

TYGODNIK EKONOMICZNY

17 – 23 marca 2014

Zamiast deeskalacji konfliktu na Ukrainie, byliśmy świadkami wzrostu napięcia politycznego w ub. tyg., przed wyznaczonym na niedzielę referendum w sprawie przyłączenia Krymu do Rosji. Ten czynnik, a także obawy o chińską gospodarkę (kolejne słabe dane, bankructwa firm) miały negatywny wpływ na nastroje rynkowe, przyczyniając się do osłabienia złotego.

Początek tego tygodnia nadal będzie stał pod znakiem konfliktu na wschodzie – kluczowe będą działania Rosji i Zachodu w reakcji na krymskie referendum. Jednocześnie, sporo publikacji danych w kraju i nieco mniej za granicą pozwoli na weryfikację prognoz wzrostu gospodarczego. Decyzja Fed o kontynuacji ograniczania QE3 nie powinna być zaskoczeniem dla rynku.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W- WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (17 marca)							
11:00	EZ	HICP	II	% r/r	0,8	-	0,8
14:00	PL	Inflacja bazowa	II	% r/r	0,9	0,9	-
14:00	PL	Eksport	I	mln €	13 057	13 026	11 662
14:00	PL	Import	I	mln €	12 570	12 712	11 854
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	I	mln €	-761	-898	-843
14:15	US	Produkcja przemysłowa	II	% m/m	0,1	-	-0,3
WTOREK (18 marca)							
11:00	DE	Indeks ZEW	III	pkt	52,9	-	50,0
13:30	US	CPI	II	% m/m	0,1	-	0,1
13:30	US	Rozpoczęte budowy domów	II	tys.	915	-	880
13:30	US	Pozwolenia na budowę domów	II	tys.	965	-	937
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	II	% r/r	3,3	3,5	3,4
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	II	% r/r	0,2	0,3	0,0
ŚRODA (19 marca)							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	6,1	6,1	4,1
14:00	PL	Produkcja budowlana	II	% r/r	0,7	4,1	-3,0
14:00	PL	PPI	II	% r/r	-1,1	-1,3	-0,9
19:00	US	Decyzja FOMC					
CZWARTEK (20 marca)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	315
14:00	PL	Minutes RPP					
15:00	US	Indeks Philly Fed	III	pkt	4,0	-	-6,3
15:00	US	Sprzedaż domów	II	mln	4,62	-	4,62
PIĄTEK (21 marca)							
Brak publikacji ważnych danych							

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

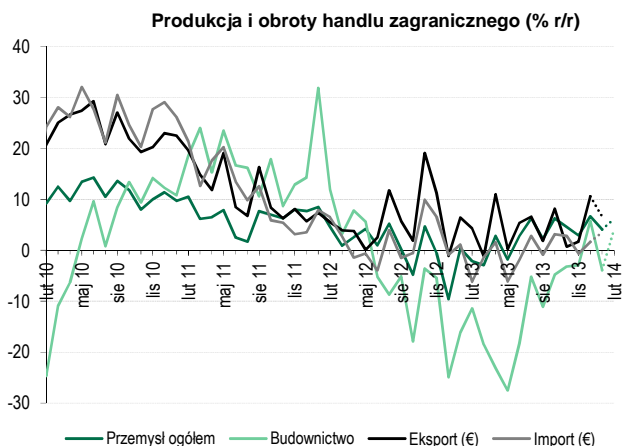
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

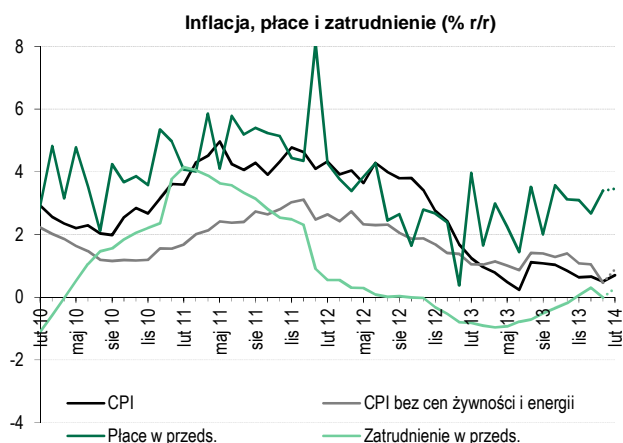
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Nowe sygnały ożywienia



- Dane o bilansie płatniczym w styczniu pokażą naszym zdaniem nieznaczne spowolnienie wzrostu eksportu przy przyspieszeniu wzrostu importu (choć saldo wymiany towarowej będzie dodatnie). Nasza prognoza jest mniej więcej zgodna z danymi GUS opublikowanymi kilka dni temu. Dane GUS pokazały, że już w styczniu handel ze wschodem radził sobie gorzej (spadek eksportu do Rosji o 6% r/r, a minister gospodarki Janusz Piechociński sugerował, że eksport na Ukrainę spadł nawet o 10% r/r). Kolejne miesiące przyniosą zapewne dalsze załamanie w tym obszarze. Niemniej, naszym zdaniem w skali całej gospodarki słabnący popyt z gospodarek wschodnich będzie kompensowany rosnącym eksportem do Unii Europejskiej.

- Szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 0,5% w styczniu i 0,9% w lutym.

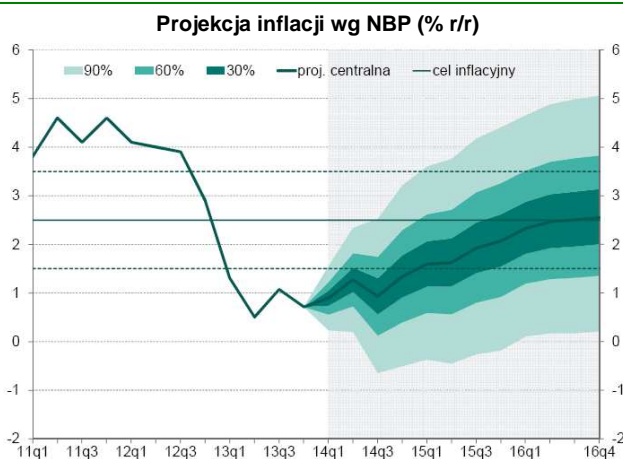


- Lutowe dane o zatrudnieniu w sektorze firm będą dość ważne w kontekście ostatniego rozczarowania danymi ze stycznia. Uważamy, że zaskoczenie z początku roku było efektem zmiany próby, a kolejne miesiące pokażą przyspieszenie wzrostu zatrudnienia, potwierdzając obecność i trwałość pozytywnych tendencji na rynku pracy. Według naszej prognozy, wzrost płac utrzyma się w lutym na umiarkowanym poziomie, wspierając wzrost konsumpcji prywatnej na początku roku.

- Spodziewamy się przyspieszenia wzrostu produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej w lutym. Przyspieszeniu sprzyjać będzie efekt dni roboczych oraz poprawa popytu z kraju i z zagranicy, co zostało mocno zasugerowane przez lutowy indeks PMI dla Polski.

- Naszym zdaniem inflacja PPI obniżyła się w lutym, głównie pod wpływem efektu bazy.

Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja nadal niska



- Marcowa projekcja NBP zakłada stopniowe domykanie luki popytowej, która już w 2015 r. nie powinna być ujemna. Mimo to, wg NBP dopiero w 2016 r. będzie to miało wyraźniejszy wpływ na inflację. Naszym zdaniem przyspieszenie wzrostu inflacji nastąpi szybciej. Projekcja nie uwzględnia jednak ryzyka politycznych takich jak embargo Rosji na wieprzowinę z krajów UE czy też konflikt na Ukrainie, gdyż są one trudne do oszacowania.

