

TYGODNIK EKONOMICZNY

13 – 19 kwietnia 2015

W ciągu ostatnich dwóch tygodni złoty wyraźnie się umocnił, a EURPLN obniżył się do 4,0, najniższego poziomu od lipca 2011. Zgadamy się z ministrem finansów, że obecny poziom nie jest jeszcze poważną barierą dla wzrostu gospodarczego i de facto sami podnieśliśmy właśnie prognozy wzrostu PKB na 2015 rok z 3,2% do 3,6% (ze wzrostem 4% w IV kwartale!). Jeżeli jednak złoty dalej szybko by zyskiwał, mogłoby to zacząć negatywnie wpływać na perspektywy wzrostu gospodarczego i skomplikować życie RPP.

Kwietniowe posiedzenie Rady zakończy się zapewne brakiem zmian w parametrach polityki pieniężnej, ale rynek będzie wyczekiwał komentarza do ostatniej aprecjacji złotego. Konferencja prasowa Rady będzie więc pilnie śledzona, tym bardziej, że będzie to pierwszy raz, kiedy odbędzie się ona tuż po konferencji EBC i po publikacji danych o inflacji. Spodziewamy się nieco silniejszego niż rynek odbicia w górę CPI, więc dane mogą być lekko negatywne dla rynku stopy (o ile nie zneutralizują tego gołębie sygnały z banku centralnego). Inne publikacje danych w tym miesiącu też będą raczej mało sprzyjające dla rynku stopy, pokazując silny rynek pracy i wzrost aktywności ekonomicznej. Grecja powinna mieć wystarczająco dużo gotówki na płatność z tytułu zapadających 14 kwietnia bonów skarbowych, ale może utracić płynność przed końcem miesiąca, co wciąż jest czynnikiem ryzyka dla rynków.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (13 kwietnia)							
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	II	mIn €	60	142	56
14:00	PL	Eksport	II	mIn €	13470	13480	13 472
14:00	PL	Import	II	mIn €	12836	12980	12 451
WTOREK (14 kwietnia)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	II	% m/m	0,3	-	-0,1
14:00	PL	Podaż pieniądza	III	% r/r	8,6	8,5	8,8
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	III	% m/m	1,0	-	-0,6
ŚRODA (15 kwietnia)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50	1,50
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,05	-	0,05
14:00	PL	CPI	III	% r/r	-1,4	-1,3	-1,6
15:15	US	Produkcja przemysłowa	III	% m/m	-0,3	-	0,1
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
CZWARTEK (16 kwietnia)							
14:00	PL	Inflacja bazowa	III	% r/r	0,4	0,4	0,4
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	281
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	III	tys.	1040	-	897
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	III	tys.	1080	-	1092
16:00	US	Indeks Philly Fed	IV	pkt	5,0	-	5,0
PIĄTEK (17 kwietnia)							
10:00	PL	Wynik sektora finansów publicznych	2014	% PKB	-	3,2	4,3
11:00	EZ	HICP	III	% r/r	-0,1	-	-0,3
14:00	PL	Place w sektorze przedsiębiorstw	III	% r/r	3,3	3,4	3,2
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	III	% r/r	1,2	1,2	1,2
14:30	US	CPI	III	% m/m	0,3	-	0,2
16:00	US	Wstępny indeks Michigan	IV	pkt	93,7	-	93,0

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

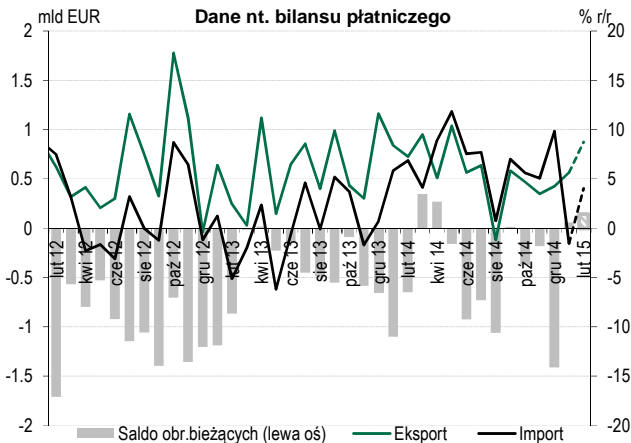
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Posiedzenie RPP, bilans obrotów bieżących, inflacja i rynek pracy

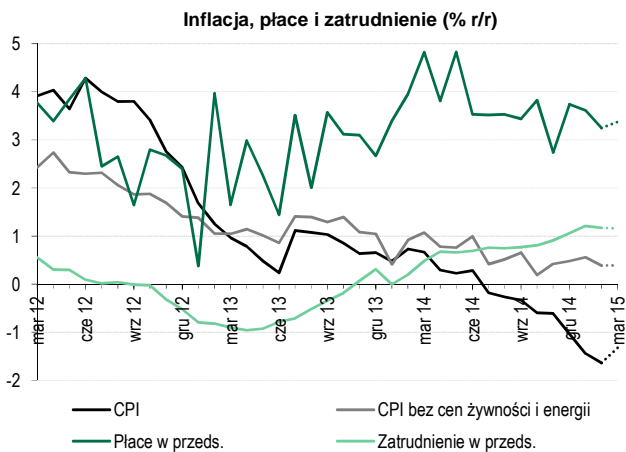


- Posiedzenie RPP w kwietniu prawdopodobnie nie zaowocuje zmianami parametrów polityki pieniężnej. Minutes z marcowego posiedzenia RPP pokazały, że zakończenie cyklu obniżek było warunkowe, więc ciekawe będzie czy Rada pokusi się o wskazanie czynników, które mogą ją zachęcić do wznowienia obniżek, zwłaszcza biorąc pod uwagę ostatnią aprecjację złotego. Obecne poziomy kursu walutowego wciąż nie są naszym zdaniem zagrożeniem dla wzrostu, ale dalsza mocna i trwała aprecjacja mogłaby mieć negatywny wpływ na perspektywy gospodarcze.

- Spodziewamy się odbicia wzrostu eksportu i importu w lutym. Wsparciem dla eksportu były dobre wyniki przemysłu. Ponadto, niemiecki eksport był mocny i polski wskaźnik może pójść tym tropem. Z kolei mocny popyt wewnętrzny był wsparciem dla importu. Spodziewamy się nadwyżki handlowej i obrotów bieżących. Wg naszej prognozy, 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących może zawężić się do 1% PKB w lutym, najniższego poziomu od połowy lat 90.

- Naszym zdaniem inflacja osiągnęła w lutym dno na poziomie -1,6% r/r i w danych za marzec zobaczymy odbicie do -1,3% r/r, głównie ze względu na wzrost cen żywności i paliwa, podczas gdy inflacja bazowa utrzymała się na 0,4% r/r. Według naszej prognozy, dynamika CPI będzie stopniowo rosła do +0,7% r/r w grudniu br.

- Spodziewamy się obicia tempa wzrostu płac do 3,4% r/r w marcu z 3,2% r/r w lutym. Odczyt lutowy został obniżony przez przesunięcie terminu płatności 14 pensji w górnictwie, zatem odbicie w marcu jest bardzo prawdopodobne. Wzrost zatrudnienia zapewne utrzymał się w marcu na lutowym poziomie 1,2% r/r i te dwie liczby wraz z ujemną inflacją przekładają się na mocny realny wzrost funduszu płac, którego oczekujemy na poziomie 6,0% r/r, co będzie stanowiło wsparcie dla konsumpcji prywatnej na początku 2015 r.



Ostatni tydzień w gospodarce – PMI niżej, ale wciąż potwierdza ożywienie



- Krajowy PMI w marcu rozczarował i nieoczekiwanie spadł do 54,8 z 55,1. Jednak indeks i tak jest na wysokim poziomie i potwierdza, że pozytywne trendy w polskiej gospodarce są kontynuowane. Za marcowym spadkiem stał głównie słabszy – ale nadal silny – wzrost nowych zamówień. Szczegółowe dane pokazały, że zamówienia eksportowe rosły szybciej niż w poprzednim miesiącu (dzięki osłabieniu złotego do dolara) sugerując, że to krajowe zamówienia radziły sobie w marcu słabiej. Jednocześnie, tempo wzrostu zatrudnienia jeszcze bardziej przyspieszyło. Podsumowując, chociaż ogólny odczyt nieco rozczarował, to szczegółowe dane wciąż pokazują, że ożywienie gospodarcze w Polsce jest kontynuowane.

- Stopa bezrobocia BAEL obniżyła się w lutym do 7,8% i była o 2 pkt.proc. niższa niż rok wcześniej. Jeśli obecne trendy na rynku pracy będą kontynuowane, to stopa bezrobocia może osiągnąć na koniec roku 6,8%, najniższej w historii.

Cytat tygodnia – Deficyt finansów publicznych powyżej 3% w 2014 ale poniżej 3% w 2015

Mateusz Szczurek, minister finansów, 1 kwietnia, Reuters

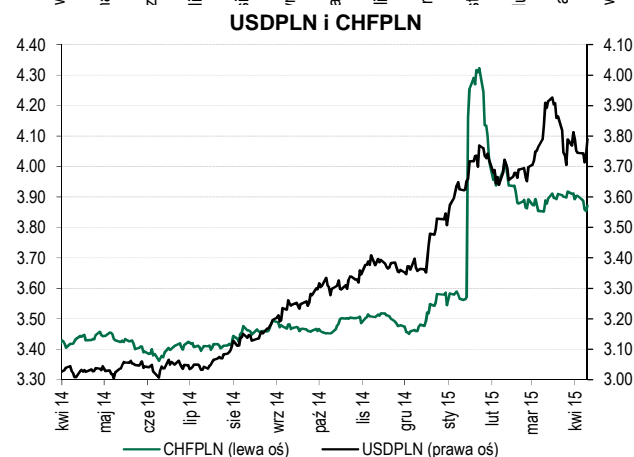
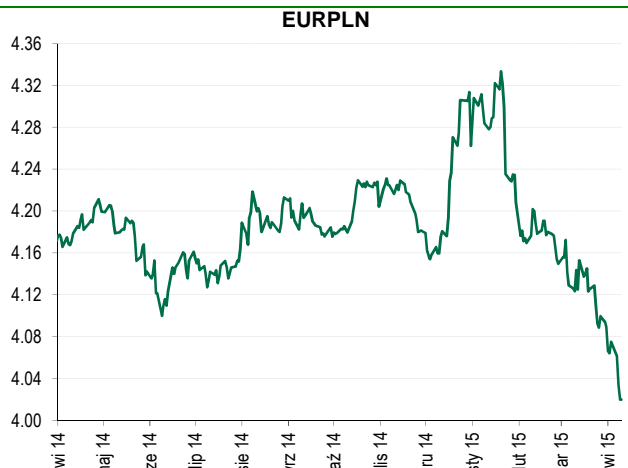
Najnowsze dane napływające do Ministerstwa Finansów wskazują, że deficyt sektora finansów publicznych w 2014 roku będzie niższy niż przewidywane 3,6 procent. Powinien wynieść 3,3 procent. Deficyt sektora w 2015 roku będzie na pewno poniżej trzech procent.

9 kwietnia, PAP

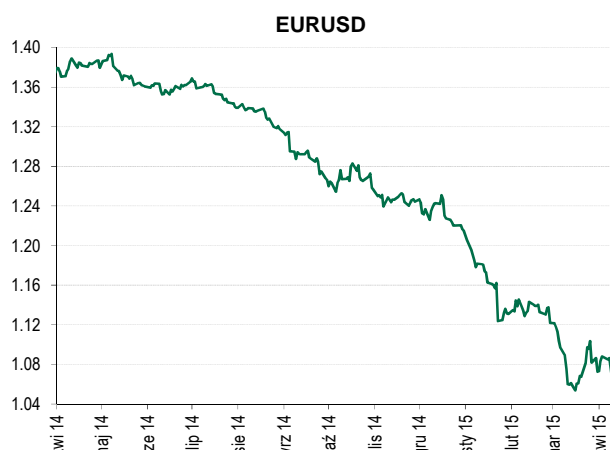
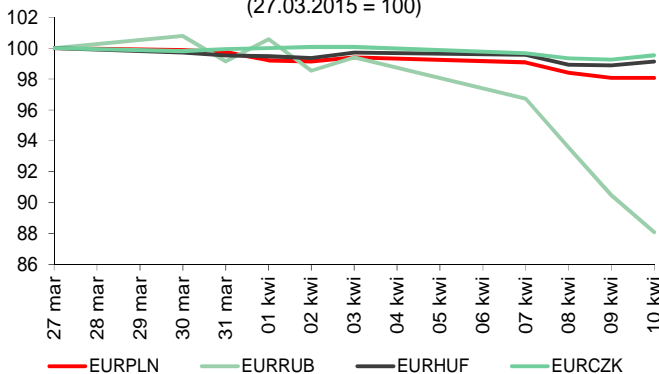
Zważywszy na główne motory wzrostu PKB, czyli inwestycje i konsumpcję prywatną, obecne umocnienie złotego nie jest bezpośrednim zagrożeniem dla prognoz wzrostu w 2015 roku.

17 kwietnia poznały dane o deficycie finansów publicznych w 2014 r. W połowie marca minister Szczurek zasugerował, że deficyt może być bliższy 3,6% niż 3,3% PKB. Dwa tygodnie później powiedział coś odwrotnego: 3,3% jest bardziej prawdopodobne niż 3,6%, a wg ostatnich przecieków medialnych deficyt wyniósł 3,2% PKB. Jeśli chodzi o deficyt w 2015 r., spodziewamy się spadku do 2,9%, co pozwoli Polsce wyjść z procedury nadmiernego deficytu w 2016 r. Zgadza się z ministrem Szczurkiem, że obecny poziom kursu nie zagraża wzrostowi, więc ta prognoza jest bezpieczna. Widzimy pewne ryzyko w dół dla tegorocznych wpływów podatkowych, biorąc pod uwagę że inflacja może być niższa niż w ustawie budżetowej, ale naszym zdaniem deficyt nie będzie wyższy niż planowany.

Rynek walutowy – Możliwa korekta po silnym umocnieniu



Złoty na tle walut krajów rozwijających się
(27.03.2015 = 100)



Złoty wobec euro najmocniejszy od czterech lat ...

W ostatnich dwóch tygodniach waluty krajów rozwijających się, w tym złoty, były wspierane przez wzrost globalnego apetytu na ryzyko, program QE i oczekiwania, że Fed opóźni moment pierwszej podwyżki stóp. W rezultacie EURPLN testował psychologiczne wsparcie na 4,00, ale nie przełamał trwale tego poziomu. Kurs tymczasowo osiągnął 3,998, najniższy poziom od lipca 2011. W drugiej połowie mijającego tygodnia inwestorzy zdecydowali się na realizację zysków (EURPLN wzrósł w kierunku 4,03), ale złoty ponownie umocnił się w piątek.

W ciągu ostatnich dwóch tygodni złoty zyskał prawie 2% wobec euro. Krajowa waluta umocniła się również wobec szwajcarskiego franka (o 1,2%) oraz brytyjskiego funta (o 1,5%), podczas gdy wzmocnienie wobec dolara było jedynie krótkotrwałe ze względu na spadek EURUSD. USDPLN po spadku do 3,675, wzrósł do prawie 3,80 w piątek.

Spodziewamy się, że złoty pozostanie mocny, wspierany przez: (1) poprawiające się perspektywy gospodarki; (2) pozytywny wpływ rozpoczętego przez EBC programu QE; i (3) deklarację RPP o zakończeniu cyklu luzowania polityki monetarnej. Jednakże, uważamy, że EURPLN może na trwałe przełamać 4,00 dopiero pod koniec roku (co nie wyklucza tymczasowego spadku kursu poniżej tego poziomu). Obecnie potencjał do umocnienia złotego będzie ograniczony m.in. nierozwiązaną kwestią pomocy Grecji, obawami o nasilenie konfliktu Rosja-Ukraina, a także niepewnością co do terminu pierwszej podwyżki stóp w USA.

Z punktu widzenia analizy technicznej ryzyko korekty na EURPLN wzrosło po ostatniej silnej aprecjacji krajowej waluty. Uważamy jednak, że nawet jeśli EURPLN wzrosłoby do 4,10, to nadal będzie obowiązywał trend spadkowy.

... ze względu na wzrost popytu na waluty EM

Z poprawy globalnego nastroju, który wsparł popyt na waluty krajów rozwijających się, najbardziej zyskał rosyjski rubel. W ostatnich dwóch tygodniach dość znacząco zyskały na wartości również forint i czeska korona. Wbrew naszym oczekiwaniom EURHUF przełamał wsparcie na 300 i tymczasowo osiągnął 296, najniższe od listopada 2013. W tym samym czasie EURCZK obniżył się do 27.3. Nieco wyższe od oczekiwań odczyty inflacji na Węgrzech i w Czechach dały impuls do korekty, która okazała się krótkotrwała. Na koniec minionego tygodnia HUF i CZK ponownie nieco zyskały, podobnie jak złoty.

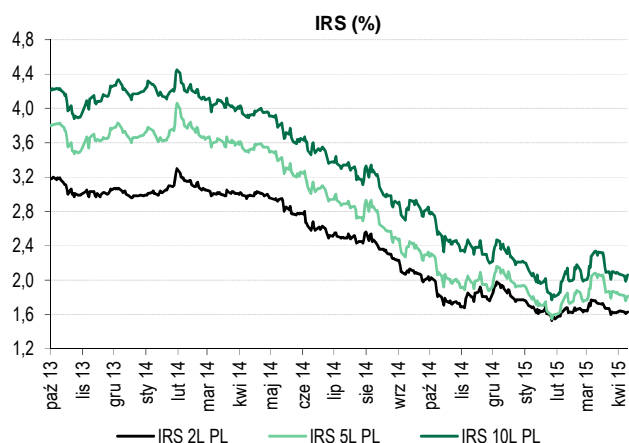
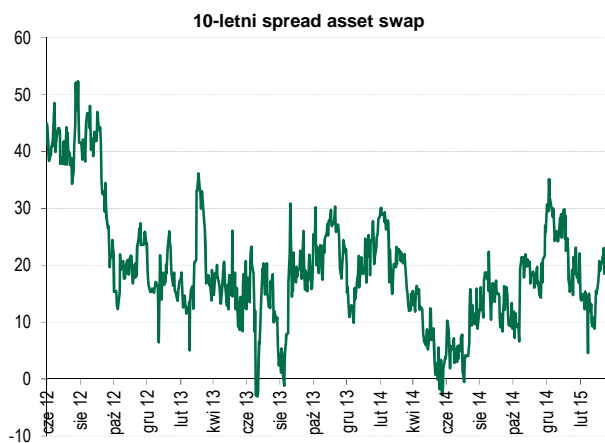
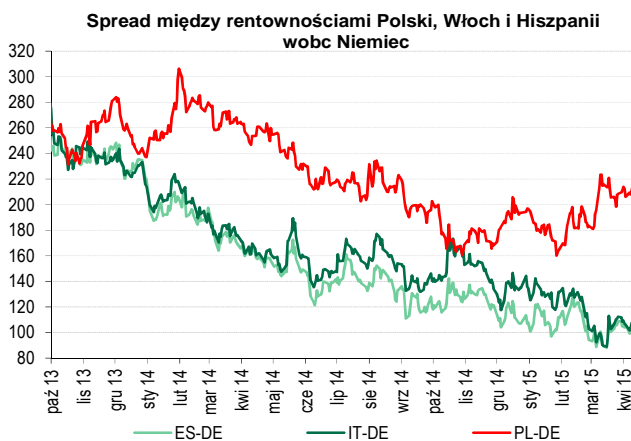
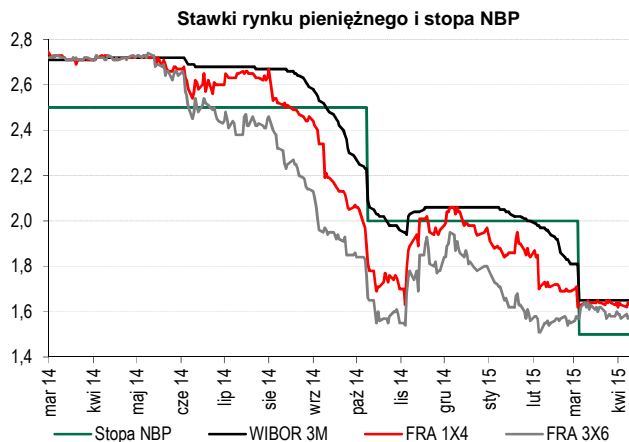
W tym tygodniu nie ma istotnych publikacji z Czech i Węgier, co spowoduje, że głównym wydarzeniem dla rynków FX CEE będzie spotkanie EBC i dane makro publikowane w Europie i USA. Sądzymy, że po ostatnim dość silnym umocnieniu korekta jest bardzo prawdopodobna.

EURUSD niżej mimo słabych danych z USA

Amerykański dolar kontynuował umocnienie wobec euro w ostatnich dwóch tygodniach mimo rozczarowujących danych z rynku pracy w USA. Gwałtowny wzrost EURUSD powyżej 1,10 (po słabych danych) był krótkotrwały i kurs szybko spadł poniżej 1,07. Opis dyskusji FOMC pokazał różnice poglądów wśród członków Fed odnośnie terminu pierwszej podwyżki, jednak perspektywa podwyżki stop w USA w dalszej części roku wsparła dolara. EURUSD na koniec tygodnia testował poziom 1,06.

Oczekujemy, że euro pozostanie pod presją retoryki EBC, który powinien potwierdzić niezmienną warunki programu QE. Po serii lepszych danych ze strefy euro wzrosły obawy, że EBC może nieco skrócić okres QE. Obecnie EURUSD porusza się w trendzie bocznym między 1,045 i 1,10, a słabe dane z USA mogą pchnąć EURUSD w kierunku górnego ograniczenia pasma wahań.

Rynek stopy procentowej – Spready asset swap mogą jeszcze wzrosnąć



IRS i rentowności obligacji w dół...

Minione dwa tygodnie nie przyniosły zmian stawek WIBOR od 1 do 12 miesięcy, a FRA również były dość stabilne. Jednocześnie, IRS i rentowności obligacji spadły o 1-6 pb, najwięcej na środku i długim końcu krzywych. Co więcej, skala ruchu była większa w przypadku IRS, szczególnie dla 10 lat. Ruch spadkowy IRS i rentowności wspierany był przez umocnienie na europejskim rynku długu (dzięki działaniom EBC) i niezbyt jastrzębim sygnałom z FOMC.

Aukcja obligacji nie była zbyt udana. Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 3,8 mld zł, a więc mniej niż wynosiła górna granica planowanej oferty (4,5 mld zł). Łączny popyt wyniósł 4,2 mld zł. Ze sprzedaży 10-latk DS0725 pozyskano 2,1 mld zł, a resztę z WZ0124. Mimo niezbyt udanej aukcji, resort ma już pokryte ok. 59% potrzeb pożyczkowych na 2015, co jest dość dobrym wynikiem.

... ale obligacje mogą zostać z tyle za Europą

Jak napisaliśmy powyżej, 10-letni IRS spadł ostatnio mocniej niż rentowności odpowiedniej obligacji i spread asset swap dla tego tenoru osiągnął 27 pb, najwyższy poziom od końca stycznia. 10-letni asset swap spread rośnie już od początku marca i zbliża się do 30-35 pb, strefy która od lutego 2013 jest silnym oporem. Sądzymy, że jest potencjał do dalszych wzrostów w tym kierunku.

Polskie obligacje radziły sobie ostatnio wyraźnie słabiej niż dług państw strefy euro i nawet znaczącemu umocnieniu złotego nie towarzyszył wyraźniejszy spadek rentowności. 10-letni spread do Bundów wzrósł o 3 pb, podczas gdy dla długu z peryferii strefy euro odnotowano jego zawężenie o 3-5 pb. Nawet węgierskie obligacje radziły sobie lepiej niż polskie – spread zawężał się o 14 pb.

Trzy tygodnie temu sugerowaliśmy, że polski dług może pozostawać w tyle za europejskim rynkiem bowiem europejscy inwestorzy będą w pierwszej kolejności nabywać dług państw strefy euro i dopiero dostatecznie duży spadek rentowności tych papierów może zachęcić do szukania alternatywnych lokat kapitału. Najwyraźniej jeszcze się to nie stało. Nie wykluczamy, że dalsze luzowanie polityki pieniężnej w strefie euro wywoła w końcu większy napływ kapitału na polski rynek długu, ale przestrzeń do spadku rentowności nie wydaje nam się szczególnie duża z powodu kilku czynników: (1) poprawiających się perspektyw gospodarczych (w Polsce i za granicą), (2) oczekiwanego odbicia inflacji, (3) czynników ryzyka natury geopolitycznej (Rosja, Grecja) i (4) zbliżającej się podwyżki stóp Fed (prawdopodobnie we wrześniu). Ten ostatni czynnik wydaje się być szczególnie istotny, więc rynek może być wrażliwy na zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z USA i wystąpienia członków FOMC.

Polski rynek może być też wrażliwy na sygnały z banków centralnych. RPP zostawi zapewne stopy bez zmian ale ewentualne komentarze nt. ostatniej aprecjacji złotego i jej implikacji dla polityki pieniężnej będą śledzone z uwagą. Jakikolwiek sygnały świadczące o obawach bankierów centralnych związanych z ostatnim umocnieniem krajowej waluty mogą wesprzeć rynek stopy. Tego samego dnia jest posiedzenie EBC i jeśli bank powtórzy, że program QE będzie kontynuowany przynajmniej do września 2016 – mimo ostatnich mocnych danych o aktywności ekonomicznej – wtedy polski rynek mógłby dostać dodatkowe wsparcie, ale i tak słabsze naszym zdaniem niż dług z peryferii Eurolandu.

Z drugiej strony, polskie dane mogą być negatywne dla krajowego długu, bowiem nasze prognozy CPI, płac i zatrudnienia są powyżej konsensusu. Sądzymy jednak, że ich wpływ nie powinien być duży.

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, www.bzwbk.pl