

# TYGODNIK EKONOMICZNY

7 – 13 kwietnia 2014

Posiedzenie EBC zgodnie z oczekiwaniami było kluczowym wydarzeniem ostatnich dni. Choć bank centralny, tak jak zakładaliśmy, nadal nie przeszedł od słów do czynów, utrzymując politykę pieniężną bez zmian, konferencja prasowa prezesa Mario Draghiego wyraźnie sugerowała złagodzenie stanowiska, pobudzając oczekiwania, że na jednym z kolejnych posiedzeń EBC może w końcu zdecydować się na niestandardowe działanie (QE albo ujemne stopy procentowe). Efektem tego było wyraźne osłabienie euro do dolara. Marcowe indeksy PMI potwierdziły wolniejszy wzrost aktywności w przemyśle w europejskich gospodarkach, ale ich wpływ na rynek był ograniczony.

Na początku tygodnia na nastroje inwestorów w regionie CEE istotny wpływ mogą mieć informacje nt. wyników parlamentarnych na Węgrzech. Według sondaży rządząca partia Fidesz powinna swobodnie zapewnić sobie wybór na drugą kadencję; ewentualnym czynnikiem studzącym nastroje może być wysokie poparcie dla skrajnie prawicowej partii Jobbik. Kalendarz publikacji i wydarzeń ekonomicznych zaplanowanych na najbliższy tydzień jest dość ubogi. Posiedzenie krajowej RPP powinno przejść bez większego echa – miesiąc po tym jak wydłużono horyzont *forward guidance* do końca III kwartału nie należy się spodziewać żadnych istotnych zwrotów w polityce pieniężnej, ani w retoryce Rady. Dane o bilansie płatniczym za luty powinny potwierdzić dość dobrą kondycję polskiego eksportu, utrzymanie nadwyżki handlowej i niewielki deficyt obrotów bieżących, co ma szansę wzmocnić złotego na zakończenie tygodnia. Za granicą istotna może być publikacja minutes z posiedzenia Fed. Pojawi się też sporo publicznych wystąpień członków FOMC.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W- WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (7 kwietnia)</b>							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	II	% m/m	0,3	-	0,8
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	6,5	-	5,5
<b>WTOREK (8 kwietnia)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							
<b>ŚRODA (9 kwietnia)</b>							
	PL	<b>Decyzja RPP</b>		%	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>
8:00	DE	Eksport	II	% m/m	-0,5	-	2,2
9:00	CZ	CPI	III	% r/r	0,2	-	0,2
20:00	US	Minutes FOMC	III				
<b>CZWARTEK (10 kwietnia)</b>							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	326
<b>PIĄTEK (11 kwietnia)</b>							
9:00	HU	CPI	III	% r/r	0,2	-	0,1
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Saldo obrotów bieżących</b>	<b>II</b>	<b>mIn €</b>	<b>-533</b>	<b>-398</b>	<b>-1135</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Eksport</b>	<b>II</b>	<b>mIn €</b>	<b>13 462</b>	<b>13 352</b>	<b>13 503</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Import</b>	<b>II</b>	<b>mIn €</b>	<b>13 025</b>	<b>12 942</b>	<b>13 084</b>
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	IV	pkt	81,0	-	80,0

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

ul. Marszałkowska 142. 00-061 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

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:

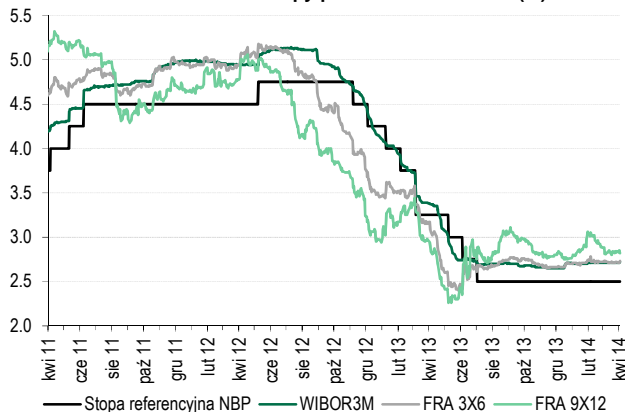
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

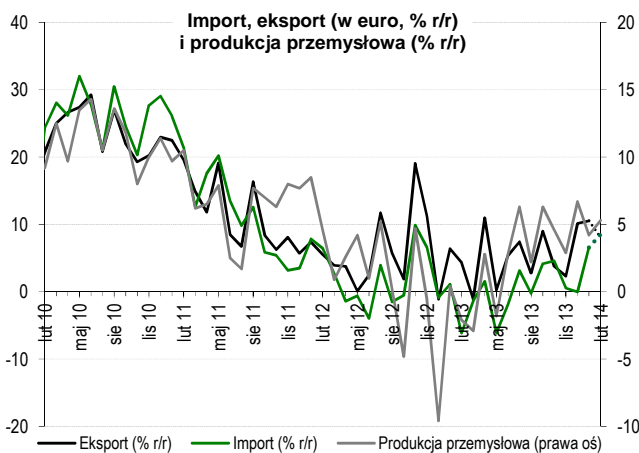
## Wydarzenia nowego tygodnia – RPP bez zmian, eksport wciąż mocny

Krótkoterminowe stopy procentowe w Polsce (%)



▪ Najbliższe posiedzenie RPP nie powinno przynieść żadnych niespodzianek. Wprowadzie ostatnie wypowiedzi członków Rady wskazują, że niektórzy z nich nie wykluczają stabilizacji stóp procentowych do końca tego roku (A. Zielińska-Głębocka), a nawet do końca 2015 (J. Osiatyński), jednak naszym zdaniem istotne zmiany w retoryce komunikatu RPP zaledwie miesiąc po wydłużeniu *forward guidance* do końca III kwartału są mało prawdopodobne. Od poprzedniego spotkania Rady nie pojawiły się naszym zdaniem informacje, które istotnie zmieniłyby perspektywy gospodarcze, czy inflacyjne.

▪ Jeden z członków Rady (A. Kaźmierczak) zasugerował niedawno obniżenie stopy rezerw obowiązkowych dla banków komercyjnych i jej zawieszenie dla banków spółdzielczych, co miałyby pobudzić kredyty dla firm. Naszym zdaniem skuteczność tego działania byłaby jednak wątpliwa i nie sądzimy, aby pomysł znalazł szersze poparcie w RPP.

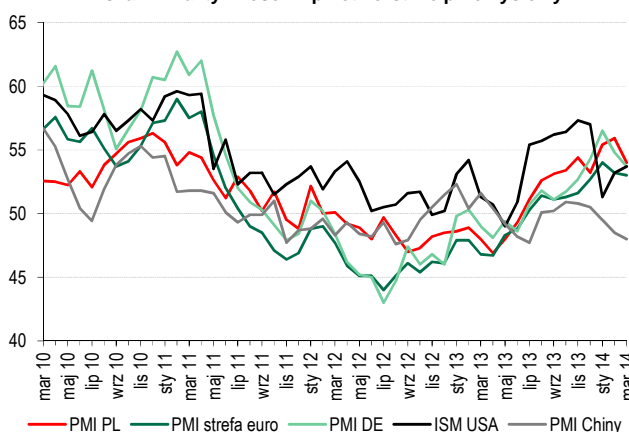


▪ Dane o bilansie płatniczym za luty powinny pokazać kolejny całkiem przyzwoity wzrost polskiego eksportu, na co wskazują m.in. dobre wyniki produkcji przemysłowej za ten miesiąc, a także utrzymanie nadwyżki w handlu towarowym. Dane wciąż będą dotyczyły okresu sprzed aneksji Krymu przez Rosję, więc trudno się spodziewać, aby już ujawniły wpływ ostatnich wydarzeń na Wschodzie na polski handel zagraniczny. Z drugiej strony, już w poprzednich miesiącach eksport do Rosji i na Ukrainę słabł pod wpływem pogarszającej się koniunktury w tych krajach, a mocna przecena rubla i hrywny od początku roku mogła spotęgować ten efekt.

▪ Kwartalne dane o bilansie płatniczym przyniosły rewizję w górę wartości eksportu za poprzednie miesiące. Deficyt obrotów bieżących obniżył się do 1,3% PKB na koniec 2013 r. i spodziewamy się, że w kolejnych kilku kwartałach relacja ta będzie dalej spadała (do ok. 0,7% PKB na koniec roku).

## Ostatni tydzień w gospodarce – Sytuacja na Ukrainie pogorszyła nastroje w przemyśle

Wskaźniki aktywności w przetwórstwie przemysłowym



▪ Indeks PMI dla polskiego przemysłu zanotował w marcu spadek wyraźnie głębszy od prognoz – do 54,0 pkt z 55,9 pkt w lutym. Indeks wciąż jednak pozostaje w strefie wskazującej na wzrost aktywności w przemyśle, a marcowy spadek był dopiero drugim w ostatnich 11 miesiącach. Największy wpływ na ruch w dół miało spowolnienie wzrostu nowych zamówień eksportowych; niepewność związana z sytuacją na Ukrainie sprawiła, że rosły one najwolniej od połowy 2013. Miało to negatywny wpływ na sub-indeks produkcji, ale niewielki na wskaźnik zatrudnienia, który zanotował nawet lekką poprawę. Dane potwierdziły, że presja inflacyjna pozostaje ograniczona, ceny produkcji w dalszym ciągu spadały w marcu.

▪ Ogólnie, odczyt PMI nie zmienił naszej prognozy produkcji na marzec (5,9% r/r), która i tak wydaje się dość ostrożna na tle oczekiwań rynkowych (średnia 6,5%; max. 7,8%).

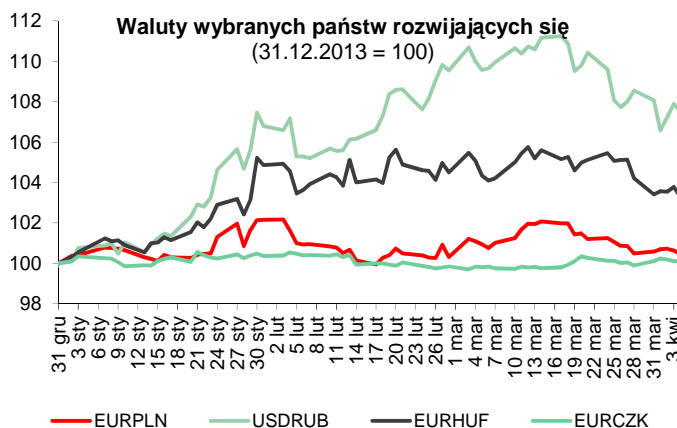
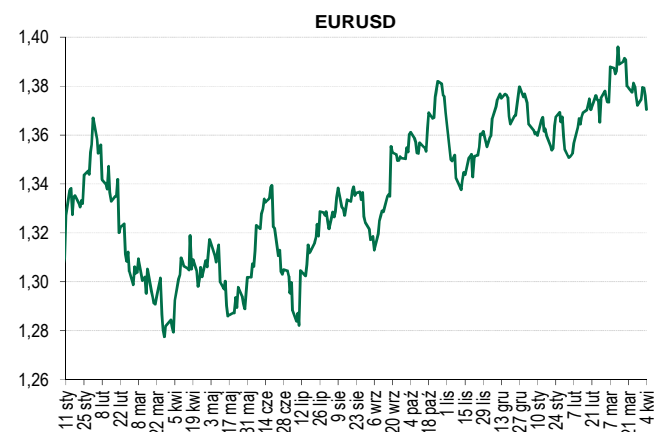
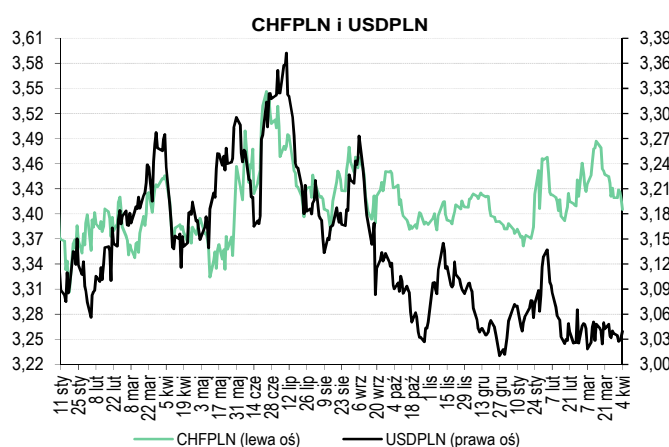
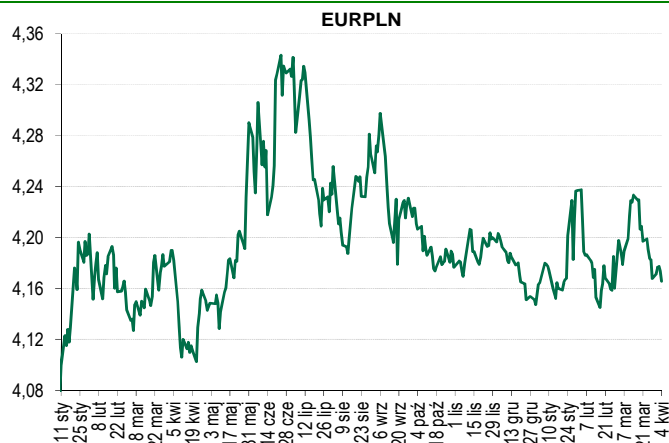
## Cytat tygodnia – Zwiększenie liczby członków RPP dopiero w 2015?

### Wojciech Kowalczyk, wiceminister finansów, 2 kwietnia, Reuters

Rozstrzygnęliśmy już punkty sporne odnośnie do projektu założeń do projektu nowelizacji ustawy o NBP. Ten projekt założeń powinien w najbliższych tygodniach trafić na Komitet Rady Ministrów. Myślę, że we wrześniu projekt nowelizacji ustawy trafi do parlamentu. Patrząc realistycznie czasowe zwiększenie liczby członków RPP o trzy dodatkowe osoby, będzie miało miejsce dopiero w 2015 roku.

W grudniu ub.r. Ministerstwo Finansów po raz pierwszy przedstawiło projekt nowelizacji ustawy o NBP, której celem jest doprowadzenie do sytuacji, w której kadencje członków RPP nie będą wygasać jednocześnie, tylko w pewnych odstępach czasowych (po 3 członków co 2 lata). Pomysł jest dobry i może naszym zdaniem zwiększyć stabilność polityki pieniężnej. Skutkiem tych zmian byłoby jednak przejściowe powiększenie składu RPP do 12 osób. Gdyby troje nowych członków Rady miało zbliżone poglądy do mianowanego niedawno Jerzego Osiatyńskiego, mogłoby to przesunąć bilans sił w Radzie w kierunku bardziej gołębi. Odsunięcie w czasie rozszerzenia składu RPP zmniejsza naszym zdaniem ryzyko tego, że Rada będzie nadmiernie długo zwlekała z rozpoczęciem zacieśniania polityki pieniężnej – zakładamy, że do pierwszej podwyżki stóp dojdzie na początku 2015 r.

## Rynek walutowy – Złoty pozostaje mocny, wybory na Węgrzech w centrum uwagi



## Retoryka EBC wsparła złotego

W minionym tygodniu najważniejszym wydarzeniem było posiedzenie EBC. Wcześniej, po słabszym odczycie PMI dla krajowego przemysłu inwestorzy zareagowali krótkotrwałą wyprzedzą żłotego. Kurs EURPLN sięgnął prawie 4,18, a następnie stabilizował się w okolicach 4,17 w oczekiwaniu na decyzję EBC. Konferencja prasowa EBC, w czasie której Draghi zasugerował możliwość ilościowego poluzowania polityki monetarnej w strefie euro, dała impuls do krótkotrwałego spadku EURPLN do 4,1585. Kurs szybko powrócił powyżej 4,16 w oczekiwaniu na dane z rynku pracy w USA. Dane te okazały się mieszane (stopa bezrobocia wzrosła, liczba nowych miejsc pracy w marcu była nieco niższa od oczekiwanej, ale nastąpiła dość znacząca korekta w górę danych za luty). Po publikacji tych informacji EURPLN po raz kolejny testował 4,1585, po czym kurs szybko powrócił powyżej 4,16.

W skali tygodnia złoty najbardziej umocnił się w relacji do franka szwajcarskiego (0,4% co było wynikiem wzrostu kursu EURCHF), podczas gdy do euro i funta brytyjskiego umocnił się o zaledwie 0,05%. Natomiast w relacji do dolara złoty stracił prawie 0,1%, co było wynikiem dość gwałtownego spadku kursu EURUSD w czasie konferencji prasowej EBC.

Sytuacja techniczna na EURPLN nie uległa większym zmianom w minionym tygodniu; kurs pozostaje w dość szerokim przedziale konsolidacji 4,14-4,25, oscylując bliżej dolnego ograniczenia pasma wahań. Decydujący wpływ na działania inwestorów może mieć publikacja opisu dyskusji z marcowego posiedzenia FOMC, ale również krajowe dane o bilansie płatniczym (w piątek). Istotne wsparcie pozostaje na 4,14, a pierwszy opór to 4,183.

## Euro mocno w dół po konferencji EBC

Przełom marca i kwietnia przyniósł umocnienie wspólnej waluty w oczekiwaniu na posiedzenie EBC. Wprawdzie konsensus wskazywał, że stopy w strefie euro pozostaną stabilne, jednak niektórzy inwestorzy nie wykluczali obniżki stóp czy też innych działań w celu uniknięcia deflacji. EBC zdecydował o pozostawieniu parametrów polityki monetarnej bez zmian, co dało impuls do wzrostu EURUSD powyżej 1,38. Jednak okazał się on krótkotrwały, gdyż sugestie szefa EBC, że takie działania mogą zostać podjęte w najbliższym czasie skierowały kurs w stronę 1,37. Ten poziom został przetestowany po danych z rynku pracy z USA. Kurs po osiągnięciu 1,368 wrócił dość szybko powyżej 1,37.

Gołębia retoryka Draghiego przyczyniła się do umocnienia franka szwajcarskiego w relacji do euro. Był to efekt wypowiedzi szefa banku centralnego Szwajcarii, który powiedział, że odpowie luzowaniem na łagodzenie polityki monetarnej przez EBC. W efekcie kurs EURCHF wzrósł do prawie 1,224 z 1,218 na początku minionego tygodnia.

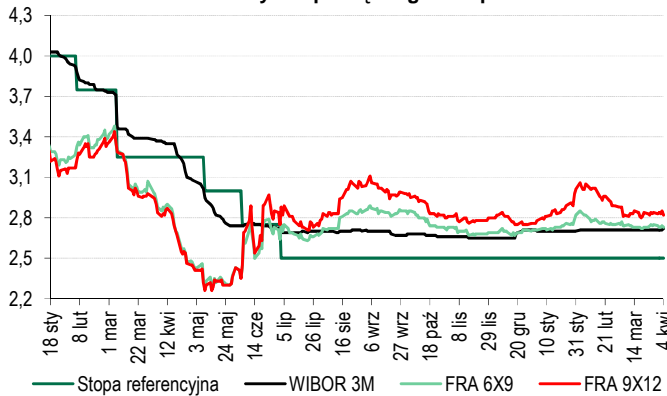
## Uwaga na wybory na Węgrzech i inflację w Czechach

Nastroje w regionie CEE były mieszane. W skali tygodnia rubel i forint zyskały na wartości (o prawie 1%), podczas gdy czeska korona osłabiła o 0,2% vs euro. O umocnieniu forinta zdecydował, obok gołębiej retoryki EBC, silny popyt na tamtejszy dług ze strony zagranicy. Natomiast czeska korona pozostaje pod presją retoryki banku centralnego, który zapowiedział interwencje, jeśli zajdzie taka konieczność, i utrzymanie EURCZK na 27, przynajmniej do początku 2015.

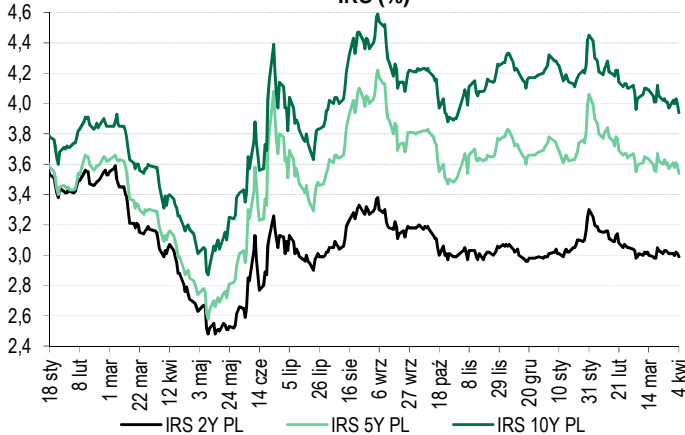
W tym tygodniu kluczowym dla forinta będzie wynik niedzielnych wyborów parlamentarnych. Wszystko wskazuje na to, że rządząca obecnie partia Fidesz powinna otrzymać większość głosów. Taki scenariusz powinien przyczynić się do nieznacznego umocnienia forinta (a przynajmniej do jego stabilizacji). Natomiast czeska korona będzie pod wpływem danych makro (produkcja i inflacja CPI). Odczyt CPI blisko zera może dać impuls do krótkotrwałego wzrostu w stronę 27,45.

## Rynek stopy procentowej – Polityka EBC i Fed kluczowa

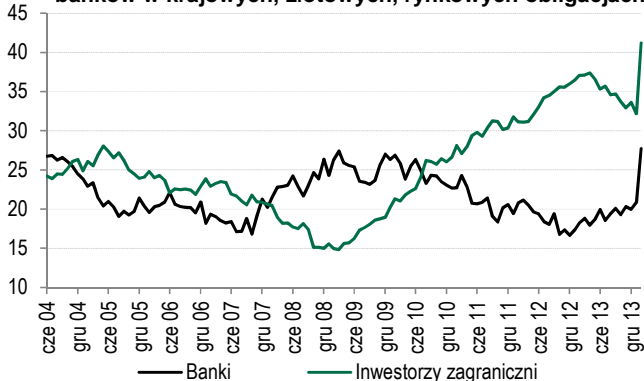
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



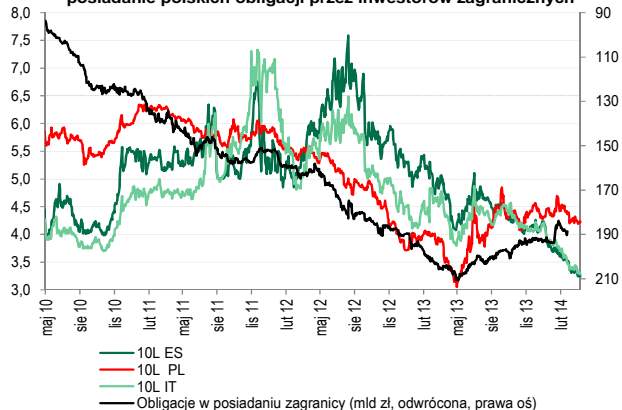
IRS (%)



Udział inwestorów zagranicznych i polskich banków w krajowych, złotych, rynkowych obligacjach



Notowania polski, hiszpańskich i włoskich obligacji 10-letnich posiadanie polskich obligacji przez inwestorów zagranicznych



## WIBOR-y i kontrakty FRA nadal stabilne

Spśród stawek WIBOR w segmencie od 1 do 12 miesięcy tylko 3-miesięczna uległa w minionym tygodniu zmianie, wzrosła o 1 pb. FRA pozostały stabilne, wycena przyszłych decyzji RPP nie uległa zmianie (pierwsza podwyżka stóp o 25 pb za rok). W naszej ocenie retoryka RPP nie ulegnie zmianie i kwietniowe posiedzenie nie wpłynie istotnie na WIBOR-y i kontrakty FRA.

## IRS wciąż blisko lokalnych minimów

Środek oraz długi koniec krzywej IRS wahały się w minionym tygodniu w pobliżu najniższych poziomów od listopada 2013 (4,0% dla 10 lat i 3,60% dla 5 lat). Krótki koniec zakotwiczony jest w dalszym ciągu w okolicy 3% i pozostał on w ostatnich dniach stabilny. W notowaniach obligacji największe zmiany też zaszły na 5 i 10 latach, sektory te zyskały w reakcji na gołąbią retorykę EBC i dane z rynku pracy USA.

Lutowe dane Ministerstwa Finansów o posiadaczach polskich, złotych, rynkowych obligacji pierwszy raz pokazały wpływ reformy emerytalnej. OFE przekazały od ZUS obligacje warte ok. 130 mld zł. W rezultacie, udział inwestorów zagranicznych w polskich obligacjach wzrósł na koniec lutego do ponad 40% z 32% w styczniu. Niewielki wpływ na ten wzrost miał też zakup przez zagranicę długu wartego 2,5 mld zł. Po transferze z OFE do ZUS, jest wiele serii obligacji, w których zagranica posiada bardzo wysoki udział. 87% wartości jej portfela składa się z serii, w których ma co najmniej 40%. W 11 seriach, zagranica ma ponad 50% udziału, co stanowi 62% posiadanych przez nią polskich obligacji. Widać, że zależność notowań krajowego długu od zagranicy mocno wzrosła w wyniku reformy OFE.

Ministerstwo Finansów sprzedało na aukcji dług o wartości prawie 5,8 mld zł przy popycie 8,4 mld zł. Ze sprzedaży DS1023 pozyskano prawie 3,5 mld zł przy rentowności 4,261%, a więc nieznacznie wyższej, niż poziom na rynku wtórnym, a popyt osiągnął niemal 5 mld zł. Szacujemy, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już sfinansowane w prawie 74%.

## Polityka EBC i Fed kluczowa

Nadzieje na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC zyskały na sile po konferencji prasowej prezesa banku. Chociaż była to już kolejna werbalna deklaracja, to podkreślenie, że na spotkaniu długo dyskutowano nad możliwymi działaniami (m.in. ilościowym luzowaniem czy obcięciem stopy depozytowej poniżej zera) spowodowało, że rynek nadal uważa, iż działania takie wciąż są możliwe. Warto zwrócić uwagę, że w ostatnich tygodniach nadzieja na materializację tych oczekiwań wyraźnie wspierała obligacje Hiszpanii oraz Włoch, podczas gdy polski rynek był pod presją perspektywy zakończenia QE3. Działo się tak mimo tego, że pod względem stopy zwrotu polski dług jest atrakcyjniejszy dla zagranicznych inwestorów niż włoski czy hiszpański.

Marcowe miesięczne dane z rynku pracy USA były bliskie oczekiwaniom, ale silną rewizję w górę odnotowano dla odczytu za luty. Wcześniej w tygodniu też opublikowano niezłe dane z największej gospodarki świata, co może wzmocnić przekonanie inwestorów, że negatywny wpływ srożej zimy na aktywność ekonomiczną powoli traci na sile. Prawdopodobna kontynuacja ograniczania QE3 przez FOMC (i zbliżająca się podwyżka stóp) wraz ze wzrostem apetytu na ryzyko będzie zapewne wywierać presję na rynku bazowe, co w kolejnych miesiącach nie pozostanie bez wpływu na krajowy rynek stopy procentowej.

Najważniejszym wydarzeniem najbliższego tygodnia może się okazać publikacja minutes z ostatniego posiedzenia FOMC. Z dokumentu rynek będzie chciał wynioskować czy faktycznie wzrost liczby członków prognozujących pierwszą podwyżkę stóp w 2015 nie oznacza zmiany w poglądach FOMC, jak to mówiła szefowa Fed. Publicznie wypowiadać się też będzie sporo członków FOMC. Decyzja RPP pozostanie zapewne w cieniu globalnych wydarzeń.



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 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)