

# Tygodnik ekonomiczny

4 – 10 marca 2013

W minionym tygodniu inwestorzy przeżywali niemałą huśtawkę nastrojów. Włoskie wybory nie wyłoniły partii, która mogłaby samodzielnie kontrolować obie izby parlamentu, co wyraźnie wzmocniło obawy o tempo, w jakim prowadzone będą działania zmierzające do zażegnania kryzysu zadłużeniowego. W kolejnych dniach sytuacja na globalnym rynku stabilizowała się dzięki znacznie lepszym od prognoz danym z USA oraz prezesowi Fed, który przed Kongresem USA bronił QE3. Krajowe dane też były powyżej konsensusu. Zgodnie z tym, czego się spodziewaliśmy, sprzedaż detaliczna w styczniu wzrosła silniej od oczekiwań rynku, a na koniec tygodnia okazało się, że dynamika PKB za IV kw. 2012 była nieco lepsza od prognoz. Publikacje te przyczyniły się do spłaszczenia krajowej krzywej IRS i obligacyjnej oraz do umocnienia złotego do euro.

Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia w kraju będzie decyzja RPP w sprawie stóp procentowych. Choć wypowiedzi niektórych członków RPP sugerowały, że może nie być łatwo zebrać większość popierająca obniżkę, sądzimy, że taki wniosek przejdzie niewielką większością. Dodatkową trudnością przy prognozowaniu wyniku marcowej decyzji jest fakt, że zadecyduje o niej nowa projekcja PKB i inflacji, którą poznamy dopiero po posiedzeniu. Najprawdopodobniej w komunikacie lub podczas konferencji prasowej po raz kolejny pojawi się sugestia o pauzie w obniżkach stóp. Co więcej, tym razem może być ona zakomunikowana jaśniej, bardziej jednoznacznie. Dlatego też, pomimo obniżki stóp rynek stopy procentowej może zareagować negatywnie. Taki wydzźwięk spotkania RPP, razem z ostatnimi nieco lepszymi od oczekiwań danymi może mieć korzystny wpływ na notowania złotego (EURPLN może ponownie testować wsparcie na 4,14). Na globalnym rynku uwaga inwestorów skupi się na początku tygodnia na strefie euro i wyzwaniach przed nią stojących. Wpływ na notowania mogą mieć komentarze ministrów finansów UE na temat postępu reform wprowadzanych w Grecji i oceny dalszego rozwoju sytuacji we Włoszech. Nie oczekujemy znacznej zmiany retoryki ze strony EBC, chociaż po ostatnich mniej optymistycznych danych z przemysłu nasiliły się nieco oczekiwania na redukcję stóp. Na koniec tygodnia ważne mogą być miesięczne dane z rynku pracy USA.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (4 marca)</b>							
10:30	EZ	Spotkanie ministrów finansów strefy euro Indeks Sentix	III	pkt	-4,5	-	-3,9
<b>WTOREK (5 marca)</b>							
9:53	DE	Spotkanie ministrów finansów UE PMI – usługi	II	pkt	54,1	-	55,7
9:58	EZ	PMI – usługi	II	pkt	47,3	-	48,6
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	I	% m/m	0,2	-	-0,8
<b>ŚRODA (6 marca)</b>							
11:00	PL	<b>Decyzja RPP</b>		%	<b>3,50</b>	<b>3,50</b>	<b>3,75</b>
11:00	EZ	Rewizja PKB	IV kw.	% kw./kw.	-0,6	-	-0,1
14:15	US	Raport ADP	II	tys.	173	-	192
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	-1,5	-	1,8
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
<b>CZWARTEK (7 marca)</b>							
<b>11:00</b>	PL	<b>Aukcja zamiany obligacji</b>					
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	0,5	-	0,8
13:00	GB	Decyzja BoE		%	0,50	-	0,50
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,75	-	0,75
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	344
14:30	US	Bilans handlowy	I	mld \$		-	-38,5
<b>PIĄTEK (8 marca)</b>							
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	0,4	-	0,3
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	II	tys.	148	-	157
14:30	US	Stopa bezrobocia	II	%	7,9	-	7,9

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters

**Maciej Reluga**

Główny Ekonomista 22 586 8363

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

**Piotr Bielski**

Starszy Ekonomista 22 586 8333

**Marcin Sulewski** Analityk

22 586 8342

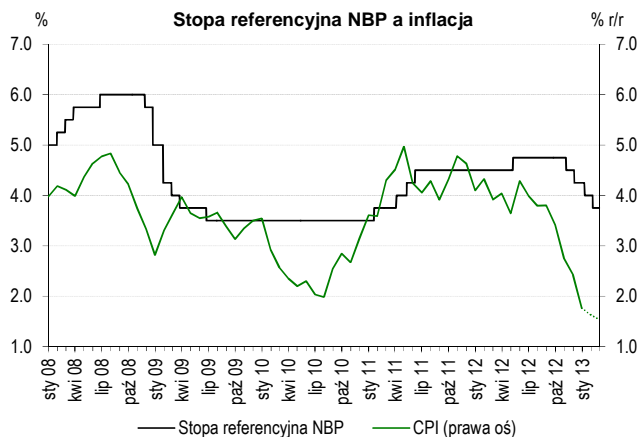
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luziński** Analityk

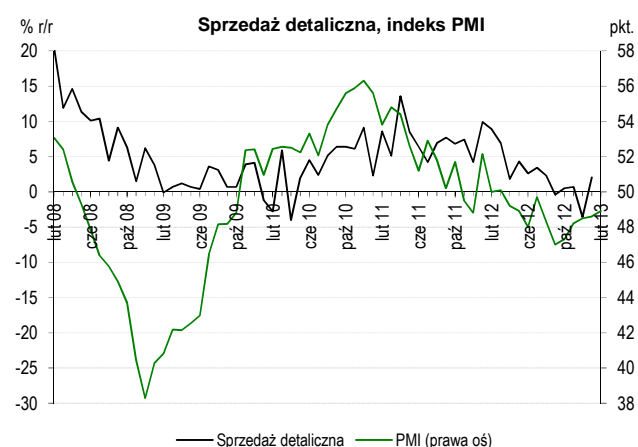
22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Kolejna obniżka i... kolejna zapowiedź przerwy

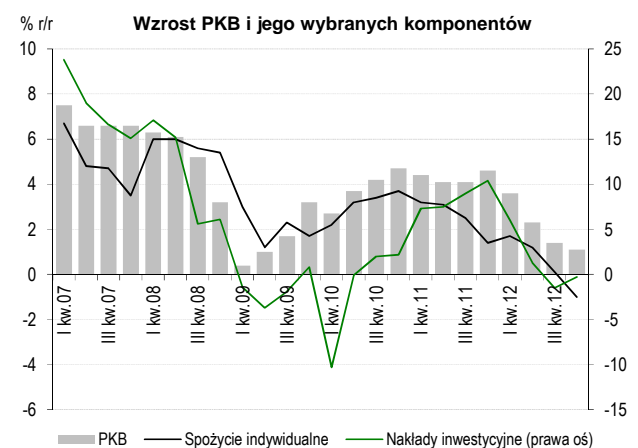


- Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej to niewątpliwie najważniejsze krajowe wydarzenie w tym tygodniu.
- Spodziewamy się obniżenia stóp o 25 pb, do 3,50%, rekordowo niskiego poziomu ustanowionego w 2009 r. Tym razem decyzja jest jednak dużo mniej pewna niż w poprzednich miesiącach. Liczymy jednak, że zostanie przegłosowana niewielką przewagą głosów.
- Członkowie Rady podkreślali, że duży wpływ na decyzję w tym miesiącu mogą mieć wyniki nowej projekcji inflacji i PKB, jednak rynek pozna je dopiero po posiedzeniu. Naszym zdaniem, nie powinny one dostarczyć argumentów przeciwko dalszemu złagodzeniu polityki pieniężnej.
- RPP już tak długo powtarza zapowiedź przerwy w obniżkach, że tym razem prawdopodobnie wyraźnie ogłosi w komunikacie przejście do trybu 'wait-and-see', co ograniczy oczekiwania obniżek w kolejnych miesiącach.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Dane bez większych niespodzianek



- Sprzedaż detaliczna wzrosła w styczniu o 3,1% r/r, zgodnie z naszą prognozą, choć wyraźnie powyżej oczekiwań rynkowych. Odbicie po mocnym spadku w grudniu (-2,5%) nie jest jednak sygnałem ożywienia popytu konsumentów.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła do 14,2%, najwyższego poziomu od 6 lat. Spodziewamy się, że bezrobocie będzie dalej rosło w najbliższych miesiącach, po czym zacznie się obniżać zgodnie ze wzorcem sezonowym, ale pod koniec roku wciąż będzie blisko 14%.
- PMI dla polskiego przemysłu wzrósł po raz piąty z rzędu, do 48,9 pkt. Wzrost był nieznaczny, ale systematyczność poprawy sugeruje, że cykl gospodarczy zbliża się do dna. Poprawę zanotowały indeksy nowych zamówień eksportowych oraz zatrudnienia.



- Dane o PKB za IV kw. były bardzo zbliżone do naszych prognoz opartych na wstępnych szacunkach za cały rok, choć były lepsze od średniej oczekiwań rynkowych. Wzrost gospodarczy wyniósł 1,1% r/r. Konsumpcja spadła o 1%, inwestycje obniżyły się o 0,3%.
- Spadek konsumpcji może okazać się tymczasowy ze względu na opóźnienie wypłaty dopłat bezpośrednich dla rolników. Nie spodziewamy się co prawda, aby konsumpcja była głównym motorem wzrostu gospodarczego w tym roku, jednak prognozujemy jej wzrost w okolicach 1%. Jeśli chodzi o inwestycje, nie uważamy, że mniejszy spadek niż w III kwartale daje nadzieję na szybkie ożywienie. W sumie, wciąż uważamy, że głównym motorem wzrostu gospodarczego będzie eksport. Utrzymujemy prognozę dołka koniunktury w pierwszym kwartale tego roku (wzrost PKB o ok. 0,5% r/r) i stopniowej poprawy w kolejnych kwartałach (wzrost PKB w IV kw. ok. 2%).

## Cytat tygodnia – Najgorsze już za nami?

## Elżbieta Chojna-Duch, członek RPP, TVN CNBC, 1.03

Można powiedzieć, że ten 0,1 pkt. proc. (wzrostu PKB powyżej 1%) nas pozytywnie zaskoczył i wprowadził optymistyczny nastrój i wiarę w to, że w I kwartale ten trend się utrzyma i wzrost będzie powyżej 1 proc.

## Marek Belka, Prezes NBP, Reuters, 25.02

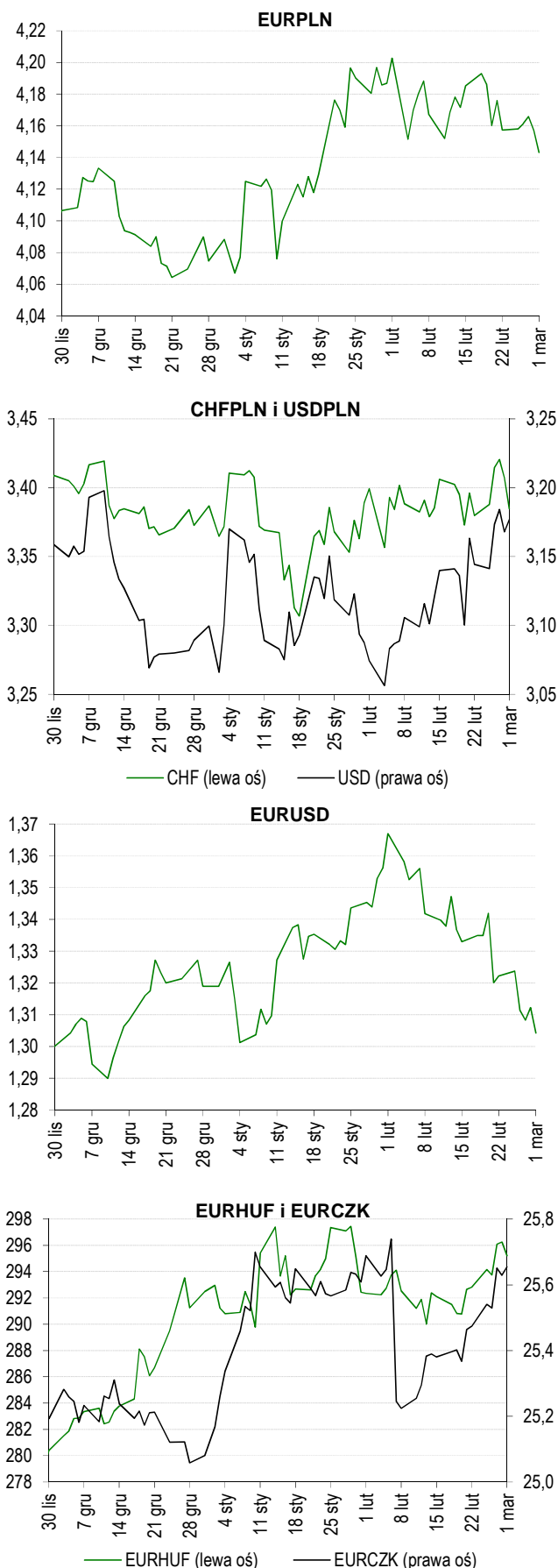
Moim zdaniem, najgorsze już za nami. Według moich prognoz, (wzrost PKB w tym roku) wyniesie około dwóch procent, jednak mogę się mile rozczarować. (...) W ogóle nie jesteśmy zaniepokojeni inflacją, oczywiście powodem do zmartwień jest niski wzrost gospodarczy

## Jerzy Hausner, członek RPP, Reuters, PAP, 25.02

Dzisiejsze dane dotyczące sprzedaży detalicznej raczej sygnalizują, że mamy do czynienia z odwróceniem trendu spowolnienia. (...) Nie należy odbierać decyzji RPP w kontekście bieżących informacji. Tylko informacja, która byłaby całkowicie zaskakująca mogłaby mieć jakiś wpływ. Odwrócenie trendu spadkowego w gospodarce może być szybsze.

Ostatnie publikacje danych wywołały u członków RPP wyraźny przyrost optymizmu, wskazując ich zdaniem, że ożywienie gospodarcze już się „prawdopodobnie zaczęło” i jesteśmy w fazie „stopniowego odbicia”. Według nas, nie sugerują tego ani dane o sprzedaży detalicznej, ani o produkcji przemysłowej, ponieważ w obu przypadkach wyniki zaburzone były wpływem jednorazowych czynników. Aktywność ekonomiczna jest nadal niska, głównie za sprawą słabego popytu krajowego, w przypadku którego trudno liczyć na mocne odbicie w tym roku. RPP w maju 2012 popełniła błąd, ze względu na zbyt optymistyczną ocenę perspektyw gospodarki. Mijamy nadzieję, że uniknie podobnego błędu tym razem. Marek Belka powiedział ostatnio, że Rada nie jest w ogóle zaniepokojona inflacją. Może jednak powinna być. Faktem jest, że inflacja jest w trendzie spadkowym i w najbliższych miesiącach będzie nie tylko poniżej oficjalnego celu NBP, ale nawet poniżej przedziału dopuszczalnych wahań wokół celu.

## Rynek walutowy – Sygnał z RPP kluczowy dla złotego



## Złoty stopniowo zyskuje

Miniony tydzień, podobnie jak i poprzedni, przyniósł wzrost wahań kursu złotego. Negatywnie na kwotowania krajowej waluty przełożyły się wyniki wyborów we Włoszech, sugerujące trudności w utworzeniu nowego rządu. We efekcie kurs EURPLN na krótko wzrósł do 4,175. Koniec tygodnia przyniósł stopniowe umocnienie złotego i testy istotnego wsparcia na 4,14, co mogło być efektem publikacji nieco lepszych od oczekiwań danych o PKB za IV kw. 2012.

Większą zmienność obserwowano na kursie USDPLN. Odnotowano jego dynamiczny wzrost do poziomu 3,20, który powstrzymał dalszy wzrost kursu. W kolejnych dniach USDPLN pozostawał w przedziale wahań 3,15-3,20. W skali tygodnia złoty zyskał tylko w relacji do funta brytyjskiego (0,7%).

Miniony tydzień po raz kolejny nie przyniósł przełomowych zmian na wykresie EURPLN. Kurs pozostał w dość szerokim paśmie wahań 4,14-4,20. W tym tygodniu główny wpływ na notowania złotego będzie miało posiedzenie RPP. Decyzja Rady obniżająca stopy procentowe może wygenerować krótkotrwały impuls dla wzrostu kursu, jednak sugestia o przejściu do neutralnego nastawienia (z łagodnego obecnie) może spowodować przełamanie 4,14.

## Niepewność polityczna we Włoszech utrzymuje się

W minionym tygodniu kurs EURUSD pozostawał w trendzie spadkowym. Presję na osłabienie wspólnej waluty wywołała sytuacja we Włoszech. Na rynku przeważały obawy inwestorów czy uda się utworzyć stabilny rząd, który będzie kontynuował rozpoczęty plan reform. W efekcie kurs EURUSD obniżył się w okolice 1,30 z nieco ponad 1,32 na zamknięcie poprzedniego tygodnia. Wypowiedzi prezesów Fed i EBC oraz napływające dane makroekonomiczne przyczyniły się do względnej stabilizacji kursu EURUSD.

Do posiedzenia parlamentu Włoch (15 marca) będzie utrzymywała się niepewność czy uda się stworzyć stabilny rząd w tym kraju. Będzie to główny czynnik ryzyka dla wspólnej waluty w nadchodzących dwóch tygodniach. Dodatkowo, wpływ na kurs EURUSD będą miały dane makroekonomiczne, w szczególności dane z rynku pracy w USA. Trwałe przełamanie wsparcia na 1,30 może wygenerować ruch EURUSD w kierunku 1,28-1,29. W średnim terminie wciąż widzimy wzrost kursu EURUSD w kierunku 1,34.

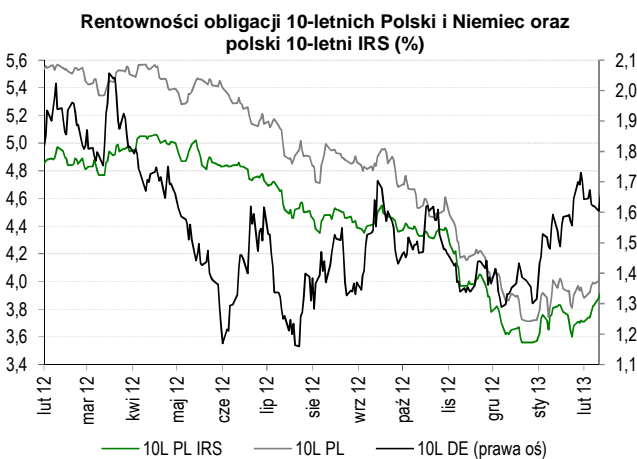
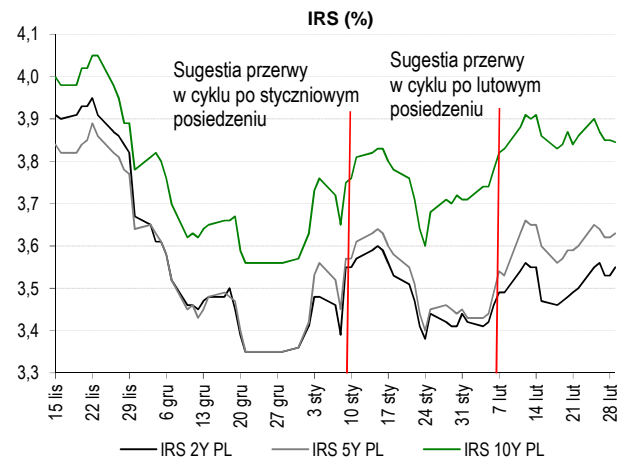
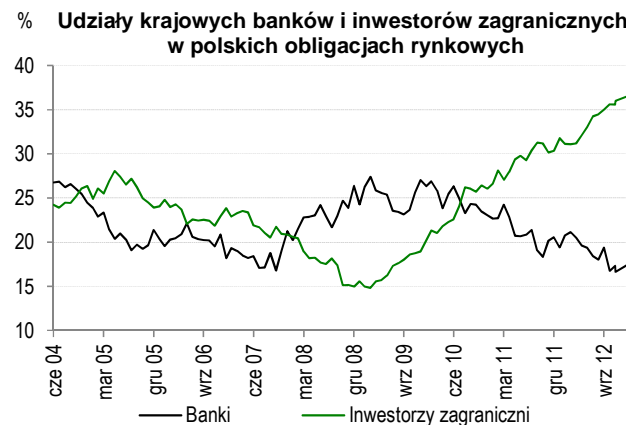
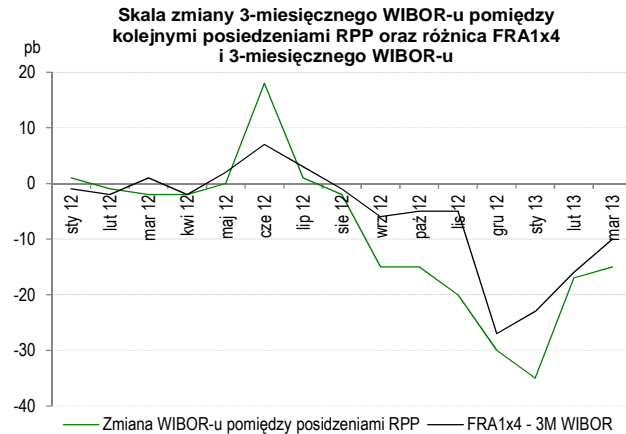
## Forint pod presją działań banku centralnego

Lutowa decyzja banku centralnego Węgier obniżająca stopy o 25 pb przyczyniła się do osłabienia forinta do prawie 300 za euro. Jednak szybko nastąpiło odreagowanie i kurs powrócił w okolice 290. Piątkowa nominacja ministra gospodarki G. Matolcsyego na nowego szefa banku centralnego była impulsem do osłabienia forinta. Kurs EURHUF wzrósł powyżej 296 i w połowie piątkowej sesji stabilizował się w okolicach 295.

Perspektywa kolejnych obniżek stóp będzie utrzymywała kurs EURHUF na podwyższonym poziomie w nadchodzących tygodniach. Kluczowe wsparcie znajduje się na 290.

Notowania kursu EURCZK odzwierciedlały sytuację na EURUSD. Obserwowaliśmy stopniowe osłabienie czeskiej korony w relacji do wspólnej waluty. Kurs EURCZK na zamknięcie tygodnia stabilizował się w okolicach 25,7.

## Rynek stopy procentowej – Wydzwięk posiedzenia RPP może osłabić krótki koniec krzywej



### WIBOR-y spadają wolniej, FRA rosną szybciej

W minionym tygodniu stawki rynku pieniężnego spadły o 1-4 pb, najmniej w przypadku 1-miesięcznego WIBOR-u, w największej skali dla 6-miesięcznego. FRA zanotowały natomiast wyraźne wzrosty w wyniku publikacji krajowych danych o sprzedaży i szczególnie o PKB. FRA9x12 wzrósł o 10 pb, 6x9 i 3x6 o 8 pb w skali tygodnia.

Naszym zdaniem RPP obniży stopy procentowe o 25 pb. Wykres obok pokazuje, że tempo spadku 3-miesięcznego WIBOR-u pomiędzy kolejnymi posiedzeniami RPP znacznie spadło. Przyczyniły się do tego dwie sugestie o zbliżającej się przerwie w cyklu obniżek stóp. Oczekujemy, że także w komunikacie z marcowego posiedzenia pojawi się sugestia o pauzie, ale będzie ona zakomunikowana jaśniej niż poprzednie. Dlatego tempo spadku WIBOR-ów będzie w dalszym ciągu wyhamowywać, a FRA mogą dalej rosnąć.

### Wyplaszczenie krzywej IRS i obligacji

Krzywe IRS oraz obligacyjna wyplaszczyły się wyraźnie w minionym tygodniu w reakcji na krajowe dane. Spready 2-10 spadły odpowiednio o 12 pb (najniżej od pierwszej dekady stycznia) i 6 pb (najniżej od początku lutego). Przez cały tydzień obroty na rynku długu były jednak niskie.

Ministerstwo Finansów podało, że w marcu odbędzie się aukcja zamiany (7 marca), na której zaoferuje obligacje długoterminowe i odkupi PS0413, OK0713 oraz DS1013. Na aukcji standardowej (20 marca) zaoferuje obligacje OK0715 / WZ0117 / PS0418 o wartości 2,0-6,0 mld zł. W ofercie (4 marca) znajdują się też bony skarbowe 25-tyg. o wartości 2,0-3,0 mld zł. Marcowa oferta SPW jest bardzo elastyczna, uzależniona nie tylko od sytuacji rynkowej, ale też od zgłaszanego przez inwestorów popytu. Dyrektor Departamentu Długu Publicznego, podał, że na koniec lutego resort pokrył 51% potrzeb pożyczkowych na 2013.

Na koniec stycznia inwestorzy zagraniczni posiadali polskie obligacje rynkowe denominowane w złotych warte 195,6 mld zł. Po największym miesięcznym nominalnym przyroście od czerwca 2012 ustanowiony został tym samym 9 rekord z rzędu.

### Komunikat RPP może pchnąć IRS w górę

Spodziewamy się, że RPP obniży stopy o 25 pb. Decyzja ta może w pewnym stopniu zaskoczyć rynek, ponieważ w ostatnich tygodniach opublikowano dane, które inwestorzy zinterpretowali jako ograniczające szanse na redukcję stóp w marcu (odczyt styczniowej produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej oraz PKB za IV kw.). Decyzja ta może wygenerować krótkotrwały impuls do spadku IRS, FRA i rentowności obligacji.

Uważamy, że w marcowym komunikacie Rada w bardziej zdecydowany sposób zakomunikuje przerwę. Sądzymy, że sugestia o przerwie będzie miała analogiczny wpływ na notowania stopy procentowej jak podobne stwierdzenia ze stycznia i lutego. Jeśli stawki IRS zbliżyłyby się do szczytów zanotowanych w pierwszej połowie lutego, do kolejnej ich korekty w dół mogłoby dojść w reakcji na publikację danych (niska inflacja i produkcja).

Chociaż wyniki wyborów we Włoszech wskazują, że przed nami okres niestabilnej sytuacji w tym kraju, notowania na globalnym rynku dość szybko ustabilizowały się. Bernanke bronił w minionym tygodniu prowadzonego programu QE3 i zaznaczył jednocześnie, że sytuacja na rynku pracy nieco się poprawiła. Na koniec tego tygodnia opublikowane będą miesięczne dane z amerykańskiego rynku pracy i skupią zapewne uwagę inwestorów. Obok komunikatu RPP, odczyt ten może mieć wpływ krajowego długiego końca krzywej IRS i obligacyjnej.

---

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, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl