

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 3 – 9 marca 2014

Sytuacja na Ukrainie zdominowała uwagę inwestorów w ub. tygodniu. Pomimo zakończenia krwawych zamieszek i utworzenia nowego rządu, nadal istnieją poważne obawy o możliwą niewypłacalność kraju, zachowanie integralności terytorialnej i zaangażowanie Rosji. Te kwestie mogą dalej podsycać nerwowość inwestorów w kolejnych tygodniach.

W tym tygodniu kluczowymi wydarzeniami będą posiedzenia banków centralnych w Polsce i strefie euro i piątkowe dane o zatrudnieniu w USA. Krajowy PMI może zanotować korektę, podobnie jak niemiecki, ale raczej tylko tymczasową. Nie spodziewamy się żadnych zmian w parametrach polityki pieniężnej ani ze strony EBC, ani RPP. Wyniki nowej projekcji inflacji, a także brak wydłużenia przez RPP *forward guidance* mogą w ocenie niektórych analityków nieco wzmocnić prawdopodobieństwo, że podwyżka stóp procentowych na jesieni jest jednak realnym scenariuszem (obecnie wg ankiety Parkietu tylko 3 na 24 respondentów, w tym my, zakłada taki scenariusz).

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W- WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (3 marca)</b>							
2:45	CN	PMI – przemysł	II	pkt	48,5	-	49,5
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI – przemysł</b>	<b>II</b>	<b>pkt</b>	<b>54.8</b>	<b>54.4</b>	<b>55.4</b>
9:53	DE	PMI – przemysł	II	pkt	54,7	-	56,5
9:58	EZ	PMI – przemysł	II	pkt	53,0	-	54,0
14:30	US	Dochody osobiste	I	% m/m	0,2	-	0,0
14:30	US	Wydatki konsumentów	I	% m/m	0,1	-	0,4
16:00	US	ISM – przemysł	II	pkt	52,0	-	51,3
<b>ŚRODA (5 marca)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		<b>%</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>
9:00	HU	PKB	IV kw.	% r/r	2,7	-	1,7
9:53	DE	PMI – usługi	II	pkt	55,4	-	53,1
9:58	EZ	PMI – usługi	II	pkt	51,7	-	51,6
11:00	EZ	PKB	IV kw.	% r/r	0,5	-	-0,3
14:15	US	Raport ADP	II	tys.	158	-	175
16:00	US	ISM – usługi	II	pkt	53,6	-	54,0
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
<b>CZWARTEK (6 marca)</b>							
9:00	CZ	PKB	IV kw.	% r/r	0,8	-	-1,2
<b>11:00</b>	<b>PL</b>	<b>Aukcja obligacji OK0716 / WZ0119 (2-6 mld zł)</b>					
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,25	-	0,25
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	335	-	348
<b>PIĄTEK (7 marca)</b>							
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	II	tys.	150	-	113
14:30	US	Stopa bezrobocia	II	%	6,6	-	6,6

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

ul. Marszałkowska 142. 00-061 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

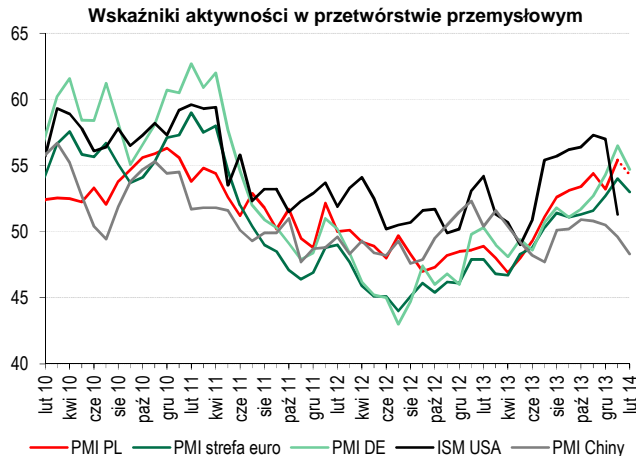
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

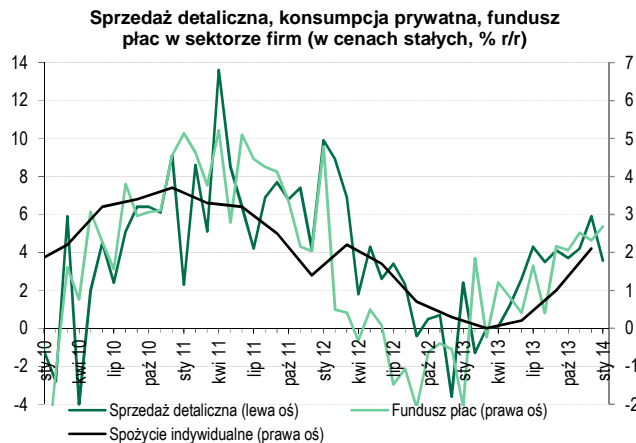
## Wydarzenia nowego tygodnia – Korekta PMI, polityka pieniężna bez zmian



- Wstępne indeksy PMI w krajach strefy euro obniżyły się w lutym; korektę zanotował również indeks koniunktury GUS dla krajowego przemysłu (wyrównany sezonowo), a dodatkowo na nastroje przedsiębiorców negatywnie mogły wpłynąć wydarzenia na Ukrainie, które dla części firm mogą oznaczać kłopoty z utrzymaniem dostępu do rynków wschodnich. Dlatego spodziewamy się, że PMI dla Polski zanotuje lekki (tymczasowy) spadek.

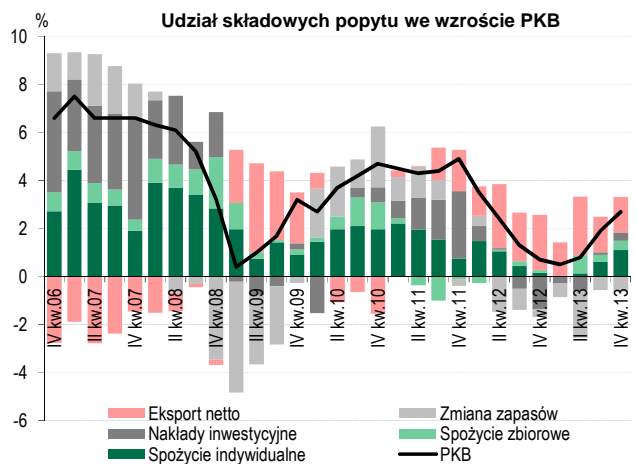
- Posiedzenie RPP będzie ciekawsze niż w ostatnich miesiącach, ponieważ Rada będzie miała do dyspozycji nowe projekcje CPI i PKB. Naszym zdaniem mogą one pokazać wyraźnie wyższą ścieżkę wzrostu gospodarczego w tym roku i inflację, która w krótkim horyzoncie może być poniżej, ale w dłuższym powyżej poprzednich prognoz. Uważamy, że RPP nie wydłuży obecnego *forward guidance*, ale też na razie nie będzie sygnalizować zbliżającego się terminu podwyżek stóp.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Rosnący popyt krajowy wspiera wzrost gospodarczy



- Wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił w styczniu do 4,8% r/r z 5,8% r/r w grudniu 2013. Dane wskazują na kontynuację pozytywnych tendencji w handlu detalicznym i rosnącą dynamikę popytu konsumpcyjnego. Obroty w handlu detalicznym (które uwzględniają handel w małych sklepach, ale pomijają sprzedaż samochodów) spowolniły w większym stopniu niż sprzedaż detaliczna (do 2,4% r/r z 5,6% r/r w grudniu). Warto jednak pamiętać, że w ostatnim półroczu ich dynamika znacznie przekraczała tę ostatnią.

- Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w styczniu do 14,0% z 13,4% w grudniu. Tym samym po raz pierwszy od lutego 2009 r. bezrobocie było niższe niż w analogicznym miesiącu poprzedniego roku (w styczniu 2013 r. wynosiło 14,2%). Spodziewamy się kontynuacji pozytywnych tendencji w kolejnych miesiącach. Poprawa na rynku pracy będzie się pozytywnie przekładała na wzrost konsumpcji prywatnej.



- Wzrost PKB w IV kw. 2013 wyniósł 2,7% r/r (wobec 1,9% r/r w III kw.), a po korekcie sezonowej 0,6% kw/kw, zgodnie z wcześniejszym szacunkiem GUS.

- Konsumpcja prywatna urosła realnie o 2,1% r/r, czyli najszybciej od I kw. 2012. Ożywienie było też kontynuowane w działalności inwestycyjnej – nakłady na środki trwałe brutto zwiększyły się o 1,3% r/r. Wkład popytu krajowego do wzrostu PKB wyniósł 1,2 pp, a eksportu netto 1,5 pp, zatem można śmiało powiedzieć, że polska gospodarka nie leci już na jednym silniku. Popyt krajowy jest wciąż głównie napędzany konsumpcją prywatną, ale w przeciągu kilku kwartałów także inwestycje powinny dołączyć.

- Spodziewamy się dalszego przyspieszenia wzrostu w kolejnych kwartałach, do ok. 4% r/r pod koniec roku (i do 3,5% średnio w całym roku).

## Cytat tygodnia – Potrzebny jest stały monitoring sytuacji na Ukrainie

### Bronisław Komorowski, Prezydent RP, 26.02, PAP

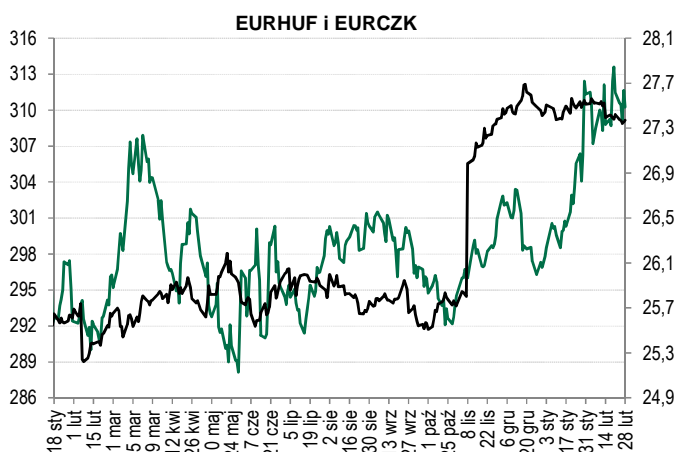
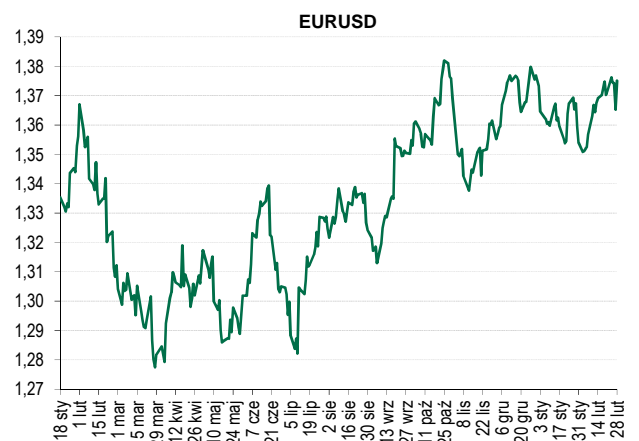
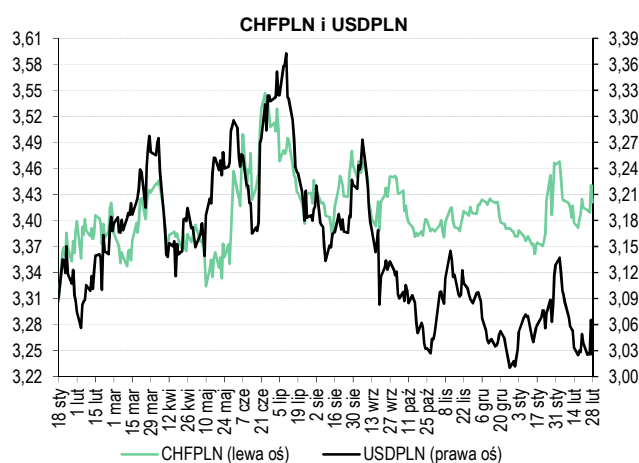
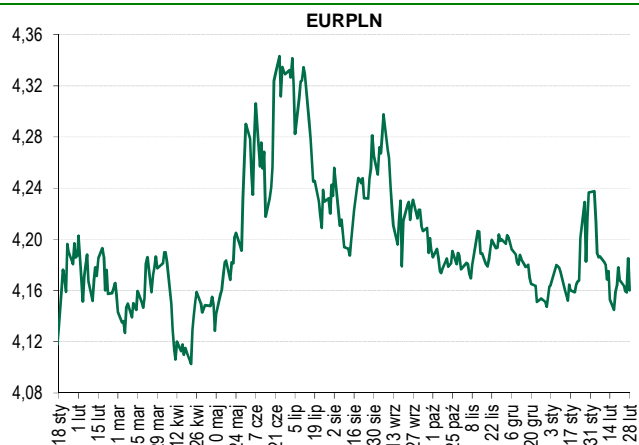
Potrzebny jest stały monitoring sytuacji gospodarczej na Ukrainie i jej wpływu na polską gospodarkę. Będziemy się starali obserwować i reagować.

### Janusz Piechociński, minister gospodarki, 21.02, PAP

Dzisiaj, kiedy tonieją do minimum zasoby rezerw walutowych, a Ukraina potrzebuje na powstrzymanie rozpadu gospodarki, bo w tych kategoriach trzeba o tym mówić, kilkudziesięciu miliardów dolarów, wiemy, że dotyka to coraz bardziej polskich przedsiębiorstw. (...) To jest przestrzeń gospodarcza, w której w ciągu ostatnich 25 lat polska przedsiębiorczość zainwestowała najwięcej, bo blisko 1 mld dolarów.

Rozwój sytuacji na Ukrainie może mieć istotne znaczenie dla polskiej gospodarki, m.in. wpływając nie tylko na nasze relacje handlowe z tym krajem, ale również z Rosją. Ukraina to nasz 8. największy rynek eksportowy z udziałem ok. 3% w całym eksporcie. Rosja to z kolei nasz 5. największy partner z udziałem w eksporcie ponad 5% (ekspozycja Polski na oba kraje jest zdecydowanie największa w regionie). Jeszcze w 2012 r. Ukraina i Rosja były krajami, do których eksport z Polski rósł w najszybszym tempie ze wszystkich. W 2013 r. ta dynamika mocno przygasła, a w tym roku zapewne ucierpi znacząco, ze względu na pogarszającą się sytuację gospodarczą w obu krajach, jak i destabilizację polityczną. Polscy producenci żywności już odczuwają skutki ograniczeń na rynek rosyjski. Należy też pamiętać o uzależnieniu Polski od importu gazu z Rosji, który w znacznym stopniu odbywa się przez Ukrainę.

## Rynek walutowy – Ukraina wciąż straszy



## Obawy o rynki wschodzące utrzymują się

▪ Ubiegły tydzień przyniósł nasilenie się obaw o dalszy rozwój sytuacji na Ukrainie i tymczasowo wpłynęło to negatywnie na waluty naszego regionu. Złoty osłabił się do 4,19 za euro i do 3,07 za dolara, EURHUF przekroczył natomiast znowu 310. Obok ukraińskiej hrywny, najgorzej spośród walut CEE (oraz z pozostałych rynków wschodzących) radził sobie rosyjski rubel. USDRUB osiągnął prawie 36,27 i zbliżył się dość istotnie do najwyższego poziomu w historii (36,56) ustanowionego w lutym 2009. Na koniec tygodnia nastąpiło odreagowanie na krajowym rynku walutowym, EURPLN zakończył tydzień blisko poziomu z poniedziałku, złoty zyskał nieco w stosunku do dolara dzięki silnemu wzrostowi EURUSD w reakcji na dane ze strefy euro.

▪ Pozytywne odczyty PMI dla przemysłu za styczeń pomogły walutom CEE odrobić straty wywołane pierwszą falą obaw o rynki wschodzące. Spodziewamy się, podobnie jak rynek, że w obliczu znacznych spadków PMI dla Niemiec oraz strefy euro, w naszym regionie również zobaczymy w lutym słabsze odczyty niż w poprzednim miesiącu. Co więcej, sytuacja na Ukrainie jest coraz bardziej skomplikowana, co także może ograniczyć potencjał do umocnienia złotego i innych walut regionu.

▪ Obawa o rynki wschodzące panuje (z przerwami) od początku tego roku, pojawiają się również kolejne ogniska niepewności (protesty przeciwko władzy w Wenezueli, Tajlandii, nowe wątki afery korupcyjnej w Turcji). Warto przypomnieć, że wg MFW, w tym roku przewaga wzrostu PKB grupy państw rozwijających się nad rozwiniętymi będzie najniższa od 2001. Wszystko to może spowodować, że tempo oczekiwanej przez nas aprecjacji złotego będzie w dalszej części roku będzie słabsze, niż do tej pory prognozowaliśmy.

## Dane o inflacji wspierają euro przed decyzją EBC

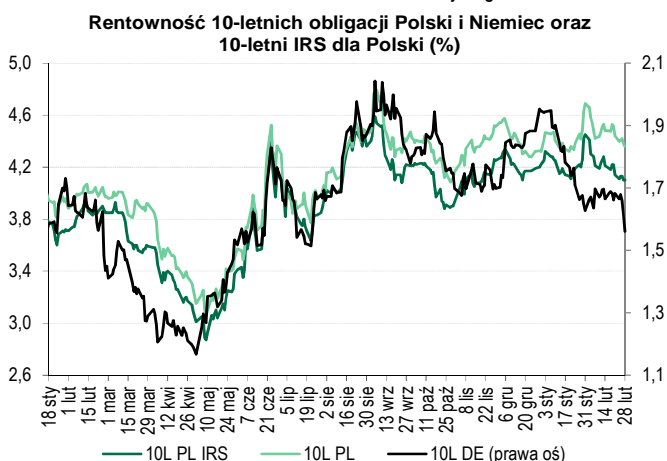
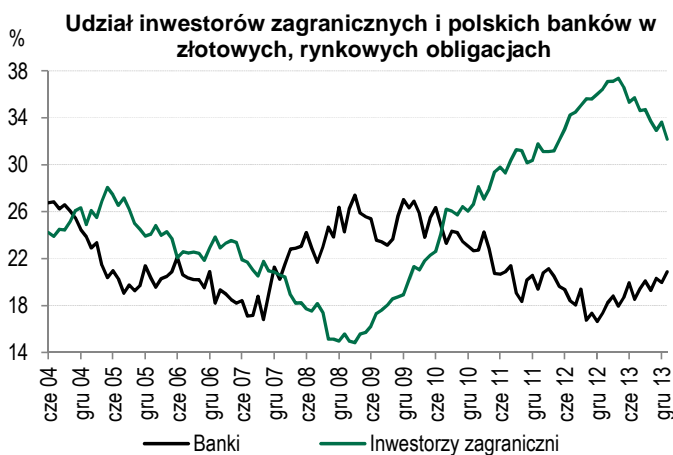
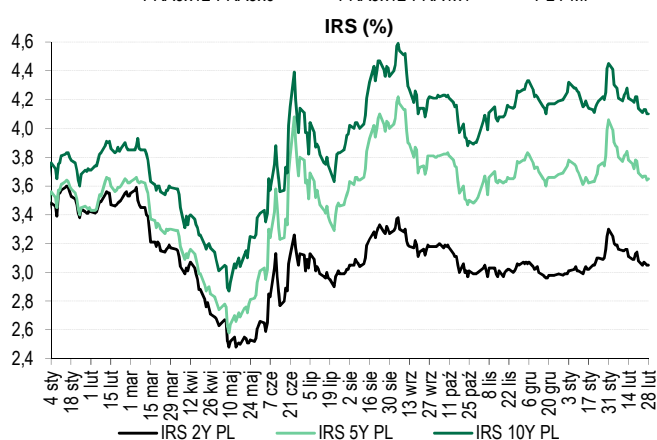
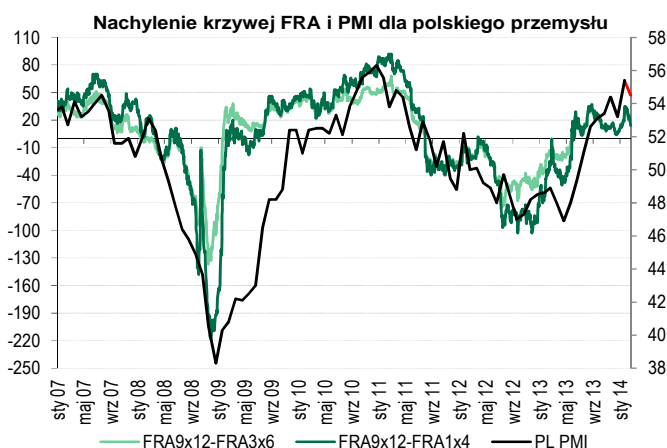
▪ Największy wpływ na EURUSD w minionym tygodniu miały obawy o Ukrainę i inflacyjne dane ze strefy euro. Nasilenie się niepewności w związku z dalszym rozwojem sytuacji za naszą wschodnią granicą (mobilizacja wojsk rosyjskich czy też widmo bankructwa Ukrainy) pchnęły kurs dynamicznie w dół do 1,364. Na koniec tygodnia nastąpiło jednak szybkie odbicie do 1,38, kiedy okazało się, że wstępny odczyt lutowej inflacji dla strefy euro był nieco wyższy od oczekiwań.

▪ Piątkowy odczyt spowodował osłabienie oczekiwań na cięcie stóp przez EBC w tym tygodniu. Na najbliższym posiedzeniu bank centralny będzie miał do dyspozycji nowe prognozy PKB oraz HICP i ich wydźwięk może mieć wpływ na retorykę EBC. Opublikowane z tym tygodniu prognozy Komisji Europejskiej pokazały, iż do 2016 inflacja pozostaje poniżej 2% i podobny obraz sytuacji pokazać mogą najnowsze prognozy EBC, co powinno przesądzić o utrzymaniu gołębiego tonu komunikatu. Poza tym, od lutowego posiedzenia EURUSD wzrósł z 1,355 do 1,38, co również skłoni EBC do utrzymania retoryki, która nie powinna dodatkowo wspierać euro. Wystąpienie nowej szefowej Fed z zeszłego tygodnia wskazuje, że QE3 będzie dalej ograniczane przy jednoczesnej analizie wpływu srożej zimy na publikowane dane. Ewentualny słaby odczyt z rynku pracy za luty może więc nie być tak korzystny dla dolara, jak przed wystąpieniem Yellen.

## Korona i forint czekają na ważne informacje

▪ Oprócz nastrojów globalnych, istotne dla forinta oraz korony mogą być ostateczne dane o PKB za IV kw. Publikowane w połowie lutego wstępne szacunki zaskoczyły dość wyraźnie na plus, więc inwestorzy oczekują potwierdzenia tych pozytywnych sygnałów. Wcześniej, bo w poniedziałek, istotne wieści mogą napłynąć z Węgier. Tamtejszy trybunał konstytucyjny wypowiedział się bowiem nt. legalności kredytów walutowych oraz tego jak można zmienić umowy kredytowe, aby pomóc zadłużonym w walucie obcej. Komentarz trybunału będzie odpowiedzią na prośbę węgierskiego ministerstwa sprawiedliwości.

## Rynek stopy procentowej – Niewielki wpływ RPP, kluczowe rynki bazowe

**FRA9x12 blisko poziomu równowagi?**

▪ Stawki rynku pieniężnego nie zmieniły się w zeszłym tygodniu, w przypadku FRA także nie odnotowano z dużych zmian, tylko w przypadku dłuższych stawek nastąpił lekki ruch w dół w ślad za umocnieniem obligacji i spadkiem IRS.

▪ Stawki WIBOR od 3 do 12 miesięcy są ok. 20-30 pb powyżej głównej stopy NBP. FRA wyceniają stabilizację WIBOR-u 3M w horyzoncie 6 miesięcy oraz wzrost o 20 pb na koniec roku w stosunku do bieżących poziomów. My oczekujemy wzrostu 3-miesięcznej stawki o 25 pb do grudnia 2014 przy utrzymaniu różnicy ze stopą NBP w przedziale 20-30 pb. Wg nas, nie ma więc obecnie powodu do dużych zmian FRA9x12. Również jeśli spojrzymy na nachylenie krzywej FRA w kontekście fazy odbicia gospodarczego (mierzonego indeksem PMI), to dochodzimy do wniosku, iż FRA9x12 osiągnął pewien poziom równowagi. Co więcej, oczekujemy korekty ostatniego wzrostu PMI, co również powinno stabilizować nachylenie krzywej. Nie sądzimy bowiem, by RPP dała inwestorom w tym miesiącu wskazówki odnośnie przyszłych zmian stóp NBP. Z drugiej strony, brak przedłużenia *forward guidance* może być dla niektórych lekkim sygnałem, że RPP nie jest przekonana o konieczności utrzymania stabilnych stóp w II półroczu.

**IRS w dół dzięki umocnieniu rynków bazowych**

▪ Mimo zaostrożenia się sytuacji na Ukrainie i deprecjacji złoteo (oraz innych walut z naszego regionu), stawki IRS i rentowności obligacji obniżyły się, szczególnie na środku oraz długim końcu krzywych. Powyższe negatywne czynniki zostały zniwelowane przez umocnienie 10-letnich Bundów na fali odrotu inwestorów od ryzykownych aktywów (rentowność długoterminowego długu Niemiec spadła tymczasowo poniżej wsparcia na 1,60%). IRS spadły w rezultacie o 3-5 pb na odcinku od 2 do 10 lat. Stawki dla 2, 5 i 10 lat znalazły się w okolicy najniższych poziomów od trzeciej dekady stycznia.

▪ Dane Ministerstwa Finansów pokazały, że nominalna wartość złotych, rynkowych obligacji w posiadaniu zagranicy spadła w styczniu o 6,9 mld zł, najmocniej od października 2013. Za tę redukcję zaangażowania odpowiada głównie wykup OK0114, której ta grupa inwestorów posiadała ponad 8 mld zł na koniec grudnia 2013. Jak widać, zagranica nie zrolowała gotówki, jej niewielkim zainteresowaniem cieszyła się również nowa 2-latkka (OK0716), której inwestorzy ci kupili w styczniu tylko 200 mln zł. Po styczniu zaangażowanie zagranicy procentowo jest najniższe od maja 2012, a w wartościach bezwzględnych od września 2012. Na znaczne zakupy zdecydowały się natomiast krajowe banki (+6,2 mld zł od końca grudnia), ich aktywność skupiła się na środku i długim końcu krzywej (serie PS i DS).

**Konserwatywna podaż na aukcji, Bundy wciąż ważne**

▪ Na zaplanowanej na najbliższy czwartek aukcji zaoferowane będą obligacje OK0716 oraz WZ0119 za 2-6 mld zł. Zgodnie z wcześniejszymi sugestiami wiceministra finansów Wojciecha Kowalczyka jest to „konserwatywna” wartość oferty. Papier z długiego końca krzywej to zapewne odpowiedź na popyt ze strony krajowych inwestorów, krótki koniec powinien znaleźć chętnych w okresie niepewności i zawirowań na rynku.

▪ Uważamy, że RPP nie wydłuży obecnego *forward guidance* i nie zasugeruje jednocześnie terminu ewentualnej podwyżki stóp. W obliczu nadal niestabilnej sytuacji na Ukrainie, krajowy rynek będzie pod wpływem Bundów i notowań złoteo. O ile w okresach niezbyt wysokiej awersji do ryzyka IRS i rentowności obligacji mogą podążać za rynkami bazowymi, o tyle w razie poważnego zaostrożenia sytuacji na pierwszym planie wysunąć się może bliskie sąsiedztwo Polski i Ukrainy (a także powiązania gospodarcze), co może z kolei negatywnie wpłynąć na wycenę krajowego długu. Po ostatnich spadkach, rentowności 5- i 10-letnich polskich benchmarków są obecnie blisko linii trendu wzrostowego.

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 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)