

TYGODNIK EKONOMICZNY

26 stycznia – 1 lutego 2015

Europejski Bank Centralny nie rozczarował rynku i rozszerzył program skupu aktywów na ostatnim posiedzeniu. Od marca bank będzie skupował instrumenty dłużne sektora publicznego i prywatnego o wartości 60 mld € miesięcznie. Długo wyczekiwana decyzja spowodowała gwałtowną deprecjację euro oraz umocnienie złotego i obligacji. Na początku nowego tygodnia uwaga rynku zapewne przesunie się na sytuację w Grecji po weekendowych wyborach parlamentarnych. Inwestorzy będą analizować jakie są szanse na to, że radykalna Syriza zdoła utworzyć rząd większościowy i jakie mogą być tego skutki dla greckiej gospodarki i dla stabilności strefy euro. Później uwaga skupi się na posiedzeniu FOMC. Po ostatnich danych z USA i aprecjacji dolara oczekiwania rynkowe nt. terminu pierwszej podwyżki stóp przez Fed odsunęły się w czasie. Jeśli ton komunikatu Fed okaże się łagodniejszy niż poprzednio, euro oraz złoty mogą zyskać na wartości.

Ostatnie dane z polskiej gospodarki zaskoczyły na plus, pokazując znaczny wzrost produkcji oraz kontynuację ożywienia na rynku pracy w końcu 2014 roku. Dość prawdopodobne jest, że publikacje, które poznamy w tym tygodniu również okażą się optymistyczne. Wiceprezes GUS zdradziła w niedawnym wywiadzie, że grudniowy wzrost sprzedaży detalicznej będzie „wyraźnie” wyższy niż w poprzednich miesiącach, a wzrost PKB w całym 2014 r. powinien być zbliżony do tego z trzech pierwszych kwartałów. Sugeruje to, że należy się przygotować na kolejne dobre wiadomości. Nasze prognozy były na poziomie 1,5% r/r dla sprzedaży detalicznej i 3,3% dla wzrostu PKB, ale po takiej wypowiedzi w obu przypadkach widzimy ryzyko w górę. Badanie GUS pokazało wzrost optymizmu konsumentów w styczniu, potwierdzający, że konsumenci są coraz bardziej skłonni do wydawania pieniędzy.

Miło nam poinformować, że w rankingu prognoz kursowych Pulsu Biznesu za 2014 zajęliśmy 3. miejsce w ogólnej klasyfikacji. Byliśmy najlepsi w prognozowaniu kursu EURPLN, na trzecim miejscu dla CHFPLN i na piątym miejscu dla kursu USDPLN. W roku 2013 zajęliśmy pierwsze miejsce w klasyfikacji generalnej.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (26 stycznia)							
10:00	DE	Indeks Ifo	I	pkt	106,2	-	105,5
WTOREK (27 stycznia)							
10:00	PL	PKB	2014	% r/r	3,3	3,3	1,6
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	XII	% r/r	2,0	1,2	-0,2
10:00	PL	Stopa bezrobocia	XII	%	11,7	11,5	11,4
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	2,1	-	2,1
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	XII	% m/m	0,6	-	-0,9
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	XII	tys.	450	-	438
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	I	pkt	95,0	-	92,6
ŚRODA (28 stycznia)							
20:00	US	Decyzja FOMC					
CZWARTEK (29 stycznia)							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	307
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	XII	% m/m	0,5	-	0,8
PIĄTEK (30 stycznia)							
11:00	EZ	Wstępny HICP	I	% r/r	-0,5	-	-0,2
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	I	% r/r	-	-	0,2
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	IV kw.	% kw./kw.	3,3	-	5,0
16:00	US	Indeks Michigan	I	pkt	98,2	-	98,2

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 Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

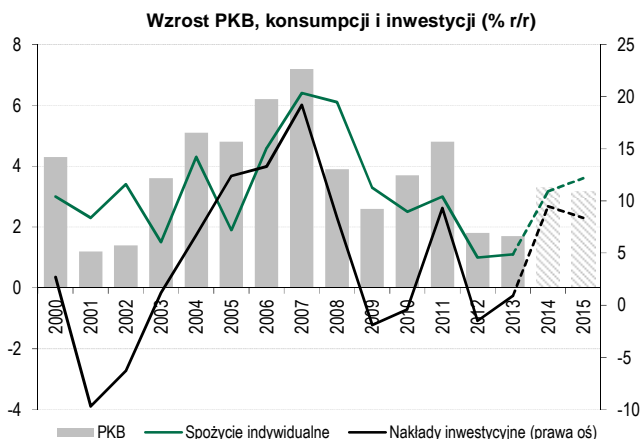
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

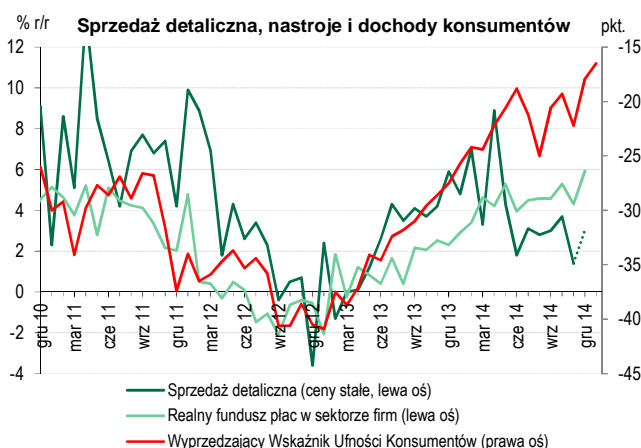
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Dane o PKB i sprzedaży detalicznej powinny być dobre

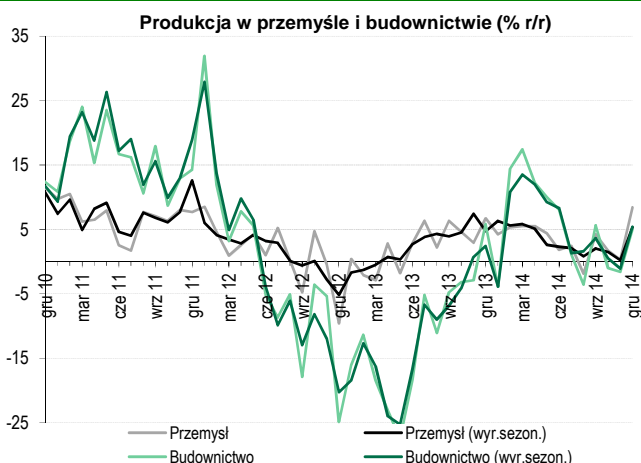


- Po dobrych danych o sprzedaży samochodów w grudniu (wzrost o prawie 20% m/m) podnieśliśmy naszą prognozę sprzedaży detalicznej w tym miesiącu. Obecnie spodziewamy się umiarkowanego odbicia po słabych wynikach w listopadzie. Ryzyko wciąż jest jednak w górę, jako że, według słów wiceprezes GUS, wzrost sprzedaży detalicznej będzie „wyraźnie” wyższy niż w ostatnich miesiącach.
- Popyt konsumentów jest wspierany przez ożywienie na rynku pracy, które zostanie potwierdzone przez spadek stopy bezrobocia rejestrowanego do 11,5% w grudniu. Będzie to najmniejszy wzrost w tym miesiącu od 7 lat.
- Szybki szacunek PKB za 2014 r. pokaże naszym zdaniem 3,3%, co będzie oznaczało, że w ostatnim kw. wzrost utrzymał się powyżej 3%. Popyt krajowy był prawdopodobnie głównym silnikiem wzrostu w zeszłym roku i zwiększył się o prawie 5%, w tym konsumpcja prywatna o 3,2% i inwestycje o prawie 10%. Sugestie z GUS pokazują, że ryzyko jest w górę.

