentix	IV	pkt	-14,1	-	-10,6
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	II	% m/m	0,1	-	0,0
<b>WTOREK (9 kwietnia)</b>							
8:00	DE	Eksport	II	% m/m	-0,3	-	1,4
<b>ŚRODA (10 kwietnia)</b>							
20:00	PL	<b>Decyzja RPP</b>		%	<b>3,25</b>	<b>3,25</b>	<b>3,25</b>
	US	Minutes Fed					
<b>CZWARTEK (11 kwietnia)</b>							
11:00	PL	<b>Aukcja obligacji</b>					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	360	-	385
<b>PIĄTEK (12 kwietnia)</b>							
11:00	EZ	Spotkanie ministrów finansów państw strefy euro					
	EZ	Produkcja przemysłowa	II	% m/m	0,1	-	-0,4
14:00	PL	<b>Podaż pieniądza</b>	III	% r/r	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	III	% m/m	0,1	-	1,0
15:55	US	Wstępny Michigan	IV	pkt	78,3	-	78,6

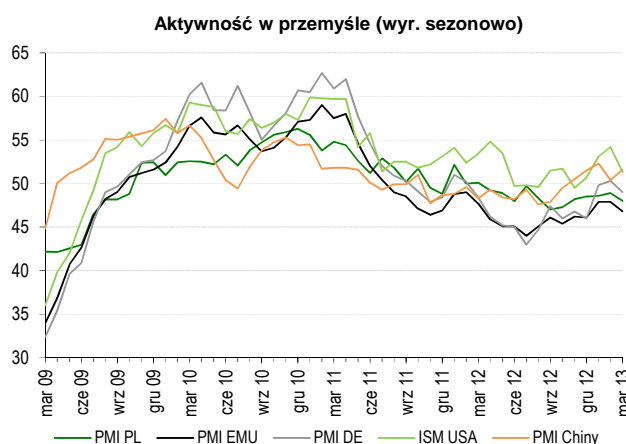
Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

## Wydarzenia nowego tygodnia – EBC łagodzi ton, a co z RPP?

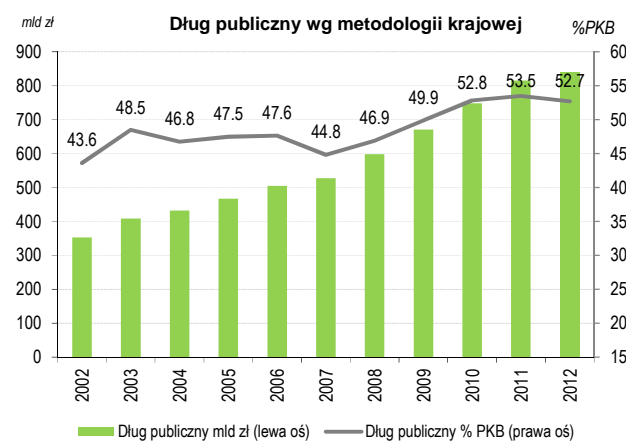


- Pod wpływem pesymistycznych informacji z gospodarki EBC złagodził retorykę, sugerując możliwość obniżki stóp procentowych lub innych niekonwencjonalnych działań.
- RPP po ostatniej, głębszej od oczekiwań, obniżce w marcu nie zamknęła sobie drzwi do kolejnych redukcji stóp, ale – jak wynikało z komunikatu i wypowiedzi – mogłoby to nastąpić tylko, gdyby scenariusz makroekonomiczny był znacznie gorszy od tego z projekcji NBP.
- W tym miesiącu stopy pozostaną bez zmian (RPP potrzebuje przynajmniej 2-3 miesięcy na ocenę sytuacji). W komunikacie możliwe są lekkie zmiany, w tym m.in. ponowne stwierdzenie (usunięte ostatnio), że kolejne decyzje będą zależały od napływających danych. Jednak naszym zdaniem Rada nie zasugeruje wyraźnie, że ostatnie dane zwiększają prawdopodobieństwo realizacji scenariusza sprzyjającego dalszym obniżkom stóp.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Indeksy PMI nie wróżą ożywienia



- Indeks PMI dla polskiego przemysłu obniżył się w marcu do 48,0 pkt. z 48,9 pkt. w lutym i był słabszy od prognoz. Zanotowano spadek subindeksów zatrudnienia, produkcji i nowych zamówień eksportowych. Ten wynik pokazuje, że aktywność w przemyśle wciąż kurczyła się w I kwartale tego roku. Ponadto, mocny spadek indeksu cen produktów gotowych pokazuje brak presji kosztowej w gospodarce.
- Ostateczne marcowe indeksy PMI dla przemysłu strefy euro i Niemiec były nieco lepsze od wstępnych szacunków, ale indeksy dla usług rozczarowały. W efekcie, łączne wskaźniki PMI dla strefy euro sugerują, że spadek aktywności gospodarczej nasilił się drugi miesiąc z rzędu. Chociaż wskazuje to na mniejszy spadek PKB w I kw. niż w IV kw. 2012, to jednak rosną obawy, że powszechnie oczekiwane ożywienie gospodarki europejskiej może się opóźnić.



