

# Tygodnik ekonomiczny

8 – 14 kwietnia 2013

Pierwsze dni tygodnia na globalnym rynku były w dalszym ciągu pod wpływem decyzji Banku Japonii i słabych miesięcznych danych z rynku pracy USA. Nadzieje na napływ taniego pieniądza jeszcze szerszym strumieniem miały bardzo korzystny wpływ na wycenę mniej i bardziej ryzykownych aktywów. Na tych oczekiwaniach bardzo wyraźnie skorzystał – obok rynków Zachodniej Europy – także krajowy rynek stopy procentowej. Rentowności obligacji i IRS na początku tygodnia osiągnęły nowe rekordy (2-letnie stawki znalazły się poniżej 3%), a kurs złotego do euro tymczasowo spadł w okolice 4,09. W kolejnych dniach tygodnia nastąpiła korekta zainicjowana przez aukcję obligacji, na której zgłoszono niezbyt duży popyt. Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się utrzymać stopy NBP bez zmian. Przekaz komunikatu i konferencji prasowej był podobny jak przed miesiącem i po kwietniowym posiedzeniu RPP nie sądzimy, by przybliżyła się kolejna obniżka stóp procentowych.

W tym tygodniu poznamy szereg danych makro z kraju, z których najistotniejsze dla rynku będą inflacja i produkcja przemysłowa. Prezes NBP wskazywał na konferencji prasowej, że dane z gospodarki realnej będą ważniejsze od poziomu bieżącej inflacji. W tym tygodniu przekonamy się czy rynek uwierzył w te słowa – inflacja będzie bardzo niska, a nasza prognoza produkcji jest nieco powyżej rynku. Sporo istotnych danych pojawi się też za granicą. Spodziewamy się, iż z powodu ostatnich działań (czy zapowiedzi działań) banków centralnych, dane mogą być interpretowane przez inwestorów właśnie pod kątem ewentualnej reakcji ze strony władz monetarnych. Z tego powodu, ewentualne rozczarowania nie muszą spowodować osłabienia ryzykownych aktywów, mogą natomiast jeszcze bardziej umocnić rynki długu (ponownie może to być widoczne na środku i długim końcu krzywej rentowości). W tym tygodniu złoty pozostanie pod wpływem danych z kraju i zagranicy, spodziewamy się wahań w przedziale 4,09-4,15, czyli raczej wzrostu kursu z poziomu zanotowanego na koniec tygodnia (4,10).

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (15 kwietnia)</b>							
14:00	PL	CPI	III	% r/r	1,1	1,0	1,3
14:00	PL	Eksport	III	mln €	11 901	12 067	12 178
14:00	PL	Import	III	mln €	12 105	12 024	12 173
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	II	mln €	-1 507	-1 488	-1 546
<b>WTOREK (16 kwietnia)</b>							
11:00	EZ	HICP	III	% r/r	1,7	-	1,7
11:00	DE	Indeks ZEW	IV	pkt	42,0	-	48,5
14:00	PL	Inflacja bazowa	III	% r/r	1,0	1,0	1,1
14:30	US	Bazowy CPI	III	% m/m	0,2	-	0,2
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	III	tys.	930	-	917
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	III	tys.	945	-	946
15:15	US	Produkcja przemysłowa	III	% m/m	0,2	-	0,7
<b>ŚRODA (17 kwietnia)</b>							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	III	% r/r	2,8	2,1	4,0
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	III	% r/r	-0,9	-0,9	-0,8
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
<b>CZWARTEK (18 kwietnia)</b>							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	III	% r/r	-2,5	-1,4	-2,1
14:00	PL	Produkcja budowlana	III	% r/r	-14,5	-17,8	-11,4
14:00	PL	PPI	III	% r/r	-0,5	-0,7	-0,4
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	346
16:00	US	Indeks Philly Fed	IV	pkt	3,0	-	2,0
<b>PIĄTEK (19 kwietnia)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

**Maciej Reluga**

Główny Ekonomista 22 586 8363

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

**Piotr Bielski**

Starszy Ekonomista 22 586 8333

**Marcin Sulewski** Analityk

22 586 8342

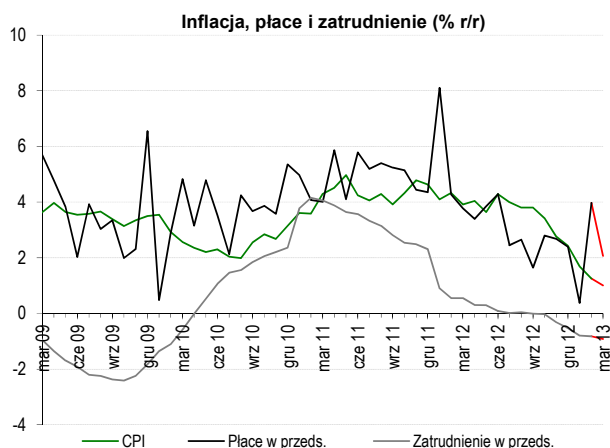
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