Ostatni tydzień w gospodarce – Mocny wzrost produkcji i zatrudnienia w grudniu



- Dane o płacach oraz zatrudnieniu za grudzień zaskoczyły pozytywnie, pokazując wzrost o odpowiednio 3,7% r/r i 1,1% r/r. Optyzmem napawa przede wszystkim fakt, że polskie firmy nadal zatrudniają, co wskazuje, że nie wystraszyły się zbyt niepewnej sytuacji za granicą i zapewne dalej inwestują. Jednocześnie, wzrost płac utrzymuje się na umiarkowanym poziomie, co przy pogłębiającej się deflacji (wynikającej głównie ze spadków cen paliw i żywności) oznacza szybko rosnącą siłę nabywczą konsumentów – w grudniu realny fundusz płac wzrósł o niemal 6% r/r, najmocniej od końca 2008 r. Pozwoli to naszym zdaniem na podtrzymanie dynamiki konsumpcji na dość wysokim poziomie w najbliższych kwartałach, nawet pomimo potencjalnego osłabienia nastrojów pod wpływem wzrostu kursu franka.
- Produkcja przemysłowa wzrosła o 8,4% r/r w grudniu, a produkcja budowlano-montażowa o 5,0% r/r. Przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej wynikało w znacznej mierze z pozytywnego efektu dni roboczych i efektu bazy. Jednak wyniki przemysłu i tak były zaskakujące, sugerując ryzyko w górę dla wzrostu w IV kw. 2014 r. Nie spodziewamy się utrzymania aż tak wysokiego tempa wzrostu w kolejnych miesiącach, ale mocne ożywienie sektorów eksportowych jest pozytywnym sygnałem (przypomnijmy, że dane o handlu zagranicznym za poprzednie miesiące wskazywały na poprawę dynamiki eksportu do niektórych krajów UE).
- Ani dane o produkcji, ani z rynku pracy nie zwiększają liczby argumentów za złagodzeniem polityki pieniężnej w Polsce. Jednak sądzimy, że czynnikiem, który przechyli szalę na korzyść jeszcze jednej obniżki stóp procentowych będzie pogłębiająca się deflacja, która w I kw. może się zbliżyć do -1,5% r/r. Ostatnie fluktuacje kursowe będą raczej sprzyjały opóźnieniu decyzji o redukcji stóp, dlatego spodziewamy się jej w marcu.



Cytat tygodnia – Zmienność na rynku walutowym może być argumentem za opóźnieniem obniżek stóp

Marek Belka, prezes NBP, 21.01.2015, Puls Biznesu

Rzeczywiście w takiej sytuacji może należy poczekać z obniżkami stóp nieco dłużej.

Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 21.01.2015, Reuters

Sytuacja [rynek FX] to argument, który może nas powstrzymać przed obniżką stóp.

Jerzy Hausner, członek RPP, 21.01.2015, PAP

Jeżeli już [ciąć stopy], to wcześniej niż później. Co nie znaczy, że w lutym. Na pewno nie w momencie, w którym mamy do czynienia z poważnymi zakłóceniami.

Andrzej Bratkowski, członek RPP, 21.01.2015, TVN24 BiS

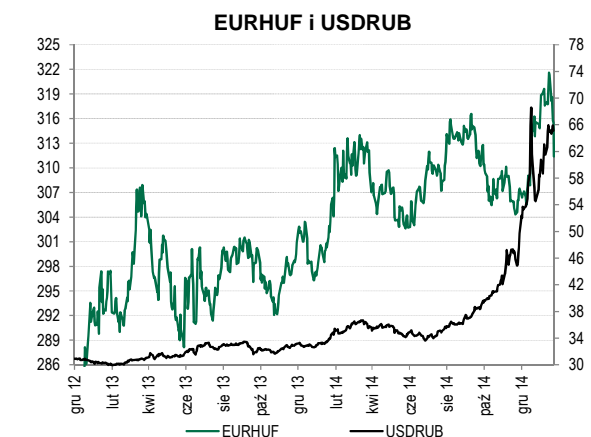
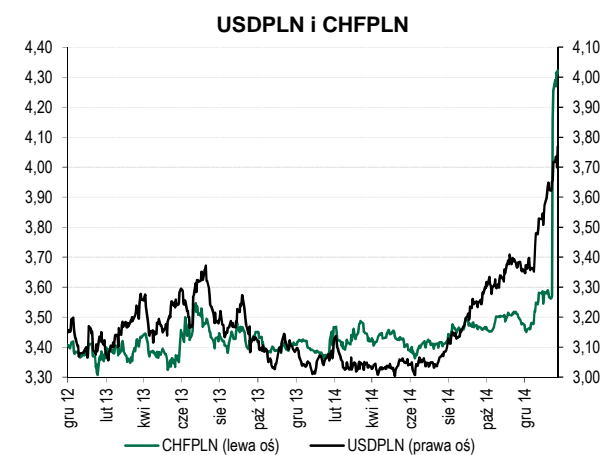
Teraz byłbym zwolennikiem ruchów bardziej ostrożnych. Jeżeli nie „dziwnego” się nie stanie, to możemy o 25 pb stopy obniżyć w lutym, choć wątpię, żebyśmy znalazł większość.

Jerzy Osiatyński, członek RPP, 22.01.2015, PAP

Nie uważam, żeby należało przeczekać. Widzę przestrzeń do obniżki o 50-75 pb. Nie twierdzą, że jednym ruchem. To, co się stało w Szwajcarii jest sygnałem, żeby to zrobić raczej szybciej niż później.

Ostatnie wydarzenia wpłynęły na opóźnienie perspektywy obniżek stóp w Polsce. Wyższa zmienność na rynku walutowym oraz dobre dane z gospodarki (produkcja przemysłowa, płace i zatrudnienie, prawdopodobnie także sprzedaż detaliczna i PKB) sprawiły, że obniżka w lutym jest raczej wątpliwa, jako że tylko Osiatyński i Bratkowski wydają się być zdeterminowani by ciąć stopy najszybciej jak się da, podczas gdy pozostali członkowie Rady wolą poczekać dopóki sytuacja na rynkach finansowych się nie ustabilizuje. Nawet Bratkowski stał się bardziej ostrożny i sugerował obniżkę o 25 pb w lutym, podczas gdy wcześniej głosił o 100 pb. Wydaje się, że obniżka stóp na najbliższym posiedzeniu będzie możliwa tylko jeśli nowe dane z gospodarki rozczarują a złoty znacząco się umocni.

Rynek walutowy – EBC nie rozczarował, teraz czas na Fed

**Złoty zyskuje do euro, traci dolara, stabilny do franka**

Banki centralne wciąż miały największy wpływ na polski rynek walutowy. Po silnym osłabieniu złotego w poprzednim tygodniu w reakcji na decyzję SNB, złoty w ostatnich dniach z nawiązką odrobił straty do euro po tym jak EBC rozszerzył program skupu aktywów. EURPLN spadł tymczasowo poniżej 4,22 z 4,32, a największa część ruchu miała miejsce w ciągu kilku godzin po konferencji prasowej prezesa Draghiego. Jednocześnie, krajowa waluta nie umocniła się do franka (z powodu spadku EURCHF) i straciła do dolara – CHFPLN pozostał blisko 4,30, a USDPLN wzrósł chwilowo powyżej 3,78 z 3,68.

Ten tydzień będzie już trzecim z kolei kiedy uwaga inwestorów będzie skupiona na sygnałach z banków centralnych, bowiem swoją decyzję w środę ogłosi amerykański FOMC. Jego ostatni komunikat był nieco bardziej jastrzębi niż poprzednie. Od ostatniego posiedzenia wiele banków centralnych (Danii, Kanady, Szwajcarii, Turcji, Indii, Peru) obniżyło jednak stopy lub podjęło inne działania w celu poluzowania polityki pieniężnej (EBC). Co więcej, dolar zyskał istotnie do euro. Czynniki te mogą wywrzeć presję na Fed, aby nie pobudzać jeszcze bardziej oczekiwań na podwyżki stóp w tym roku lub nawet nieco złagodzić ton komunikatu.

Sądzymy, że ostatnia decyzja EBC będzie wspierać złotego w kolejnych miesiącach. Trend spadkowy EURPLN powinien być też wspierany przez ostatnie niezłe dane z Polski. Jeśli faktycznie komunikat FOMC byłby mniej jastrzębi niż ostatnio, to tempo aprecjacji złotego mogłoby przyspieszyć. Istotna strefa wsparcia dla EURPLN to teraz 4,22-4,24.

EURUSD najniżej od września 2003

Skala zwiększenia programu skupu aktywów przez EBC przekroczyła oczekiwania rynku i pchnęła EURUSD dalej w dół do ok. 1,11 z ponad 1,15 na początku tygodnia. Kurs znalazł się najniżej od września 2003. EURCHF również lekko spadł w ciągu tygodnia do 0,98 z 1,02. Chociaż popyt na bezpieczne aktywa spadł po decyzji EBC, to nie było to widoczne w notowaniach franka i korelacja EURCHF z EURUSD okazała się silniejsza.

Decyzja EBC zaskoczyła inwestorów i dlatego nie było żadnego odreagowania EURUSD w myśl zasady „kupuj plotki, sprzedawaj fakty”. Perspektywy dla euro nie są zbyt dobre i wygląda na to, że jedynie mniej jastrzębie sygnały z FOMC mogłyby wywołać pewne odbicie EURUSD. Jeśli w greckich wyborach parlamentarnych wygra radykalna partia Syriza, wtedy potencjał do wzrostu kursu będzie ograniczony.

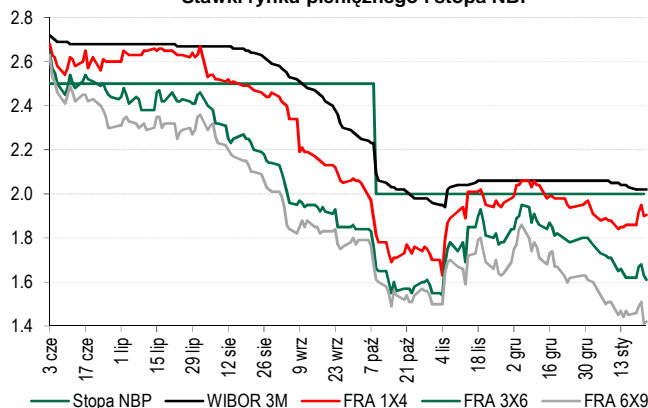
Forint też zyskuje dzięki EBC

EURHUF zanotował największy tygodniowy spadek od lipca 2012 głównie dzięki decyzji EBC – kurs spadł do prawie 310 (najniżej od połowy grudnia) z 320. Jednocześnie, rubel pozostał stabilny do dolara blisko 65.

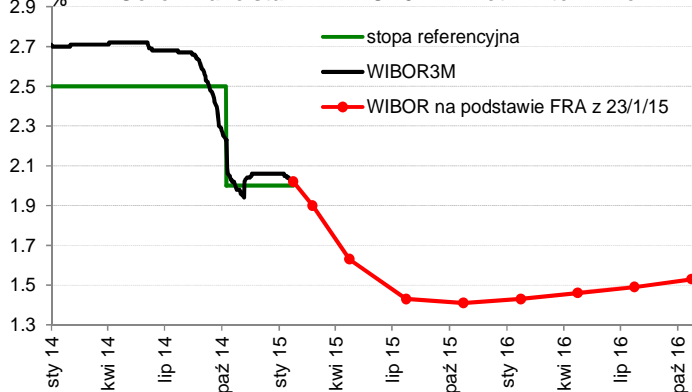
W tym tygodniu węgierski bank centralny ogłosił decyzję ws. stóp procentowych. Ostatnie dane inflacyjne zaskakiwały w dół, co wspierało spekulacje, że stopy na Węgrzech mogą zostać wkrótce jeszcze obniżone. Rynek nie oczekuje zmiany stóp już w tym tygodniu i jeśli nie będzie niespodzianki, wtedy komunikat z posiedzenia będzie z pewnością dokładnie analizowany pod kątem możliwych zmian stóp w najbliższej przyszłości.

Rynek stopy procentowej – Krajowe rentowności na nowych minimach po decyzji EBC

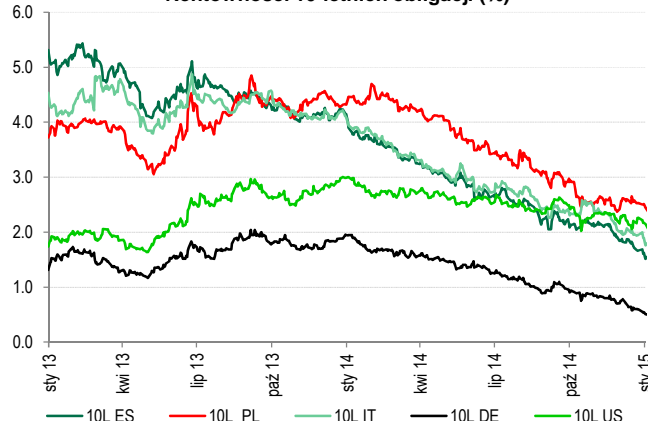
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



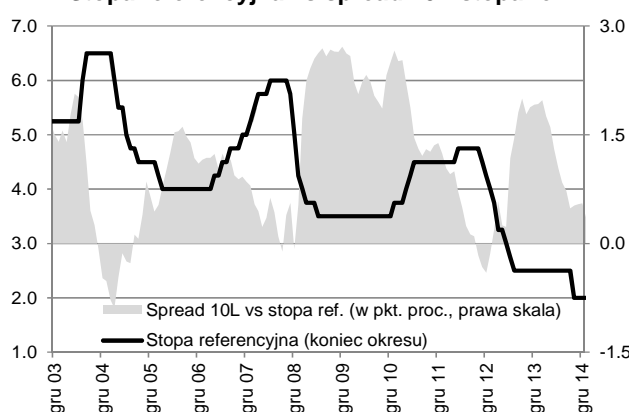
Oczekiwane stawki WIBOR3M w krótkim terminie



Rentowności 10-letnich obligacji (%)



Stopa referencyjna vs spread 10L-stopa ref



Oczekiwania na znaczące obniżki stóp wciąż aktualne

Stawki rynku pieniężnego kontynuowały nieznaczny spadek pomimo mieszanych wypowiedzi członków RPP i przyzwoitych danych z krajowej gospodarki. Stawki WIBOR (dla 1M, 3M, 6M i 9M) spadły o 1 pb w minionym tygodniu, a krzywa wyplaszczyła się. Zmiany stawek FRA były bardziej znaczące, głównie po decyzji EBC. Niemniej, w skali tygodnia FRA spadły o 2-6 pb.

Obecnie rynek wycenia obniżkę stóp o nieco więcej niż 25 pb w perspektywie 3 miesięcy i o ok. 75 pb łącznie w horyzoncie 6-9 miesięcy, co w naszej ocenie jest nieco przesadzone. Co więcej, inwestorzy spodziewają się, że stopy pozostaną na niskim poziomie także w dłuższym terminie (FRA21x24 wynosi 1,53%).

W naszej ocenie stawki rynku pieniężnego powinny pozostać blisko bieżących poziomów, a nawet mogą jeszcze nieco spaść w oczekiwaniu na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez RPP, pomimo całkiem niezłych danych makro, w tym danych o sprzedaży detalicznej. Rynek FRA pozostanie bardziej wrażliwy na zmiany nastrojów na rynku IRS.

Znaczące umocnienie obligacji i IRS po decyzji EBC

Rentowności obligacji i stawki IRS, głównie na długim końcu krzywych, nieco wzrosły na początku tygodnia po lepszych od oczekiwań danych makro. W oczekiwaniu na decyzję EBC rynek pozostał stabilny. Jednak decyzja EBC znacząco zwiększająca program skupu aktywów dała impuls do silnego umocnienia wzdłuż krzywych. Rentowności obligacji i stawki IRS znacząco spadły (w ślad za umacniającym się długiem bazowym i peryferyjnym), osiągając nowe historyczne minima. Rentowność 10-latk spadła nieco poniżej 2,10%.

Środek i długi koniec krzywych zyskały najbardziej na decyzji EBC. W efekcie spread 2-10L zawężił się w kierunku 50 pb (najniżej od 2013 r.) dla obligacji i 25 pb dla IRS.

Aukcja nowych serii obligacji 2- i 5-letnich (OK0717 i PS0420) zakończyła się sukcesem mimo nieznacznego pogorszenia nastrojów przed aukcją. Łączna wartość sprzedaży OK0717 i PS0420 wyniosła 7 mld zł, a rentowności ukształtowały się odpowiednio na 1,734% i 1,978%. Warto zauważyć, że Ministerstwo zaakceptowało prawie wszystkie oferty na OK0717 (93% zgłoszonych ofert kupna). Szacujemy, że po styczniowych aukcjach tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już sfinansowane w 39%.

Czy posiedzenie Fed wpłynie na trend?

Sądzymy, że krajowy rynek będzie w najbliższym czasie korzystał z oczekiwań na napływ dodatkowej płynności na europejski rynek. Solidne dane z kraju (lepsze dane o sprzedaży detalicznej za grudzień, oczekiwania na solidny wzrost PKB w 2014 r.) mogą wywierać presję na wzrost IRS i rentowności długu, ale naszym zdaniem zdominuje je ostatnia decyzja EBC. Wg nas, jedynie wyraźniejsza korekta na bazowych rynkach długu w kolejnych tygodniach mogłaby pchnąć polskie stawki w górę. W związku z tym rodzi się pytanie czy wynik styczniowego posiedzenia Fed (28.01) da taki impuls.

Ostatnie zmiany rentowności krajowej 10-latki spowodowały zacieśnienie spreadu wobec stopy referencyjnej. Obecnie ten spread wynosi ok. 10 pb i dalsze umocnienie na długim końcu może spowodować jego spadek poniżej zera. Ostatni raz z taką sytuacją mieliśmy do czynienia w IV kw. 2012, kiedy to rynek oczekiwał znaczących obniżek stóp i stopa referencyjna spadła o 225 pb w ciągu 10 miesięcy (patrz wykres). Sądzymy, że RPP obniży stopy tylko o 25 pb w marcu, podczas gdy rynek oczekuje redukcji o 50-75 pb. Pomimo, że uważamy, iż oczekiwania rynkowe są nadmierne, nie można wykluczyć, że spread 10L-stopa NBP będzie negatywny w krótkim terminie.

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