- Zadłużenie polskiego sektora finansów publicznych na koniec 2012 r. wyniosło 840,5 mld zł, czyli ok. 3% więcej niż rok wcześniej. Jednocześnie, relacja długu do PKB (wg krajowej metodologii) obniżyła się z 53,5% na koniec 2011 do 52,7% PKB. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (zgodny z metodologią Eurostatu) wyniósł na koniec roku 886,8 mld zł, czyli 55,6% PKB, wobec 56,4% PKB na koniec 2011 r.
- Spadek relacji długu do PKB w Polsce nastąpił po raz pierwszy od 2007 r. W tym roku nie spodziewamy się jednak, aby ta spadkowa tendencja była utrzymana, głównie ze względu na znacznie wolniejszy nominalny wzrost PKB przy nieco większym niż przed rokiem nominalnym deficycie finansów publicznych.

## Cytat tygodnia – Marcowe dochody budżetu lepsze niż w lutym

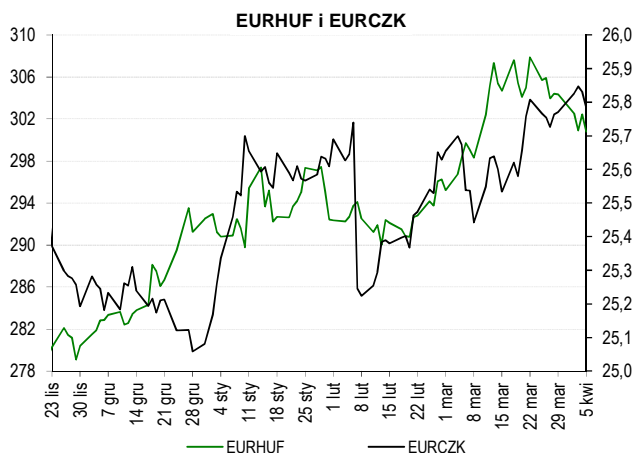
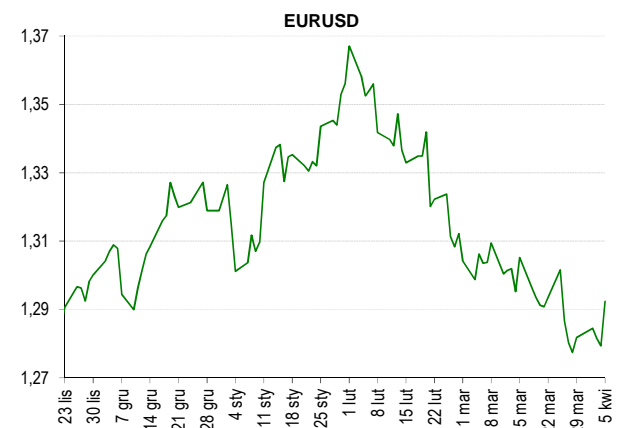
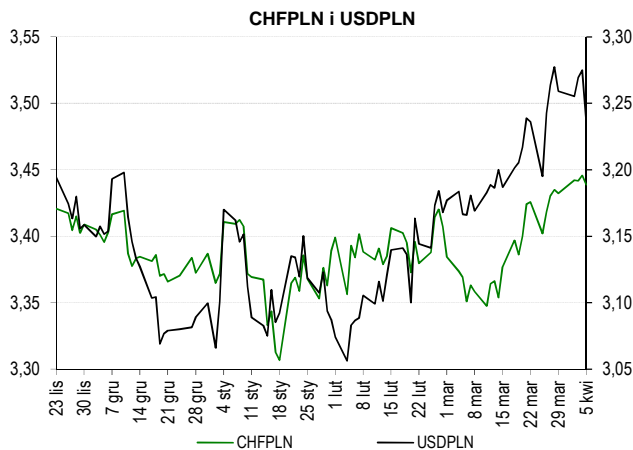
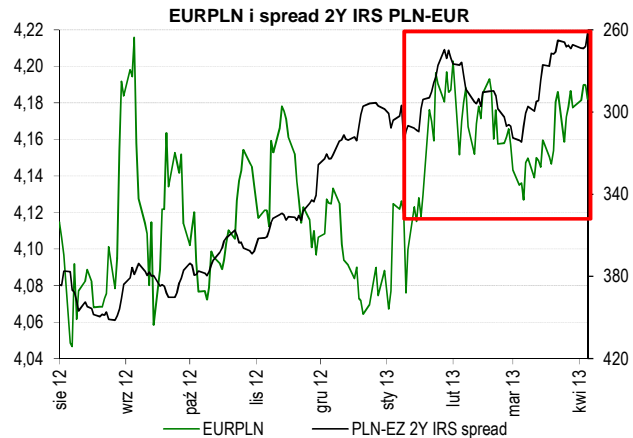
**Hanna Majczyk, wiceminister finansów, Reuters, 4 kwietnia**  
Wstępnie szacujemy, że deficyt budżetu po marcu wyniósł około 25 miliardów złotych, możliwe że ostatecznie okaże się mniejszy. Dochody były lepsze niż w lutym, VAT też ładnie poszedł.

