

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 4 – 10 maja 2015

W ostatnim tygodniu kwietnia doszło do znaczącej wyprzedzaży na polskim rynku długu a rentowności obligacji 5 i 10-letnich poszybowały do najwyższych poziomów w tym roku. Wynikało to z wzmocnienia obaw o Grecję oraz zaskakującego przebiegu handlu na rynku długu strefy euro – rentowności niemieckich Bundów wzrosły pomimo kontynuacji programu QE przez EBC. Spadek kursu EURPLN poniżej 4,0 był jedynie krótkookresowy, jako że globalna awersja do ryzyka miała negatywny wpływ na krajową walutę. Złoty zyskał jednak w stosunku do dolara i franka szwajcarskiego.

Publikacja kwietniowego indeksu PMI i posiedzenie RPP będą najważniejszymi wydarzeniami krajowymi w tym tygodniu. Nie wydaje nam się jednak, aby były to wydarzenia o istotnym wpływie na rynek, ponieważ PMI prawdopodobnie pokaże jedynie niewielki spadek, potwierdzając ogólnie, że przemysł nadal jest w fazie ekspansji, a RPP zapewne pozostawi stopy procentowe i retorykę bez zmian. W związku z tym rynek skupi się na wydarzeniach za granicą. Grecja nadal jest ważnym czynnikiem ryzyka, ponieważ zapasy gotówki w rządowych kasach wyczerpują się, a rozmowy w sprawie dodatkowej pomocy finansowej nie wydają się zmierzać do porozumienia. Dla inwestorów ważne będą też publikacje danych z USA (szczególnie piątkowe dane o zatrudnieniu), jako że po zaskakująco słabym wstępnym odczycie PKB za I kw. inwestorzy będą szukać wskazówek nt. możliwych zmian w perspektywach polityki pieniężnej Fed.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (4 maja)</b>							
3:45	CN	PMI – przemysł	IV	pkt	49,4	-	49,6
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI – przemysł</b>	<b>IV</b>	<b>pkt</b>	<b>54,6</b>	<b>54,5</b>	<b>54,8</b>
9:55	DE	PMI – przemysł	IV	pkt	51,9	-	52,8
10:00	EZ	PMI – przemysł	IV	pkt	51,9	-	52,2
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	III	% m/m	2,2	-	0,2
<b>WTOREK (5 maja)</b>							
11:00	EZ	Wiosenna edycja prognoz Komisji Europejskiej					
16:00	US	ISM – przemysł	IV	pkt	56,1	-	56,5
<b>ŚRODA (6 maja)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		<b>%</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
9:55	DE	PMI – usługi	IV	pkt	54,4	-	55,4
10:00	EZ	PMI – usługi	IV	pkt	53,7	-	54,2
14:15	US	Raport ADP	IV	tys.	185	-	189
<b>CZWARTEK (7 maja)</b>							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	III	% m/m	1,5	-	-0,9
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	III	% m/m	6,3	-	4,5
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	-
<b>PIĄTEK (8 maja)</b>							
8:00	DE	Eksport	III	% m/m	0,3	-	1,4
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	III	% m/m	0,4	-	0,2
9:00	HU	CPI	IV	% r/r	-	-	-0,6
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	IV	tys.	220	-	126
14:30	US	Stopa bezrobocia	IV	%	5,4	-	5,5

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

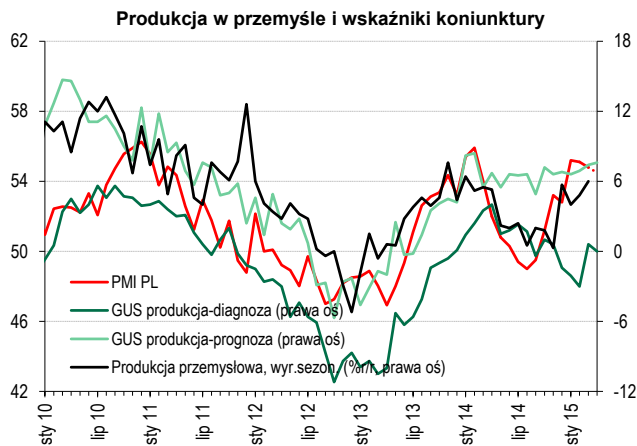
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Polityka pieniężna bez zmian dopóki dane pokazują ożywienie



▪ Spodziewamy się nieznacznego spadku indeksu PMI w przetwórstwie w kwietniu, trzeci miesiąc z rzędu. Ostatnio opublikowane indeksy koniunktury w strefie euro pokazały, że przedłużająca się niepewność odnośnie Grecji zaczęła ciążyć nastrojom europejskich przedsiębiorców i konsumentów, co może również znaleźć odzwierciedlenie w polskim indeksie PMI. Ostatnie umocnienie złotego jest innym czynnikiem ograniczającym optymizm polskich firm. Uważamy jednak, że spadek głównego indeksu powinien być łagodny, sygnalizując, że przetwórstwo wciąż jest w fazie ekspansji.

▪ Inne wskaźniki wyprzedzające dla Polski, opublikowane ostatnie, nie dały żadnego jasnego sygnału – wskaźniki koniunktury w przemyśle GUS nieco się obniżyły, ale pozostały blisko zeszlizowego maksimum. O ile prognozy produkcji obniżyły się, to ocena bieżącej produkcji poprawiła się w kwietniu do najwyższego poziomu od 15 miesięcy. Subindeks zatrudnienia również uległ poprawie. Wskaźnik koniunktury Komisji Europejskiej (ESI) wzrósł w kwietniu do najwyższego poziomu od maja 2011 r., co jest spójne z przyśpieszeniem wzrostu PKB do 4% r/r.

▪ Kwietniowe posiedzenie RPP prawdopodobnie nie przyniesie żadnych zaskakujących zmian w polityce pieniężnej, jako że ostatnie dane makro potwierdziły przyśpieszenie wzrostu PKB (spodziewamy się, że wzrost PKB w I kw. 2015 r. przyśpieszył do 3,4% r/r), podczas gdy trend aprecjacyjny złotego spowolnił od ostatniego spotkania. Jak napisaliśmy tydzień temu, im silniejsze dane makro, tym większa skala umocnienia złotego będzie potrzebna, by spowodować reakcję (albo obawy) banku centralnego.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Rząd planuje dalszą konsolidację fiskalną

	2015	2016	2017	2018
PKB (% r/r)	3,4	3,8	3,9	4,0
Potencjalny PKB (% r/r)	3,3	3,4	3,7	4,0
Konsumpcja prywatna (% r/r)	3,4	3,7	3,8	3,8
Inwestycje (% r/r)	6,9	6,1	6,5	6,9
Bezrobocie (%)	8,2	7,6	7,0	6,5
Deficyt publiczny (% PKB)	2,7	2,3	1,8	1,2
Dług publiczny (% PKB)	51,7	51,6	50,7	49,1

▪ Rząd zatwierdził Wieloletni Plan Finansowy Państwa 2015-2018. Plan zakłada stopniowe przyśpieszenie wzrostu PKB z 3,4% r/r w 2015 r. do 4,0% r/r w 2018 r., głównie pod wpływem mocnej konsumpcji prywatnej oraz eksportu, przy saldzie handlowym malejącym prawie do zera. Naszym zdaniem te założenia są nieco zbyt optymistyczne – ich realizacja oznaczała by nadzwyczaj długi cykl ekspansji.

▪ Realizacja sektorów publicznych ma trwale obniżyć się poniżej 3%, startując z 2,7% w 2015 r. Biorąc pod uwagę, że deficyt był już bardzo blisko celu w 2014 r. a plany dalszej redukcji są wiarygodne, nie można wykluczyć, że Komisja Europejska zdejmie z Polski procedurę nadmiernego deficytu już 19 czerwca, co niewątpliwie będzie korzystne z punktu widzenia rynku długu. Ponadto, skutkiem może być poprawa perspektyw polskiego ratingu u niektórych agencji, choć nie spodziewamy się rychłej poprawy samego ratingu.

