

# DWUTYGODNIK EKONOMICZNY

## 30 marca – 12 kwietnia 2015

Ostatnie dni pokazały wrażliwość polskiego rynku na zmiany oczekiwań dot. polityki Fed. Kurs EURPLN spadł najpierw do dwuletniego minimum pod wpływem gołębiego wydźwięku posiedzenia FOMC, po czym odbił w górę po mocniejszych danych z amerykańskiego rynku pracy i komentarzach członków Fed. W dwóch kolejnych tygodniach możemy być świadkami zwiększonej zmienności na rynku walutowym, ponieważ płynność będzie obniżona przed Świątami, a jednocześnie pojawią się nowe ważne dane z USA (m.in. ISM i zatrudnienie poza rolnictwem), które mogą zmienić oczekiwania inwestorów odnośnie polityki Fed. Będzie to również ważny okres dla strefy euro, ponieważ pojawi się sporo nowych wskaźników aktywności, a dodatkowo upływa termin, w którym Grecja ma przedstawić kredytodawcom precyzyjną listę reform gospodarczych.

Jedyną ważną publikacją krajową będzie PMI w przemyśle. Spodziewamy się lekkiego wzrostu indeksu, szczególnie że poprawę zanotowały zarówno analogiczne wskaźniki dla Niemiec i strefy euro, jak i większość indeksów koniunktury dla Polski. Dane o rynku pracy publikowane przez Eurostat pokażą zapewne dalszy spadek stopy bezrobocia i wzrost liczby pracujących.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (30 marca)</b>							
14:30	US	Dochody osobiste/wydatki konsumentów	II	% m/m	0,3/0,2	-	0,3/-0,2
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	II	mln	0,4	-	1,7
<b>WTOREK (31 marca)</b>							
9:00	CZ	PKB	IV kw.	% r/r	1,5	-	2,2
11:00	EZ	Wstępny HICP	III	% r/r	-0,3	-	-0,3
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Bilans płatniczy</b>	<b>IV kw.</b>	<b>mln €</b>	<b>-1332</b>	<b>-1332</b>	<b>-1777</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Oczekiwania inflacyjne</b>	<b>III</b>	<b>% r/r</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0,2</b>
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	III	pkt	96,6	-	96,4
<b>ŚRODA (1 kwietnia)</b>							
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI – przemysł</b>	<b>III</b>	<b>pkt</b>	<b>55,3</b>	<b>55,6</b>	<b>55,1</b>
9:55/10:00	DE/ EZ	PMI – przemysł	III	pkt	52,4/51,9	-	51,1/51,0
14:15	US	Raport ADP	III	tys.	225	-	212
16:00	US	ISM – przemysł	III	pkt	52,5	-	52,9
<b>PIĄTEK (3 kwietnia)</b>							
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	III	tys.	250	-	295
<b>PONIEDZIAŁEK (6 kwietnia)</b>							
16:00	US	ISM – usługi	III	pkt	56,7	-	56,9
<b>WTOREK (7 kwietnia)</b>							
9:55/10:00	DE/EZ	PMI – usługi	III	pkt	-	-	55,3/54,3
<b>ŚRODA (8 kwietnia)</b>							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	II	% m/m	-	-	-3,9
9:00	HU	CPI	III	% r/r	-	-	-1,0
20:00	US	Minutes FOMC					
<b>CZWARTEK (9 kwietnia)</b>							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa/Eksport	II	% m/m	-	-	0,6/-2,1
9:00	CZ	CPI	III	% r/r	0,3	-	0,1
<b>11:00</b>	<b>PL</b>	<b>Aukcja obligacji</b>					

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

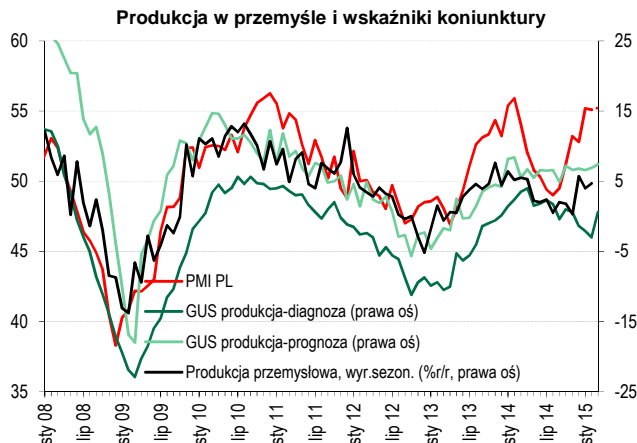
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

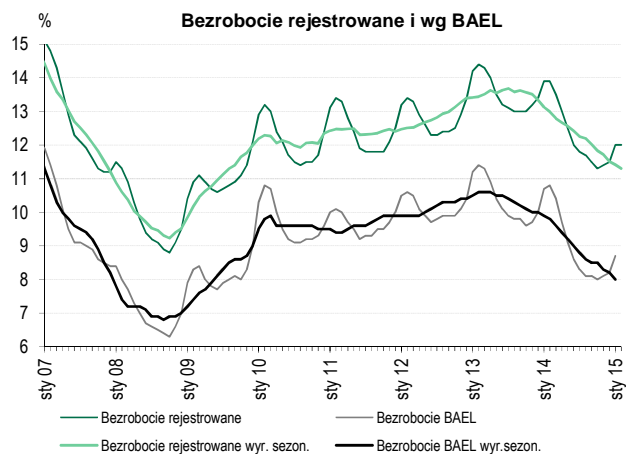
## Wydarzenia nowych tygodni – PMI znowu zaskoczy w górę?



■ Po serii pozytywnych niespodzianek ze strony PMI dla przetwórstwa w ostatnich miesiącach, spodziewamy się dalszej poprawy tego indeksu w marcu. Wszystkie inne wskaźniki koniunktury poprawiły się w tym miesiącu, sugerując dalsze przyspieszenie przemysłu. Także indeksy dla strefy euro i Niemiec pokazały odbicie w górę, co powinno mieć pozytywne przełożenie na nastrój polskich przedsiębiorców. Dlatego też uważamy, że w marcu możliwa jest dalsza poprawa PMI, nawet pomimo faktu że indeks jest już blisko ostatniego maksimum i wydaje się nieco przeszacowywać sytuację w przemyśle (w ostatnich miesiącach widać wyraźną dywergencję między wskazaniami PMI a tempem wzrostu produkcji).

■ Kwartalne dane o bilansie płatniczym pokażą zapewne rewizję w stosunku do statystyk opublikowanych wcześniej. Jednak ich wpływ na rynek powinien być ograniczony.

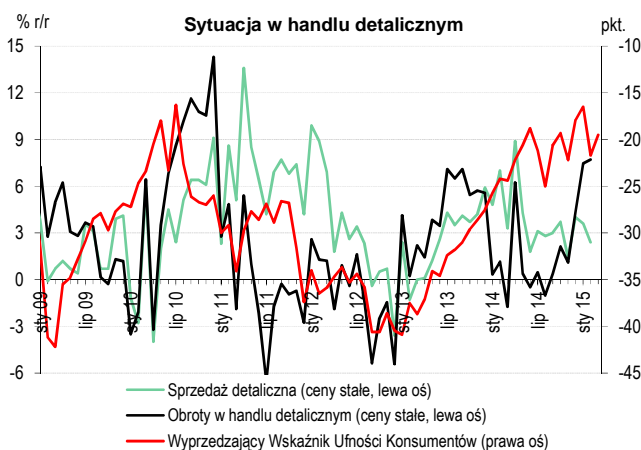
## Ostatni tydzień w gospodarce – Rynek pracy wciąż mocny



■ Zgodnie z oczekiwaniami, stopa bezrobocia rejestrowanego utrzymała się w lutym na poziomie 12,0%, co oznacza dalszy spadek po odsezonowaniu. 31 marca Eurostat opublikuje dane o bezrobociu według metodologii BAEL, które naszym zdaniem lepiej oddają trendy na rynku pracy niż bezrobocie rejestrowane (jako że te ostatnie są zafałszowane m.in. przez fakt, że niektórzy pracownicy szarej strefy rejestrują się w urzędach pracy by uzyskać ubezpieczenie zdrowotne).

■ Szczegółowe dane z rynku pracy opublikowane w Biuletynie Statystycznym potwierdziły, że spowolnienie tempa wzrostu płac w lutym wynikało z niższych wypłat w górnictwie. Niektóre kopalnie zdecydowały się podzielić płatność czternastej pensji na dwie części (druga płatna we wrześniu). Wzrost płac w pozostałych sektorach utrzymał się na porządnym poziomie. Trendy w zatrudnieniu pozostały względnie stabilne wobec stycznia, z przetwórstwem przemysłowym jako głównym źródłem wzrostu. Dane potwierdziły, że sytuacja rynku pracy poprawia się i spodziewamy się utrzymania pozytywnych tendencji w najbliższej przyszłości. To będzie miało pozytywny wpływ na popyt konsumentów i na wzrost gospodarczy.

■ Realne obroty w handlu detalicznym wzrosły o 7,7% r/r w lutym po wzroście o 7,5% r/r w styczniu, a zatem wyraźnie szybciej niż sprzedaż detaliczna (która spowolniła do 2,4% r/r w lutym z 3,3% r/r w styczniu w ujęciu realnym). Te dane zdają się potwierdzać naszą hipotezę, że sprzedaż detaliczna nie doszacowuje rzeczywistych trendów w konsumpcji prywatnej. Dane o sprzedaży detalicznej obejmują jedynie podmioty zatrudniające więcej niż 9 osób, a mniejsze sklepy pozostają poza próbą. Wydaje nam się, że sprzedaż żywności w małych sklepach może wyjaśniać znaczną część różnicy między tymi wskaźnikami. Winowajcą może też być sprzedaż online (rosnąca o prawie 50% r/r), jako że znaczna część sklepów internetowych może być zbyt mała by wejść do próby sprzedaży detalicznej.



## Cytat tygodnia – Mocniejszy złoty wciąż nie przyprawia RPP o ból głowy

**Marek Belka, Prezes NBP, 23 marca, Bloomberg**

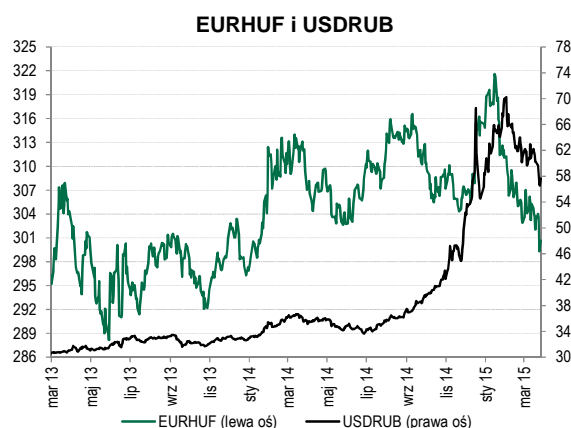
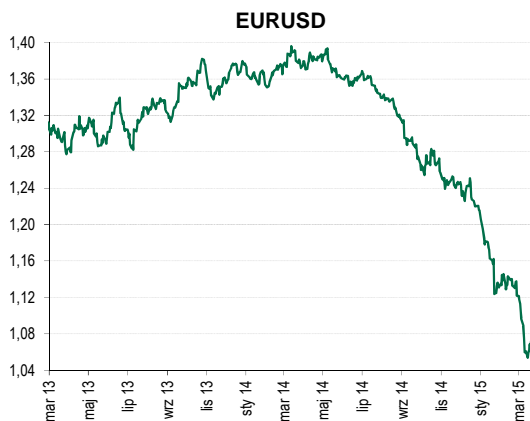
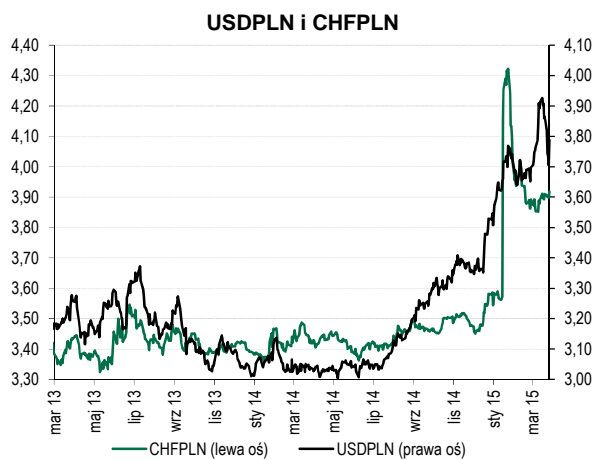
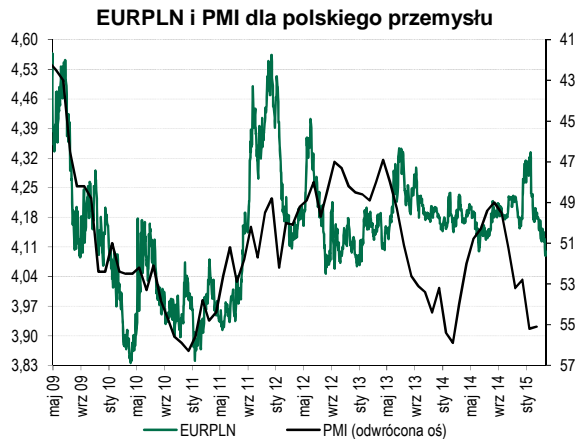
Złoty był zaskakująco odporny na aprecjację. Choć nie możemy być pewni, że tak dalej będzie, to nie panikujemy. Bank centralny monitoruje rynek walutowy i przepływy kapitału portfelowego. Na razie nie widać niczego, co zmieniłoby nasz scenariusz bazowy. Złoty trzyma się dobrze i nie widzimy powodu zmieniać naszych planów, intencji i myślenia o polityce pieniężnej.

**Andrzej Rzońca, członek RPP, 27 marca, PAP**

To, że się złoty umacnia nie znaczy, że będzie się nadal umacniał. Mamy płynny kurs walutowy. (...) Nie postrzegam kwestii kształtowania się kursu walutowego jako jakiegokolwiek "noża na moim gardle".

Nadal uważamy, że nadmierna aprecjacja złotego może być potencjalnie bodźcem do dalszego złagodzenia polityki pieniężnej w przez RPP. I faktycznie, po ostatnim umocnieniu krajowej waluty (w zeszłym tygodniu EURPLN osiągnął 2-letnie minimum) i komentarzu prezesa NBP Marka Belki, rynek zaczął wyceniać rosnące szanse, że stopy w Polsce mogą jeszcze zostać obniżone. Jednak naszym zdaniem umocnienie waluty musiały być znacznie bardziej znaczące aby wywołać reakcję banku centralnego. Tymczasem niepewność co do perspektyw polityki Fed i utrzymujące się ryzyko geopolityczne (Ukraina, Grecja) ograniczają skalę aprecjacji. Tak więc, nasz bazowy scenariusz wciąż zakłada stabilne stopy procentowe NBP do końca tego roku.

## Rynek walutowy – Dane z USA wyznaczają kierunek

**EURPLN testował 4,08**

Waluty wschodzące doświadczyły w zeszłym tygodniu podwyższonej zmienności, co było też widoczne na polskim rynku. W trakcie pierwszych sesji tygodnia złoty dalej zyskiwał do euro i dolara dzięki gołym sygnałom z FOMC i niezłym danym z Polski. W rezultacie, EURPLN testował 4,08, a USDPLN spadł chwilowo poniżej 3,70. Nagłe pogorszenie globalnego nastroju w drugiej części tygodnia sprawiło, że oba kursy odbiły i złoty wytracił część wcześniejszych zysków.

Spodziewamy się, że złoty pozostanie mocny. Po pierwsze, nie będą mu już ciążyły oczekiwania na dalsze ciecía stóp przez RPP. Po drugie, nawet po ostatniej obniżce, realne stopy w Polsce należą do najwyższych na rynkach wschodzących. W połączeniu z luzowaniem polityki pieniężnej w strefie euro powinno to w końcu przyciągnąć kapitał na polski rynek długu i wesprzeć złotego. Poza tym, perspektywy wzrostu gospodarczego poprawiają się i wg nas powinny to potwierdzić kolejne dane – oczekujemy wzrostu polskiego PMI dla przemysłu w marcu. Ostatnia zmiana komunikatu FOMC sugeruje, że zacieśnienie polityki pieniężnej w USA nie musi nastąpić szybko, ale miniony tydzień pokazał, że rynek jest bardzo wrażliwy na dane z USA. Nadchodzące dwa tygodnie przyniosą sporo publikacji z USA, a uwaga rynku skupi się zwłaszcza na zmianie zatrudnienia poza rolnictwem i indeksie ISM dla przemysłu. Jeśli dane te zaskoczą na plus, to dalsza realizacja zysków z ostatniego umocnienia złotego jest możliwa. Jednocześnie, sądzimy, iż jakkolwiek wzrost EURPLN będzie tylko chwilowy, podczas gdy notowania USDPLN będą zależały od EURUSD.

Z punktu widzenia analizy technicznej, nawet jeśli EURPLN wzrósłby do 4,16, to nadal obowiązywać będzie trend spadkowy. Jednocześnie, jeśli kurs spadnie wyraźniej poniżej 4,08, to następane wsparcie znajduje się na 4,05.

**EURUSD walczy z 1,10**

Mocne dane ze strefy euro i z Niemiec sprawiły, że EURUSD dwukrotnie próbował przebić lokalny szczyt na 1,103, ale nie udało mu się na dłużej utrzymać powyżej tego poziomu.

Trwająca jeszcze korekta w spadkowym trendzie EURUSD została wywołana przez mniej jastrzębi o oczekiwań wydzwięk ostatniego posiedzenia FOMC. Deklaracja o tym, że Komitet będzie „cierpliw” w decydowaniu o podwyżkach stóp została usunięta i teraz warunki konieczne do tego, aby doszło do zmian w polityce pieniężnej wydają się być opisane jako bardziej zależne od danych. Sporo danych z USA poznamy w najbliższych dwóch tygodniach, w tym indeks ISM dla przemysłu i szczególnie miesięczne dane z rynku pracy. Ta druga publikacja zaskakiwała na plus w ostatnich czterech miesiącach i jeśli podobnie będzie tym razem, wtedy tempo aprecjacji dolara mogłoby się ponownie nasilić.

**Korona i forint pod wpływem banków centralnych**

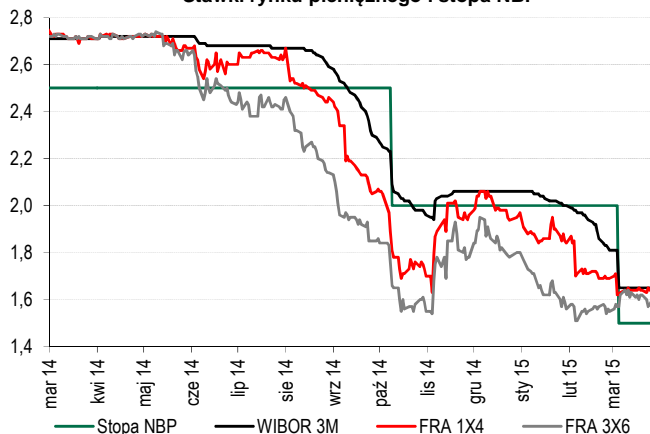
Forint zyskał dość wyraźnie w reakcji na mniejszą od prognoz obniżkę stóp przez węgierski bank centralny – EURHUF spadł do 300 z 305. MNB obciążył stopy o 15 pb (oczekiwano 20 pb) i zapowiedział, że dalsze luzowanie polityki pieniężnej jest możliwe. Dla waluty węgierskiej istotniejsza była jednak nie perspektywa dalszych obniżek, ale mniejsze ciecía w tym miesiącu.

Czeski bank centralny utrzymał stopy procentowe bez zmian, ale zaznaczył, że wzrosły szanse podniesienia minimalnego kursu EURCZK, który od listopada 2013 wynosi 27,0. Kluczowy dla ewentualnej decyzji będzie w ocenie banku poziom presji deflacyjnej. W reakcji na te słowa EURCZK wzrósł do prawie 27,57 z 27,35.

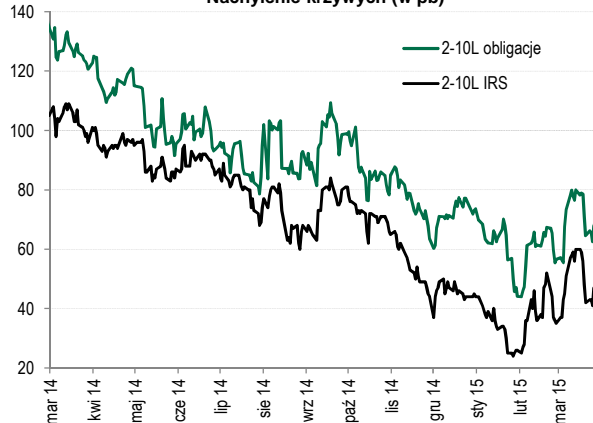
Najbliższe dwa tygodnie przyniosą ważne dane z Węgier i Czech, które obok nastrojów globalnych mogą mieć istotny wpływ na forinta i koronę.

## Rynek stopy procentowej – Czynniki zewnętrzne pozostaną kluczowe dla krajowych aktywów

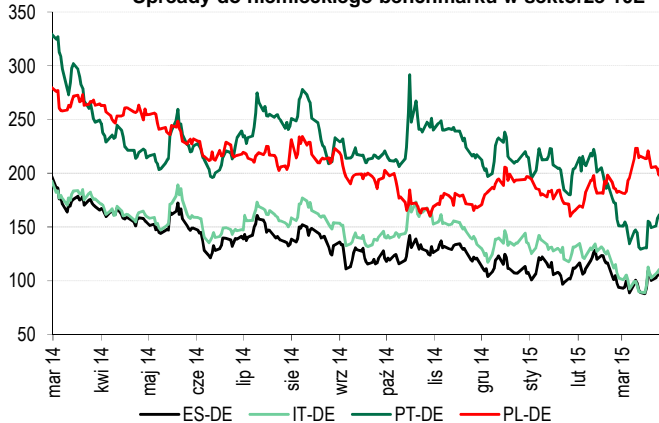
### Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



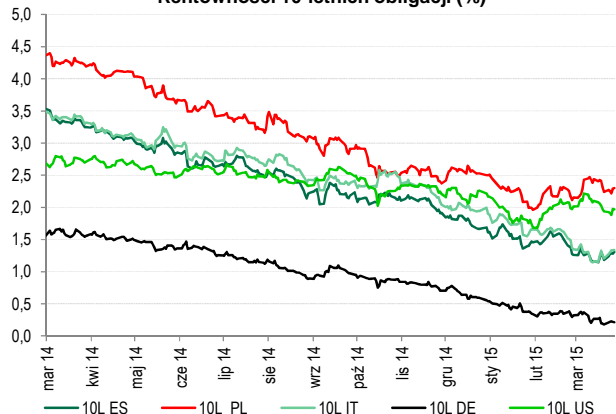
### Nachylenie krzywych (w pb)



### Spreads do niemieckiego benchmarku w sektorze 10L



### Rentowności 10-letnich obligacji (%)



### Rynek widzi możliwość kolejnych redukcji stóp

Miniony tydzień był kolejnym z rzędu, w którym stawki WIBOR pozostały stabilne. W tym samym czasie stawki FRA spadły dość znacząco. Od marcowego posiedzenia RPP FRA na dłuższe terminy (m.in. 15x18, 18x21, 21x24) obniżyły się o ponad 20 pb. W rezultacie, o ile jeszcze w połowie marca rynek wycenił pierwszą podwyżkę stóp w ciągu ok. półtora roku, teraz widzi rosnące szanse na cięcie stóp nawet jeszcze w tym roku. Pomimo realizacji zysków na koniec tygodnia, stawki FRA były o 3-7 pb niższe niż tydzień wcześniej.

Spodziewamy się, że stawki WIBOR pozostaną względnie stabilne w najbliższych dwóch tygodniach ze względu na brak istotnych wydarzeń i publikacji danych makro. Natomiast sytuacja na rynku FRA będzie bardziej zależna od nastrojów na rynku walutowym, w szczególności że Prezes NBP Marek Belka zasugerował, że dalszego dostosowania polityki pieniężnej nie można wykluczyć w sytuacji mocnej aprecjacji złotego. Ruch kursu musiałby być jednak naszym zdaniem znacznie silniejszy niż ostatnio aby skłonić RPP do działania, dlatego w scenariuszu bazowym nadal nie spodziewamy się kolejnych obniżek stóp. W związku z tym uważamy, że znaczące spadki stawek FRA są nieuzasadnione.

### Mieszane nastroje na rynku obligacji i IRS

Przez większość minionego tygodnia obligacje i IRS zyskiwały na wartości w wyniku poprawy globalnych nastrojów. Pomimo dobrych wyników aukcji zamiany krajowy dług stracił na wartości pod koniec tygodnia w wyniku jastrzębich komentarzy niektórych członków Fed, mocniejszych tygodniowych danych z rynku pracy w USA oraz wzrostu ryzyka geopolitycznego. W konsekwencji rentowność 10-letniego benchmarku wzrosła tymczasowo do 2,35%.

Środek i długi koniec krzywych straciły najbardziej, co spowodowało rozszerzenie spreadu 2-10L dla obligacji i IRS do poziomów sprzed tygodnia. Wzrosła też premia za ryzyko o czym świadczy wzrost spreadu wobec niemieckich obligacji w sektorze 10L do prawie 210 pb, najwyższej od tygodnia.

Aukcja zamiany okazała się sukcesem. Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 6,5 mld zł, z czego prawie 4 mld zł pozyskano ze sprzedaży 5-letniego benchmarku PS0420. Zgodnie z oczekiwaniami, nowy papier zmiennokuponowy WZ0120 też cieszył się dość wysokim zainteresowaniem. Szacujemy, że na koniec marca tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w prawie 55%.

### Czynniki zewnętrzne i informacje o podaży SPW kluczowe

Najbliższe 2 tygodnie będą bardzo interesujące biorąc pod uwagę istotne dane makro publikowane za granicą i okres Świąt Wielkanocnych. Sądzymy, że początek tygodnia może być bardzo zmienny ze względu na koniec miesiąca i kwartału. Nie wykluczamy umocnienia na rynku długu w celu poprawy wyników. Płynność na rynku może znacząco się zmniejszyć przed Wielkanocą, co może spowodować znaczne wahania rentowności obligacji/stawek IRS.

Ostatni tydzień po raz kolejny pokazał, że wycena krajowych krzywych znacząco zależy od perspektyw polityki monetarnej w USA. W związku z tym miesięczne dane z rynku pracy w USA mogą mieć kluczowe znaczenie dla polskiego rynku długu. Jednak reakcja rynku na te dane może być ograniczona ze względu na przerwę świąteczną i ich wpływ na rynek może być widoczny dopiero w kolejnym tygodniu.

Plany emisji SPW na II kwartał mogą mieć również znaczenie dla inwestorów. Spodziewamy się umiarkowanej oferty mimo znacznego napływu środków w kwietniu – ok. 19 mld zł z tytułu wykupu PS0415 i płatności odsetkowych.



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)