- Inflacja w lutym wyniosła 0,7% r/r, mniej niż oczekiwano, a wstępne dane styczniowe zrewidowano w dół o 0,2 pkt. proc., do 0,5% r/r pod wpływem zmiany wag w koszyku inflacyjnym. Naszym zdaniem zmiana wag będzie miała znacznie mniejszy wpływ na CPI na koniec roku niż na inflację styczniową. Niemniej, przez większą część tego roku dynamika cen będzie niska, co zapewne pozwoli RPP na utrzymanie stóp procentowych bez zmian do końca IV kwartału.

Cytat tygodnia – Stopy mogą pozostać stabilne do końca roku, ale wiele może się jeszcze wydarzyć

Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, 11 marca, PAP

Mamy jeszcze pół roku stabilnych stóp. Trudno powiedzieć, czy ten okres może ulec wydłużeniu. W tym czasie może się wiele wydarzyć.

Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 10 marca, PAP

Jeśli tendencje określone w projekcji będą się potwierdzały to jest szansa, że w następnych okresach polityka stabilizacji stóp będzie kontynuowana. O ile nie ulegną zmianie zewnętrzne uwarunkowania sytuacji makroekonomicznej.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 10 marca, PAP

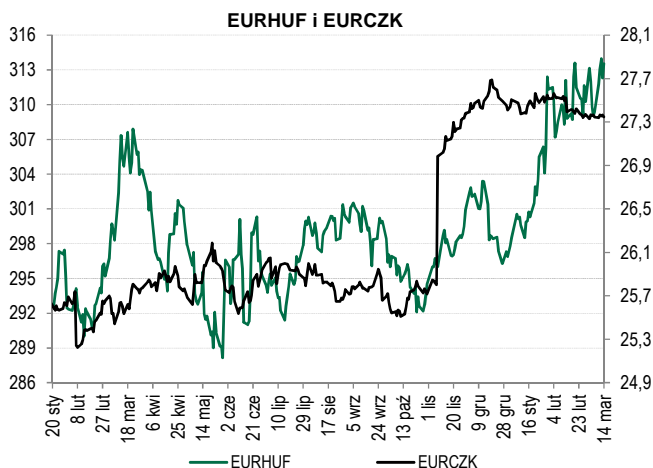
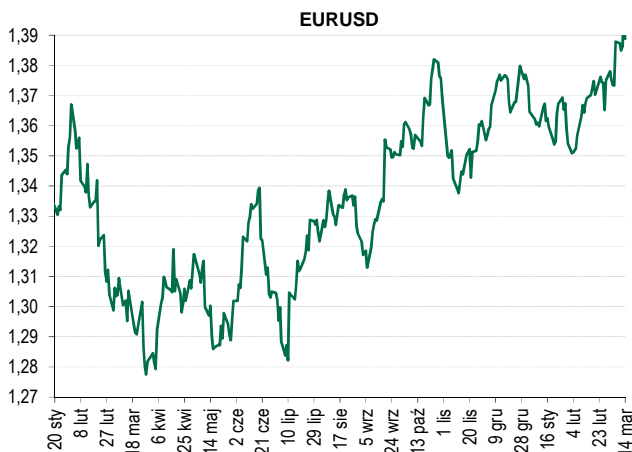
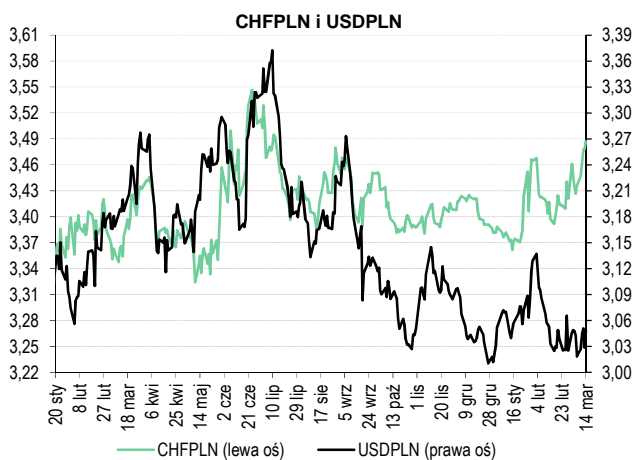
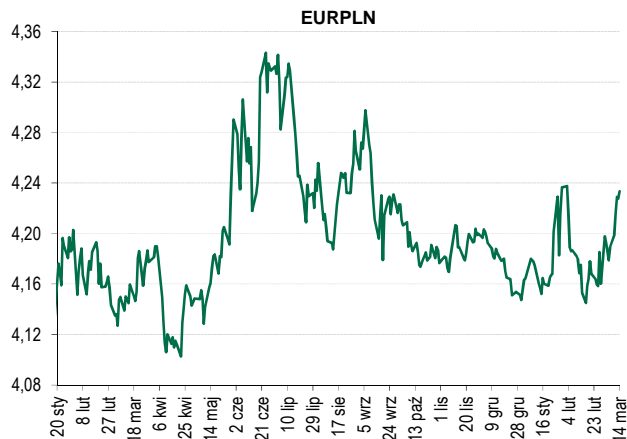
Alternatywą byłoby wydłużenie okresu stabilizacji stóp do końca roku. Jednak w sytuacji niepewności związanej z otoczeniem zewnętrznym ostrożniejsze jest ograniczenie tego horyzontu do końca III kw.

Adam Glapiński, członek RPP, 10 marca, PAP

Jestem przekonany, że stopy mogą pozostać bez zmian do końca roku. Postawa RPP wskazuje, że szansa na wzrost stóp w tym roku jest niska.

Wypowiedzi członków RPP po ostatnim posiedzeniu są zaskakująco zgodne – stopy pozostaną stabilne przynajmniej do końca III kw. co jest w pełni uzasadnione przez projekcję PKB i CPI. Wydłużenie okresu stabilnych stóp do końca roku jest możliwe, pod warunkiem, że otoczenie zewnętrzne nie zmieni się w znaczący sposób. Widać, że RPP chce zostawić sobie otwartą furtkę co do decyzji w IV kw., dostrzegając, że istnieją istotne ryzyka polityczne, które mogą wpłynąć na tempo ożywienia gospodarczego. Z tego unisono nieco wyłamuje się Adam Glapiński, który jest bardziej gołębi i już teraz jest przekonany, że stopy pozostaną bez zmian do końca roku. Naszym zdaniem sytuacja gospodarcza będzie się dalej stopniowo poprawiała, ale inflacja wrośnie powyżej 2% dopiero na początku 2015 r. W efekcie, RPP podniesie stopy dopiero w I kwartale 2015.

Rynek walutowy – Reakcja na wynik referendum kluczowa



Złoty pod presją sytuacji na Ukrainie

▪ Każdy kolejny dzień ubiegłego tygodnia przynosił informacje, które wywoływały coraz większy niepokój w związku z sytuacją na Ukrainie. Perspektywa referendum na Krymie oraz manewry rosyjskiej armii tuż przy granicy naszego wschodniego sąsiada wzmocniły obawy o zaostrzenie konfliktu i przyczyniły się do dalszej deprecjacji walut regionu CEE. W rezultacie, EURPLN znalazł się blisko 4,24, a USDPLN przebił 3,06 (złoty stracił w relacji do dolara mimo dalszych wzrostów EURUSD).

▪ Wynik krymskiego referendum i reakcja na to głosowanie ze strony Rosji, Ukrainy oraz państw Zachodu będą zapewne głównymi czynnikami wpływającymi na notowania złotego w najbliższych dniach. Działania Rosji odczytywane są jako przygotowania do bardziej zdecydowanych kroków i rynek obawia się o możliwość interwencji zbrojnej mimo ostrzeżeń m.in. Niemiec i USA. Warto zauważyć, że o ile w trakcie pierwszej w tym roku fali awersji do ryzyka, jaka przetoczyła się przez rynki wschodzące, traciła zdecydowana większość walut (od Azji po Amerykę Łacińską) to wydarzenia na Ukrainie mają już wpływ głównie na waluty naszego regionu (azjatyckie waluty zyskały, część walut z Ameryki Łacińskiej także). Sugeruje to, że ewentualne dalsze pogorszenie sytuacji za naszą wschodnią granicą może mieć negatywny wpływ głównie na waluty regionu CEE.

▪ Pierwszy opór dla EURPLN to 4,26, wsparcie to 4,17.

Euro zyskuje do dolara mimo sygnałów z EBC

▪ Ubiegły tydzień był szóstym z rzędu aprecjacji euro do dolara, ostatni raz taka sytuacja miała miejsce w lipcu/sierpniu 2010. Wspólna waluta zyskiwała, mimo komentarzy wysokich rangą przedstawicieli EBC, w tym jego prezesa. Mario Draghi powiedział, że kurs walutowy staje się coraz ważniejszy w ocenie perspektyw inflacji. Dodał też, że bank centralny przygotowywał dodatkowe niestandardowe działania i jest gotów ich użyć, jeśli zajdzie taka potrzeba. EURUSD osiągnął przejściowo prawie 1,397, najwyższej od października 2011.

▪ Oprócz sytuacji na Ukrainie, ważnym wydarzeniem będzie środowa decyzja FOMC. Posiedzeniu oraz późniejszej konferencji prasowej (na której poznamy nowe prognozy dla USA) pierwszy raz przewodniczyć będzie nowa prezes Fed. Oczekujemy, podobnie jak rynek, że QE3 zostanie zmniejszone o kolejne 10 mld \$. Istotniejsza od tej decyzji będzie ocena perspektyw gospodarki USA przedstawiona przez FOMC, która pozwoli inwestorom ocenić czy zmniejszanie skali zakupów obligacji będzie kontynuowane w takim samym tempie w dalszej części roku.

▪ Spodziewamy się, że w trakcie tygodnia pojawiać się mogą kolejne wypowiedzi przedstawicieli EBC, których komentarze będą miały na celu ograniczenie potencjału do aprecjacji euro.

Forint nieco słabszy, USDRUB najwyższy w historii

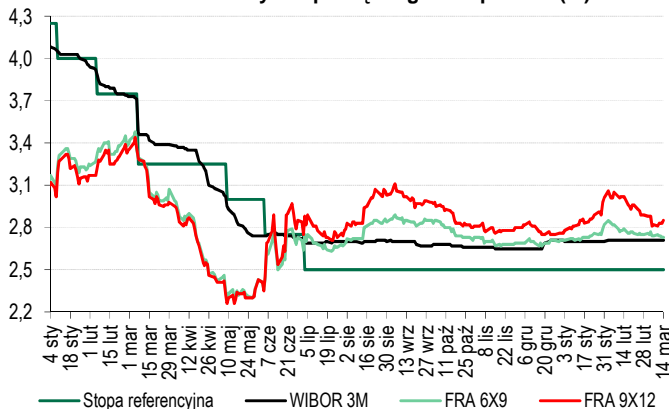
▪ W minionym tygodniu kurs EURCZK kontynuował stabilizację trwającą od drugiej połowy lutego, natomiast EURHUF przebił szczyt ustanowiony w trakcie pierwszej fali awersji do ryzyka na rynkach wschodzących z początku roku (315). Pod presją był też rosyjski rubel, który na koniec tygodnia ustanowił nowy najniższy w historii poziom w stosunku do dolara.

▪ Bank centralny Rosji utrzymał stopy procentowe bez zmian i zakomunikował, że nie będzie ich obniżał w kolejnych miesiącach. Jako priorytet wskazano ograniczenie wpływu osłabienia rubla na inflację i zapewnienie stabilności na rynku finansowym. Bank nie oczekuje spadku inflacji wcześniej niż w połowie tego roku z powodu osłabienia rosyjskiej waluty.

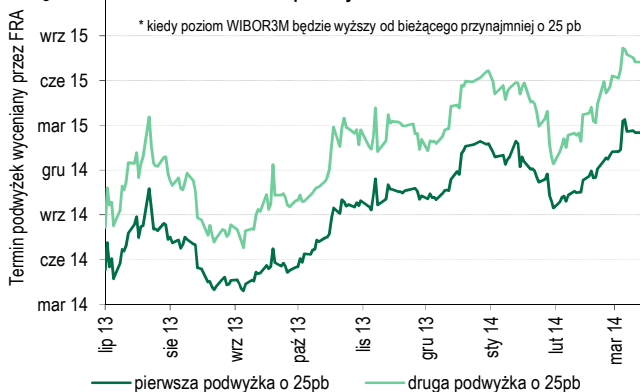
▪ Kluczowym czynnikiem dla rozwoju sytuacji na rynku CEE w najbliższych dniach będzie wynik referendum na Krymie oraz reakcja wszystkich stron na ten rezultat.

Rynek stopy procentowej – Nastroje pod wpływem czynników globalnych i aukcji zamiany

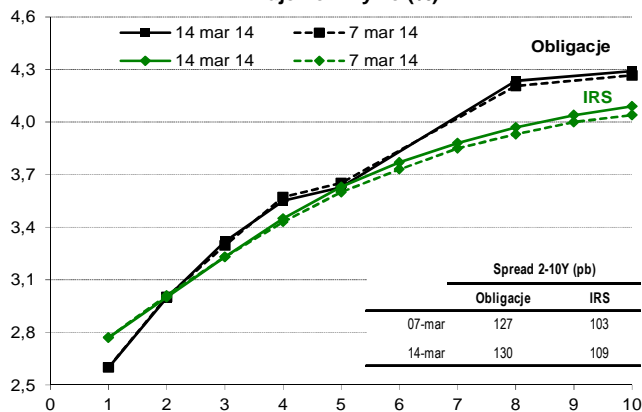
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP (%)



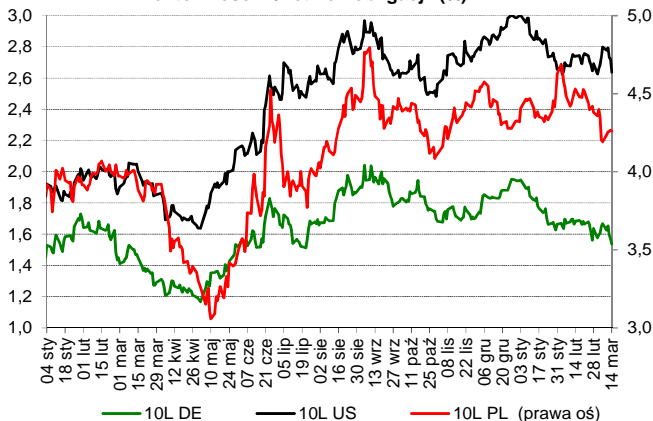
Termin pierwszej i drugiej podwyżki stóp o 25pb wyceniany przez rynek FRA*



Krajowe krzywe (%)



Rentowności 10-letnich obligacji (%)



Rynek pieniężny relatywnie stabilny

Miniony tydzień nie przyniósł większych zmian w notowaniach WIBOR (poza wzrostem o 1 pb stawki 12M). Podobnie jak w poprzednich tygodniach, większą zmiennością charakteryzowały się stawki FRA, głównie na dłuższe terminy. W skali tygodnia FRA9x12 wzrosło o 4 pb, co przyczyniło się do rozszerzenia spreadu FRA9x12-WIBOR3M do 14 pb (wobec 10 pb tydzień wcześniej). Był to efekt wzrostu stawek IRS w wyniku podwyższonej awersji do ryzyka w związku z sytuacją na Ukrainie.

Marcowa decyzja RPP i komentarze członków Rady skłoniły nas do przesunięcia terminu rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej na początek 2015 r. Jest to mniej więcej zgodne z oczekiwaniami rynkowymi (patrz wykres obok). Najbliższe tygodnie nie przyniosą większych zmian w notowaniach WIBOR - napływające w tym tygodniu dane makro powinny wspierać stabilizację tych stawek. Jednak w perspektywie do końca roku spodziewamy się stopniowego wzrostu WIBOR 3M w kierunku 2,80% (średni poziom w grudniu).

Podwyższone ryzyko sprzyja stromieniu krzywych

Początek minionego tygodnia przyniósł spadek rentowności obligacji wzdłuż krzywej, co było odregowaniem wyprzedzaży na zamknięcie poprzedniego tygodnia. Kolejne dni przyniosły nieznaczne wzrosty wzdłuż krzywych, głównie na długim końcu. Większą falę wyprzedzaży obserwowaliśmy dopiero w czasie piątkowej sesji. Wzrost niepewności co do weekendowych wydarzeń na Ukrainie skierował kapitał w kierunku bezpiecznych aktywów (niemieckich i amerykańskich obligacji czy też w kierunku walut JPY i CHF), osłabiając ryzykowne aktywa, w tym polski dług. Rentowność 10L przełamała wsparcie na 4,30%, podczas gdy IRS10L wzrósł powyżej 4,10%. Dane inflacyjne dały nieco oddechu rynkowi i przyczyniły się do spadku rentowności o 2 pb wzdłuż krzywej.

Podwyższona awersja do ryzyka sprzyja strategii stromienia krzywych. Krótki koniec pozostaje dobrze zakotwiczony przez marcową decyzję RPP i wypowiedzi członków Rady wskazujące, że okres stabilnych stóp procentowych może być dłuższy niż wskazuje tzw. *forward guidance*. Środek i długi koniec krzywych znajdują się pod presją wydarzeń na rynkach globalnych.

Krajowe dane w cieniu aukcji i globalnych wydarzeń

W tym tygodniu zostaną opublikowane dane makro z krajowej gospodarki. W naszej ocenie dane te potwierdzą symptomy ożywienia gospodarczego przy barku presji inflacyjnej. Biorąc pod uwagę, że będzie to zgodne ze scenariuszem nakreślonym przez RPP na marcowym posiedzeniu ich wpływ na rynek może być bardzo ograniczony.

Większe przełożenie na nastroje inwestorów może mieć aukcja zamiany (20.03), której szczegóły poznamy w poniedziałek. Jeszcze przed ogłoszeniem oferty obligacji na aukcji zamiany inwestorzy sprzedawali obligacje 10L, licząc, że w ofercie pojawią się obligacje z długiego końca krzywej (prawdopodobnie DS1023). Ten czynnik (obok sytuacji za granicą) przyczynił się również do przeceny 10-letniego benchmarku.

W centrum uwagi znajdzie się posiedzenie FOMC (18-19.03), w czasie którego Fed zapozna się z najnowszymi prognozami dla amerykańskiej gospodarki. Ostatnie dane makro sugerują, że FOMC będzie kontynuował proces redukcji programu QE3 w dotychczasowej skali i tempie (z posiedzenia na posiedzenie o 10 mld \$), co może ciążyć obligacjom z długiego końca krzywej.

Rynki pozostaną pod presją wydarzeń na Ukrainie. Ewentualna reeskalacja kryzysu może skutkować większą przeceną krajowego długu. Może ona okazać jednak krótkotrwałą, gdyż wyższe rentowności mogą uruchomić stronę popytową, co obserwowaliśmy już w ostatnim czasie.

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, www.bzwbk.pl