## Cytat tygodnia – Umocnienie złotego to na razie nie problem

**Jerzy Hausner, członek RPP, 27 kwietnia, Wall Street Journal**

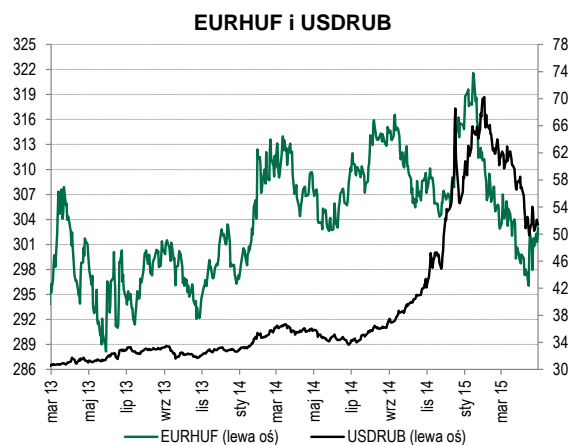
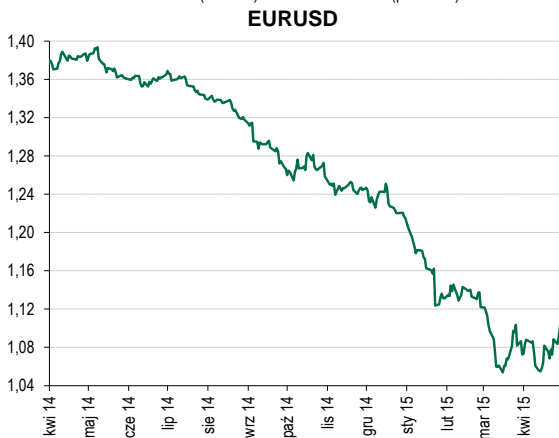
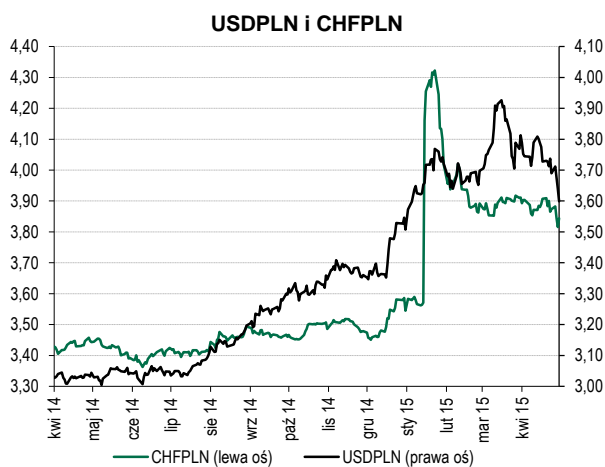
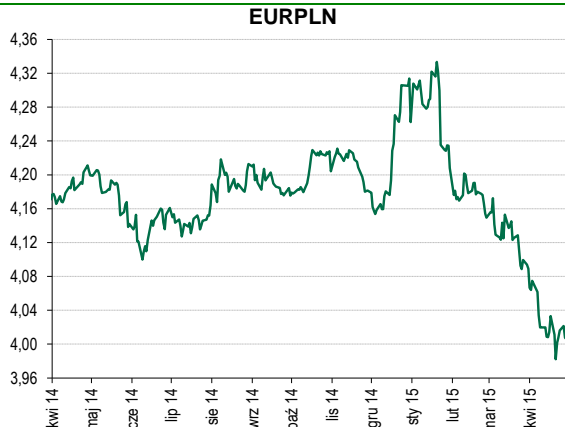
Biorąc pod uwagę obecną sytuację gospodarczą oraz zbliżający się koniec kadencji Rady, myślę, że scenariusz stabilnych stop przez dłuższy czas jest prawdopodobny. Nie widzę obecnie problemu ze złotym. Możliwe, że gospodarka będzie rosła szybciej niż na to wskazywała ostatnia projekcja, co oznacza, że inflacja wróci do celu wcześniej.

**Jerzy Osiatyński, członek RPP, 28 kwietnia, Wall Street Journal**

Stopy procentowe w Polsce powinny pozostać niezmienną przez 20 miesięcy lub więcej, w zależności od stanu gospodarki, która wciąż może rosnąć szybciej (...) Nie jesteśmy przekonani, że możliwa jest nadmierna aprecjacja złotego.

Pytania odnośnie wpływu aprecjacji złotego na perspektywy polityki pieniężnej zdominowały konferencję po posiedzeniu RPP w kwietniu i nie można wykluczyć, że taka sytuacja powtórzy się w maju. Spodziewamy się jednak, że prezes NBP wciąż będzie starał się umniejszać znaczenie ostatnich ruchów złotego i będzie unikał pogłębionej dyskusji na ten temat. Ostatnie komentarze członków RPP i przedstawicieli NBP (wiceprezesa A. Raczki), jasno potwierdziły, że bank centralny wciąż jest odległy od przemysłów na temat akcji mających na celu umocnienie złotego, zwłaszcza że trend aprecjacyjny uległ zatrzymaniu pod wpływem silniejszych obaw o Grecję.

## Rynek walutowy – Czynniki zewnętrzne w centrum uwagi

**EURPLN wciąż blisko 4,0**

Notowania EURPLN pozostały w pasmie wahań z zeszłego tygodnia, tj. 3,965-4,045. Kurs ponownie tymczasowo spadł poniżej 4,0, ale w dalszej części tygodnia odbił do 4,04, jako że na globalnym rynku panowała niepewność, a waluty gospodarek wschodzących były pod presją. Jednocześnie, wzrosty kursów EURUSD i EURCHF wsparły polską walutę wobec dolara i franka szwajcarskiego – USDPLN spadł z 3,73 do 3,58 (najniżej od połowy stycznia) a CHFPLN z 3,90 do 3,80 – najniżej od pamiętnego 15 stycznia, kiedy SNB zrezygnował z obrony dolnego ograniczenia kursu EURCHF.

**Czynniki zewnętrzne w centrum uwagi**

Jak sugerowaliśmy w zeszłym tygodniu, spadek EURPLN uległ zatrzymaniu i kurs oscylował w okolicy 4,0. Jako że negocjacje w sprawie warunków pomocy dla Grecji były dotychczas nieudane, inwestorzy zaczęli obawiać się o ich finał. Waluty gospodarek wschodzących mocno odczuły to w zeszłym tygodniu i możliwy jest dalszy wzrost presji jeżeli impas w rozmowach utrzyma się.

Uważamy, że poprawa globalnych nastrojów rynkowych może mieć miejsce, jeśli miesięczne dane z rynku pracy USA znowu rozczarują. Wcześniej zobaczymy krajowy indeks PMI dla przetwórstwa. Spodziewamy się trzeciego z rzędu spadku w kwietniu. Jednak reakcja złotego może nie być znacząca, jeśli spadek nie będzie istotnie większy niż oczekiwany przez rynek. Decyzja RPP i komunikat nie powinny mieć według nas znaczącego wpływu na walutę.

Wspominaliśmy już kilkakrotnie, iż złoty jest walutą cykliczną i w kolejnych kwartałach może podążać za wzrostem gospodarczym, który naszym zdaniem przyspieszy do 4,0% r/r w IV kw. 2015 r. Jednak w krótkim okresie aprecjacja złotego może zostać powstrzymana przez ryzyka geopolityczne.

**Dane z USA mogą pchnąć EURUSD jeszcze wyżej**

EURUSD wzrósł trzeci tydzień z rzędu w wyniku osłabienia dolara po słabych danych z USA (szczególnie po wstępnym PKB za I kw.). Kurs z łatwością przebił lokalny szczyt na 1,105 i wzrósł do 1,125 z 1,08.

EURUSD już od połowy marca próbował wyraźnej oddalić się od wieloletniego minimum na ok. 1,045 i trwający ruch w górę jest największym od połowy 2014 kiedy to trend spadkowy się rozpoczął. Z tego punktu widzenia, bardziej prawdopodobna jest dalsza aprecjacja euro.

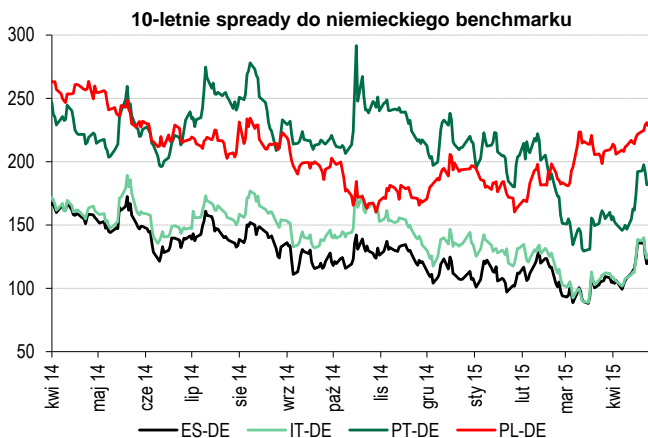
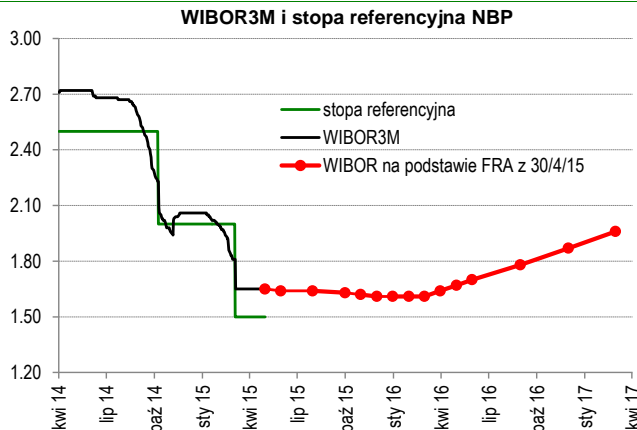
W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA i uwaga rynku skupi się zapewne głównie na odczycie z rynku pracy. Ostatni odczyt był bardzo słaby i inwestorzy będą próbowali ocenić czy było to jednorazowe zaburzenie wywołane mroźną zimą czy przedłużająca się słabość. Jeżeli zmaterializuje się drugi wariant, to trwające odbicie EURUSD może nabrać tempa.

**Bank centralny Rosji obniża stopy**

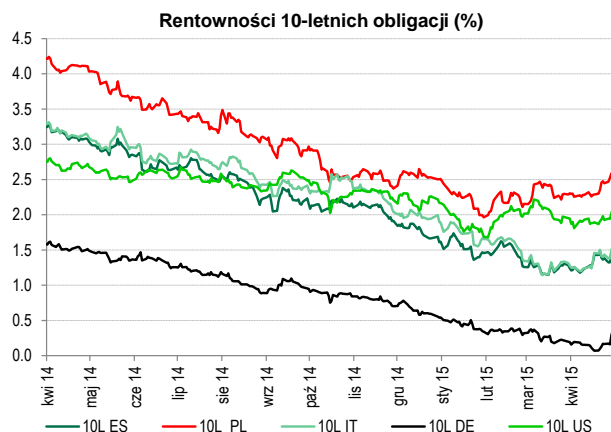
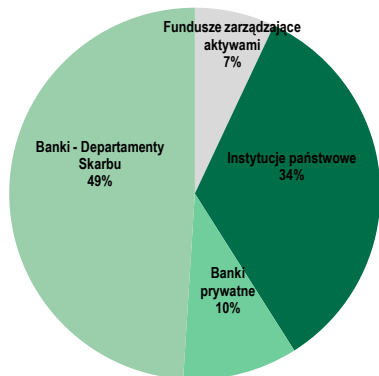
Rosyjski bank centralny obniżył stopy procentowe do 12,5% z 14%. Wg agencji Reuters, mediana oczekiwań dla stóp banku Rosji obniżyła się od grudnia do 11% z 16,25% na koniec II kw. i do 11% z 13,5% na koniec III kw. Trend spadkowy kursu USDRUB zatrzymał się ostatnio i dalsze obniżki stóp mogą ciążyć rosyjskiej walucie bowiem premia za ryzyko będzie się zmniejszać, podczas gdy sytuacja gospodarcza raczej się nie poprawi istotnie w kolejnych kwartałach. Po drugie, mocna waluta może dodatkowo ograniczać aktywność ekonomiczną.

Perspektywa dalszych obniżek stóp procentowych i ryzyko, że mocna waluta może negatywnie wpłynąć na gospodarkę mogą ograniczyć potencjał do dalszej aprecjacji rubla. Także konflikt z Ukrainą jest istotnym czynnikiem ryzyka, który też może powstrzymać rubla przed trwałym umocnieniem.

## Rynek stopy procentowej – Grecja i słabe rynki bazowe pchnęły rentowności w górę



**Struktura nabywców obligacji 3-letniej denominowanej w CHF wg podmiotów**



### Kolejna fala wyprzedaży na rynkach długu

- Stawki WIBOR, podobnie jak i w poprzednich tygodniach, pozostały względnie stabilne (tylko stawka 9M wzrosła o 1 pb), podczas gdy FRA dość znacząco wzrosły o 2-17 pb wzdłuż krzywej w wyniku silnej wyprzedaży IRS. Bieżące poziomy stawek FRA na terminy powyżej 12M wskazują, że rynek ponownie dyskontuje zacieśnienie polityki monetarnej o 25 pb w perspektywie 18 miesięcy, co wpisuje się w nasz bazowy scenariusz.

- Ubiegły tydzień przyniósł znaczące osłabienie krajowego rynku stopy procentowej, przy wzroście rentowności i stawek IRS o 2-18 pb wzdłuż krzywych. Była to kontynuacja wyprzedaży z poprzedniego tygodnia po silnych danych o produkcji i sprzedaży detalicznej. Tym razem za wzrostem rentowności stały (1) rosnąca niepewność związana z Grecją oraz (2) znacząca wyprzedaż na bazowym i peryferyjnym rynku długu. W konsekwencji, rentowność krajowej 10-latki wzrosła tymczasowo do prawie 2,70%, najwyższego poziomu od października 2014. Przy tym poziomie pojawiły się oferty kupna i rentowność spadła do ok. 2,60%.

- Obie polskie krzywe wystromiły się dość znacząco w ostatnim tygodniu, gdyż długi koniec krzywych najmocniej stracił na wartości. Co więcej, nastąpiło dalsze dość znaczące rozszerzenie spreadu wobec niemieckich obligacji, w tym dla sektora 10L wzrósł on tymczasowo do prawie 240 pb, najwyższej od maja 2014.

### Emisja obligacji w CHF z ujemną rentownością

- Polska z dużym sukcesem uplasowała 3-letnie obligacje denominowane w CHF o wartości 580 mln CHF ze spreadem 37 pb powyżej średniej stopy swap. Oznacza to rentowność na poziomie -0,213%. Komentując emisję minister finansów Mateusz Szczurek powiedział, że Polska dołączyła do elitarnego grona państw emitujących obligacje skarbowe z ujemną rentownością. Dodał, że transakcja ta była największą emisją obligacji z ujemną rentownością dokonaną na rynku szwajcarskim poza emisjami rządu szwajcarskiego. Co więcej Polska po raz pierwszy w historii otrzyma środki zamiast płacić odsetki z tytułu emisji, które szacowane są na 3,7 mln CHF. Głównymi nabywcami tych obligacji byli inwestorzy z Polski (47%), Niemiec (34%) i Szwajcarii (19%). Środki z emisji będą przeznaczone na wykup zapadających w maju obligacji w CHF o wartości 1,5 mld CHF.

- Zgodnie z planem emisji na II kwartał Ministerstwo Finansów zaoferuje w maju obligacje na dwóch aukcjach regularnych. Wartość oferty (3-9 mld zł łącznie) jest niższa niż kwietniowa sprzedaż SPW na poziomie 11,44 mld zł.

### Czynniki globalne wciąż kluczowe dla rynku

- W tym tygodniu czynniki globalne pozostaną kluczowe dla nastrojów na krajowym rynku długu i IRS. Trwające negocjacje Grecji pozostaną w centrum uwagi inwestorów, tym bardziej że osiągnięcie porozumienia z wierzycielami, w naszej ocenie, nie nastąpi szybko. W związku z tym Grecja pozostanie głównym czynnikiem ryzyka dla wyceny krajowych krzywych, utrzymując rentowności/stawki IRS na podwyższonym poziomie (głównie na długim końcu krzywych).

- Z kraju istotne dla inwestorów będą publikacje danych (kwietniowy PMI) i posiedzenie RPP. W naszej ocenie indeks PMI (pomimo nieznacznego spadku) powinien potwierdzić dobre perspektywy dla przemysłu, co powinno być neutralnie odebrane przez rynek. Natomiast majowe posiedzenie RPP nie powinno przynieść większych niespodzianek – oczekujemy stabilnych stóp i niezmięionej retoryki Rady.

- Z technicznego punktu widzenia krajowy rynek powinien nieco odreagować po ostatnim 2-tygodniowym osłabieniu, tym bardziej, że wzrosty rentowności na rynkach bazowych to raczej korekta w trendzie spadkowym niż początek nowego trendu. W związku z tym oczekujemy zwiększonego popytu w najbliższych tygodniach.

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)