

TYGODNIK EKONOMICZNY

12 – 18 stycznia 2015

Decyzja Rady Polityki Pieniężnej i dane o CPI będą kluczowymi wydarzeniami dla rynku krajowego w nadchodzącym tygodniu. Uważamy, że obniżka stóp na posiedzeniu w styczniu nie jest prawdopodobna, gdyż dane o aktywności gospodarczej były względnie dobre, złoty osłabił się znacząco na przełomie roku. Także komentarze członków RPP nie sugerują obniżki. Skoro nawet gołębia Anna Zielińska-Głębocka mówi o podejściu "wait and see" w styczniu, a Elżbieta Chojna-Duch nie widzi argumentów za łagodzeniem polityki pieniężnej, to zebranie większością za obniżką stóp w tym tygodniu będzie bardzo trudne. Jednak, wciąż uważamy, że głębokość i długość okresu deflacji w nadchodzących miesiącach zaskoczy bankierów centralnych i przesunie bilans sił w Radzie, przez co stopy zostaną obcięte w I kw. 2015 r., prawdopodobnie w marcu, gdy RPP pozna nową projekcję NBP. Zapewne już dane o CPI w grudniu, które zostaną opublikowane zaledwie jeden dzień po posiedzeniu RPP, pokażą dalszy mocny spadek, do prawie -1% r/r, pokazując, że kolejne spadki w I kw. 2015 też będą prawdopodobne. Te dane mogą wesprzeć rynek stopy procentowej, ale prawdopodobnie tylko tymczasowo, jako że inne odczyty danych w tym miesiącu będą naszym zdaniem relatywnie dobre.

Polski rynek walutowy był dość zmienny w ciągu ostatnich trzech tygodni, między innymi ze względu na niską płynność na koniec roku. Uważamy, że złoty będzie się stopniowo umacniał w nadchodzących tygodniach, gdyż aktywność inwestorów wróci do normalnego poziomu i czynniki fundamentalne będą wspierać polską walutę (brak obniżki stóp w styczniu, dobre dane o aktywności, nadzieje na QE w strefie euro).

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (12 stycznia)							
Brak publikacji ważnych danych							
WTOREK (13 stycznia)							
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	XI	mln €	-347	-452	-435
14:00	PL	Eksport	XI	mln €	13 480	13 250	14 728
14:00	PL	Import	XI	mln €	13 419	13 300	14 672
ŚRODA (14 stycznia)							
	PL	Decyzja RPP		%	2,00	2,00	2,00
9:00	HU	CPI	XII	% r/r	-0,4	-	-0,7
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	XI	% m/m	0,3	-	0,1
14:00	PL	Podaż pieniądza	XII	% r/r	8,2	8,2	8,4
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	XII	% m/m	0,1	-	0,7
20:00	US	Beżowa księga Fed					
CZWARTEK (15 stycznia)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:00	PL	CPI	XII	% r/r	-0,9	-0,9	-0,6
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	294
16:00	US	Indeks Philly Fed	I	pkt	20,0	-	24,5
PIĄTEK (16 stycznia)							
11:00	EZ	CPI	XII	% r/r	-0,2	-	0,3
14:00	PL	Inflacja bazowa	XII	% r/r	0,5	0,5	0,4
14:30	US	CPI	XII	% m/m	-0,4	-	-0,3
15:15	US	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	0,0	-	1,3
16:00	US	Wstępny indeks Michigan	I	pkt	94,1	-	93,6

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 Luzziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

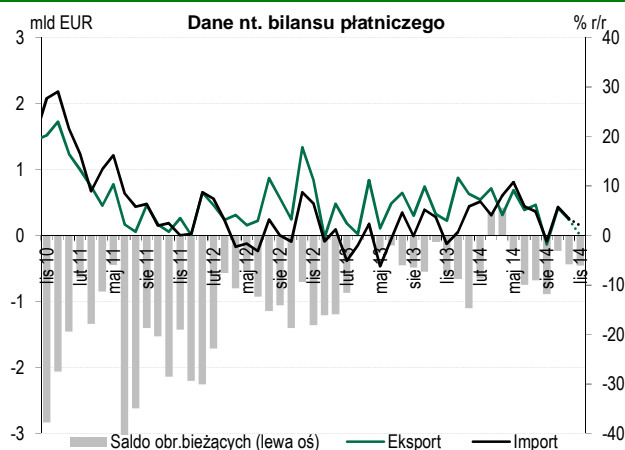
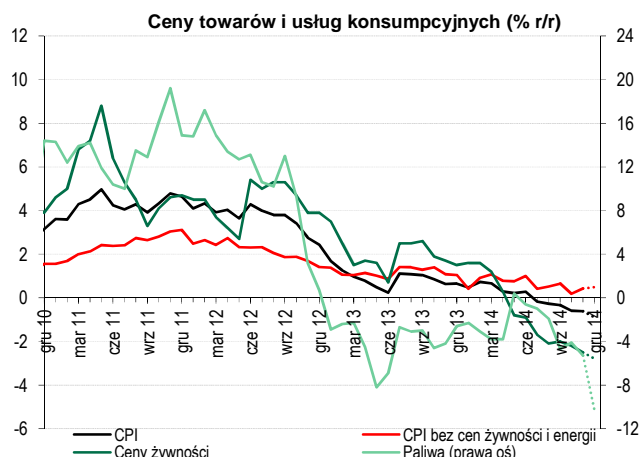
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Stopy procentowe bez zmian, a deflacja się pogłębia



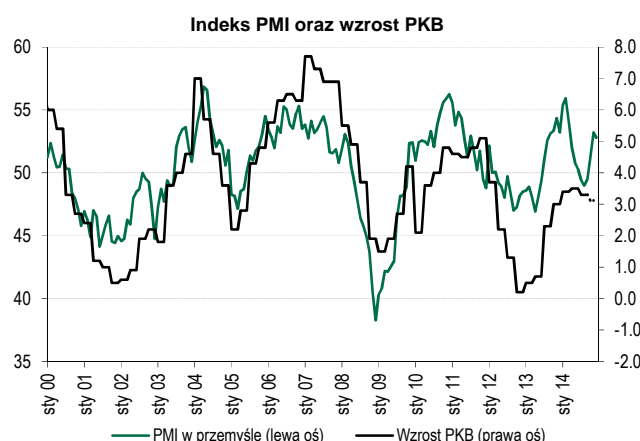
▪ Pierwsze posiedzenie RPP w tym roku zaplanowane jest stosunkowo późno. Jednak sądzimy, że nie przyniesie ono zmian w polityce pieniężnej, ponieważ ostatnie (nienajgorsze) dane o aktywności ekonomicznej oraz osłabienie złotego na przełomie roku nie dadzą argumentów, aby przekonać większość członków Rady za dodatkowym złagodzeniem polityki pieniężnej. Głębokość i długość deflacji w kolejnych miesiącach mogą jednak naszym zdaniem zaskoczyć głęboko podzieloną RPP i przechylić szalę na rzecz jeszcze jednej obniżki stóp, zapewne w marcu, kiedy pojawią się nowe średnioterminowe projekcje NBP.

▪ Grudniowe dane o CPI, które zostaną opublikowane zaledwie dzień po decyzji RPP, powinny pokazać pogłębienie deflacji do $-0,9\%$ r/r, co dla części członków RPP może być zimnym prysznicem. Chociaż konsensus rynkowy jest na takim samym poziomie, taki odczyt może wywołać (krótkotrwałe) umocnienie na rynku stopy procentowej, szczególnie, jeśli po publikacji pojawią się gołębie komentarze zaskoczonych członków RPP. Naszym zdaniem deflacja pogłębi się jeszcze w I kw. 2015 i może potrwać nawet do końca III kwartału, znacznie dłużej niż zakładał do niedawna bank centralny.

▪ Jako że spadek CPI wynika w znacznej mierze z obniżających się cen paliw (według naszych szacunków -5% m/m w grudniu) i taniej żywności, szacujemy, iż inflacja bazowa mogła wzrosnąć do $0,5\%$ r/r w grudniu. Jednak, prawdopodobnie jeszcze przez dłuższy czas pozostanie dość niska, poniżej 1% r/r w trzech pierwszych kwartałach roku.

▪ Spodziewamy się, że dane o bilansie płatniczym pokażą wolniejszy wzrost eksportu i importu w listopadzie, przy czym deficyt obrotów bieżących utrzyma się na poziomie podobnym jak w październiku. Taki odczyt byłby zgodny z konsensem rynkowym, zatem nie powinien spowodować znaczącej reakcji rynku.

Ostatni tydzień w gospodarce – Sprzedaż detaliczna spada, ale wskaźnik wyprzedzające poprawiają się



▪ PMI dla polskiego przemysłu w grudniu spadł do 52,8 pkt z 53,2 pkt w listopadzie. Indeks pozostał powyżej neutralnego poziomu trzeci miesiąc z rzędu. Podstawowe subindeksy dla produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia pozostały stabilne w porównaniu do listopada, a spadek głównej miary wynikał z obniżenia wartości mniej znaczących komponentów. Średni indeks PMI w IV kw. 2014 r. wzrósł do 52,4 pkt z 49,3 pkt w III kw. co jest dobrym prognozykiem dla wzrostu w nadchodzących kwartałach. Inne wskaźniki wyprzedzające (koniunktura i wskaźniki ufności konsumentów GUS, wskaźnik BIEC) również są optymistyczne.

▪ Sprzedaż detaliczna się w listopadzie o $0,2\%$ r/r nominalnie i wzrosła o $1,4\%$ r/r realnie.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w listopadzie do $11,4\%$ z $11,3\%$ w październiku i była o 1,8 pp niższa niż rok wcześniej, co jest największym spadkiem w ujęciu r/r od 2008 r.

Cytat tygodnia – RPP przyjęła strategię „wait and see”

Anna Zielińska-Głębocka, członkini RPP, 05.01, Reuters

RPP jako całość wypowiedziała się za tym, aby czekać na informacje o sferze realnej. Przyjęliśmy strategię 'wait and see'. W tej chwili myślę, że ta strategia, prawdopodobnie w styczniu i być może w lutym, będzie obowiązywać. Wszystko zależy od tego, jakie napłyną informacje, głównie ze strefy euro

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 05.01, forward-looking.pl

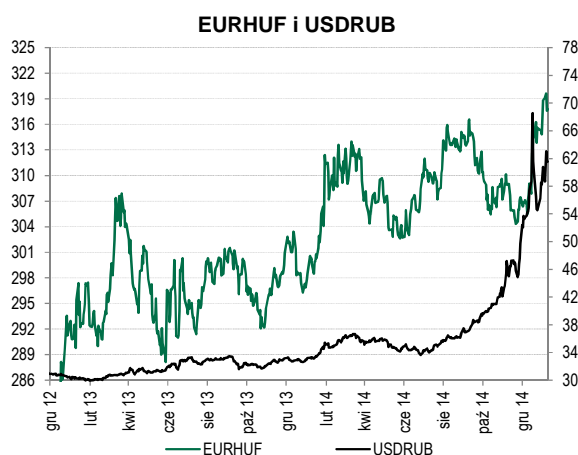
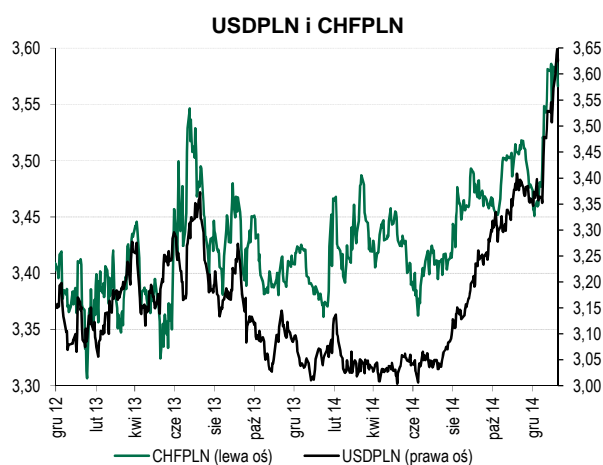
Złoty jest fundamentalnie niedowartościowany (...) Istnieje więc pewne ryzyko, że złoty może się wyraźnie wzmocnić w najbliższych miesiącach, a przecież w obecnej sytuacji makroekonomicznej niewielkie, lecz trwałe osłabienie złotego byłoby korzystne dla naszej gospodarki. Moim zdaniem, to ryzyko dodatkowo zwiększa potrzebę szybkiej obniżki stopy referencyjnej NBP o 100 punktów bazowych.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 02.01, Reuters

Ani indeks PMI, ani dane związane ze złotym nie wskazują bezwzględnie na konieczność luzowania polityki pieniężnej.

Członkini RPP Anna Zielińska-Głębocka przyznała, że RPP przyjęła strategię „wait and see” i czeka na nowe dane gospodarcze z kraju i ze strefy euro, które będą kluczowe dla kolejnych decyzji. Przypominamy, że komunikat z ostatniego posiedzenia RPP zawierał zdanie mówiące, iż dalsze dostosowanie stóp procentowych jest możliwe, jeśli nadchodzące dane potwierdzą słabość aktywności gospodarczej. Skoro (gołębia) Zielińska-Głębocka zakłada utrzymanie „wait and see” w styczniu i lutym, to wydaje nam się, że pogląd przedstawiony przez Bratkowskiego (że należy obciążyć stopy już teraz) nie znajdzie większości. Zwłaszcza, że członkini kluczowa dla sformowania większości (Chojna-Duch) wyraźnie powiedziała, iż dobry PMI i słabszy złoty są argumentami przeciw obniżce stóp. Uważamy, że osłabienie złotego jest przejściowe a dane o inflacji CPI zaskoczą RPP w dół, co oznacza, że dalsze złagodzenie jest możliwe, prawdopodobnie w marcu.

Rynek walutowy – Złoty może stopniowo zyskiwać po silnym osłabieniu



Deprecjacja złotego tylko przejściowa?

- Ostatnie dni 2014 r. obfitowały w znaczne wahania na polskim rynku walutowym – złoty osłabił się gwałtownie do powyżej 4,30 za euro i ponad 3,61 za dolara. Silne wzrosty EURPLN i USDPLN wywołane były m.in. przez nasilenie się obaw, że RPP będzie dalej ciąć stopy w reakcji na słabe dane o sprzedaży detalicznej i spadające ceny ropy na świecie.
- Skala deprecjacji złotego była dodatkowo wzmocniona przez mocno obniżoną płynność na koniec roku. Widzimy potencjał do stopniowego umacniania się złotego w kolejnych tygodniach wraz z powrotem inwestorów na rynek i dzięki czynnikom fundamentalnym, które działać będą na korzyść krajowej waluty. Po pierwsze, nie spodziewamy się, aby RPP obniżyła stopy na styczniowym posiedzeniu lub zmieniła ton komunikatu w stronę bardziej gołębiego niż poprzedni. Po drugie, nasza prognoza grudniowej produkcji przemysłowej (odczyt w przyszłym tygodniu) jest wyraźnie powyżej konsensusu i też powinna działać w kierunku mocniejszego złotego. Po trzecie, EBC ogłosi zapewne rozszerzenie programu skupu aktywów, co powinno mieć korzystny wpływ na ryzykowne aktywa. Na koniec, widzimy podobieństwo ostatnich wydarzeń na rynku EUR/PLN do sytuacji z pierwszej połowy 2013, kiedy to krajowa waluta też odnotowała szybkie osłabienie. Kolejne tygodnie stały jednak pod znakiem stopniowego odrabiania strat i sądzimy, że podobnie mogą wyglądać także najbliższe tygodnie na rynku.
- Istotne poziomy dla EURPLN to 4,25 i 4,40.
- Jednocześnie, złoty może pozostać pod presją w relacji do dolara. USDPLN osiągnął najwyższy poziom od marca 2009 (ok. 3,65) i może dalej rosnąć, jeśli EBC ogłosi wystarczająco duże zwiększenie skali programu skupu aktywów.

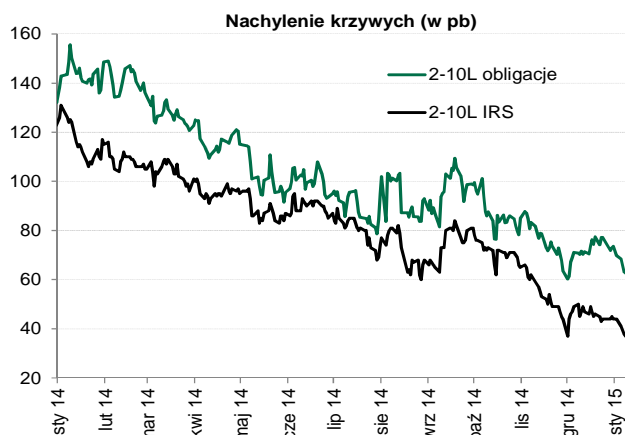
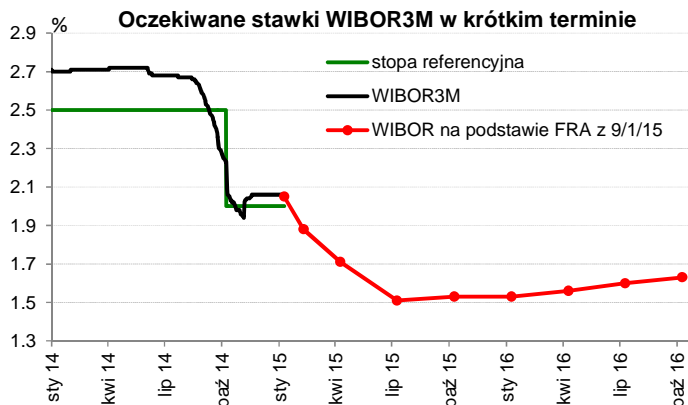
EURUSD najniżej od grudnia 2005

- Euro było pod presją w stosunku do dolara w trakcie trzech ostatnich kwartałów 2014 i EURUSD spada dalej na początku 2015. W rezultacie, kurs osiągnął 1,175 w wyniku nasilenia się oczekiwań, że już w styczniu EBC jeszcze bardziej poluzuje politykę pieniężną.
- Decyzja EBC może wyznaczyć kierunek dla EURUSD na kolejne tygodnie, a nawet miesiące. Rynek wycenił już w dużym stopniu zwiększenie skali programu skupu aktywów i wydaje się, że dolar może umacniać się dalej tylko jeśli bank centralny ogłosi działania, które przekroczą oczekiwania inwestorów.
- Następne wsparcie dla EURUSD to 1,164.

Stabilizacja rubla; EURHUF w ślad za EURPLN

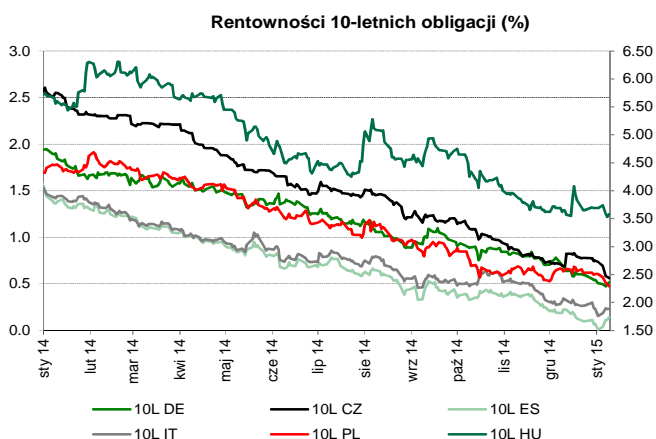
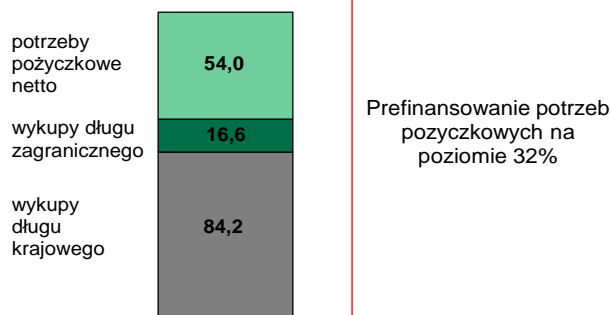
- Trend deprecjacyjny rubla zatrzymał się w grudniu po tym jak rosyjski bank centralny podniósł stopy procentowe do 17%. Pchnęło to USDRUB w dół do ok. 60 z 80. Choć tak szybkie odreagowanie ogranicza potencjał do wznowienia wzrostów kursu, to nie widzimy żadnych czynników, które mogłyby zainicjować wyraźniejszą aprecjację rosyjskiej waluty. Oczekujemy więc, że USDRUB utrzyma się blisko bieżących poziomów w najbliższych dniach.
- Podobnie jak złoty, forint też stracił wyraźnie pod koniec 2014. EURHUF wzrósł gwałtownie powyżej 320 z ok. 307 w wyniku obaw, że spadające ceny ropy zmuszą banki centralne, także te w regionie CEE, do wznowienia obniżek stóp. W tym kontekście, publikowane w tym tygodniu inflacyjne dane z Węgier mogą wywołać reakcję EURHUF – jeśli zaskoczą w dół, wtedy forint może się jeszcze osłabić.

Rynek stopy procentowej – Dług powinien pozostać mocny



Potrzeby pożyczkowe brutto w 2015 r.

Razem: 154,8 mld zł:



Znaczące oczekiwania na obniżki stóp w tym roku

▪ Rynek pieniężny pozostał względnie stabilny w okresie świąteczno-noworocznym. Jednak pierwszy tydzień nowego roku przyniósł dość znaczące zmiany, w szczególności w notowaniach FRA. Podczas gdy WIBORY obniżyły się o 1 pb (tylko stawki 1M i 3M), stawki FRA spadły o 10-15 pb wzdłuż krzywej w porównaniu z końcem 2014 roku.

▪ Obecnie rynek wycenia nieco więcej niż obniżkę stóp o 25 pb w perspektywie 3 miesięcy i o prawie 75 pb łącznie w nadchodzących 6-9 miesięcy. W naszej ocenie oczekiwania te są nadmierne.

▪ W tym tygodniu inwestorzy głównie skoncentrują się na posiedzeniu RPP i danych inflacyjnych. Uważamy, że Rada pozostawi stopy na niezmiennym poziomie. Jednak pogłębienie spadku inflacji CPI poniżej zera (do prawie -1% r/r) powinno utrzymywać oczekiwania na dalsze łagodzenie polityki monetarnej w kolejnych miesiącach. W związku z tym stawki FRA powinny pozostać na niskich poziomach pomimo braku decyzji o redukcji stóp w tym miesiącu. W tym samym czasie WIBORY mogą się nieco obniżyć, wspierane danymi inflacyjnymi.

Rentowności osiągnęły nowe historyczne minima

▪ Koniec 2014 r. przyniósł nieznaczne umocnienie krajowego długu. Rentowności obligacji i stawki IRS nieco obniżyły się w porównaniu z okresem przedświątecznym. Umocnienie krajowego rynku stopy przybrało na sile w pierwszym tygodniu stycznia. Rentowności obligacji spadły znacząco, wspierane umocnieniem rynków bazowych w wyniku wzrostu szans na ogłoszenie programu QE na styczniowym posiedzeniu EBC. W konsekwencji rentowności krajowych benchmarków osiągnęły nowe historyczne minima odpowiednio na 1,67% dla 2L, 1,91% dla 5L i 2,29% dla 10L (11-22 pb poniżej poziomów z końca 2014 r.). te same tendencje obserwowaliśmy na rynku IRS, w tym stawka 10L spadła do 2,05%, najniżej w historii.

▪ Długi koniec krzywych zyskał najbardziej na umocnieniu rynków bazowych. W efekcie nastąpiło dość znaczące zawężenie 2-10L spreadu, w ślad za globalnymi tendencjami.

▪ Ministerstwo Finansów planuje 5-6 aukcji w I kw. 2015, na których zaoferuje obligacje o łącznej wartości 25-30 mld zł (struktura oferty jest uzależniona od sytuacji rynkowej). Resort finansów planuje tylko jedną aukcję zmiany w marcu. Polska jest w komfortowej sytuacji jeśli chodzi o emisję długu zagranicznego, ze względu na brak znaczących potrzeb finansowania tego długu. Pomimo to Ministerstwo może rozważyć emisję typu private placements w tym okresie.

Ciekawy tydzień dla rynku długu

▪ Przed nami interesujący tydzień pod względem wydarzeń – najważniejsze z nich to posiedzenie RPP, dane inflacyjne i aukcja obligacji. Powszechnie oczekuje się, że RPP utrzyma stopy na niezmiennym poziomie. Niemniej silne oczekiwania na QE przez EBC w styczniu powinny wspierać krajowe krzywe (głównie środek i długi koniec), utrzymując rentowności/stawki IRS na niskich poziomach. Co więcej, pogłębienie spadku inflacji za grudzień powinno zakotwiczyć krótki koniec krzywych blisko bieżących poziomów, w oczekiwaniu na poluzowanie monetarne w kolejnych miesiącach I kw.

▪ Na pierwszej aukcji w styczniu Ministerstwo zaoferuje długoterminowe obligacje WZ0124, DS0725 i WS0428 o wartości 2,0-4,0 mld zł (ostateczna oferta zostanie podana na początku tygodnia). Bieżące warunki rynkowe powinny wspierać wyniki aukcji, dlatego też nie widzimy problemów z uplasowaniem emisji pomimo niskich rentowności.

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, www.bzwbk.pl