

# TYGODNIK EKONOMICZNY

27 kwietnia – 3 maja 2015

Dane napływające z polskiej gospodarki wyraźnie potwierdzają, że rozpoczęła się faza ożywienia, a wzrost PKB wspierany jest zarówno przez szybszy napływ zamówień zagranicznych, jak i mocny popyt krajowy. Szczególnie optymistycznie wyglądają perspektywy popytu konsumpcyjnego, w sytuacji gdy bezrobocie spada, realny wzrost płac przyspiesza, a konsumenci są w najlepszych nastrojach od momentu tuż przed upadkiem Lehman Brothers w 2008 r. Jednocześnie, przyspieszający wzrost PKB w strefie euro dobrze wróży perspektywom polskiego eksportu.

W takich okolicznościach naszym zdaniem istnieją fundamentalne przesłanki aby złoty dalej się umacniał. W średnim okresie krajową walutę będą wspierać wysokie realne stopy procentowe, przyspieszający wzrost gospodarczy, niska nierównowaga zewnętrzna, poprawiająca się sytuacja fiskalna, a także ultra-łagodna polityka EBC. Jednak w krótkim horyzoncie oczekujemy powstrzymania trendu spadkowego EURPLN i stabilizacji kursu blisko niedawno przebitego poziomu 4,0. Głównym powodem do ostrożności inwestorów będzie zapewne ryzyko geopolityczne, ponieważ obawy o przyszłość Grecji rosną i mogą się kłaść cieniem na nastrojach rynkowych do czasu znalezienia wyjścia z impasu. Innym czynnikiem ograniczającym potencjał do umocnienia złotego może być niepewność odnośnie polityki pieniężnej Fed.

W sytuacji braku krajowych wydarzeń i publikacji przed długim majowym weekendem, rynek skupi się na wydarzeniach za granicą. Kluczowe będzie posiedzenie FOMC, a inwestorzy będą czekali na jakiegokolwiek wskazówki w komunikacie nt. wpływu ostatnich słabszych danych z USA na perspektywy polityki pieniężnej. W tym kontekście będą również interpretowane nowe publikacje danych z USA, na czele z wstępnym PKB za I kw., indeksem ISM dla przetwórstwa, optymizmem konsumentów i dochodami osobistymi. Rynek wycenia obecnie, że pierwsza podwyżka stóp w USA nastąpi w październiku 2015. Cieniem na nastrojach może się dalej kłaść niepewność dot. dalszych losów Grecji, ponieważ z każdym dniem topnieją zapasy gotówki jakimi dysponuje grecki rząd i kurczy się czas na porozumienie w sprawie dalszej pomocy finansowej.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (27 kwietnia)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							
<b>WTOREK (28 kwietnia)</b>							
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	IV	pkt	102,5	-	101,3
<b>ŚRODA (29 kwietnia)</b>							
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	I kw.	% kw./kw.	1,0	-	2,2
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	III	% m/m	1,0	-	3,1
20:00	US	Decyzja FOMC					
<b>CZWARTEK (30 kwietnia)</b>							
11:00	EZ	Wstępny HICP	IV	% r/r	0,0	-	-0,1
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Oczekiwania inflacyjne</b>	<b>IV</b>	<b>%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0,2</b>
14:30	US	Dochody osobiste	III	% m/m	0,2	-	0,4
14:30	US	Wydatki konsumentów	III	% m/m	0,5	-	0,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-		295
<b>PIĄTEK (1 maja)</b>							
	PL, DE	Dzień wolny					
16:00	US	Indeks Michigan	IV	pkt	96,0	-	93,0
16:00	US	ISM – przemysł	IV	pkt	52,0	-	51,5

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:

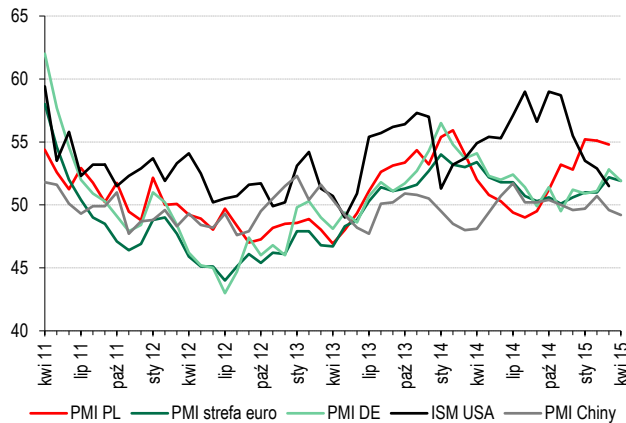
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Spotkanie Fed i dane z USA w centrum uwagi

Wskaźniki aktywności w przetwórstwie przemysłowym

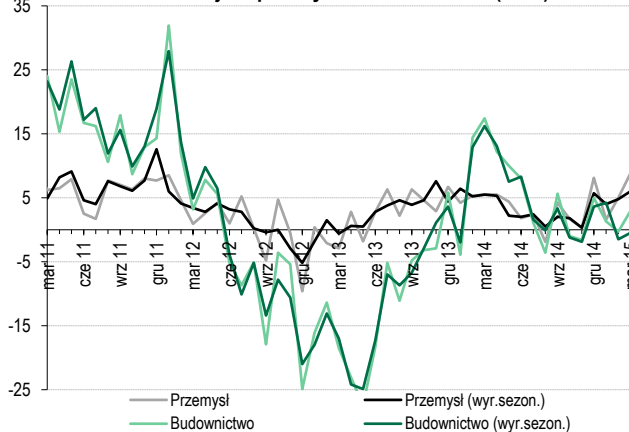


▪ Wobec braku publikacji danych i ważnych wydarzeń w kraju tuż przed długim weekendem majowym, uwaga inwestorów skupi się na wydarzeniach zagranicznych. Spotkanie FOMC będzie najważniejszym z nich, a inwestorzy będą wypatrywać sugestii odnośnie wpływu ostatnich słabych danych z USA na perspektywę polityki pieniężnej. W związku z tym także nowe dane z gospodarki amerykańskiej znajdą się w centrum uwagi, na czele ze wstępnym PKB, indeksem ISM w przetwórstwie, optymizmem konsumentów i wydatkami osobistymi. Rynek wycenia obecnie, że pierwsza podwyżka stóp w USA będzie miała miejsce w październiku 2015 r.

▪ Rozwój sytuacji w Grecji prawdopodobnie dalej będzie ciążył na nastrojach rynkowych, ponieważ z każdym dniem topnieją zapasy gotówki jakimi dysponuje grecki rząd i kurczy się czas na porozumienie w sprawie dalszej pomocy finansowej.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Mocno w przemyśle, konsumenci w gorączce zakupów

Produkcja w przemyśle i budownictwie (% r/r)



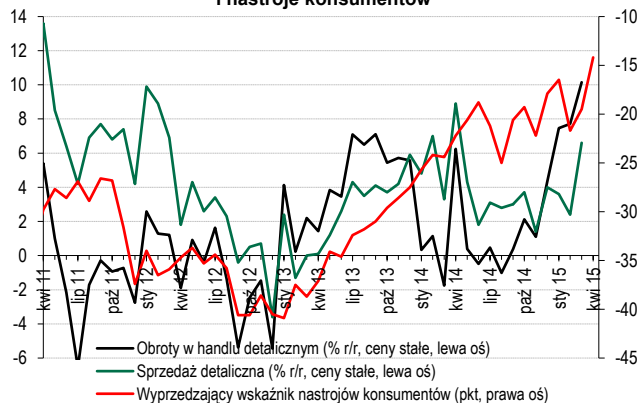
▪ Dane o produkcji i sprzedaży detalicznej w marcu okazały się lepsze od oczekiwań. Produkcja przemysłowa urosła o 8,8% r/r, budowlana o 2,9% a sprzedaż detaliczna w cenach stałych o 6,6% r/r. Wzrost w przemyśle był najwyższy od ponad 4 lat, i jego wyniki zostały poprawione przez dodatni efekt dni roboczych oraz prawdopodobnie jednorazowe odbicie w górnictwie, ale nawet po uwzględnieniu tych czynników są to bardzo solidne dane. Odsezonowany wzrost produkcji wyniósł 6% r/r i był najwyższy od stycznia 2014 r.