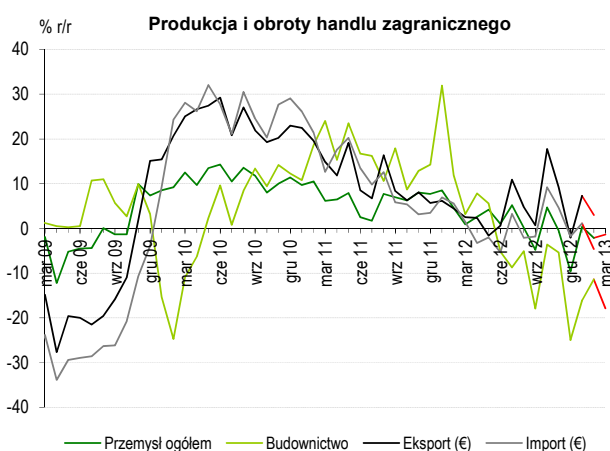
**Marcin Luziński** Analityk

22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Wysyp danych

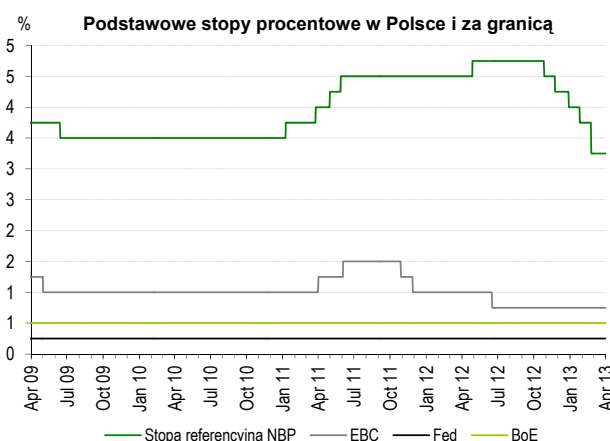


- W tym tygodniu będziemy mieli do czynienia z mnóstwem informacji ekonomicznych. Już w poniedziałek poznamy, najważniejsze dla rynku, marcowe dane inflacyjne. Spodziewamy się kolejnego spadku inflacji do poziomu 1%, czyli nieco poniżej oczekiwań rynkowych (1,1%). Niska inflacja (również w kwietniu) będzie wynikiem wysokiej bazy statystycznej roku ubiegłego, a miesięczna skala wzrostu cen konsumpcyjnych nie będzie wcale taka niska (0,2-0,3%).
- Inflację bazową po wyłączeniu cen żywności i energii również prognozujemy na poziomie 1%.
- Dwunastomiesięczny wskaźnik PPI pozostanie w terytorium deflacyjnym (spadek cen również w ujęciu miesięcznym) w większej skali niż miesiąc wcześniej.
- Dane z rynku pracy potwierdzą kontynuację redukcji zatrudnienia i niską presję płacową.



- Oprócz inflacji, kluczowe z rynkowego punktu widzenia będą dane o produkcji przemysłowej. Ostatni miesiąc pierwszego kwartału nie przyniesie przełomu, tym bardziej, że ponownie mieliśmy jeden dzień roboczy mniej niż przed rokiem. Nasza prognoza wskazuje na nieco mniejszy spadek w stosunku do oczekiwań rynkowych. Z kolei odwrotna sytuacja ma miejsce w przypadku sektora budowlanego.
- Prognozujemy, że obroty handlu zagranicznego za luty pokażą niewielki wzrost eksportu w ujęciu rocznym, co przy spadku importu oznaczać może, że saldo handlowe będzie mniej więcej zbilansowane. Niemniej, wysoki deficyt w bilansie dochodów oraz ujemne saldo transferów (drugi miesiąc z rzędu) spowodują, że deficyt obrotów bieżących może ponownie wynieść około 1,5 mld euro.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Rada nie zmienia znacząco tonu



