

# TYGODNIK EKONOMICZNY

10 – 16 marca 2014

Kwestia kryzysu na Ukrainie zdominowała sytuację na rynkach finansowych na początku tygodnia, po nieoczekiwanej eskalacji napięcia w ciągu weekendu (zgoda rosyjskiego parlamentu na użycie sił zbrojnych, przejęcie faktycznej kontroli nad Krymem przez siły prorosyjskie). Chociaż rozwój sytuacji nadal obarczony jest dużą niepewnością, w kolejnych dniach nastąpiło pewne odreagowanie, wraz z nadziejami na rozwiązanie konfliktu. Uwaga przeniosła się na banki centralne, które nieco zaskoczyły – komunikat polskiej RPP okazał się łagodniejszy, a EBC bardziej jastrzębi od oczekiwań. Po wydłużeniu deklaracji stabilnych stóp i słowach prezesa NBP wzrosło prawdopodobieństwo, że podwyżka stóp nie nastąpi przed końcem tego roku.

Do czasu piątkowej publikacji danych o inflacji krajowy rynek będzie pozostawał pod wpływem wydarzeń na Ukrainie i nastrojów globalnych. Kurs złotego, który w ostatnim tygodniu był pod wyraźną presją wydarzeń na Wschodzie, może pozostawać wrażliwy na wszelkie informacje związane z konfliktem, w szczególności reakcją Rosji na sankcje nałożone przez Zachód i żądania wycofania wojsk z Krymu. Nasza prognoza CPI jest zgodna z konsensusem, więc dane nie powinny istotnie wpłynąć na rynek. Jednak coroczna rewizja wag oznacza nieco większą niepewność co do finalnego odczytu.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W- WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (10 marca)</b>							
9:00	CZ	CPI	II	% r/r	0,2	-	0,2
10:30	EZ	Index Sentix	III	pkt	14	-	13,3
<b>WTOREK (11 marca)</b>							
8:00	DE	Eksport	I	% m/m	1,2	-	-0,9
8:00	DE	Import	I	% m/m	1,2	-	-0,6
9:00	HU	PKB	IV kw.	% r/r	2,8	-	1,7
9:00	HU	CPI	II	% r/r	-	-	0,0
15:00	US	Zapasy hurtowników	I	% m/m	0,3	-	0,3
<b>ŚRODA (12 marca)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	0,5	-	-0,7
<b>CZWARTEK (13 marca)</b>							
14:30	US	Ceny importu	II	% m/m	0,5	-	0,1
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	0,3	-	-0,4
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	II	% m/m	0,2	-	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	330	-	323
<b>PIĄTEK (14 marca)</b>							
8:00	DE	Inflacja HICP	II	% r/r	1,0	-	1,2
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>CPI</b>	<b>II</b>	<b>% r/r</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Podaż pieniądza M3</b>	<b>II</b>	<b>% r/r</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	III	pkt	81,8	-	81,6

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

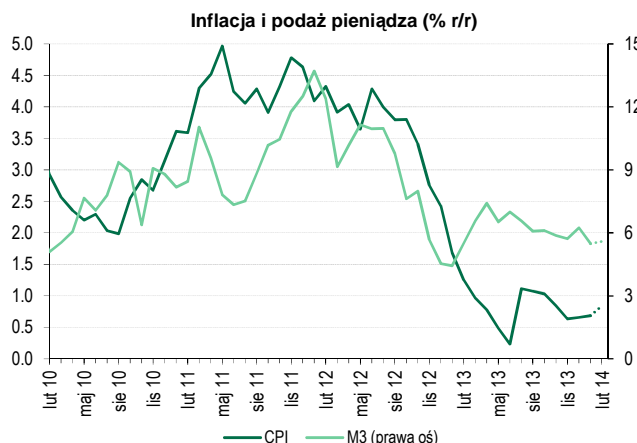
### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Inflacja lekko drgnie w górę



▪ Piątkowe dane o inflacji pokażą nie tylko odczyt za luty, ale też nową strukturę wag koszyka CPI i zrewidowaną wartość styczniową. Nasza prognoza wskazuje na lekki wzrost inflacji w lutym do 0,8% r/r, w znacznym stopniu pod wpływem wyższych cen tytoniu i alkoholu (rozłożony w czasie efekt styczniowej podwyżki akcyzy).

▪ Zmiany wag w koszyku, podobnie jak w poprzednich latach, powinny mieć raczej niewielki wpływ na dynamikę CPI. Wg naszych szacunków, ten czynnik może podnieść inflację w tym roku o ok. 0,04 pkt. proc. Analiza zmian względnego poziomu cen w 2013 r. sugeruje wzrost udziału wydatków na żywność i napoje oraz alkohol i tytoń, ale badanie budżetów gospodarstw domowych wskazuje na mniejszą wagę wydatków na żywność i transport, a większą użytkownika mieszkania. W sumie jednak wpływ tych zmian w koszyku na prognozę CPI jest podobny.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Dalsze ożywienie w przemyśle, stopy pozostaną niskie na dłużej



▪ Indeks PMI dla polskiego przemysłu wzrósł w lutym do 55,9 pkt z 55,4 pkt w styczniu, przewyższając nasze i rynkowe oczekiwania. Do dalszego wzrostu przyczyniły się rosnące, najszybciej od kwietnia 2004, zamówienia. Korzystnie na tę kategorię wpływał zarówno popyt krajowy, jak i zagraniczny (ten drugi rósł w drugim najszybszym tempie od ponad trzech lat). Lutowy wzrost produkcji był wg raportu najszybszy od listopada 2010. W dalszym ciągu bardzo pozytywnie zaskakują informacje o zatrudnieniu. Subindeks dla tej kategorii – po silnym przyspieszeniu w styczniu – spadł, ale utrzymał się w lutym na wysokim poziomie.

▪ Obok postępującej poprawy koniunktury, dane potwierdziły, że na tym etapie ożywienia gospodarczego nie jest obecna presja inflacyjna. Badanie pokazało bowiem, że koszty produkcji spadły najmocniej od kwietnia 2013.

### Projekcje NBP kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB			
	Mar 13	Lip 13	Lis 13	Mar 14
2014	1,4-3,7	1,2-3,5	2,0-3,9	2,9-4,2
2015	1,9-4,4	1,6-4,2	2,1-4,5	2,7-4,8
2016				2,3-4,8
	Inflacja CPI			
	Mar 13	Lip 13	Lis 13	Mar 14
2014	0,8-2,4	0,4-2,0	1,1-2,2	0,8-1,4
2015	0,7-2,4	0,7-2,4	1,1-2,6	1,0-2,6
2016				1,6-3,3

▪ Rada Polityki Pieniężnej wydłużyła sugerowany okres stabilnych stóp procentowych do końca III kw. 2014. Nowa projekcja wzrostu gospodarczego została podwyższona - środek przedziału na 2014 r. wynosi 3,5% (poprzednio ok. 2,5%), co jest zgodne z naszą prognozą (i powyżej konsensusu). Nieco szybszy wzrost PKB przewidywany jest w roku 2015. Co ciekawe, projekcja inflacji zakłada, że mimo ożywienia gospodarczego inflacja utrzyma się wyraźnie poniżej celu w latach 2014-15 (podobnie jak w poprzedniej projekcji) i wzrośnie w kierunku celu dopiero w 2016 r.

▪ Naszym zdaniem odbicie inflacji w górę może być szybsze niż wskazują prognozy banku centralnego. Niemniej, ton komunikatu Rady i wypowiedzi jej prezesa (patrz niżej) wskazują wyraźnie, że perspektywa pierwszej podwyżki stóp się oddaliła.

## Cytat tygodnia – Rada nie weźmie się do roboty zaraz po III kwartale

### Marek Belka, Prezes NBP, 05.03, konferencja prasowa RPP

Myślę, że projekcja dosyć jednoznacznie i z dużą siłą pokazuje dużą przewidywalność w krótkim okresie. I nie wynika, abyśmy mogli się obawiać w czasie kilku kwartałów jakichś presji na inflację. Wydawało nam się, że jeśli będziemy dłużej zwlekać, to reakcje rynkowe będą graniczące ze zniecierpliwieniem. Projekcja pokazuje bezinflacyjną ścieżkę wzrostu w horyzoncie projekcji, więc z czym tu czekać. (...)

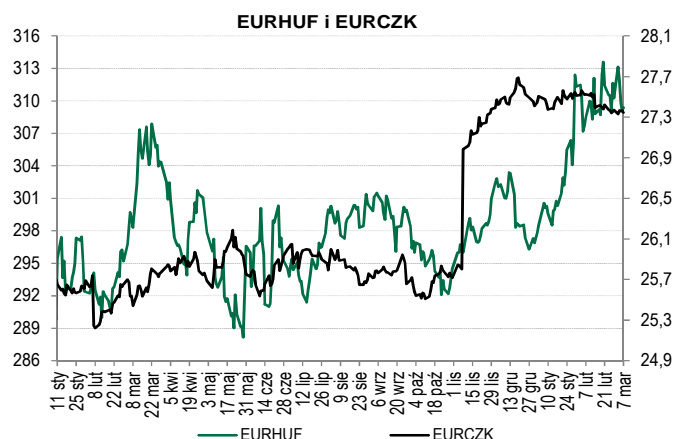
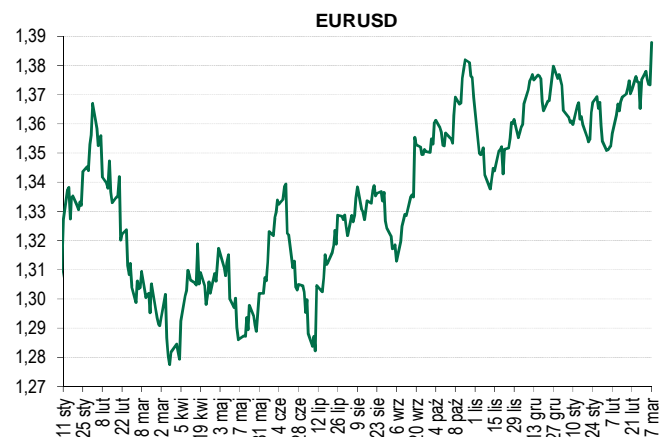
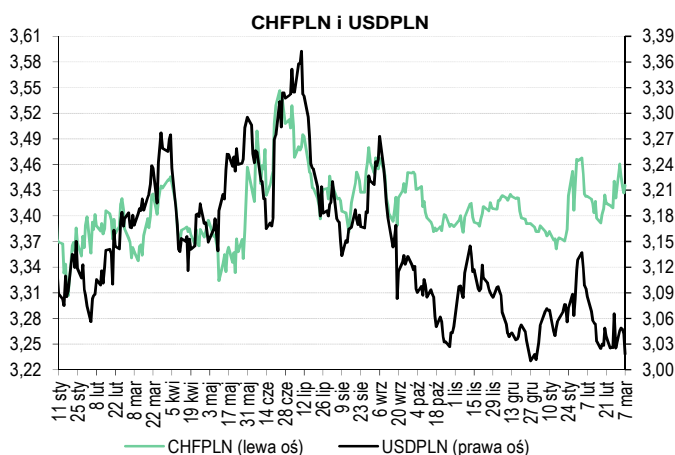
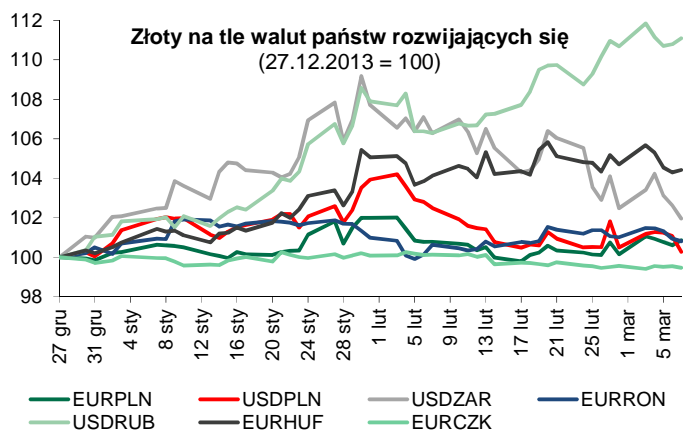
Taki wariant jednogłośnie przyjęliśmy. Dyskutowaliśmy wariant do końca roku, ale świat jest tak nieprzewidywalny. (...)

Nie ma obietnicy podwyżki stóp po upływie III kwartału. (...) Nie należy oczekiwać, że Rada weźmie się do roboty (zaraz po III kw.) i podwyższy stopy.

Prezes NBP na konferencji prasowej zwrócił uwagę na to, że w kluczowym zdaniu komunikatu RPP, wydłużającym horyzont *forward guidance* RPP dodała nowy element, stwierdzając, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennic „w dłuższym okresie”. Jest to sygnał, że nie należy oczekiwać podwyżek od razu po zakończeniu III kwartału. Jest bardzo prawdopodobne, że RPP będzie chciała zaczekać z ważnymi decyzjami przynajmniej do publikacji kolejnej projekcji NBP (listopad). Widzimy wręcz coraz większe prawdopodobieństwo scenariusza stabilizacji stóp NBP aż do końca tego roku.

Warto jednocześnie odnotować, że zdaniem Marka Belki obniżki nie powinny być obecnie brane pod uwagę – obniżanie stóp w sytuacji, gdy gospodarka dość żwawo przyspiesza byłoby „dziwnym” działaniem procyklicznym i błędem.

## Rynek walutowy – Złoty obok rubla stracił najbardziej



## Złoty pod presją wydarzeń na Ukrainie

W minionym tygodniu złoty pozostawał pod wpływem czynników zewnętrznych. Wzrost ryzyka konfliktu zbrojnego na Ukrainie przyczynił się do osłabienia walut krajów rozwijających się, w tym złotego. Kurs EURPLN wzrósł powyżej 4,22. Osłabienie krajowej waluty okazało się jednak krótkotrwałe i w wyniku lekkiego spadku obaw o rozwój sytuacji na Ukrainie kurs stabilizował się w przedziale 4,17-4,19. Pogorszenie nastrojów na rynku obserwowaliśmy w czasie piątkowej sesji. Złoty ponownie się osłabiał i kurs EURPLN wzrósł do niemal 4,20.

Nieco więcej działo się na kursie USDPLN. W wyniku umocnienia europejskiej waluty kurs, po chwilowym wzroście do 3,065, spadł w kierunku 3,01 (minimum wyniosło 3,007). Koniec tygodnia przyniósł jednak nieznaczny wzrost USDPLN nieco powyżej 3,02. W skali tygodnia złoty, obok rosyjskiej waluty, najbardziej stracił w relacji do głównych walut. Krajowa waluta osłabiła się o 0,9% w relacji do euro, o 0,4% w relacji do dolara i franka szwajcarskiego oraz o 0,3% wobec funta brytyjskiego.

Niepewność sytuacji na Ukrainie w efekcie wydarzeń na Krymie wciąż utrzymuje podwyższoną zmienność na rynkach. Ewentualna kolejna fala wzrostu awersji do ryzyka może wygenerować ruch EURPLN w kierunku lokalnego szczytu na 4,226. Jeśli sytuacja na Ukrainie nie ulegnie większym zmianom, to nie wykluczamy szybkiego powrotu EURPLN w kierunku istotnego wsparcia na 4,17.

## Znaczące umocnienie wspólnej waluty

Miniony tydzień przyniósł znaczące umocnienie euro do dolara. Czynniki, które wsparły euro były słabsze od oczekiwanych dane z USA, ale przede wszystkim decyzja EBC, utrzymująca politykę monetarną na niezmiennym poziomie. Co więcej, rynek odebrał retorykę szefa EBC jako bardziej jastrzębią. W efekcie kurs EURUSD wzrósł nieco powyżej 1,39 w czasie piątkowej sesji (najwyższy poziom w tym roku). Lepsze od oczekiwań dane z rynku pracy w USA przyczyniły się do nieznacznego osłabienia euro. Jednak spadek nie był znaczący ze względu na wzrost stopy bezrobocia (do 6,7% wobec oczekiwanych 6,6%).

W tym tygodniu nie ma wielu kluczowych publikacji danych makro. Dane z USA (m.in. sprzedaż detaliczna, wstępny odczyt indeksu Michigan) będą dopiero pod koniec tygodnia. Do tego czasu inwestorzy będą śledzili wydarzenia na Ukrainie, gdzie rozwój sytuacji pozostaje bardzo niepewny i trudny do przewidzenia. Niemniej ewentualna kolejna fala wzrostu awersji do ryzyka skieruje kapitał w kierunku bardziej bezpiecznych aktywów, co może dać impuls do realizacji zysków na EURUSD po silnym umocnieniu w ub. tygodniu.

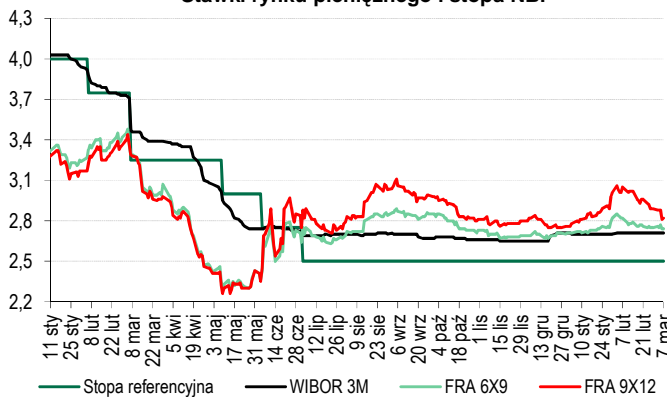
## Uwaga na dane inflacyjne

Na otwarciu nowego miesiąca forint i czeska korona tracą na wartości, podobnie jak i inne waluty krajów rozwijających się. Był to efekt zaostrzenia konfliktu na Ukrainie. Znaczące osłabienie rubla zostało częściowo zniwelowane decyzją banku centralnego Rosji, który zdecydował się na podwyższenie stóp procentowych o 150 pb. W kolejnych dniach nastąpiło nieznaczne odreagowanie, choć nastroje inwestorów (głównie na węgierskim rynku) pozostały bardzo wrażliwe na napływające dane z Ukrainy. Publikowane dane z krajowych gospodarek nie miały większego przełożenia na notowania forinta i czeskiej korony.

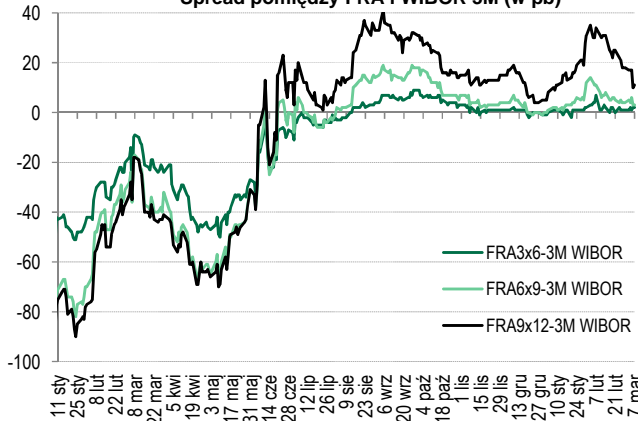
Wydarzenia na Ukrainie pozostaną bardzo istotne, choć inwestorzy z większym zainteresowaniem mogą śledzić dane krajowe. Kluczowe dla inwestorów będą dane inflacyjne, które w krótkim terminie wpłyną na notowania forinta i czeskiej korony.

## Rynek stopy procentowej – Osłabione oczekiwania na podwyżki stóp

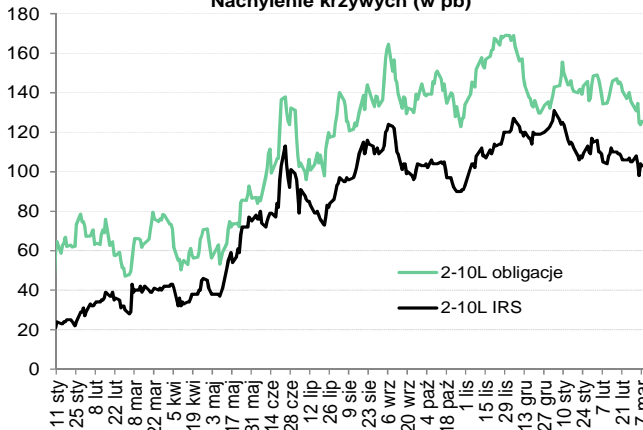
### Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



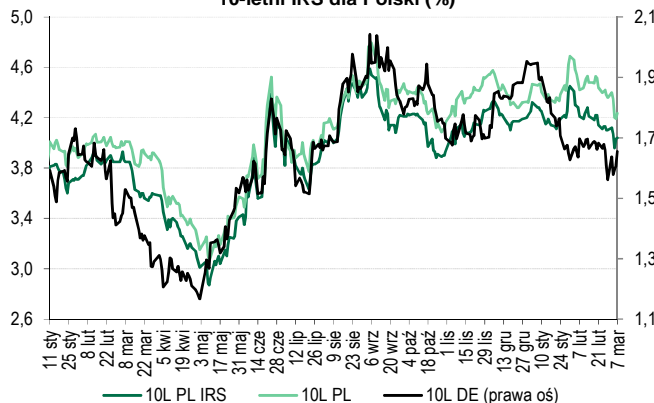
### Spread pomiędzy FRA i WIBOR 3M (w pb)



### Nachylenie krzywych (w pb)



### Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)



### Spadły oczekiwania na podwyżki stóp w tym roku

▪ Najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia było posiedzenie RPP. Rada zaskoczyła rynki swoją decyzją o wydłużeniu okresu stabilnych stóp procentowych, przynajmniej do końca III kwartału br. O ile stawki WIBOR 1M-12M pozostały stabilne po tej decyzji, to dostosowanie do nowych warunków nastąpiło na rynku FRA. W konsekwencji nastąpiło zawężenie spreadu pomiędzy stawkami FRA a WIBOR 3M, w szczególności dla tenoru 9x12. Na koniec tygodnia różnica pomiędzy FRA9x12 a WIBOR 3M wyniosła 10 pb (najniżej od początku stycznia), co sugeruje, że inwestorzy wycofali się z oczekiwań pierwszej podwyżki stóp procentowych w horyzoncie 9 miesięcy (czyli do końca roku).

▪ W tym tygodniu rynek pozostanie pod wpływem czynników zewnętrznych, gdyż krajowe dane inflacyjne zostaną opublikowane dopiero na koniec tygodnia. Dane te powinny potwierdzić brak presji inflacyjnej w gospodarce (nasza prognoza na poziomie 0,8% r/r), co powinno stabilizować stawki FRA blisko bieżących poziomów. Do publikacji tych danych rynek FRA będzie pod wpływem sytuacji na rynku obligacji i IRS. Ewentualny wzrost awersji do ryzyka wynikający z pogorszenia sytuacji na Ukrainie może generować presję na wzrost stawek FRA (efekt osłabienia długu).

### RPP i aukcja wzmocniły dług

▪ Miniony tydzień rozpoczął się od przeceny na rynku stopy procentowej. Był to efekt wzrostu awersji do ryzyka w wyniku eskalacji konfliktu na Ukrainie. Względne uspokojenie sytuacji w tym kraju dało impuls do odreagowania. Kolejne dni przyniosły dość silne umocnienie obligacji i IRS w wyniku nieoczekiwanej decyzji RPP, która zdecydowała się na wydłużenie okresu stabilnych stóp o jeden kwartał oraz dobrych wyników aukcji krajowego długu. W efekcie rentowność 10-latką na chwilę spadła do prawie 4,13% (najniżej od końca października 2013). Impulsem do realizacji zysków była decyzja EBC o utrzymaniu parametrów polityki monetarnej na niezmiennym poziomie oraz osłabienia złotego.

▪ Zmiany, jakie zaszły na rynku w minionym tygodniu przyczyniły się do spłaszczenia krzywej rentowności. Spread 2-10L dla obligacji zawężił się do prawie 120 pb ze 135 pb na koniec lutego, kształtując się na najniższym poziomie od końca października 2013. W przypadku krzywej IRS spread 2-10L po spadku do 98 pb po decyzji RPP, ponownie powrócił do poziomu z końca lutego (ok. 105 pb).

▪ Ministerstwo Finansów uplasowało na rynku obligacje OK0716 o wartości 3,75 mld zł (łącznie z aukcją dodatkową) z rentownością 3,066% oraz obligacje WZ0119 o wartości 2,82 mld zł po cenie 98,97. Łączny popyt na obu aukcjach przekroczył nieco 10 mld zł, co można uznać za bardzo dobry wynik. Po tej aukcji szacujemy, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już sfinansowane w około 65%.

### Podwyższona zmienność na rynku może się utrzymać

▪ Sytuacja na rynkach pozostaje bardzo zmienna. Ryzyko wzrostu napięć geopolitycznych w związku z sytuacją na Ukrainie może wygenerować kolejną falę wzrostu awersji do ryzyka. W efekcie nastąpiłby wzrost rentowności krajowego długu, głównie na końcu krzywej rentowności, co doprowadziłoby do ponownego wystromienia krzywych. W przeciwnym wypadku spodziewamy się nieznacznych zmian w rentownościach/stawkach IRS w oczekiwaniu na dane z krajowej gospodarki i posiedzenie FOMC w przyszłym tygodniu.

▪ Perspektywa polityki monetarnej uległa zmianie po decyzji RPP, wydłużającej okres stabilnych stóp procentowych. Ten czynnik w połączeniu z wciąż niską inflacją (w lutym oczekujemy wzrostu CPI do 0,8% r/r) powinien stabilizować krótki koniec krzywych blisko bieżących poziomów.

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)