▪ Jeśli chodzi o sprzedaż detaliczną, pewien wpływ na poprawę dynamiki miał zapewne termin Wielkanocy, który podbił sprzedaż żywności. Jednocześnie, wyraźne przyspieszenie wzrostu zanotowano też w innych kategoriach – m.in. w sprzedaży odzieży i obuwia, czy mebli i sprzętu AGD/RTV. Prawdopodobnie jest to efektem ogólnego ożywienia popytu konsumpcyjnego w warunkach szybko rosnących dochodów z pracy (przypomnijmy, że wzrost płac w marcu znacznie przekroczył oczekiwania), poprawiających się nastrojów społecznych, niskich stóp procentowych i niższych cen dóbr podstawowych (paliw, żywności).

▪ Według GUS wskaźnik ufności konsumenckiej podskoczył w kwietniu do najwyższego poziomu od września 2008 r. Tymczasem obroty w handlu detalicznym (ta statystyka nie bierze pod uwagę samochodów, ale uwzględnia małe sklepy) wzrosły w marcu o 10,1% r/r (najmocniej od grudnia 2010 r.), potwierdzając, że konsumenci są w gorączce zakupów.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w marcu do 11,7%, zgodnie z wcześniejszym szacunkiem Ministerstwa Pracy. Miesięczny spadek liczby bezrobotnych był nieco niższy niż rok wcześniej, ale warto podkreślić, że tym razem dużo słabszy był efekt interwencji Ministerstwa. Według naszych szacunków, odsezonowana stopa bezrobocia obniżyła się do 11,1%, najniższego poziomu od lipca 2009 r.

Sprzedaż detaliczna, obroty w handlu detalicznym i nastroje konsumentów



## Cytat tygodnia – Nastawienie 'wait and see' na długi okres

**Jerzy Osiatyński, członek RPP, 22 kwietnia 2015, Reuters**

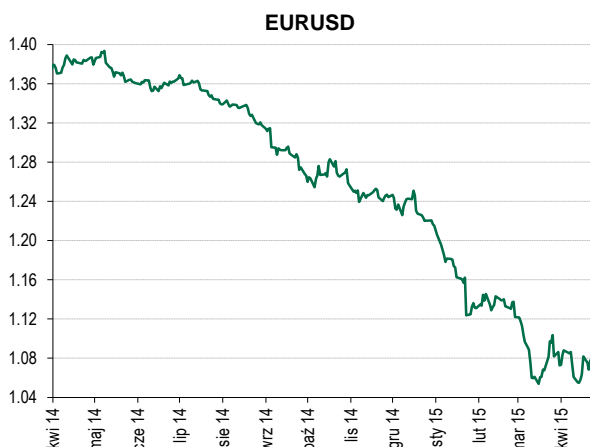
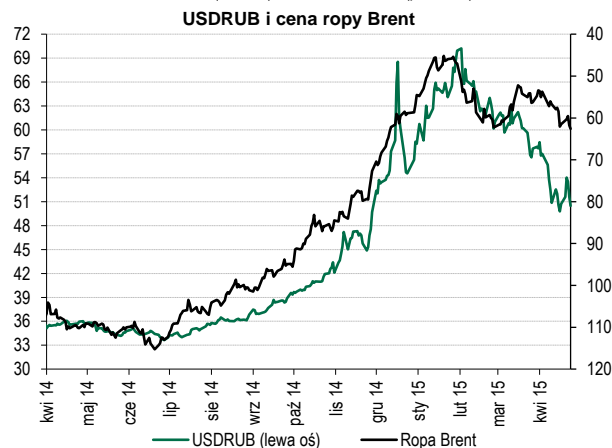
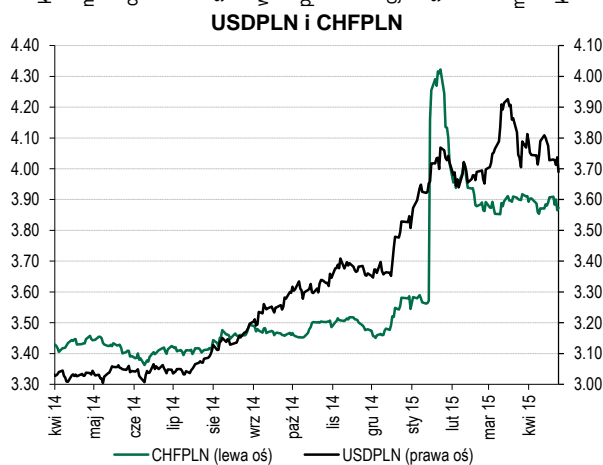
Rada powiedziała, że jeśli nie wydarzy się nic istotnego i nieprzewidzianego, to na razie zakończyła proces dostosowania stopami procentowymi. Uważam, że wobec tego powinniśmy przyjąć nastawienie 'wait and see' i to na jakiś niekrótki okres. (...) Może to być stosunkowo długi okres. Moim zdaniem obecnie na rynkach finansowych jest tyle znaków zapytania, że warto zachować spokój i obserwować, co się będzie działo dalej.

**Adam Glapiński, członek RPP, 20 kwietnia 2015, Bloomberg**

Stopy powinny pozostać bez zmian co najmniej do końca kadencji tej Rady. Dla mnie to oznacza brak obniżek i brak podwyżek.

Pisaliśmy wcześniej, że nadmierna aprecjacja złotego jest czynnikiem, który może skłonić RPP do przemyślenia ponownego otwarcia cyklu obniżek stóp, jako że mocna waluta może osłabić wzrost gospodarczy i obniżyć inflację. Jednak, im lepsze napływają dane makro, tym większa skala umocnienia złotego będzie potrzebna by wywołać reakcje banku centralnego. Ostatni komentarz Jerzego Osiatyńskiego, jednego z najbardziej gołębiów członków RPP, pokazuje, że przy obecnych poziomach kursu prawdopodobnie żaden członek RPP nie zastanawia się nad dalszymi obniżkami i istnieje szeroki konsensus co do pozostawiania w trybie 'wait and see'. Próg opłacalności eksportu, szacowany przez NBP, leży w okolicach 3,90, ale naszym zdaniem kurs EUR/PLN musiałby zejść o wiele niżej, by wywołać poważniejsze obawy w RPP.

## Rynek walutowy – Posiedzenie FOMC i losy Grecji w centrum uwagi

**Korekta na złotym ...**

W pierwszej połowie minionego tygodnia złoty umocnił się znacząco, wspierany przez lepsze od oczekiwań krajowe dane makro. Kurs EURPLN spadł tymczasowo do 3,965, najniższego poziomu od 2011 r. Jednakże w drugiej połowie tygodnia inwestorzy realizowali zyski przed spotkaniem Eurogrupy w Rydze, dotyczącym pomocy finansowej dla Grecji. W efekcie EURPLN wzrósł do prawie 4,03, kończąc tydzień nieco poniżej 4,025.

Krajowa waluta zyskała ok. 1% wobec dolara ze względu na wzrost kursu EURUSD. Złoty zyskał także 0,9% do franka szwajcarskiego i tylko 0,2% wobec funta brytyjskiego.

Uważamy, że fundamenty krajowej gospodarki sprzyjają dalszej aprecjacji złotego w średnim terminie, w szczególności wysokie realne stopy procentowe, poprawiające się perspektywy krajowej gospodarki, a także coraz mniejsza nierównowaga zewnętrzna, coraz lepsza sytuacja fiskalna oraz program QE prowadzony przez EBC. Jednak w krótkim terminie dalszy spadek EURPLN jest ograniczony i złoty powinien się stabilizować blisko 4,00 wobec euro. Ryzyko geopolityczne, dopóki kwestia pomocy finansowej dla Grecji jest nierozwiązana, będzie ciążyć rynkom. Czynnikiem ograniczającym umocnienie złotego pozostaje także niepewność związana z polityką pieniężną Fed, dlatego też wynik kwietniowego posiedzenia FOMC i napływające dane z amerykańskiej gospodarki będą kluczowe dla notowań złotego. Uważamy, że przedział wahań dla EURPLN pomiędzy 3,965-4,05 jest wciąż aktualny.

**... i innych walutach w regionie**

W ubiegłym tygodniu korekta objęła również pozostałe waluty regionu. Fornt osłabił się dość znacząco wobec euro głównie w wyniku obaw o dalszy rozwój sytuacji w Grecji niż w wyniku kolejnej obniżki stóp procentowych przez węgierski bank centralny. W konsekwencji EURHUF wzrósł tymczasowo do 302,4 z 297. Skala osłabienia czeskiej korony była mniejsza niż w przypadku złotego czy forinta. W tym samym czasie rosyjski rubel umocnił się dość wyraźnie; USDRUB spadł tymczasowo do ok. 50,00 z 54,1 w wyniku wzrostów cen ropy, co osłabiło nieco obawy o sytuację gospodarczą w Rosji.

W tym tygodniu czynniki zewnętrzne będą dominowały na rynkach walutowych w regionie ze względu na brak istotnych publikacji danych i wydarzeń lokalnych w poszczególnych krajach. Spodziewamy się trendu bocznego na forincie i koronie, oczekując, że EURHUF będzie wahał się między 295-305, a EURCZK między 27,2-27,6.

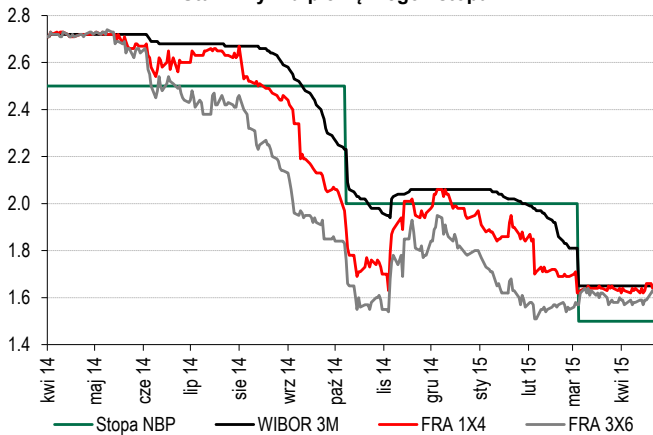
**EURUSD nieznacznie odbił, ale wciąż w paśmie wahań**

W minionym tygodniu EURUSD rósł w kierunku górnego ograniczenia pasma wahań pomiędzy 1,045 a 1,105 w wyniku mieszanych danych z USA i oczekiwań inwestorów na pewien przełom w rozmowach pomiędzy Grecją a jej wierzycielami. Lepszy od oczekiwań odczyt Ifo dla Niemiec również wsparł wspólną walutę. W efekcie EURUSD wzrósł do 1,0885, najwyższego poziomu od dwóch tygodni.

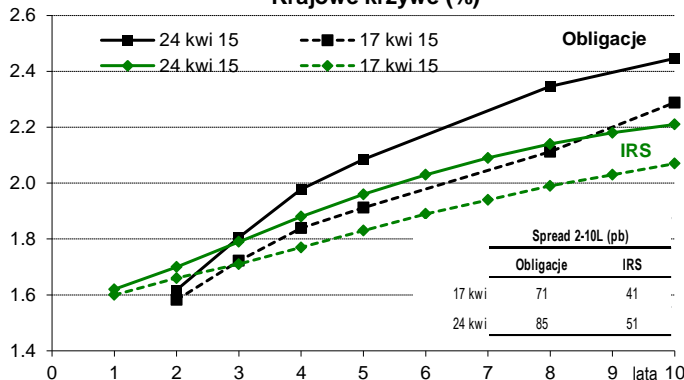
W tym tygodniu uwaga inwestorów skierowana będzie na publikowane dane z USA (głównie PKB za I kw. 2015) i posiedzenie FOMC. Nie spodziewamy się znaczących zmian w komunikacie Fed, a w związku z tym sytuacja na EURUSD nie powinna ulec znaczącym zmianom – oczekujemy trendu bocznego na EURUSD. Jednakże poprawiające się perspektywy gospodarki strefy euro powinny utrzymywać kurs bliżej górnego ograniczenia pasma wahań.

## Rynek stopy procentowej – Odreagowanie bardzo prawdopodobne po silnym osłabieniu

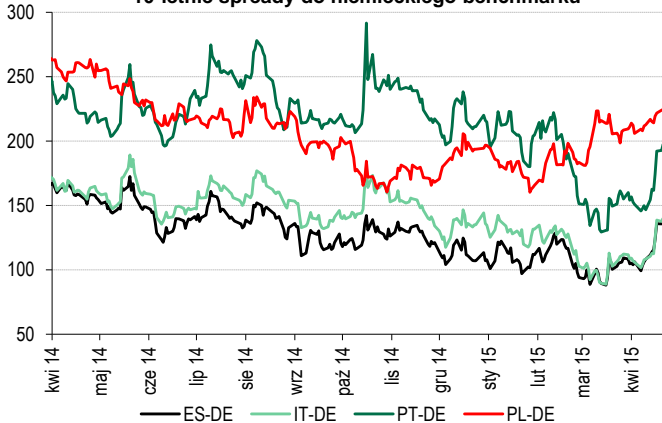
### Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



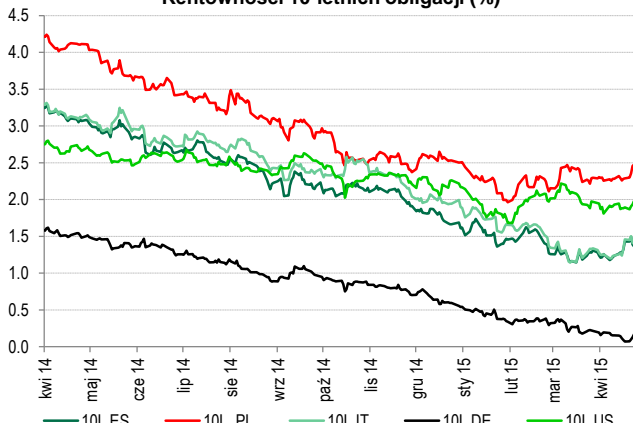
### Krajowe krzywe (%)



### 10-letnie spready do niemieckiego benchmarku



### Rentowności 10-letnich obligacji (%)



### Rentowności na poziomach z końca 2014 r.

- Stawki WIBOR pozostały stabilne w minionym tygodniu, szósty tydzień z rzędu. W tym samym czasie, stawki FRA, głównie na długie terminy, wzrosły znacząco w wyniku wyprzedaży na rynku IRS. FRA21x24 wzrósł do ok. 1,80%, wskazując na możliwość zacieśnienia polityki monetarnej na początku 2017 r.

- Rynki obligacji i IRS były bardziej zmienne. Rentowności i stawki IRS rosły w wyniku lepszych danych z krajowej gospodarki oraz realizacji zysków na rynkach bazowych (rentowność 10-letniego Bunda wzrosła tymczasowo do 0,18%, oddalając się od historycznego minimum na 0,05%). W konsekwencji rentowność krajowej 10-latki wzrosła tymczasowo w kierunku 2,50%, najwyższego poziomu od końca grudnia 2014 r. W tym samym czasie stawka 10L IRS osiągnęła najwyższy poziom od połowy marca na ok. 2,25%. Pozytywne wyniki aukcji pomogły rynkowi nieco odreagować na koniec tygodnia, jednak rentowności benchmarków 5L i 10L pozostały na podwyższonych poziomach (odpowiednio na 2,08% i 2,45%).

- Środek i długi koniec krzywych straciły na wartości najmocniej, a w konsekwencji spread 2-10L rozszerzył się znacząco do poziomów obserwowanych w połowie marca (do 85 pb dla obligacji i ok. 55 pb dla IRS). Co więcej, spread wobec niemieckich obligacji w sektorze 10L wzrósł powyżej 230 pb, najwyższego poziomu od sierpnia 2014.

- W minionym tygodniu Ministerstwo Finansów sprzedało dług za nieco ponad 7 mld zł (planowana podaż wynosiła 5-7 mld zł) przy popycie ponad 10,7 mld zł. Wyniki te można uznać za całkiem dobre mając w pamięci aukcję z początku miesiąca kiedy to sprzedaż i popyt były relatywnie słabe. Największym zainteresowaniem na aukcji cieszył się PS0420, którego sprzedano za 5,4 mld zł (razem z przetargiem uzupełniającym). Szacujemy, że po aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są pokryte prawie w 65%.

### Posiedzenie Fed najważniejszym wydarzeniem tygodnia

- W tym tygodniu w kalendarzu nie ma kluczowych wydarzeń ani publikacji danych krajowych, co oznacza, że decydujące będą informacje z zagranicy. Posiedzenie Fed może wprowadzić pewną nerwowość na rynku obligacji. Nie oczekujemy jednak znaczących zmian w tonie komunikatu, co może się przyczynić do aktywacji popytu na bardziej ryzykowne aktywa, w tym na polskie papiery, i pomóc rynkowi odrobić nieco strat po ostatnim osłabieniu.

- Warto pamiętać, że przed majowym długim weekendem płynność rynkowa może być zmniejszona, co może powodować większą zmienność rentowności. W krótkim horyzoncie nie wykluczamy, że rentowności 10-letniej obligacji może powrócić do poprzedniego przedziału wahań, tj. 2,25%-2,35%. Taki scenariusz oparty jest na założeniu, że zmasowane zakupy obligacji przez EBC będą sprzyjać obniżeniu rentowności na bazowym rynku długu strefy euro, co powinno mieć pozytywny wpływ na wycenę krajowych papierów. Należy jednak pamiętać, że istnieje ważny czynnik ryzyka, który może pogorszyć nastroje inwestorów i popchnąć polskie rentowności w górę – rosnące obawy o losy Grecji, w miarę jak kraj coraz bardziej przybliża się do niewypłacalności w sytuacji braku porozumienia w sprawie nowej pomocy finansowej.

- Jak zwykle w ostatnim tygodniu miesiąca Ministerstwo Finansów zaprezentuje plan podaży papierów skarbowych na maj. Zgodnie z planem kwartalnym, Ministerstwo planuje jedną aukcję regularną i jedną aukcję zamiany i spodziewamy się, że te plany zostaną potwierdzone. Naszym zdaniem dotychczasowa wysoka realizacja potrzeb pożyczkowych pozwala ministrowi finansów na pewną swobodę w oferowaniu obligacji na rynku pierwotnym.

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)