**Ludwik Kotecki, główny ekonomista MF, Gazeta Wyborcza, 2 kwietnia**

Pierwsze sygnały o marcowych podatkach trochę uspokajają. Ale nie chcę uspokajać, że jest wesoło i różowo, tylko wyjaśnić, że gdy gospodarka rozwija się wolniej, to nie oznacza, że rząd musi od razu nowelizować budżet.

O ile wyniki budżetu w dwóch pierwszych miesiącach roku były bardzo słabe (głównie jeśli chodzi o wpływy podatkowe), to wstępne szacunki MF za marzec sugerują poprawę – deficyt po trzech miesiącach roku był rekordowo wysoki, ale w samym marcu był o niemal połowę mniejszy niż przed rokiem. Nie znamy jeszcze szczegółów, ale podobno przyczyniła się do tego pewna poprawa wpływów podatkowych (w tym VAT). Niemniej, niedobór wpływów podatkowych w całym roku może być znaczny (szacujemy go na ok. 18 mld zł). Mimo wyższej od założeń budżetowych wpłaty zysku NBP (prawdopodobnie ok. 5 mld zł), nowelizacji budżetu w II półroczu nie można wykluczyć.

## Rynek walutowy – RPP raczej bez wpływu na złotego



## EURPLN może pozostać poniżej ostatnich szczytów

- W minionym tygodniu EURPLN kontynuował trwający od początku marca trend wzrostowy. Wskutek publikacji raczej słabych danych w Polsce, strefie euro i regionie CEE kurs testował strefę oporu 4,19-4,20.
- Dzięki silnym wzrostom EURUSD, złoty zyskał do dolara. USDPLN spadł z 3,27 do 3,21, wcześniej wzrósł do prawie 3,285 (najwyżej od połowy listopada 2012).
- Rynek jest zgodny, iż RPP zostawi w tym miesiącu stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Spodziewamy się, że wahania EURPLN będą ograniczone w oczekiwaniu na decyzję i komunikat z posiedzenia RPP. Dopiero w kolejnych dniach tygodnia możliwe są wyraźniejsze i trwalsze ruchy.
- Od ostatniego tygodnia lipca 2012 EURPLN przekroczył poziom 4,20 tylko 4 razy i jedynie w trakcie pojedynczych sesji. Analiza techniczna sugeruje, że w kwietniu EURPLN może oddalić się od lokalnych szczytów. Niepewność, jaka towarzyszy dalszym decyzjom RPP oraz tempu, z jakim będzie postępowała poprawa sytuacji gospodarczej w kraju oraz za granicą sprawia, że potencjał umocnienia krajowej waluty jest ograniczony.