- W kwietniu RPP zdecydowała się utrzymać parametry polityki pieniężnej bez zmian, co było zgodne z oczekiwaniami.
- Odnosząc się do informacji, które napływały z gospodarki w ostatnim miesiącu, Prezes NBP zwrócił przede wszystkim uwagę na niższą od oczekiwań inflację, silniejszego złotego (po chwilowym osłabieniu). Dane ze sfery realnej (produkcja i sprzedaż) nie zaskoczyły RPP, a PKB za IV kwartał był lepszy od prognoz NBP. Jak stwierdził Prezes Belka podczas konferencji, w ścieżce wzrostu gospodarczego zarysowanej w projekcji „nie ma zasadniczych zmian”, choć zaznaczył, że było trochę negatywnych informacji napływających ze strefy euro.
- Jak można było się spodziewać, podczas konferencji RPP zostawiła drzwi otwarte do ewentualnej obniżki, uzależniając ją od danych napływających z gospodarki.

## Cytat tygodnia – Inflacja w średnim terminie kluczowa

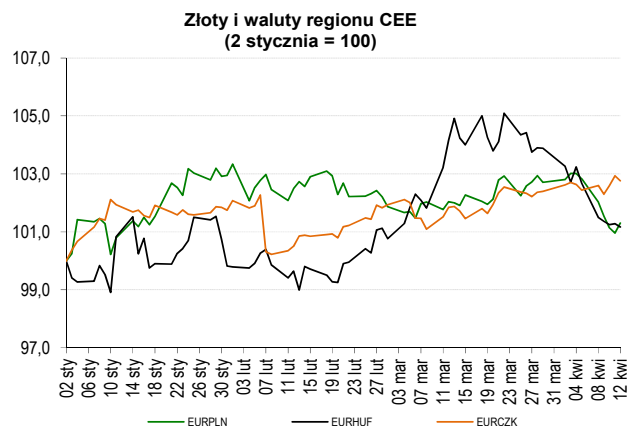
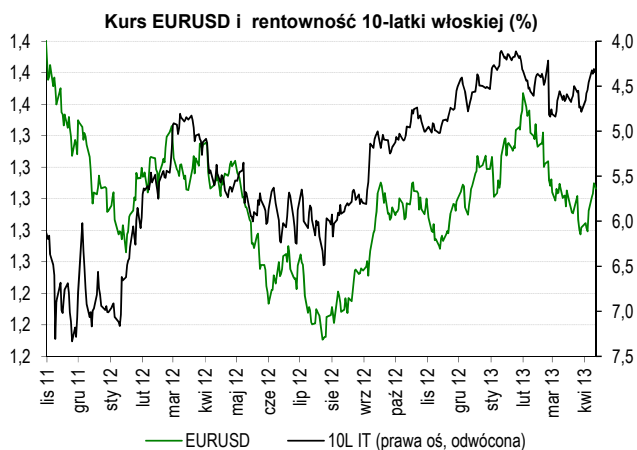
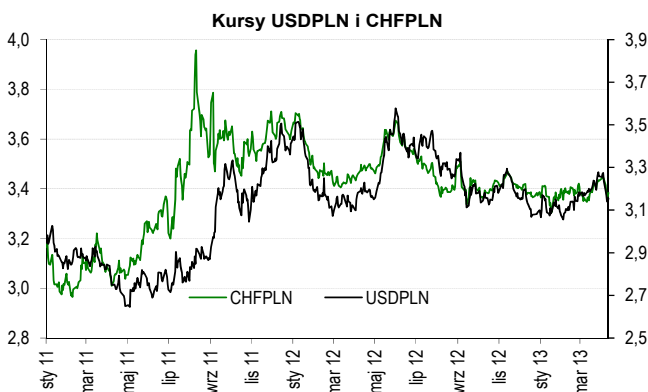
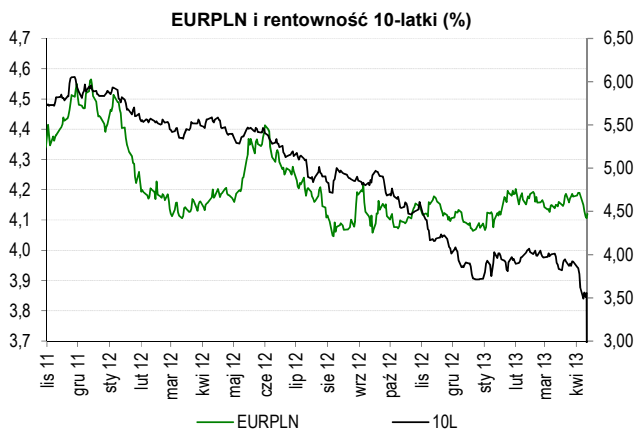
## Fragment kwietniowego komunikatu RPP, 10 kwietnia

W ocenie Rady, napływające dane potwierdzają utrzymywanie się niskiego wzrostu gospodarczego w Polsce, czemu towarzyszy brak presji płacowej i inflacyjnej. W kolejnych kwartałach możliwa jest stopniowa poprawa koniunktury, jednak dynamika PKB prawdopodobnie pozostanie umiarkowana, co nadal będzie ograniczać presję inflacyjną.

Decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą uzależnione od oceny napływających danych z punktu widzenia prawdopodobieństwa utrzymania się inflacji w średnim okresie wyraźnie poniżej celu NBP oraz sytuacji w sferze realnej gospodarki.

Kluczowe zdanie komunikatu uzależnia decyzje w kolejnych miesiącach od oceny napływających danych z punktu widzenia prawdopodobieństwa utrzymania się inflacji w średnim okresie wyraźnie poniżej celu oraz sytuacji w sferze realnej gospodarki. Przed miesiącem RPP zapowiedziała, że potrzeba byłoby zmiany średnioterminowych perspektyw, aby większość RPP opowiedziała się za kolejną obniżką. Kwietniowy komunikat i konferencja prasowa pokazały, że taka zmiana (póki co) nie następuje. Oczywiście, wciąż istnieje ryzyko obniżki w czerwcu-lipcu. Jeśli jednak bieżące dane inflacyjne nie zrobią na Radzie wrażenia, a scenariusz powolnego ożywienia gospodarczego będzie kontynuowany, to kolejne obniżki mogą nie nastąpić.

## Rynek walutowy – EURPLN raczej w górę



## Złoty zyskał po RPP; presja ze strony danych makro

W minionym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla złotego było posiedzenie RPP. Decyzja Rady była zgodna z oczekiwaniami, a ton komunikatu nie zapowiadał kolejnych redukcji, co zostało pozytywnie odebrane przez inwestorów i przyczyniło się do umocnienia krajowej waluty. Dodatkowo wsparciem dla złotego był silny napływ zagranicznego kapitału na rynek długu. W efekcie, kurs EURPLN spadł (na chwilę) poniżej 4,09. Koniec tygodnia przyniósł nieznaczny wzrost, niemniej korekcyjny wzrost był ograniczony i na koniec piątkowej sesji EURPLN oscylował wokół 4,10.

Krajowa waluta zyskała również w relacji do innych głównych walut. Realizacja zysków pod koniec tygodnia nieco ograniczyła wcześniejsze zyski. W skali tygodnia złoty zyskał 2,5% w relacji do dolara, 1,7% w relacji do funta oraz 1,6% do franka szwajcarskiego.

Sytuacja na wykresie EURPLN nie uległa większym zmianom pomimo zwiększonej zmienności w ubiegłym tygodniu. W tym tygodniu spodziewamy się wahań w przedziale 4,09-4,15. O tym czy kurs powróci w okolice górnego pasma wahań mogą zdecydować dane makro, które zostaną opublikowane w tym tygodniu. Kluczowe to inflacja CPI i produkcja przemysłowa. Spodziewamy się, że dane te potwierdzą trend spadkowy inflacji oraz słabość polskiego sektora przemysłowego.

## EURUSD ponownie powyżej 1,30

Miniony tydzień przyniósł umocnienie wspólnej waluty, pomimo negatywnych informacji płynących ze strefy euro. Euro zyskiwało na wartości dzięki nadziejom na utrzymanie skali stymulacji przez światowe banki centralne. Dodatkowym czynnikiem były dobre wyniki aukcji włoskiego długu. W konsekwencji kurs EURUSD wzrósł powyżej 1,31. Publikacja minutes Fed nieco osłabiła ten trend i na koniec tygodnia kurs pozostawał nieco poniżej 1,31.

W tym tygodniu uwaga inwestorów skupia się na publikowanych danych makro (choć będą dominowały głównie dane z USA). Z europejskich danych uwaga skupia się na publikacji indeksu ZEW dla niemieckiej gospodarki. Prognozy rynkowe wskazują na dość znaczący spadek (do 42 pkt. w kwietniu z 48,5 pkt. w marcu). Dane te mogą w krótkim terminie wpłynąć na notowania euro.

