

# TYGODNIK EKONOMICZNY

21 – 27 kwietnia 2014

Najistotniejszym czynnikiem wpływającym na nastroje rynkowe podczas minionego tygodnia był konflikt między Rosją a Ukrainą. Wzmoczona aktywność prorosyjskich separatystów i plotki o wkroczeniu wojsk rosyjskich na terytorium Ukrainy wystraszyły inwestorów, którzy wyprzedawali ryzykowne aktywa, w tym polskie. Pod koniec tygodnia nastąpiło jednak uspokojenie sytuacji po ogłoszeniu treści porozumienia między USA, UE, Rosją i Ukrainą po negocjacjach w Genewie.

Dane makro z głównych gospodarek światowych były raczej mieszane, choć dość pozytywnie zaskoczyły informacje o chińskim wzroście gospodarczym, dotychczas raczej rozczarowującym. Dane opublikowane w Polsce potwierdziły natomiast, że presja inflacyjna utrzymuje się na niskim poziomie, sytuacja rynku pracy dalej szybko się poprawia (realny wzrost funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw był najmocniejszy od dwóch lat), przemysł notuje dobre wyniki a budownictwo wychodzi z zapaści. Wszystko to składa się na obraz bezinflacyjnego ożywienia.

Najważniejszymi danymi publikowanymi w tym tygodniu są wstępne indeksy PMI dla strefy euro i Niemiec. Obie wartości zanotowały spadki w ostatnich dwóch miesiącach. Kolejny rozczarujący odczyt mógłby zwiększyć obawy inwestorów o perspektywy ożywienia gospodarczego w Europie, rozbudzając oczekiwania na dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez EBC. Istotny może być także odczyt indeksu PMI dla Chin. W kraju poznamy ostatnie dane za marzec. Naszym zdaniem będą one zgodne z dotychczasową tendencją ożywienia w gospodarce. Ważnym wydarzeniem na rynku krajowym będzie także aukcja obligacji. Jej wyniki będą wspierane przez napływ środków z wykupu obligacji PS0414 i płatności odsetkowych. Sądzymy, że po tej aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto będą sfinansowane co najmniej w 80%.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (21 kwietnia)</b>							
Drugi dzień Świąt Wielkanocnych							
<b>WTOREK (22 kwietnia)</b>							
16:00	US	Sprzedaż domów	III	mln	4,55	-	4,60
<b>ŚRODA (23 kwietnia)</b>							
3:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	IV	pkt	48,3	-	48,0
9:28	DE	Wstępny PMI – przemysł	IV	pkt	53,8	-	53,7
9:58	EZ	Wstępny PMI – przemysł	IV	pkt	53,0	-	53,0
<b>11:00</b>	<b>PL</b>	<b>Aukcja obligacji OK0716/PS1016/PS0718</b>					
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	III	tys.	450	-	440
<b>CZWARTEK (24 kwietnia)</b>							
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Sprzedaż detaliczna</b>	<b>III</b>	<b>% r/r</b>	<b>5,7</b>	<b>4,7</b>	<b>7,0</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Stopa bezrobocia</b>	<b>III</b>	<b>% r/r</b>	<b>13,6</b>	<b>13,6</b>	<b>13,9</b>
10:00	DE	Indeks Ifo	IV	pkt	110,4	-	110,7
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	III	% m/m	2,0	-	2,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	315	-	304
<b>PIĄTEK (25 kwietnia)</b>							
15:55	US	Indeks Michigan	IV	pkt	83,0	-	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:

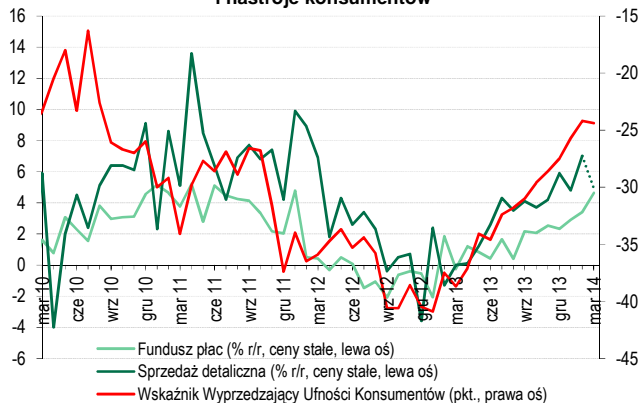
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Późniejsza Wielkanoc spowolni marcową sprzedaż

Sprzedaż detaliczna, fundusz płac w sektorze firm i nastroje konsumentów

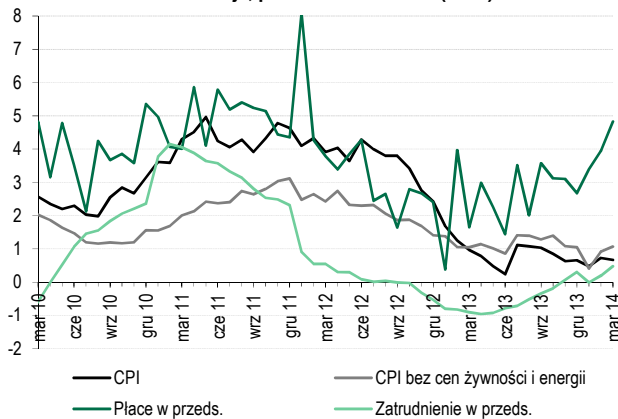


Przewidujemy spowolnienie wzrostu sprzedaży detalicznej w marcu, wynikające jednak głównie z efektu bazy (późniejszy termin Świąt Wielkanocnych), a nie z osłabienia popytu konsumpcyjnego. Ostatnie dane z rynku pracy wskazują na dalszą wyraźną poprawę sytuacji dochodowej gospodarstw domowych, co pozwala na spory optymizm odnośnie dynamiki konsumpcji w kolejnych miesiącach. Pozytywnie na wyniki sprzedaży detalicznej w marcu wpływał też kończący się okres ulg podatkowych na auta z krótką.

Szacunki resortu pracy wskazują, że stopa bezrobocia spadła w marcu dość wyraźnie, mocniej niż wynikałoby z czynnika sezonowego. Liczba bezrobotnych maleje w tempie coraz bardziej zbliżonym do tego z 2008 r., kiedy polska gospodarka znajdowała się jeszcze w fazie przedkryzysowego boomu.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Bezinflacyjne ożywienie gospodarcze w toku

Inflacja, płace i zatrudnienie (% r/r)



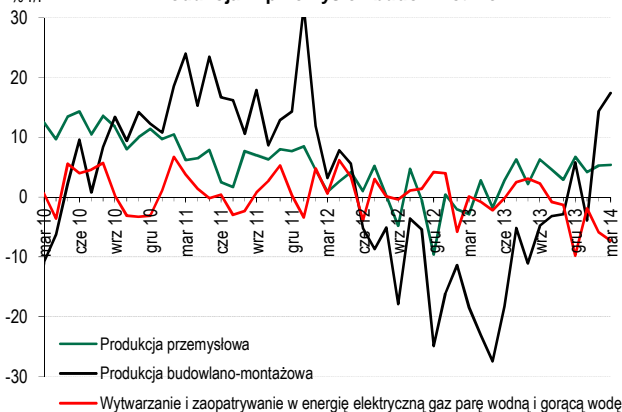
W marcu inflacja CPI ustabilizowała się na poziomie 0,7% r/r, zgodnie z oczekiwaniami. W ciągu miesiąca najbardziej zdrożały odzież i obuwie (o 0,8% - efekt wprowadzenia nowych kolekcji wiosennych), napoje alkoholowe i tytoń (0,7% - wciąż echo podwyżki akcyzy) oraz łączność (0,6%). Staniała natomiast żywność i napoje bezalkoholowe (-0,3% - co jest nietypowe jak na tę porę roku) oraz koszty związane z mieszkaniem (-0,1%).

Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła w marcu do 1,1% r/r, najwyższej od grudnia. Ceny producentów spadły w marcu o 0,2% m/m i 1,3% r/r, potwierdzając tym samym bezinflacyjny wzrost gospodarczy.