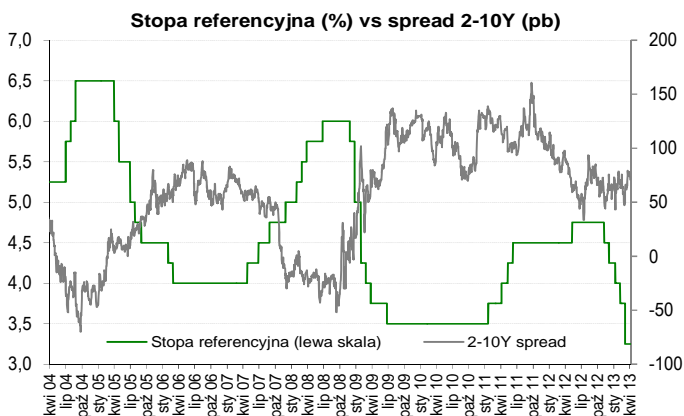
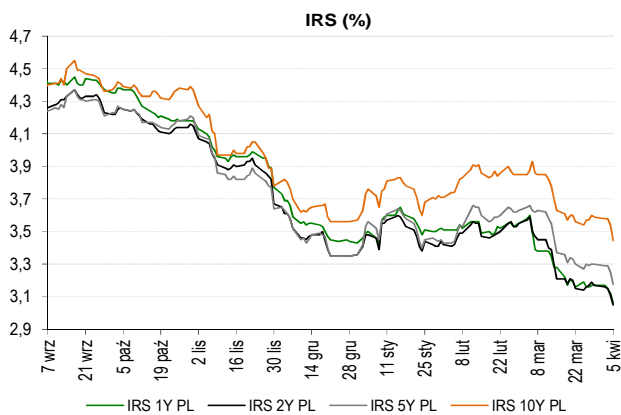
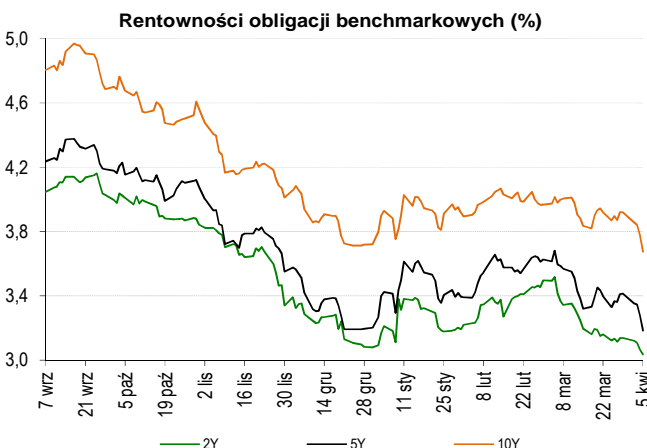
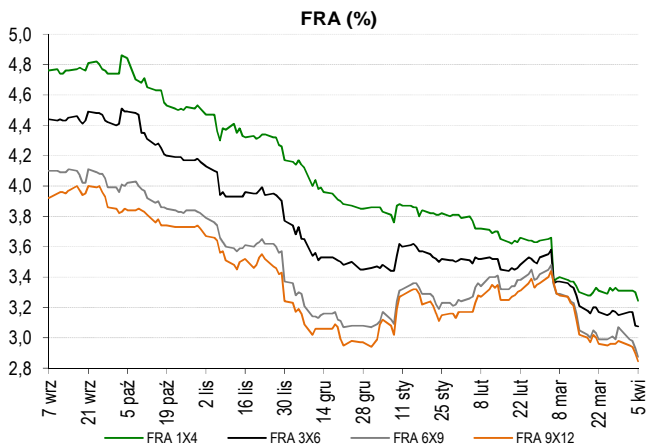
## Euro pod wpływem EBC i danych z USA

- Największy wpływ na kurs EURUSD miała w minionym tygodniu konferencja prasowa po posiedzeniu EBC i dane z USA. Nieco mniej optymistyczna ocena perspektyw dla gospodarki strefy euro przedstawiona przez bank centralny zepchnęła kurs EURUSD w dół do ok. 1,275. W kolejnych dniach euro szybko umacniało się dzięki zapowiedzi, że EBC jest gotów podjąć dalsze działania, by pomóc gospodarce Eurolandu. Miesięczne dane z rynku pracy USA były najslabsze od czerwca 2012, co też osłabiało dolara. W rezultacie, na koniec tygodnia kurs osiągnął 1,30.
- Kurs EURUSD już czwarty raz od końca marca testował poziom wsparcia 1,278 i znowu nie była to próba udana. Od początku lutego EURUSD jest w trendzie spadkowym, ale dynamiczne wzrosty z minionego tygodnia stawiają kontynuację tej tendencji pod znakiem zapytania.
- W tym tygodniu szczególnie istotny dla EURUSD może być koniec tygodnia, kiedy to poznamy kolejne dane makro z amerykańskiej gospodarki. Ostatnie rozczarowujące dane z rynku pracy nasiliły oczekiwania, że Fed utrzyma QE3 w kolejnych miesiącach. Kolejne słabe dane mogą wywierać dalszą presję na dolara.

