

# TYGODNIK EKONOMICZNY

20 – 26 kwietnia 2015

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała w kwietniu stopy procentowe bez zmian, a prezes NBP starał się unikać komentarzy na temat wpływu aprecjacji złotego na perspektywy polityki pieniężnej. Podkreślił za to, że znaczące pogorszenie aktywności gospodarczej może zachęcić Radę do przemyślenia zmiany polityki. Problem w tym, że jeśli aprecjacja złotego zajdzie za daleko, może to istotnie zmienić perspektywy zarówno wzrostu gospodarczego, jak i inflacji. A to może być dla RPP problemem (nawet jeśli sami nie chcą tego przyznać). Aczkolwiek ruch kursu musiałby być zapewne znacznie silniejszy niż dotychczas, aby jego wpływ był naprawdę istotny. Tymczasem, dane makroekonomiczne z Polski wciąż pozytywnie zaskakują. Wzrost PKB za 2014 r. został zrewidowany w górę, wzrost eksportu zaczął przyspieszać w I kw. 2015 r. a tempo wzrostu płac podskoczyło w marcu, dobrze rokując dla konsumpcji prywatnej.

W tym tygodniu spodziewamy się kolejnych pozytywnych informacji z polskiej gospodarki w postaci solidnego odbicia produkcji przemysłowej i budowlanej (choćby wspieranych w pewnym stopniu efektem kalendarzowym), silnej sprzedaży detalicznej i spadku bezrobocia. Inwestorzy skupią się też zapewne na serii ważnych danych z zagranicy, wśród których będą najważniejsze wskaźniki wyprzedzające dla strefy euro (oczekuje się, że pokażą dalszy wzrost aktywności ekonomicznej) i z USA. Sytuacja w Grecji pozostanie zapewne jednym z kluczowych czynników dla rynku. Do tej pory nie osiągnięto praktycznie żadnego postępu w rozmowach nt. wydłużenia pomocy finansowej, a tymczasem w najbliższych tygodniach Grecji może zabraknąć środków na bieżące płatności i obsługę zadłużenia.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (20 kwietnia)</b>							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	III	% r/r	7,2	8,3	4,9
14:00	PL	Produkcja budowlana	III	% r/r	2,1	3,6	-0,3
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna (w cenach stałych)	III	% r/r	4,5	4,7	2,4
14:00	PL	PPI	III	% r/r	-2,5	-2,6	-2,7
<b>WTOREK (21 kwietnia)</b>							
11:00	DE	Indeks ZEW	IV	pkt	55,0	-	55,1
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	1,80	-	1,95
<b>ŚRODA (22 kwietnia)</b>							
16:00	US	Sprzedaż domów	III	mln	5,01	-	4,88
<b>CZWARTEK (23 kwietnia)</b>							
3:45	CN	PMI – przemysł	IV	pkt	49,4	-	49,6
9:30	DE	PMI – przemysł	IV	pkt	53,0	-	52,8
10:00	EZ	PMI – przemysł	IV	pkt	52,5	-	52,2
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	294
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	III	tys.	509	-	539
<b>PIĄTEK (24 kwietnia)</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	IV	pkt	108,3	-	107,9
10:00	PL	Stopa bezrobocia	III	%	11,7	11,7	12,0
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe użytku	III	% m/m	0,6	-	-1,4

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

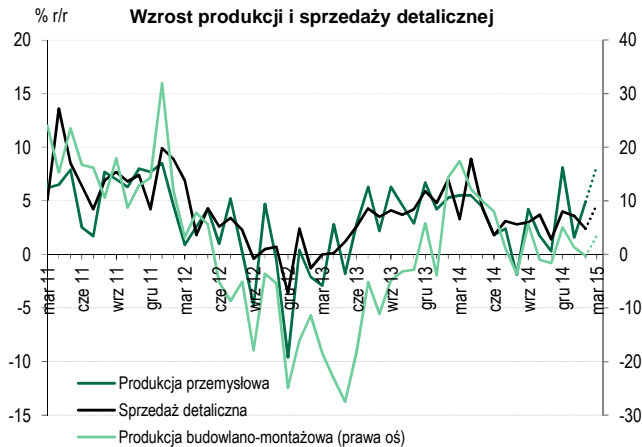
### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

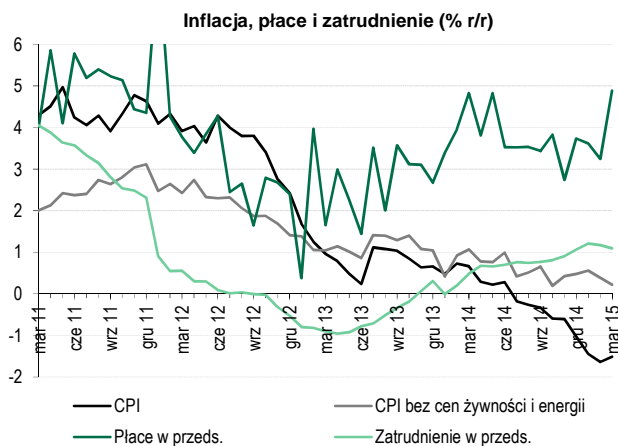
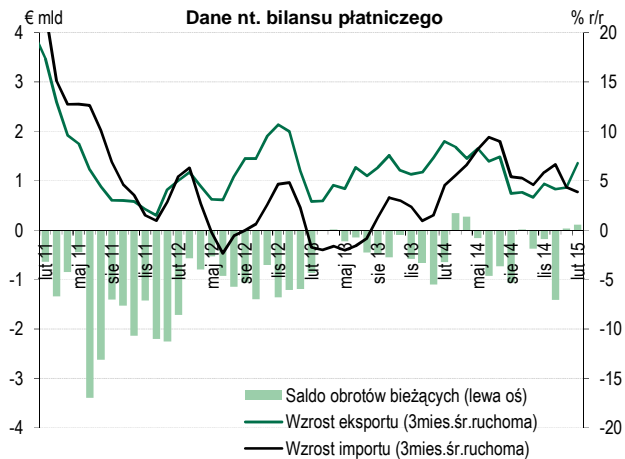
Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Wzrost produkcji, spadek bezrobocia



- Oczekujemy się solidnego wzrostu produkcji przemysłowej w marcu pod wpływem wyższej liczby dni roboczych (22 wobec 21 rok temu), oraz dzięki większemu napływowi zamówień eksportowych pod wpływem ożywienia w strefie euro. Wzrost produkcji budowlanej prawdopodobnie również przyspieszy biorąc pod uwagę niską bazę i efekt dni roboczych.
- Przyspieszenie tempa wzrostu sprzedaży detalicznej wynikać będzie z efektów kalendarzowych (część zakupów w związku z Wielkanocą została prawdopodobnie dokonana na koniec marca) oraz mocnym wzrostem dochodów gospodarstw domowych. Dane o rejestracji samochodów pokazały solidny wzrost w marcu (18% m/m), co sugeruje mocny popyt na dobra trwałe użytku.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła do 11,7% wg szacunków MPiPS, co potwierdza, że sytuacja na rynku pracy poprawia się. Możliwe, że stopa bezrobocia spadnie poniżej 10% w połowie roku.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja wciąż bardzo nisko, ale płace przyspieszają



- W lutym zanotowano nadwyżkę obrotów bieżących 116 mln €, m.in. dzięki mocnemu wzrostowi eksportu i umiarkowanemu importowi. Ten pierwszy wzrost o 10,7% r/r, najszybciej od grudnia 2013, do czego przyczyniło się zapewne ożywienie gospodarcze w strefie euro. Dynamikę importu ograniczały niskie ceny surowców. Oczekujemy, że dobre wyniki handlu zagranicznego przyczynią się do przyspieszenia wzrostu PKB w Polsce w kolejnych kwartałach.
- Inflacja wyniosła w marcu -1,5% r/r, czyli zaczęła wprawdzie odbijać od dna, ale znacznie wolniej niż oczekiwaliśmy. W kolejnych miesiącach dynamika CPI powinna dalej piąć się w górę, ale oceniamy, że pozostanie ona poniżej zera przynajmniej do końca III kwartału br.
- Marcowe dane z rynku pracy zaskoczyły znacznie mocniejszym od prognoz wzrostem płac (4,9% r/r) i chociaż wzrost zatrudnienia lekko wyhamował (do 1,1% r/r), tempo wzrostu dochodów z pracy wzrosło przyspieszyło gwałtownie, sięgając poziomów z 2008 r. Na razie nie ma pewności, czy marcowy wzrost płac to trwałe przyspieszenie, czy raczej jednorazowy efekt większych bonusów, ale i tak dane pozwalają oczekiwać szybszego wzrostu konsumpcji prywatnej w I kwartale br.
- Tempo wzrostu PKB w 2014 r. zostało zrewidowane w górę – w całym roku wzrost wyniósł średnio 3,4% (a nie 3,3%, jak wcześniej oceniano), a w IV kwartale 3,3% zamiast 3,1% r/r. Ogólnie, dane potwierdzają, że polska gospodarka bardzo dobrze zniósła niekorzystne zmiany w otoczeniu zewnętrznym, jakie pojawiły się w 2014 r. (kryzys na Ukrainie, sankcje w handlu z Rosją, spowolnienie gospodarcze w strefie euro), a spowolnienie krajowego wzrostu gospodarczego w II półroczu było w zasadzie symboliczne przy wzroście popytu krajowego o 5% r/r. Spodziewamy się przyspieszenia wzrostu PKB do 4% r/r w IV kw. 2015 r. dzięki zarówno krajowemu i jak i zagranicznemu popytowi.

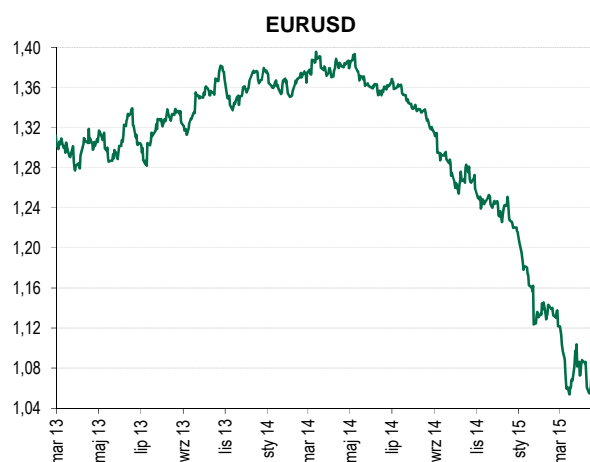
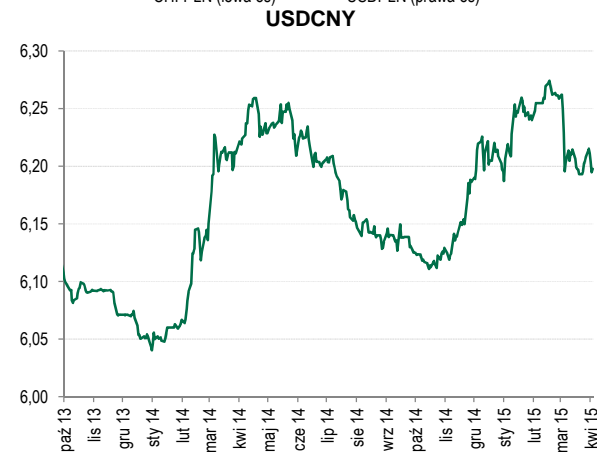
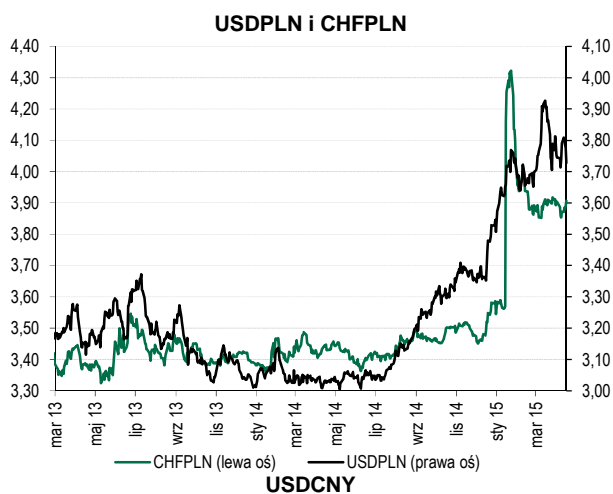
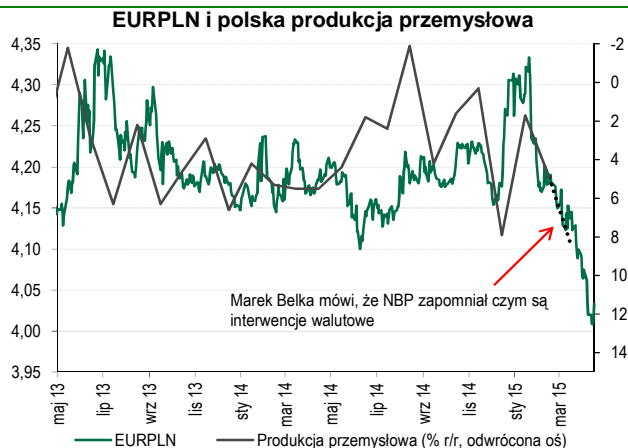
## Cytat tygodnia – Nie wydarzyło się nic co by nas zaskoczyło

### Marek Belka, prezes NBP, 15 kwietnia, konferencja RPP

Tak, to [deklaracja o końcu cyklu] pozostaje w mocy. (...) Kurs walutowy się swobodnie zmienia – czasami do góry, czasami do dołu. (...) Byłoby nienaturalne i niepoważne, gdybyśmy miesiąc po decyzji o końcu cyklu obniżek zaczęli rozważać zmiany, szczególnie że nie wydarzyło się nic co by nas zaskoczyło. (...) Gospodarka strefy euro zaczyna nabierać tempa, gospodarka Polski jest w bardzo przyzwoitej formie, sytuacja na rynku pracy poprawia się, ceny paliw odbiły – dlaczego mielibyśmy rozważać ponowne otwarcie cyklu obniżek? (...) Gwałtowne i znaczące osłabienie aktywności gospodarczej w Polsce wydaje się że byłibyśmy skłonni potraktować jako powód / okoliczność istotnie zmieniającą sytuację. (...) Perspektywa podwyżek jest na tyle daleka, że szkoda teraz o niej teoretyzować

Prezes NBP Marek Belka podkreślił, że szanse na ponowne uruchomienie cyklu obniżek są minimalne, gdyż od ostatniego posiedzenia RPP nie wydarzyło się nic nieoczekiwane. Zdaniem Belki Rada może ponownie zastanowić się nad swoim stanowiskiem w sytuacji mocnego spowolnienia gospodarczego (my tymczasem spodziewamy się przyspieszenia). Belka stwierdził także, że perspektywa podwyżek stóp jest obecnie bardzo odległa. Chociaż dziennikarze, podobnie jak uczestnicy rynku w ostatnich tygodniach, skupili się na kwestii kursu walutowego i możliwym wpływie aprecjacji złotego na politykę pieniężną, to prezes NBP starał się ten temat tonować i unikać jakichkolwiek jednoznacznych stwierdzeń. Pozostaje pytanie, czy złoty będzie się dalej umacniał, co (w środowisku deflacyjnym) może być dla RPP problemem (nawet jeśli sami tego nie chcą przyznać).

## Rynek walutowy – EURPLN może znowu testować 4,0, Grecja nadal czynnikiem ryzyka



### EURPLN wciąż blisko 4,0 w oczekiwaniu na impuls

▪ Kurs EURPLN pozostał w minionym tygodniu blisko 4,0 i kilka razy testował ten poziom, ale bez powodzenia bowiem polski CPI zaskoczył w dół, a na rynku nasiliły się obawy o Grecję. Z drugiej strony, potencjał do osłabienia złotego był ograniczony przez retorykę RPP. USDPLN z kolei spadł do 3,72 z 3,82 pod wpływem lekkiego wzrostu EURUSD.

▪ W trakcie marcowej konferencji prasowej Marek Belka mówił, że NBP zapomniał czym są interwencje walutowe (sugerując, iż bank centralny nie będzie reagował na wyraźne umocnienie złotego), co było jednym z czynników napędzających spadek EURPLN w kolejnych tygodniach. W zeszłym tygodniu prezes NBP starał się ten temat tonować oraz unikał jednoznacznych stwierdzeń, ale wydaje się że i ta strategia nie była skuteczna. Sugestie nt. braku działań zmierzających do ograniczenia nadmiernej aprecjacji złotego w świecie tzw. „wojen walutowych” mogą być po prostu zaproszeniem do napływu kapitału.

▪ W zeszłym tygodniu ani EBC ani RPP nie wywołały jednak przełomowych zmian na polskim rynku FX. Psychologiczny poziom był testowany, ale niezbyt agresywnie. Z drugiej strony, korekty w górę od 4,0 były dosyć płytkie i w efekcie EURPLN nadal jest blisko tego ważnego wsparcia. Sądzymy, że ostatnia retoryka RPP nt. kursu walutowego będzie wspierać złotego. Dodatkowo, na początku nowego tygodnia poznamy dane o polskiej produkcji przemysłowej, a nasza prognoza jest istotnie powyżej konsensusu. Jeśli się zmaterializuje, wtedy EURPLN mógłby ponownie testować 4,0. Czynnikiem ryzyka pozostaje jednak Grecja, bowiem rozmowy nt. warunków pomocy nie wydają się zbliżać do szczęśliwego końca i rosną obawy o wyjście tego kraju ze strefy euro. Grecja może stracić płynność w tym miesiącu. Spotkanie Eurogrupy zaplanowane na koniec tego tygodnia może więc być ważnym wydarzeniem i wynik negocjacji może wyznaczyć kierunek dla kursu EURPLN na najbliższe tygodnie. Nadal sądzymy, że w kolejnych kwartałach br. złoty będzie się umacniał.

### Chiński juan stabilny mimo słabych danych

▪ Dane z Chin opublikowane w zeszłym tygodniu wzmocniły obawy o spowolnienie tej gospodarki. Marcowe eksport oraz produkcja przemysłowa były gorsze od oczekiwań, a wzrost PKB za IV. kw. 2014 wyniósł 7%, a więc tyle ile chiński rząd planuje na cały 2015. Mimo tych danych, juan pozostał dość stabilny do dolara w pobliżu 6,20, poniżej szczytu na ponad 6,27 z początku marca.

▪ Pomimo serii rozczarowujących odczytów, rynek nie oczekuje podjęcia przez chińskie władze działań zmierzających do osłabienia waluty. W tym roku Chiny chcą, aby MFW włączył juana do koszyka walut rezerwowych, a podwyższona zmienność kursu nie jest w tym kontekście pożądana z punktu widzenia Pekinu.

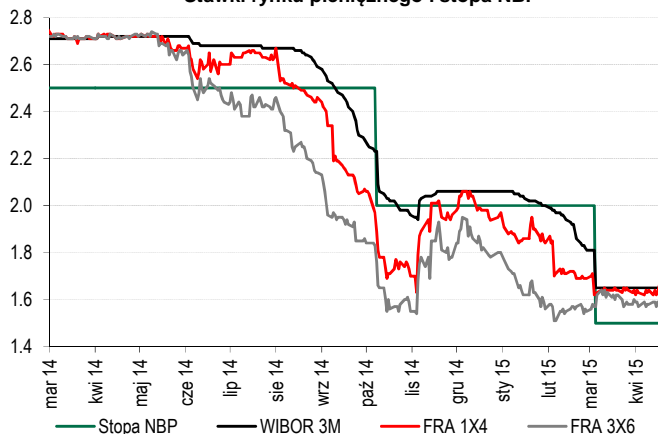
### Euro zyskuje dzięki danym z USA i mimo obaw o Grecję

▪ EURUSD odbił w zeszłym tygodniu do 1,08 z 1,05 i kurs przerwał serię sześciu kolejnych spadkowych sesji. Ostatni raz równie długa seria miała miejsce pod koniec stycznia 2014, a dłuższa (trwająca osiem sesji) w maju 2012. Słabe dane z USA przesłoniły rosnące obawy o sytuację Grecji.

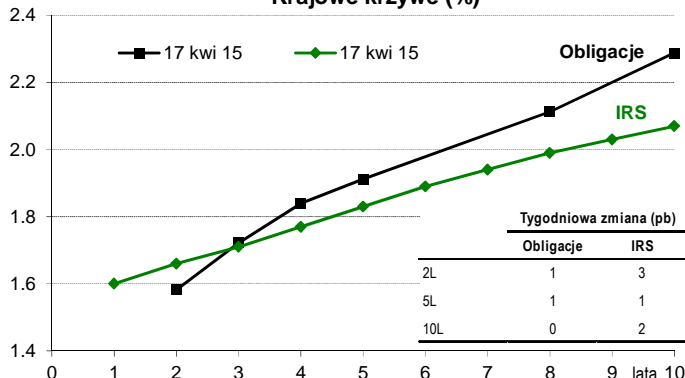
▪ Miniony tydzień nie przyniósł istotnych zmian kursu, który w dalszym ciągu jest powyżej lokalnego minimum na ok. 1,046 i poniżej szczytu z połowy marca na ok. 1,105. Wydaje się, że dane o aktywności ekonomicznej w strefie euro zostaną w tym tygodniu zdominowane przez oczekiwania odnośnie tego, jak zakończą się negocjacje ws. warunków pomocy dla Grecji. Wynik spotkania Eurogrupy może wyznaczyć kierunek dla EURUSD na kolejne tygodnie.

## Rynek stopy procentowej – Silne krajowe dane makro i obawy o Grecję mogą pchnąć rentowności w górę

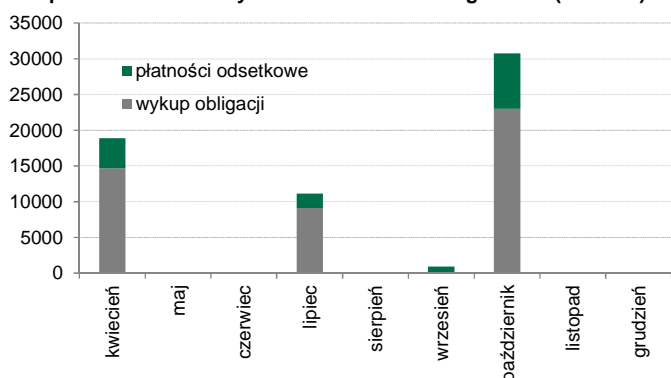
### Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



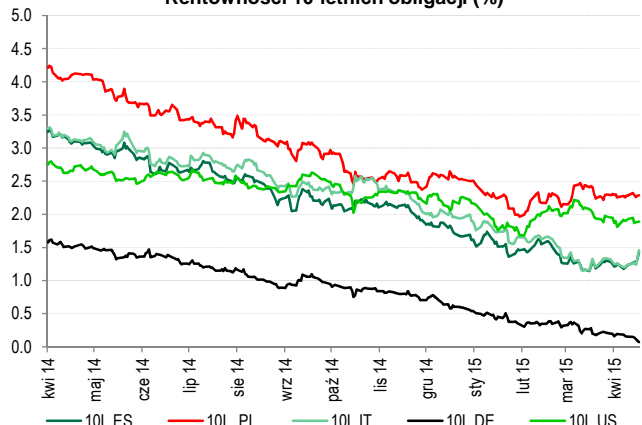
### Krajowe krzywe (%)



### Przepływy środków na rynek z tytułu wykupu obligacji i płatności odsetkowych w okresie kwiecień-grudzień (w mln zł)



### Rentowności 10-letnich obligacji (%)



### Stabilne WIBORY i zmienne pozostałe aktywa

▪ Ubiegły tydzień wypełniony był istotnymi wydarzeniami i publikacjami danych makro. Rynek pieniężny pozostał względnie stabilny w porównaniu z sytuacją na rynkach IRS i obligacji. W skali tygodnia stawki FRA wzrosły nieznacznie. FRA6x9 i FRA9x12 utrzymały się jednak ok. 10 pb poniżej bieżącego poziomu WIBOR 3M, co potwierdza, że rynek dyskontuje możliwość obniżki stóp procentowych przed końcem 2015 roku.

▪ Posiedzenia banków centralnych nie przyniosły zmian, które mogłyby wpłynąć na wzrost popytu na krajowe aktywa, podczas gdy obligacje i IRS zyskały dość znacząco w reakcji na zaskakująco nisko odczyt inflacji (rentowność 10-letniego benchmarku tymczasowo obniżyła się do ok. 2,25%). Jednakże umocnienie było krótkoterminowe, gdyż obawy inwestorów o bankructwo Grecji spowodowały wzrost rentowności obligacji peryferii strefy euro, a także krajów Europy Środkowo-Wschodniej. W tym samym czasie niemieckie obligacje umacniały się w wyniku wzrostu awersji do ryzyka; rentowność 10-latk zblżyła się do zera (osiągając nowe historyczne minimum nieco poniżej 0,6%). W konsekwencji spread wobec Bundów rozszerzył się, w tym dla polskiej 10-latki wzrost ponownie w okolice 220 pb, najwyższego poziomu od połowy marca.

▪ Podsumowując, rentowności obligacji i stawki IRS nie uległy większym zmianom w porównaniu do zamknięcia z poprzedniego tygodnia. Jednak warto zwrócić uwagę na dość znaczące zmiany w ich poziomach w ciągu poszczególnych sesji, co można tłumaczyć m.in. nerwową reakcją krajowych inwestorów na napływające z zagranicy informacje (w szczególności o Grecji czy też danych makro z USA).

### Krajowe dane makro i Grecja kluczowe dla rynku

▪ Przed nami interesujący i bogaty w wydarzenia tydzień, w tym publikacje kluczowych danych makro (produkcja, sprzedaż detaliczna) i aukcja obligacji. W naszej ocenie dane makro powinny być relatywnie silne, uwzględniając, że nasza prognoza produkcji jest powyżej konsensusu i oczekujemy przyspieszenia dynamiki sprzedaży detalicznej. Dane te powinny potwierdzić, że wzrost krajowej gospodarki nabiera tempa, co może negatywnie przełożyć się na wycenę krajowego długu. Reakcja na te dane może być jednak krótkotrwała, gdyż w drugiej połowie tygodnia uwaga będzie skierowana na posiedzenie Eurogrupy, z możliwą decyzją odnośnie pomocy dla Grecji i publikację danych makro w Europie i w USA. To może nieco ciężać wycenę krajowych aktywów, głównie na długim końcu krzywych.

▪ W tym tygodniu Ministerstwo Finansów zaoferuje obligacje o wartości 5-9 mld zł wg planu emisji na kwiecień. Nie spodziewamy się istotnych zmian wartości oferty, choć nie można wykluczyć zawężenia oferty przez Ministerstwo, co miało miejsce już wcześniej. Sądymy, że oferta obligacji na aukcji będzie bardzo zróżnicowana – spodziewamy się benchmarków 2- i 5-letniego (OK0717 i PS0420) oraz obligacji o zmiennym kuponie WZ0120. Aukcją będzie wspierał napływ środków na rynek z wykupu PS0415 (ok. 14,7 mld zł) i płatności odsetkowych od kwietniowych serii PS i WS w łącznej wysokości 4,2 mld zł. Spodziewamy się solidnego popytu i w naszej ocenie Ministerstwo nie powinno mieć problemów z uplasowaniem całej oferty.

▪ Uważamy, że krótki koniec krzywych powinien pozostać stabilny do momentu aż prawdopodobieństwo dalszych dostosowań w polityce monetarnej zmieni się znacząco. Zwracamy uwagę, że prezes NBP Marek Belka w czasie konferencji prasowej po kwietniowym posiedzeniu RPP powtórzył, że szanse na ponowne uruchomienie cyklu obniżek są nikłe, a perspektywa podwyżek stóp jest odległa. Ostatni tydzień nie przyniósł istotnych zmian, które zmieniłyby perspektywy rentowności 10-latki, która oscylowała między 2,25% a 2,35%. Podobnego zakresu wahań oczekujemy również w tym tygodniu.



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)