Wzrost średnich płac i zatrudnienia w marcu okazał się wyższy od oczekiwań, przyspieszając do odpowiednio 4,8% r/r i 0,5% r/r. Dalsza wyraźna poprawa sytuacji na rynku pracy świadczy o pozytywnych nastrojach polskich firm i prawdopodobnie jest odzwierciedleniem trwającego ożywienia inwestycyjnego. Jednocześnie, systematyczny wzrost dochodów gospodarstw domowych sprzyja ożywieniu popytu konsumpcyjnego. Będzie to, razem z efektem niskiej bazy, sprzyjać rozpoczęciu wzrostowej tendencji inflacji jeszcze przed końcem tego roku.

Wzrost produkcji przemysłowej w marcu wyniósł 5,4% r/r i był nieco słabszy od prognoz, a wzrost produkcji w budownictwie przyspieszył do 17,4% r/r, znacznie powyżej oczekiwań. W obu przypadkach wyniki były zakłócone wpływem warunków atmosferycznych, które w tym roku były znacznie lepsze niż przed rokiem (w marcu 2013 było zimniej i miały miejsce opady śniegu). W konsekwencji, produkcja w sektorze energetycznym drugi miesiąc z rzędu spadła znacząco (-7,3% r/r), co zaważyło na ogólnym wyniku przemysłu. Przetwórstwo przemysłowe pokazało jednak solidny wzrost o 7,7% r/r, potwierdzający, że gospodarka nadal jest w fazie ekspansji, wspieranej rosnącym strumieniem zamówień krajowych i zagranicznych.

Produkcja w przemyśle i budownictwie



## Cytat tygodnia – Podwyżki stóp możliwe, jeśli wzrost przekroczy 3,5%

**Andrzej Rzońca, członek RPP, 17.04, Bloomberg**

Nie mówię, że stopy powinny zostać podniesione natychmiast w czwartym kwartale, po prostu nie mogę wykluczyć konieczności ich podniesienia przed końcem roku.

**Andrzej Bratkowski, członek RPP, 17.04, Reuters**

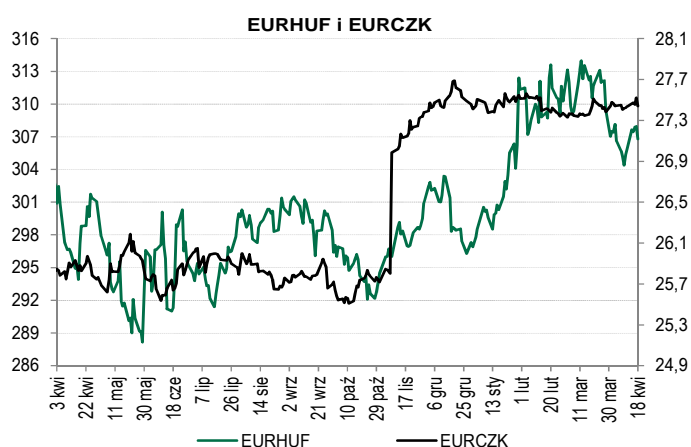
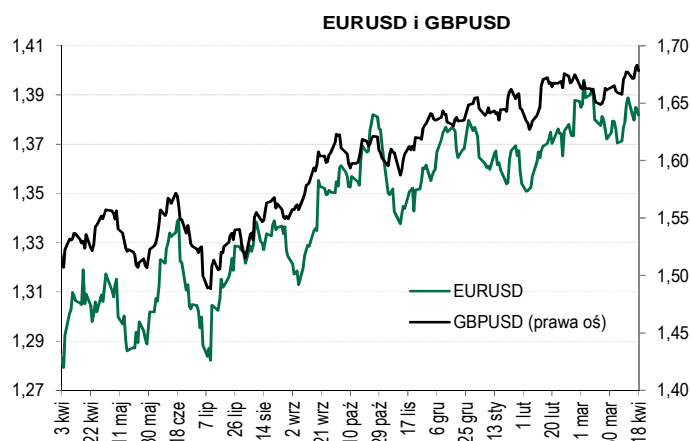
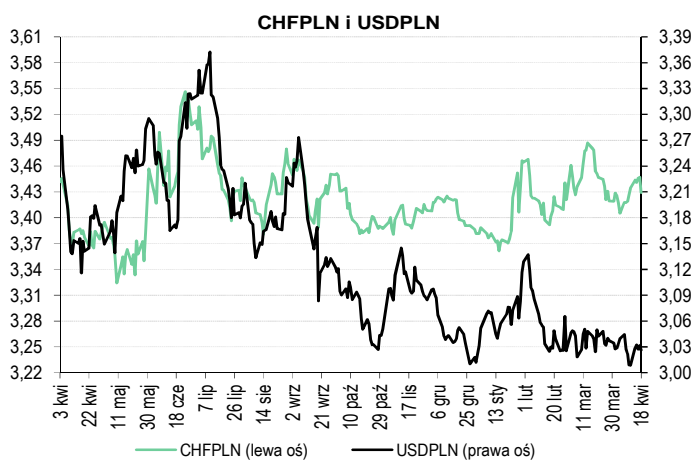
Nie wykluczam, że pod koniec IV kw. br. będziemy mogli zacząć cykl podwyżek stóp procentowych, który byłby stopniowy, a podwyżki mogłyby się odbywać się rzadziej niż co miesiąc. Do rozpoczęcia cyklu podwyżek pod koniec IV kw. mogłoby dojść przy szybszym tempie PKB, gdyby na przykład wzrost w drugim kwartale przekroczył 3,5% i mielibyśmy do czynienia z wyraźnym przyspieszeniem dynamik płac.

**Elżbieta Chojna-Duch, członek RPP, 14.04, PAP**

Moim zdaniem szanse na wydłużenie tego horyzontu stabilizacji stóp do końca roku na lipcowym posiedzeniu RPP są duże. (...) Dobre dane dotyczące istotnego przyspieszenia dynamiki inwestycji, do 9,0 proc. w IV kw. (...) mogą skłaniać do zastanowienia się nad naszą ewentualną reakcją w postaci podwyżki stóp w przyszłym roku, po I kwartale.

Po długiej serii gołych sygnałów ze strony RPP, które wpłynęły na odsunięcie oczekiwanego przez rynek terminu pierwszych możliwych podwyżek stóp procentowych, w tym tygodniu pojawiły się głosy z drugiego bieguna. A. Rzońca i A. Bratkowski nie wykluczyli podwyżki stóp jeszcze w tym roku, obaj wskazując na wzrost PKB powyżej 3,5% jako jeden z warunków takiej decyzji (Bratkowski dodatkowo wymienił szybszy wzrost płac). Jednak ich głosy wydają się odosobnione w Radzie – większość członków RPP (w tym J. Hausner, który nie tak dawno również nie wykluczał podwyżki w IV kw.) wyraźnie sugerują duże szanse na stabilizację stóp do końca tego roku. Do końca roku jest jeszcze sporo czasu, ale wydaje nam się prawdopodobne, że w lipcu RPP faktycznie wyduży horyzont *forward guidance* o kolejny kwartał. Jednak na początku 2015 r., kiedy inflacja będzie już w trendzie wzrostowym, a wzrost PKB będzie się umacniał, cykl podwyżek stóp zapewne w końcu się rozpocznie.

## Rynek walutowy – Mniejsze obawy o Ukrainę wsparciem dla walut regionu



### Złoty pod presją wydarzeń na Ukrainie

W minionym tygodniu złoty, podobnie jak i inne waluty krajów rozwijających się znalazł się pod presją wydarzeń na Ukrainie. Ponowne zaognienie konfliktu Ukraina-Rosja (informacje o wejściu wojsk rosyjskich na teren tego kraju) spowodowały wzrost awersji do ryzyka, a w konsekwencji osłabienie krajowej waluty. Warto jednak zauważyć, że osłabienie złotego w relacji do euro nie było gwałtowne i EURPLN zbliżył się tylko do 4,20. Dla przypomnienia w czasie marcowej wyprzedaży kurs wzrósł powyżej 4,23, a na początku lutego sięgnął 4,26. To może świadczyć o tym, że krajowa waluta jest obecnie bardziej odporna na informacje o konflikcie Ukraina-Rosja, wspierana oczekiwaniami na działania EBC w najbliższych miesiącach i lepszymi danymi z gospodarki.

W skali tygodnia złoty najbardziej stracił do funta (0,7%), co wynikało ze znacznego umocnienia brytyjskiej waluty (szczegóły poniżej) i do dolara amerykańskiego (0,6%). Natomiast wobec euro i franka szwajcarskiego złoty pozostał względnie stabilny.

Miniony tydzień pokazał, że pasmo wahań dla EURPLN zawężało się do 4,16-4,20, podczas gdy dla USDPLN do 3,0-3,04. Przed nami krótszy tydzień, w czasie którego poznamy już ostatnie dane z krajowej gospodarki (sprzedaż detaliczna, stopa bezrobocia). Publikacja tych danych, podobnie jak ubiegłotygodniowych, najprawdopodobniej będzie przebiegała w cieniu wydarzeń na rynkach zagranicznych (głównie publikacje danych makro, w tym wstępnych PMI dla strefy euro, Ifo dla Niemiec). Spadek obaw o dalszy rozwój sytuacji na Ukrainie po osiągnięciu kompromisu w Genewie powinien sprzyjać umocnieniu złotego, kierując krajową walutę w stronę dolnych ograniczeń pasma wahań.

### Euro nieznacznie traci, funt mocniejszy

W minionym tygodniu notowania EURUSD były pod wpływem wypowiedzi przedstawicieli banków centralnych. O ile przedstawiciele EBC utrzymali dotychczasową gołębią retorykę, to szefowa Fed nieco złądziła swoje wypowiedzi odnośnie przyszłego zacieśniania polityki monetarnej, które nie musi nastąpić tak szybko jak zasugerowała Yellen po marcowym posiedzeniu FOMC. Powyższe czynniki wspierały trend boczny na EURUSD, w przedziale 1,379-1,389, nieco powyżej 1,38.

Ubiegły tydzień stał pod znakiem umocnienia brytyjskiej waluty. Wsparciem dla funta były dane z rynku pracy. W lutym stopa bezrobocia obniżyła się do 6,9% (z 7,2% miesiąc wcześniej), osiągając najniższy poziom od 5 lat. Dane te umocniły oczekiwania na podwyżki stóp procentowych jeszcze w tym roku, co dało impuls do wzrostu kursu funta w relacji do dolara amerykańskiego do 1,684 z 1,672 (przed publikacją tych danych).

W tym tygodniu uwaga inwestorów skupi się na danych makroekonomicznych, w tym wstępnych PMI dla strefy euro, Ifo dla Niemiec, danych z rynku nieruchomości w USA. Lepsze od oczekiwań wstępne odczyty indeksów koniunktury mogłyby nieco schłodzić oczekiwania na działania EBC, co dałoby impuls dla EURUSD do ponownych testów górnego ograniczenia pasma wahań.

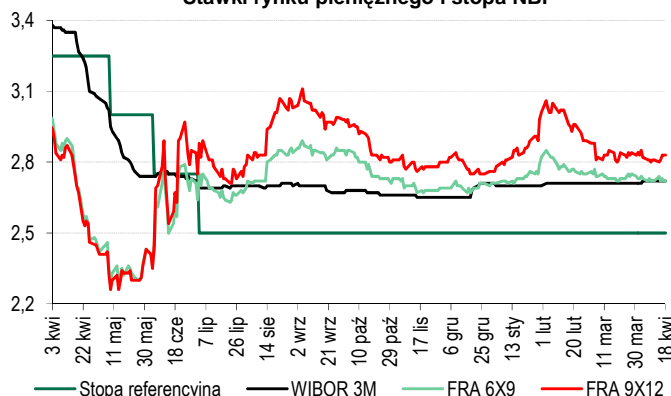
### Nastroje pod wpływem czynników zewnętrznych

Waluty regionu, podobnie jak złoty, rozpoczęły miniony tydzień od osłabienia ze względu na wydarzenia na Ukrainie. W kolejnych dniach nastąpiło odreagowanie wraz ze stabilizacją nastrojów globalnych. W efekcie w skali tygodnia rosyjski rubel najbardziej zyskał w relacji do głównych walut, na drugim miejscu znalazł się forint.

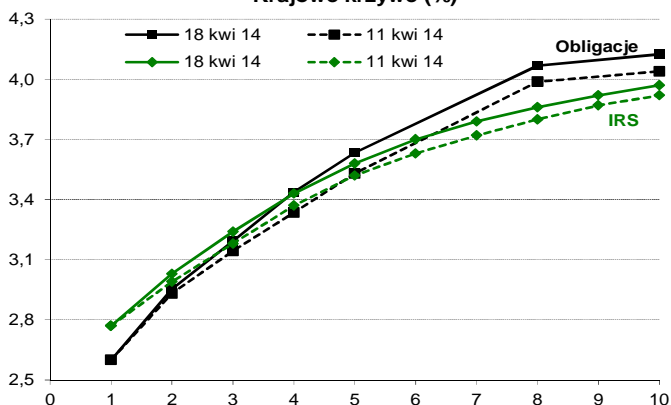
W tym tygodniu nie ma publikacji kluczowych danych z gospodarek regionu. W związku z tym globalne nastroje będą kluczowe dla wyceny forinta czy też korony. Poprawa nastrojów po osiągnięciu porozumienia ws. deeskalacji konfliktu Ukraina-Rosja powinna sprzyjać dalszemu odreagowaniu na rynkach.

## Rynek stopy procentowej – Aukcja krajowego długu istotnym wydarzeniem

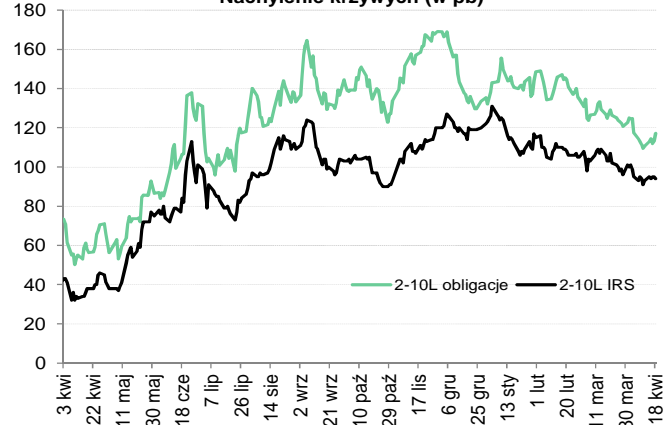
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



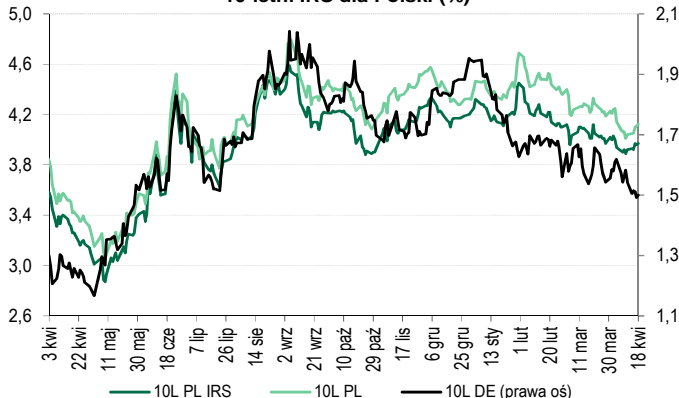
Krajowe krzywe (%)



Nachylenie krzywych (w pb)



Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)



## Rynek pieniężny dobrze zakonwiczony

▪ Stawki WIBOR od 1 do 12 miesięcy nie uległy zmianie na przestrzeni minionego tygodnia, podczas gdy dłuższe FRA odnotowały lekkie wzrosty w ślad za rosnącymi stawkami IRS. Obecne stanowisko RPP – stopy procentowe stabilne przynajmniej do końca III kw. br. i istotna zmiana treści komunikatu najwcześniej w lipcu – oraz pojawiające się wypowiedzi jej członków sugerujące brak zmian parametrów w polityce pieniężnej do końca 2014 skutecznie stabilizują stawki rynku pieniężnego.

▪ Sytuacja na rynku pieniężnym nie powinna ulec zmianie w nadchodzącym tygodniu. Publikacja krajowych danych makro (sprzedaż detaliczna, stopa bezrobocia), podobnie jak to miało miejsce w minionym tygodniu, powinna być neutralna dla rynku, stabilizując stawki WIBOR i FRA blisko bieżących poziomów.

## Korekcyjne wzrosty rentowności obligacji i stawek IRS

▪ Miniony tydzień przyniósł lekką korektę umocnienia obligacji i spadków IRS obserwowanych od lutego. Impulsem od odbicia były doniesienia z Ukrainy wskazujące na aktywność rosyjskiej armii na terytorium tego kraju. Nagły wzrost obaw o zaostrzenie konfliktu za naszą wschodnią granicą przyczynił się do odwrotu inwestorów z krajowego rynku długu. Wyprzedaż obligacji była dodatkowo wspierana przez krajowe dane z rynku pracy i amerykańską produkcję przemysłową. Co istotne, postępującemu osłabieniu długu towarzyszyły rosnące obroty. W rezultacie, w ciągu tygodnia 10-letni IRS wzrósł w okolice 4% wobec jeszcze 3,90% w poprzedni piątek (nie udało się więc przebić tego najniższego od października poziomu). Ruch rządu 10 pb w górę odnotowano również w przypadku stawki 5-letniej (z 3,50% do 3,60%). Rentowności dla analogicznych benchmarków obligacyjnych odbiły do odpowiednio 3,80% i 4,10% (tygodniowe maksimum wyniosło 4,14%). Podobnie jak w poprzednich tygodniach bardziej stabilnie zachowywał się krótki koniec krzywych, który stabilizuje się zarówno dla IRS, jak i obligacji w okolicach 3%.

▪ Wzrost awersji do ryzyka przyczynił się do rozszerzenia spreadów 2-10L tak dla obligacji, jak i IRS, głównie w wyniku wystromienia krzywych na odcinku 2-5 lat. Dla sektorów 5 i 10 lat nastąpiło również rozszerzenie asset swap spreadów, podczas gdy dla 2 lat ten spread się nieco zawężił.

## Aukcja obligacji w centrum uwagi

▪ Kluczowymi wydarzeniami tego tygodnia dla rynku długu wydają się być środowa aukcja obligacji oraz wstępne dane o aktywności w przemyśle dla Chin, Niemiec i całej strefy euro.

▪ Ministerstwo Finansów podało, że na drugiej w tym miesiącu aukcji zaofertuje obligacje OK0716 / PS1016 / PS0718 warte łącznie 6-10 mld zł. Ostatnie dane resortu pokazały, że na koniec lutego najwięcej OK0716 miały krajowe fundusze inwestycyjne (1,6 mld zł) i banki (1,5 mld zł), podczas gdy pozostałe serie były głównie w posiadaniu zagranicznych inwestorów (odpowiednio 40% i 44% wartości emisji ogółem), a na drugim miejscu znalazły się krajowe banki, które posiadały nieco powyżej 30% wartości ich emisji. Spodziewamy się, że popyt na aukcji powinien być solidny, wspierany napływem na rynek płynnych środków o wartości ok. 16 mld zł z wykupu PS0414 i 5,6 mld zł z odsetek od kwietniowych serii PS i WS. W naszej ocenie realne jest osiągnięcie 80% finansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych po kwietniu.

▪ W ostatnich dniach rynek miał nadzieję, że spowolnienie w Chinach skłoni władze do wsparcia koniunktury. Przedstawiciele tamtejszego rządu powściągliwie wypowiadają się jednak o konieczności pojęcia takich działań. Dane dla Niemiec i strefy euro mogą mieć pewien wpływ na oczekiwania odnośnie dalszych działań EBC, chociaż i tak istotniejsza powinna być wstępna kwietniowa inflacja, którą poznamy dopiero na koniec miesiąca.

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)