## Forint zyskuje do euro

- Forint kontynuował w minionym tygodniu odbieranie strat do euro, chociaż przez chwilę inwestorzy zaczęli się znowu obawiać, że węgierski bank centralny może prowadzić zbyt ekspansywną politykę pieniężną. W drugiej połowie tygodnia MNB przyjął program wsparcia krajowej gospodarki, zakładający m.in. udostępnienie bankom komercyjnym 250 mld HUF, które będą mogły one pożyczyć na 0%, by następnie udzielać kredytów małym oraz średnim przedsiębiorstwom oprocentowanych maksymalnie na 2%. Ponieważ plan okazał się mniej kontrowersyjny, niż rynek się obawiał, ostatecznie przyczyniło się to do umocnienia forinta do euro.
- Kurs EURCZK wzrósł z 25,7 do 25,9 w reakcji na gorszy od oczekiwań odczyt czeskiego PMI dla przemysłu, co spowodowało nasilenie oczekiwań inwestorów na interwencję tamtejszego banku centralnego. W kolejnych dniach czeska korona dała radę odrobić straty.

## Rynek stopy procentowej – Posiedzenie RPP i wyniki aukcji kluczowe dla rynku

**Stawki FRA coraz niżej...**

W minionym tygodniu stawki WIBOR kontynuowały bardzo stopniowy spadek. W skali tygodnia stawki obniżyły się o 2 pb, kończąc pierwszy tydzień kwietnia na poziomie 3,37% (płaska krzywa od miesiąca do roku). Większą zmiennością charakteryzował się rynek FRA. Znaczące spadki rentowności obligacji i IRS pod koniec mijającego tygodnia spowodowały również obniżenie kontraktów FRA na dłuższe terminy (do najniższych poziomów w historii).

Obecnie rynek FRA prawie w pełni dyskontuje redukcję stóp o 50 pb w perspektywie 9 miesięcy. Podejrzewamy, że nie zmieni się to istotnie po posiedzeniu RPP. Bardziej „mgliste” perspektywy odbicia gospodarczego w strefie euro przedstawione przez EBC na kwietniowym posiedzeniu prawdopodobnie nie zaważą na ocenie ścieżki wzrostu krajowej gospodarki przez RPP na tyle, aby ona równie wyraźnie zasygnalizowała możliwość kolejnych obniżek.

**...tak jak rentowności obligacji i stawki IRS**

Koniec minionego tygodnia przyniósł znaczące umocnienie obligacji, krajowe benchmarki kończą tydzień na historycznych minimach. Obligacje zyskiwały w wyniku umocnienia niemieckiego długu (10-letni Bund oscyluje nieco powyżej wsparcia na 1,20%), dzięki oczekiwaniom na redukcje stóp RPP oraz ogłoszonym działaniom Banku Japonii. Wiceminister finansów Wojciech Kowalczyk powiedział, że ostatnia decyzja banku centralnego Japonii spowodowała „wzmocniony napływ azjatyckiego kapitału” na polski rynek, umacniając przede wszystkim długi koniec krzywej. W skali tygodnia rentowność 10-latki obniżyła się o 25 pb, a 2-latki o 10 pb.

Stawki IRS również spadały w wyniku wzmocnienia długu. Stawki osiągnęły nowe historyczne minima odpowiednio dla 2 lat, 3,05% dla 5 lat oraz 3,45% dla 10 lat. Krzywa IRS pozostaje relatywnie stroma, spread 2-10 lat znajduje się na poziomie ok. 40 pb. Co więcej, spread IRS-WIBOR6M zbliżył się do minimów z końca ub. roku.

**RPP i aukcja obligacji w centrum uwagi**

W tym tygodniu najważniejsze wydarzenia na rynku stopy procentowej to środowa decyzja RPP oraz czwartkowa aukcja obligacji. Spodziewamy się, podobnie jak rynek, że w tym miesiącu Rada utrzyma stopy na niezmiennym poziomie. W związku z tym uwaga inwestorów skupiona będzie na komunikacie i konferencji prasowej Rady. Ton komunikatu ulegnie zapewne pewnej modyfikacji, ale w naszej ocenie na razie raczej mało prawdopodobna jest wyraźna sugestia ze strony Rady, że zwiększa się prawdopodobieństwo scenariusza dalszych obniżek.

Na pierwszej kwietniowej aukcji resort finansów zaoferuje długie papiery o stałym (DS1021) i zmiennym oprocentowaniu (WZ0124) o łącznej wartości 2-5 mld zł. Ostateczną wartość oferty Ministerstwo opublikuje we wtorek. Bieżąca sytuacja rynkowa sprzyja aukcji, oczekujemy, że resort finansów nie powinien mieć większych problemów z uplasowaniem długu. Po raz kolejny możemy zobaczyć plasowanie 10-latki po najniższej w historii rentowności na aukcji.

---

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., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl