

# TYGODNIK EKONOMICZNY

16 – 22 marca 2015

Pierwszy tydzień ilościowego łagodzenia polityki przez EBC przyniósł dalsze osłabienie euro (do najniższego poziomu wobec dolara od 12 lat) oraz dalszy spadek rentowności obligacji w strefie euro. Niemniej, nie wsparło to zbytnio polskiego rynku walutowego i stopy procentowej, co mogło prawdopodobnie wynikać z obecnych ostatnio na rynkach rozwijających się obaw w związku z umocnieniem dolara oraz nadchodzącymi podwyżkami stóp przez Fed. Podobna sytuacja może mieć miejsce w tym tygodniu ze względu na oczekiwane posiedzenie amerykańskiego banku centralnego (FOMC) w środę, które będzie kluczowe dla oceny perspektyw polityki pieniężnej w USA.

W kontekście powyższych czynników, dane publikowane w kraju schodzą na drugi plan. Niemniej, według nas potwierdzą one, że sytuacja gospodarcza jest co najmniej satysfakcjonująca. Wciąż oczekujemy wzrostu PKB poniżej 3% r/r w I kw., jednak nasze prognozy produkcji i sprzedaży detalicznej za luty są powyżej konsensusu. Dane z rynku pracy również potwierdzą utrzymanie pozytywnych tendencji. Informacje te będą miały mniejsze znaczenie dla rynku niż w poprzednich miesiącach również ze względu na czytelny sygnał ze strony RPP odnośnie stóp procentowych w przyszłości. Opis dyskusji na lutowym posiedzeniu rzuci w tym tygodniu więcej światła na linię argumentacji członków RPP, co może być ciekawe w kontekście innych ostatnich wypowiedzi. Wciąż oczekujemy, że stopy pozostaną bez zmian przez ponad rok, po czym nastąpi normalizacja polityki pieniężnej (w II poł. 2016).

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (16 marca)</b>							
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	I	mln €	-920	-1194	-1005
14:00	PL	Eksport	I	mln €	12755	12611	11967
14:00	PL	Import	I	mln €	12956	12670	12600
14:00	PL	Inflacja bazowa	II	% r/r	0,5	0,4	0,5
14:15	US	Produkcja przemysłowa	II	% m/m	0,3	-	0,2
<b>WTOREK (17 marca)</b>							
11:00	DE	Indeks ZEW	III	pkt	48,1	-	45,5
11:00	EZ	HICP	II	% r/r	-0,3	-	-0,6
13:30	US	Rozpoczęte budowy domów	II	tys.	1040	-	1065
13:30	US	Pozwolenia na budowę domów	II	tys.	1065	-	1053
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	II	% r/r	3,2	3,1	3,6
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	II	% r/r	1,3	1,3	1,2
<b>ŚRODA (18 marca)</b>							
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna	II	% r/r	0,0	1,0	0,1
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	4,1	5,6	1,7
14:00	PL	Produkcja budowlana	II	% r/r	-0,3	-0,1	1,3
14:00	PL	PPI	II	% r/r	-2,7	-2,7	-2,9
19:00	US	Decyzja FOMC		%	0,25	-	0,25
<b>CZWARTEK (19 marca)</b>							
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	289
14:00	PL	Minutes RPP					
15:00	US	Indeks Philly Fed	III	pkt	8,0	-	5,2
<b>PIĄTEK (20 marca)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

### 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>

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

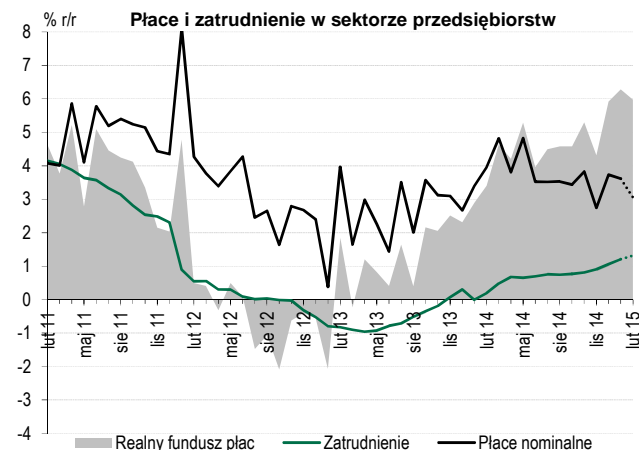
### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Krajowe dane potwierdzą solidny wzrost



▪ Dane o handlu zagranicznym powinny pokazać stagnację w styczniu za względu na słabe dane o produkcji w ww. miesiącu. Wciąż uważamy, że tempo wzrostu eksportu i importu powinno odbić w kolejnych miesiącach, biorąc pod uwagę poprawę konsumpcji i ożywienie w Unii Europejskiej. Sądzymy, że deficyt na rachunku obrotów bieżących zwiększył się wobec grudnia, ze względu na sezonowy spadek salda dochodów.

▪ W lutym utrzymała się dobra sytuacja na rynku pracy, co powinny potwierdzić dane o zatrudnieniu i płacach w sektorze przedsiębiorstw. Szacujemy, że wzrost płac ogółem nieco spowolnił w wyniku przesunięcia terminu płatności premii w górnictwie, podczas gdy wzrost zatrudnienia pozostał solidny. Uważamy, że pozytywne tendencje na rynku pracy będą wspierały wzrost konsumpcji w najbliższych kwartałach.

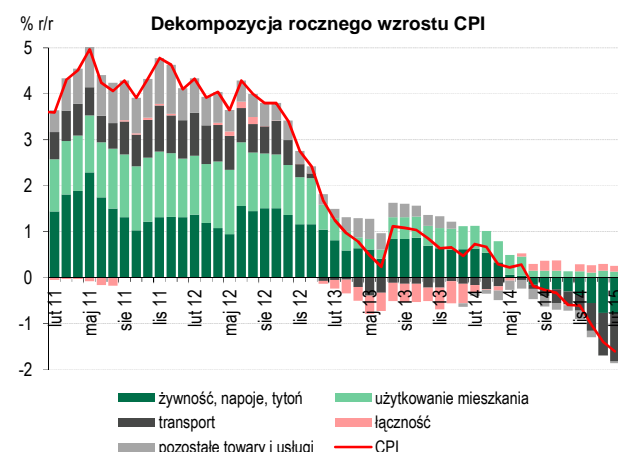
▪ Nasza prognoza dynamiki produkcji za luty jest bardziej optymistyczna w porównaniu do konsensusu rynkowego. W lutym mieliśmy do czynienia z neutralnym efektem dni roboczych i warunkami pogodowymi podobnymi do ubiegłorocznych, więc dane o produkcji powinny odzwierciedlać faktyczny trend, poprawiający się dzięki silnemu popytowi wewnętrznemu i ożywieniu w strefie euro. Silne dane o produkcji samochodów wspierają naszą prognozę.

▪ Oczekujemy przyspieszenia dynamiki sprzedaży detalicznej. Ze względu na deflację większe znaczenie mają dane o realnym tempie wzrostu, który szacujemy na 4% r/r. Dane o rejestracji nowych samochodów pokazały silny spadek w lutym, co rodzi ryzyko niższego odczytu w porównaniu do naszych prognoz, choć warto zauważyć, że w ostatnich miesiącach dane z rynku samochodowego nie były dobrą wskazówką dla danych o sprzedaży detalicznej.

▪ Sądzymy, że opis dyskusji RPP nie powinien zaskoczyć, choć może rzucić więcej światła na argumenty, które zdecydowały o obniżce w marcu.



## Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja CPI osiągnęła dółek



▪ Inflacja CPI obniżyła się w lutym do -1,6% r/r z -1,4% r/r po rewizji w styczniu i osiągnęła najniższy poziom w historii. Pogłębienie deflacji wynikało głównie ze spadku cen w kategorii transport oraz z efektu bazy dla cen wyrobów tytoniowych. GUS opublikował nową strukturę wag w koszyku CPI. Wpływ netto zmian wag na oczekiwaną przez nas ścieżkę inflacji w br. jest jednak pomijalny. Uważamy, że lutowy odczyt wyznaczył dno inflacji CPI i od marca obserwować już będziemy stopniowy wzrost tego wskaźnika, do ok. 0,6% r/r na koniec roku (inflacja CPI pozostanie poniżej zera do końca III kw.). Dane są naszym zdaniem neutralne dla perspektyw polityki pieniężnej.

▪ Szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 0,6% r/r w styczniu i 0,4% r/r w lutym.

▪ Wzrost podaży pieniądza przyspieszył w lutym do 8,8% r/r. To najszybszy wzrost od sierpnia 2012 r.

## Cytat tygodnia – To (warunkowy) koniec

**Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 13.03.2015, PAP**

Dalsze obniżki byłyby ryzykowne (...) ryzyko umocnienia PLN nie jest wysokie.

**Jerzy Osiatyński, członek RPP, 13.03.2015, Bloomberg**

Założenie, że RPP zakończyła obniżki stóp raz na zawsze jest uproszczoną interpretacją. Zmiany kursu złotego mogłyby skłonić Radę do zrewidowania tego nastawienia. Nadal może być przestrzeń do cięć stóp.

**Elżbieta Chojna-Duch, członek RPP, 11.03.2015, PAP**

Komunikat RPP jest jednoznaczny i stanowczy. Nie jest przesądzone, że podwyżka stóp NBP musi być już decyzją RPP kolejnej kadencji.

**Anna Zielińska-Głębocka, członek RPP, 10.03.2015, PAP**

W tej chwili nie widzę wyraźnej przestrzeni ani dla obniżek, ani dla podwyżek stóp procentowych. Ale sytuacja jest dynamiczna, w związku z tym RPP ma możliwość reagowania, gdyby coś się wydarzyło.

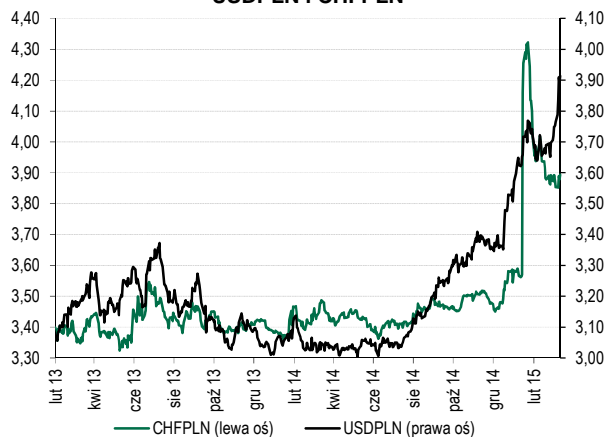
Podczas ostatniego posiedzenia RPP definitywnie zakończyła cykl redukcji stóp procentowych, co spowodowało, że większość uczestników rynku (w tym my) uwierzyła, że stopy pozostaną stabilne do końca kadencji obecnej Rady. Ostatnio niektórzy członkowie RPP zaczęli kwestionować taką interpretację, wskazując, że Rada będzie śledziła sytuację i może zareagować, jeśli zajdzie taka konieczność. Sądzymy, że to kurs złotego będzie kluczowy dla perspektyw polityki monetarnej. Wg ankiet NBP kurs EURPLN na poziomie 3,90 jest średnim poziomem opłacalności dla polskiego eksportu. Jednak NBP wielokrotnie wskazywał, że niepokój banku centralnego może wzbudzić tempo zmian a nie poziom kursu. Jak na razie, silny dolar i obawy o podwyżki stóp przez Fed ograniczają ryzyko nadmiernej aprecjacji PLN.

## Rynek walutowy – Mocny dolar osłabia waluty wschodzące

EURPLN



USDPLN i CHFPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



## USDPLN najwyżej od maja 2004

▪ Kurs EURPLN wahał się w zeszłym tygodniu przedziale 4,12-4,16. W ostatnich dniach nie publikowano żadnych ważnych danych i jak do tej pory wpływ programu QE rozpoczętego na początku tygodnia przez EBC na polski rynek walutowy oraz stopy procentowej był znikomy. Jednocześnie, USDPLN pozostał w trendzie wzrostowym w wyniku umacniającego się dolara. Kurs USDPLN przebił szczyt odnotowany w trakcie kryzysu finansowego w USA na początku 2009 i osiągnął 3,96, najwyższy poziom od maja 2004. Od lipca 2014, kiedy silny trend deprecjacyjny złotego do dolara się rozpoczął, krajowa waluta traciła ponad 20% co jest szóstym najgorszym wynikiem dla walut z rynków rozwijających się.

▪ Wiele walut z rynków wschodzących znalazło się pod presją oczekiwań na zbliżające się podwyżki stóp w USA i znacznej aprecjacji dolara. W przypadku Polski, zagrożenie ze strony umacniającego się dolara nie jest zbyt duże, w odróżnieniu od innych państw rozwijających się, bowiem nasz dług denominowany w tej walucie jest stosunkowo niewielki. Jednak mimo tego wygląda na to, że polska waluta również ucierpiała z powodu słabego ogólnego nastroju na rynkach wschodzących.

▪ Ostatni okres był niekorzystny dla walut państw rozwijających się. W przypadku takich kursów jak dolar do brazylijskiego reala, południowoafrykańskiego randa czy kolumbijskiego peso odnotowano wieloletnie maksima, a meksykańskie peso czy turecka lira odnotowały najsłabsze poziomy w historii do amerykańskiej waluty. Jednocześnie, rosyjski rubel radzi sobie dość dobrze w ostatnich dniach na tle wyraźnego osłabienia na rynkach wschodzących. Waluta ta nie straciła po obniżce stóp o 100 pb z minionego tygodnia (do 14%) i po spadku cen ropy. Być może siła rubla to wynik mocniejszych nadziei, że konflikt Rosji z Ukrainą nie nasili się w najbliższym czasie.

## ... ale nadal sądzimy, że złoty może się umocnić

▪ W dalszym ciągu spodziewamy się, że złoty zyska do euro w kolejnych tygodniach dzięki działaniom EBC, wysokim realnym stopom procentowym w Polsce i całkiem dobrym krajowym danym o aktywności gospodarczej (produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna zostaną opublikowane w tym tygodniu). Tempo aprecjacji może być jednak ograniczone przez słaby nastrój na rynkach wschodzących, w szczególności jeśli oczekiwania na podwyżki stóp Fed wzmocnią się, a dolar będzie dalej zyskiwał. W tym kontekście, środowica decyzja FOMC będzie bardzo ważna, bowiem jeśli Fed usunie określenie, że jest „cierpliwy” jeśli chodzi podwyżki stóp, wtedy czerwcową podwyżką stanie się bardzo prawdopodobna.

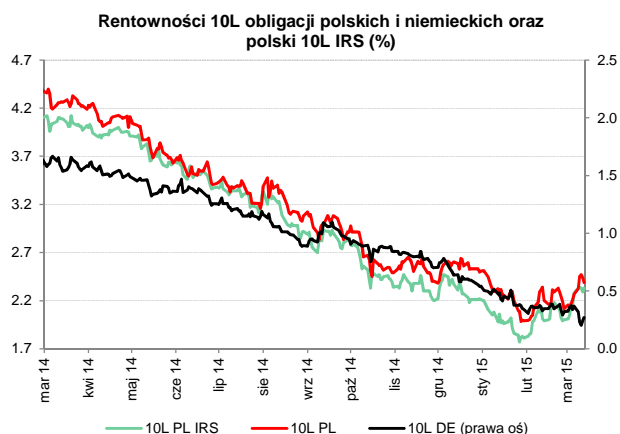
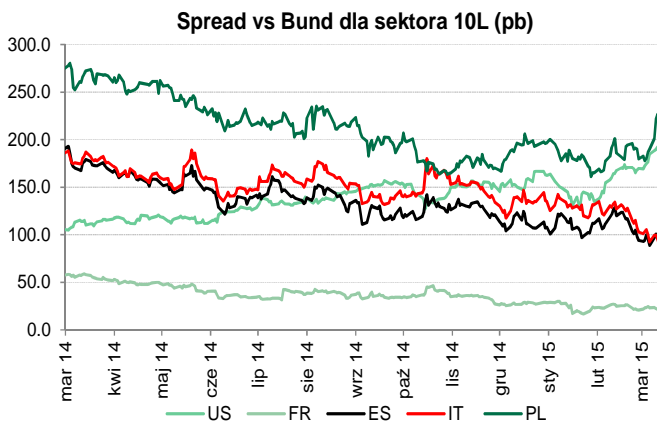
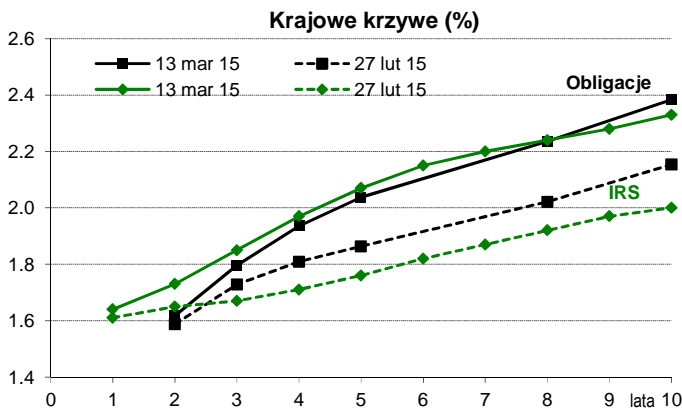
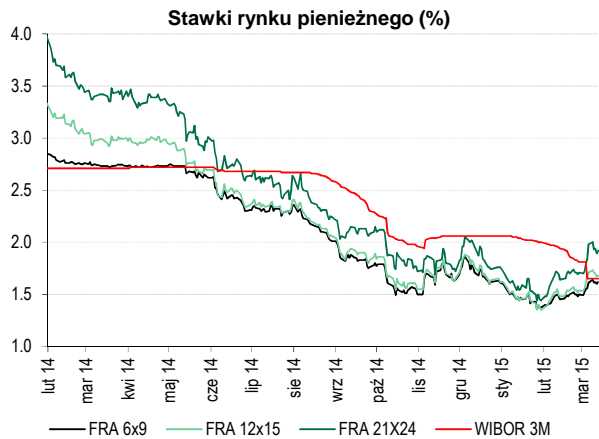
▪ Kolejnym czynnikiem niepewności dla rynku walutowego jest utrzymująca się niepewność odnośnie sytuacji w Grecji wobec rosnącego napięcia między tym krajem a Niemcami. Pojawiają się także doniesienia, że wkrótce Atenom mogą skończyć się zapasy gotówki na bieżące płatności.

## EURUSD dalej spada

▪ W trakcie trzeciego kolejnego tygodnia spadków EURUSD osiągnął najniższy poziom od stycznia 2003 – 1,05. Euro było pod presją napływu dodatkowej płynności z EBC w ramach programu skupu aktywów rozpoczętego na początku tygodnia. Tymczasem dolar dalej korzystał z silnych danych z rynku pracy USA, które przybliżyły w ocenie rynku pierwszą podwyżkę stóp Fed.

▪ Na ten tydzień zaplanowano sporo odczytów z USA, ale uwaga rynku skupi się na wyniku posiedzenia FOMC. Rynek oczekuje, że komunikat będzie bardziej jastrzębi od poprzedniego. Oprócz komunikatu, ważne dla tego czy EURUSD będzie dalej spadał czy też nastąpi odbicie będą komentarze szefowej Yellen w trakcie konferencji prasowej.

## Rynek stopy procentowej – Posiedzenie Fed ważniejsze niż krajowe dane



### FRA sugerują podwyżki stóp, zmienne obligacje i IRS

▪ W minionym tygodniu stawki WIBOR pozostały stabilne, podczas gdy krzywa FRA obniżyła się o 1-9 pb. Pomimo to stawki FRA na długie terminy (poczynając od 12x15) przewyższają bieżący poziom WIBOR 3M o 2-24 pb. To sugeruje, że rynek wycenia normalizację polityki pieniężnej w drugiej połowie 2016 r., co jest również naszym bazowym scenariuszem.

▪ Sytuacja na rynku obligacji i IRS była bardziej zmienna w ubiegłym tygodniu, o czym świadczą znaczące wahania cen w ciągu sesji. Na początku minionego tygodnia krajowe aktywa pozostały pod presją silnych danych z amerykańskiego rynku pracy, pomimo rozpoczęcia skupu aktywów przez EBC. Rentowność 10-letniego benchmarku kilkakrotnie testowała poziom 2,50% (najwyższy od końca 2014 r.), który jednak zdołał powstrzymać trend wzrostowy rentowności i uaktywnił stronę popytową. Krajowe obligacje zyskały dość znacząco przed aukcją, w tym rentowność 10L obniżyła się do prawie 2,35%, by na koniec tygodnia ponownie wzrosnąć powyżej 2,40%. W przypadku IRS, stawka 10L przewyższała 2,30%, osiągając tym samym najwyższy poziom od połowy grudnia 2014 r. Rynek IRS, podobnie jak i obligacje, nieco umocnił się pod koniec tygodnia.

▪ Krajowe krzywe pozostały strome w minionym tygodniu, podczas gdy na bazowym i peryferyjnym rynku długu obserwowano odwrotną tendencję - krzywe spłaszczyły się w wyniku rozpoczęcia QE przez EBC. Co więcej, spread wobec niemieckich obligacji rozszerzył się, w tym dla sektora 10L wzrósł powyżej 220 pb (najwyższego poziomu od połowy sierpnia 2014 r.). Warto zauważyć, że spready rozszerzyły się również dla długu krajów peryferyjnych strefy euro.

▪ Ubiegłotygodniową aukcją obligacji (WZ0124, DS0725 i WS0428) można uznać za udaną pomimo niesprzyjających warunków rynkowych. Ministerstwo sprzedało dług o łącznej wartości nieco powyżej 4,6 mld zł, w tym na aukcji regularnej za 4,15 mld zł. W naszej ocenie solidny popyt na obligacje o zmiennym kuponie WZ0124 i 10L benchmark DS0725 był generowany tak przez krajowych, jak i zagranicznych inwestorów. Szacujemy, że po tej aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już pokryte w ok. 50%.

### Fed w centrum uwagi, krajowe dane w tle

▪ W tym tygodniu GUS opublikuje niemal wszystkie główne dane z gospodarki realnej. Spodziewamy się całkiem niezłych wyników, powyżej konsensusu rynkowego (głównie dla produkcji przemysłowej), potwierdzających solidny wzrost gospodarczy. Materializacja naszych prognoz może powodować presję na wzrost rentowności/stawek IRS, głównie na długim końcu krzywych. Jednak wpływ krajowych danych będzie ograniczony, po tym jak RPP zakończyła cykl redukcji stóp. Sądymy, że stawki WIBOR i krótki koniec krzywych są dobrze zakotwiczone na bieżących poziomach, co wspierane jest przez oczekiwania na stabilne stopy w najbliższych miesiącach.

▪ Czynniki globalne będą odgrywały kluczową rolę dla krajowego rynku długu. W tym tygodniu, obok danych makroekonomicznych z Europy i USA, najważniejszym wydarzeniem będzie posiedzenie FOMC. Jeśli Fed zdecyduje się na usunięcie słowa "cierpliwy" z komunikatu, to wzmocni oczekiwania na czerwcową podwyżkę stóp przez FOMC, a tym samym negatywnie przełoży się na wycenę krajowych krzywych.

▪ Podtrzymujemy nasz scenariusz, że jest jeszcze miejsce na spadek rentowności/stawek IRS poniżej bieżących poziomów. Jednak bilans czynników ryzyka zmienia się w kierunku mniej sprzyjającym dla długu w średnim i długim 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., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)