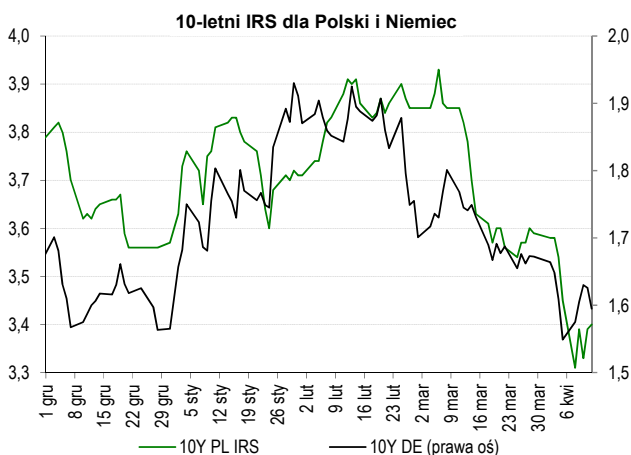
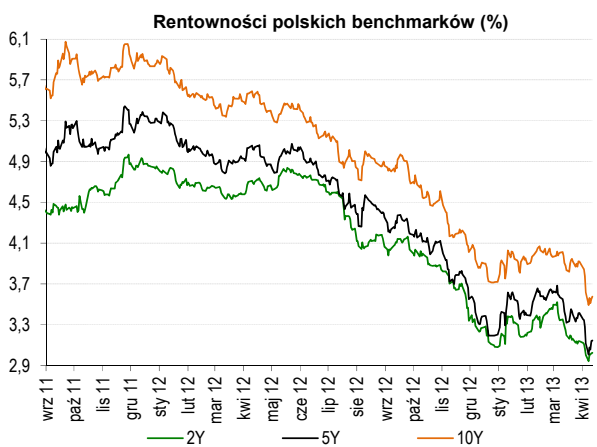
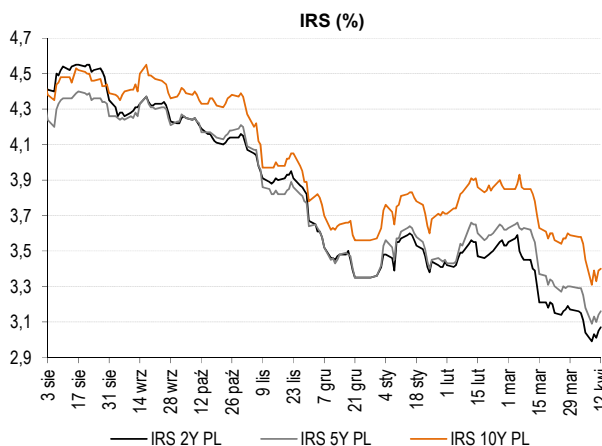
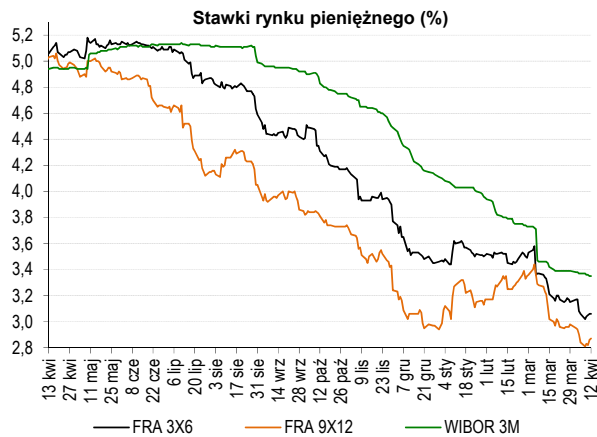
Ostatni ruch aprecjacyjny euro był dość silny, a w związku z tym sądzimy, że najbliższe dni przyniosą konsolidację w przedziale 1,30-1,318, z możliwością testów zarówno dolnego, jak i górnego ograniczenia pasma wahań.

## Różne nastroje na Węgrzech i w Czechach

Poprawa nastrojów inwestycyjnych na świecie wsparła również węgierską walutę. W skali tygodnia forint zyskał ok. 2% w relacji do euro (bardziej niż złoty). Pozytywnie zaskoczyły dane inflacyjne na Węgrzech, co umocniło oczekiwania na kolejne redukcje stóp przez bank centralny. Osłabienie forinta w relacji do euro było jednak krótkotrwałe i kurs na zamknięcie tygodnia oscylował wokół 296 (kluczowe wsparcie).

Nieco inaczej sytuacja kształtuje się w Czechach. Niepewność polityczna oraz wciąż słabe dane z gospodarki realnej spowodowały, że czeska waluta stopniowo traciła na wartości, kończąc tydzień nieco poniżej 25,9.

## Rynek stopy procentowej – Dane ważne dla krótkiego końca krzywej



## Niewielki spadek WIBOR-ów

W ciągu ostatniego tygodnia WIBOR-y dla terminów od 1 do 12 miesięcy obniżyły się jedynie o 2 pb. Od końca sierpnia 2012 stawki od 3 do 12 miesięcy spadły o nieco ponad 175 pb, a główna stopa NBP została obciążona o 150 pb. Ponieważ RPP nie „obiecła” kontynuacji luzowania polityki pieniężnej i w dodatku wskazała, że chce uniknąć ultra-niskich stóp NBP, powinno to skłonić inwestorów do ograniczenia oczekiwań odnośnie skali dalszych obniżek stóp o więcej niż 25 pb.

Będzie to według nas widoczne zarówno w stawkach WIBOR, jak też FRA. Te drugie już w minionym tygodniu lekko wzrosły, nadal jednak wyceniają spadek 3-miesięcznego WIBOR-u o 50 pb w horyzoncie 9 miesięcy. Uważamy, iż te oczekiwania są przesadzone, choć napływ bieżących danych może je nadal wspierać. W sumie, widzimy ograniczony potencjał do dalszego spadku kosztu pieniądza na rynku międzybankowym. Nasz scenariusz bazowy zakłada także stabilne stopy NBP do końca roku – wg nas retoryka RPP nie wskazuje, by w ciągu miesiąca redukcja stóp NBP stała się bardziej prawdopodobna.

## Spore wahania IRS i obligacji

Na początku minionego tygodnia krzywa IRS ponownie ustanowiła rekordowe minima. Podążając za rynkiem długu – gdzie umocnienie oprócz oczekiwań na napływ kapitału z rynków rozwiniętych wspierane było przez realizację zleceń stop-loss – 2-letni IRS spadł poniżej 3%. 5-letni osiągnął rekord na poziomie 3,09%, natomiast 10-letni na 3,31%. Rentowność 2-letniego benchmarku też pierwszy raz w historii spadła poniżej 3% (do 2,94%). Reakcja rynku na wynik posiedzenia RPP była chwilowa i niezbyt wyraźna – brak obniżki pchnął rentowności obligacji i IRS na chwilę do góry, a przebieg konferencji przyniósł odreagowanie. Z kolei, spory wpływ na notowania na rynku stopy procentowej miała w minionym tygodniu aukcja obligacji.

Ministerstwo Finansów sprzedało 10-letni benchmark DS1023 za 3,05 mld zł przy popycie 3,9 mld zł i WZ0124 za prawie 2,0 mld zł przy popycie 3,2 mld zł. Rentowność 10-latki (3,515%) była na aukcji nieznacznie niższa niż na rynku wtórnym, jednak z punktu widzenia inwestorów istotniejszy był niezbyt duży popyt zgłoszony na polski dług. Biorąc pod uwagę ostatnie wydarzenia na globalnym rynku zainicjowane przez Bank Japonii (umocnienie długu europejskiego, także polskiego), zgłoszony popyt należy uznać – jak to zrobił rynek – za rozczarowujący. Było to impulsem do wzrostu rentowności IRS oraz obligacji w kolejnych dniach tygodnia.

Po aukcji potrzeby pożyczkowe brutto są sfinansowane na poziomie ok. 63%. Wiceminister finansów, Wojciech Kowalczyk powiedział, że po kwietniu może to być już 70%, a na koniec drugiego kwartału 80%.

## Dane z kraju i zagranicy w centrum uwagi

W tym tygodniu poznamy szereg danych makro z kraju, z których najistotniejsze będą inflacja i produkcja przemysłowa. Prezes NBP wskazywał, że dane z gospodarki realnej będą ważniejsze od poziomu bieżącej inflacji. W tym tygodniu przekonamy się, czy rynek uwierzył w te słowa – inflacja będzie bardzo niska, a prognozę w produkcji mamy powyżej konsensusu.

Po ostatniej serii publikacji indeksów poziomu aktywności gospodarczej ze strefy euro, rynek skorygował oczekiwania możliwości szybkiej poprawy. W tym tygodniu opublikowany zostanie niemiecki indeks ZEW, który może mieć wpływ na wycenę przez rynek szans na redukcję stóp przez EBC (jak i RPP) w kolejnych miesiącach.

---

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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)