

TYGODNIK EKONOMICZNY

9 – 15 lutego 2015

Sytuacja Grecji pozostaje istotnym czynnikiem ryzyka dla rynków finansowych i w minionym tygodniu była źródłem zwiększonej zmienności, szczególnie po decyzji EBC o zaprzestaniu akceptacji greckich papierów skarbowych jako zabezpieczenia dla operacji płynnościowych. Na czwartkowym spotkaniu przywódców UE sytuacja Grecji będzie z pewnością kluczowym punktem debaty. Drugim ważnym zagadnieniem dla polityków i dla rynków będzie sytuacja na Ukrainie.

Rada Polityki Pieniężnej nie zaskoczyła w lutym, pozostawiając stopy procentowe bez zmian, ale jednocześnie mocno zasugerowała, że obniżka w marcu jest bardzo prawdopodobna, a całkowita skala dostosowania może być większa niż 25pb. Oczekujemy mocnego pogłębienia deflacji w styczniu, do prawie -1,5% r/r, co jeszcze wzmocni oczekiwania obniżek. Z drugiej strony, styczniowy indeks PMI dla polskiego przemysłu mocno zaskoczył i sugeruje, że wyniki produkcji mogą nie być tak złe jak się spodziewaliśmy. Jednocześnie, dane o rejestracjach nowych samochodów wskazują na dobrą kondycję popytu konsumpcyjnego. To, wraz z utrzymującym się ryzykiem geopolitycznym, sugeruje naszym zdaniem, że obniżka w marcu o 25pb jest nadal bardziej prawdopodobna niż o 50pb. Perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro się poprawiają, m.in. dzięki niskim cenom paliw, słabszej walucie i programowi QE. Publikacje danych w tym tygodniu – pierwsze szacunki wzrostu PKB za IV kwartał w wielu krajach UE oraz produkcja przemysłowa strefy euro – mogą potwierdzić te tendencje. Uwagę rynku może też przyciągnąć wtorkowe spotkanie Komitetu Stabilności Finansowej, na którym dyskutowane będą propozycje jak ulżyć klientom banków zadłużonym w CHF.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (9 lutego)							
8:00	DE	Eksport	XII	% m/m	1,5	-	-2,1
9:00	CZ	CPI	I	% r/r	-0,2	-	0,1
WTOREK (10 lutego)							
Brak publikacji ważnych danych							
ŚRODA (11 lutego)							
9:00	HU	CPI	I	% r/r	-1,2	-	-0,9
CZWARTEK (12 lutego)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	0,3	-	0,2
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	I	% m/m	-0,4	-	-0,9
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	278
PIĄTEK (13 lutego)							
8:00	DE	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	1,0	-	1,2
9:00	CZ	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	1,8	-	2,4
9:00	HU	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	2,7	-	3,2
10:00	PL	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	3,1	3,1	3,3
11:00	EZ	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	0,8	-	0,8
14:00	PL	CPI	I	% r/r	-1,2	-1,4	-1,0
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	XII	mln €	-386	-539	-268
14:00	PL	Eksport	XII	mln €	12016	12549	13 556
14:00	PL	Import	XII	mln €	12251	12810	13 652
14:00	PL	Podaż pieniądza	I	% r/r	9,0	8,8	8,4
15:55	US	Wstępny Michigan	II	pkt	98,1	-	98,1

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

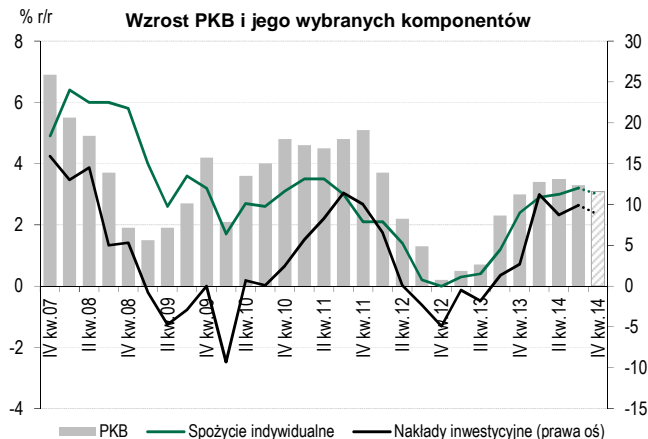
Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

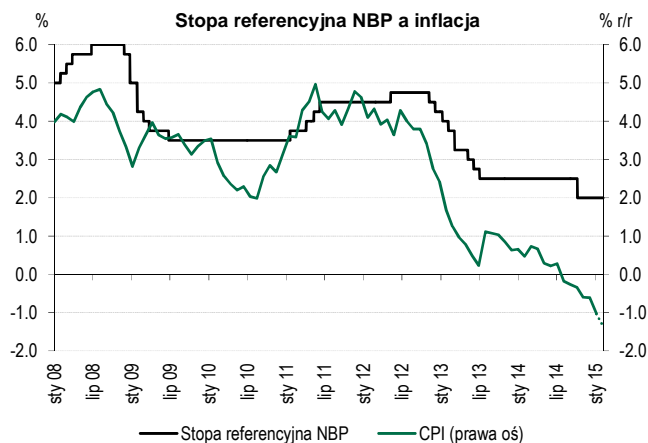
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Niższy wzrost PKB, niższy CPI, niższe saldo obrotów bieżących

- Wstępne dane o PKB za IV kw. 2014 pokażą zapewne spowolnienie wzrostu do 3,1% r/r z 3,3% r/r w III kw. Reakcja rynku będzie raczej ograniczona, jako że dane nie będą zawierały większych szczegółów, a wcześniejsza publikacja wzrostu PKB za cały rok (3,3%) była dość mocną wskazówką co do zachowania gospodarki w ostatnim kwartale.
- Dane o inflacji będą miały większe znaczenie. Według naszych szacunków, deflacja CPI pogłębiła się w styczniu do -1,4% r/r, poniżej konsensusu rynkowego. Spadek wynikał przede wszystkim z mocnej obniżki cen paliw (ponad 7% m/m) i niewielkiego wzrostu cen żywności. Tak niski odczyt wzmocni oczekiwania rynku na obniżkę w marcu.
- Dane o bilansie płatniczym w grudniu pokażą większy deficyt obrotów bieżących, ale także szybszy wzrost eksportu (co jest sugerowane przez odbicie w produkcji przemysłowej, zwłaszcza w sektorach zorientowanych na eksport).

Ostatni tydzień w gospodarce – PMI w górę, RPP wciąż czeka

- RPP utrzymała stopy procentowe bez zmian w lutym, ale ton komunikatu i przebieg konferencji prasowej wyraźnie sugerują duże szanse na obniżkę stóp w marcu. Prezes NBP nie wykluczył, że skala dostosowania polityki pieniężnej może być większa niż tylko 25pb i nam również wydaje się, że prawdopodobieństwo takiego scenariusza rośnie. Zakładamy, że Rada obniży stopy o 50pb w tym roku i mogłaby tego dokonać nawet w jednym ruchu, o ile sytuacja na światowych rynkach finansowych ustabilizuje się, umocnienie złotego będzie kontynuowane, a deflacja i dane o aktywności zaskoczą w dół.

- Spełnienie tego ostatniego warunku nie jest jednak pewne. Indeks PMI dla polskiego przemysłu przekroczył w styczniu oczekiwania i to już czwarty raz w ciągu ostatnich pięciu miesięcy. Indeks osiągnął 55,2 pkt, co jest najlepszym wynikiem od lutego 2014, a miesięczny wzrost był najmocniejszy od trzech lat. Za tak solidnym odbiciem na początku roku stały wszystkie główne składowe – rosnące zamówienia (w szczególności krajowe, w nieco mniejszym stopniu zagraniczne) skłaniały firmy do zwiększania produkcji i w rezultacie również do zwiększania zatrudnienia. O rosnącej preji popytu na polskich przedsiębiorców dobrze świadczy również odbicie subindeksu zaległości produkcyjnych – w styczniu osiągnął on najwyższy poziom od czterech lat. Mimo rosnącego popytu, ceny towarów gotowych zanotowały 26. z rzędu miesiąc spadku z powodu m.in. konkurencji rynkowej.

- Badanie PMI sugeruje ryzyko w górę dla naszej prognozy produkcji przemysłowej za styczeń (-0,5% r/r, poniżej konsensusu). Ponadto, dane o rejestracji samochodów sugerują ryzyko w górę dla danych o sprzedaży detalicznej – styczeń pokazał niewielki wzrost, zarówno m/m jak i r/r, co jest dość nietypowe jak na ten miesiąc, zwłaszcza, że rok temu sprzedaż pojazdów była mocno zawyżona przez wygasające ulgi na samochody „z kratką”.

**Cytat tygodnia – Blisko, coraz bliżej (obniżki)**

Marek Belka, prezes NBP, 4.02.2015, konferencja RPP

Tak [jesteśmy bliżej obniżek]

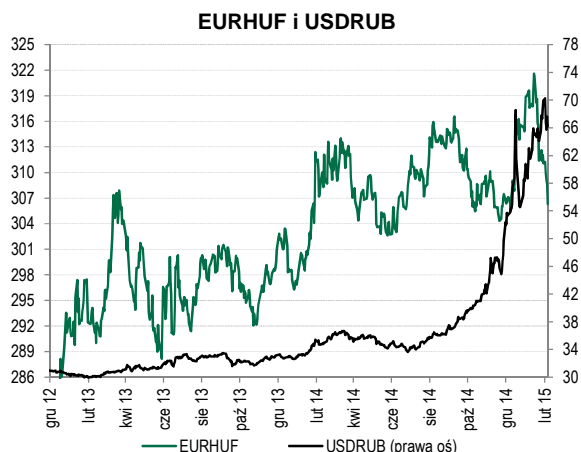
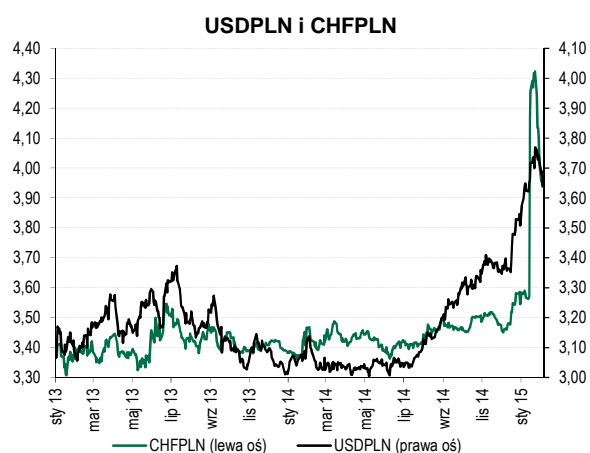
To, co dziś mogę powiedzieć, to że czynników, które skłaniałyby Radę do obniżenia stóp jest wystarczająco dużo i jest wystarczająco dużo członków Rady, którzy skłaniają się do takiej decyzji.

Nie wdajemy się w spekulacje, co by było gdyby, ale jeśli sytuacja nie ulegnie gwałtownej zmianie możemy się liczyć z zaistnieniem większości w marcu.

Tak [skala dostosowania polityki pieniężnej może być większa niż 25pb].

RPP jasno zasygnalizowała, że obniżka stóp procentowych jest coraz bliżej, a niestabilność rynków finansowych była głównym argumentem, który powstrzymał Radę przed obniżką w lutym. Marek Belka dość otwarcie powiedział podczas konferencji prasowej, że w zasadzie tylko dramatyczna zmiana sytuacji może powstrzymać bank centralny od dostosowania polityki pieniężnej w marcu. Ponadto, jasno zasugerował on, że skala dostosowania może być większa niż 25pb. O ile nie można całkowicie wykluczyć obniżki o 50pb, to dwa cięcia po 25pb wydają nam się bardziej prawdopodobne, chyba że zniknie niepewność związana z Grecją i Ukrainą, a dane makro mocno zaskoczą w dół.

Rynek walutowy – Złoty czeka na polskie dane

**EBC, RPP i dane z USA wspierają złotego**

▪ Zeszły tydzień był trzecim z rzędu, kiedy EURPLN spadał. Tak jak pisaliśmy tydzień temu, kurs przebił 4,20 i osiągnął tygodniowe minimum na 4,15 i złoty odrobił tym samym całość strat do euro poniesionych w drugiej połowie grudnia. Krajowa waluta wciąż korzystała z ostatniej decyzji EBC i słabych danych z USA, które w ocenie rynku oddaliły pierwszą podwyżkę stóp Fed. Złoty skorzystał też z decyzji RPP o utrzymaniu stóp bez zmian. Skala tygodniowej aprecjacji do euro była jednak najmniejsza w ostatnich trzech tygodniach, bowiem jasna sugestia, że dalsze obniżki stóp w Polsce są możliwe i obawy o Grecję zatrzymały trend spadkowy EURPLN.

▪ Krajowa waluta umocniła się wyraźnie do dolara – USDPLN spadł przejściowo do prawie 3,60 z 3,70 i był to drugi tydzień z rzędu spadków. Ulgę poczuli też posiadacze kredytów walutowych „frankowych” – CHFPLN spadł poniżej 4,0.

▪ Najbliższy tydzień jest ubogi w publikacje ważnych danych za granicą, ale pojawi się kilka istotnych odczytów z Polski. Po pierwsze, poznamy dane o CPI i spodziewamy się, że pokażą one dalsze wyraźne pogłębienie deflacji w styczniu. Jeśli nasza prognoza się sprawdzi, wtedy oczekiwania na dalsze obniżki stóp w Polsce ulegną zapewne wzmocnieniu, co może ciążyć złotemu. Trend spadkowy EURPLN zatrzymał się po konferencji prasowej RPP i gołębi odczyt mógłby osłabić krajową walutę. Oczekujemy jednak, iż tempo wzrostu PKB pozostało powyżej 3% w IV kw., co razem z mocnym odczytem styczniowego PMI powinno korzystnie wpłynąć na złotego.

▪ Tygodniowe tempo spadków EURPLN słabnie i oczekujemy, że kurs pozostanie blisko 4,17-4,18 w kolejnych tygodniach, bowiem perspektywy obniżek stóp NBP i niepewność odnośnie Grecji mogą neutralizować pozytywny wpływ poluzowania polityki pieniężnej przez EBC.

Spore wahania EURUSD

▪ Euro w dalszym ciągu umacniało się do dolara wskutek słabszych od prognoz danych z USA i odbicia EURCHF w wyniku plotek o interwencji banku centralnego Szwajcarii. Tak jak sądziliśmy, kurs wzrósł i osiągnął 1,153, najwyższy poziom od styczniowej decyzji EBC o zwiększeniu skali programu skupu aktywów. Obawy o Grecję nie powstrzymały EURUSD przed wzrostem, ale znaczną część wcześniejszego ruchu w górę kurs wytracił po silnych danych z rynku pracy USA.

▪ W tym tygodniu nie poznamy wielu ważnych danych z USA i strefy euro, więc uwaga inwestorów może się skupić na kwestii negocjacji Grecji z Troiką. Ostatnie rozmowy nie przyniosły konkretnych wniosków, a czas biegnie – do końca lutego zakończyć się musi przegląd pakietu pomocowego dla Grecji, a nie ma jeszcze decyzji czy Troika zgodzi się na reformy proponowane przez rząd Grecji. Ważne poziomy dla EURUSD to 1,108 i 1,166.

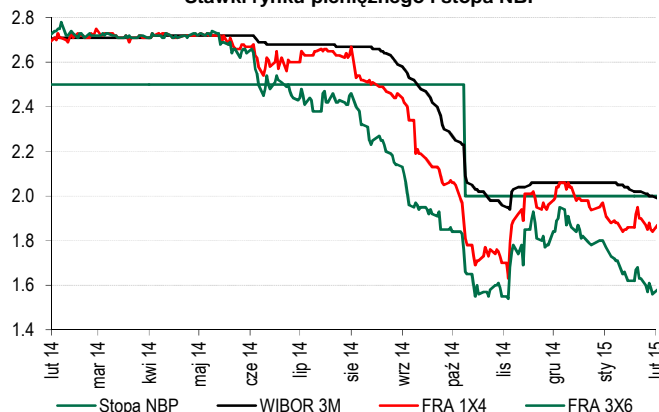
Poziom 27,0 dla EURCZK utrzymany, EURHUF w dół

▪ Podobnie RPP, bank centralny Czech też powstrzymał się ze zmianą w polityce pieniężnej. Utrzymał dolne ograniczenie dla EURCZK na 27,0, ale wydłużył termin, do kiedy będzie ono obowiązywało – do połowy 2016 z I kw. 2016. Jednocześnie, bank podkreślił, iż możliwe jest dostosowanie w górę obecnej granicy 27,0 jeśli w długim terminie wzrośnie presja deflacyjna. W tym tygodniu poznamy styczniową czeską inflację i rynek oczekuje pierwszego od października 2009 spadku poniżej zera. Niski CPI mógłby wzmocnić spekulacje o podniesieniu minimalnego poziomu dla EURCZK i osłabić koronę.

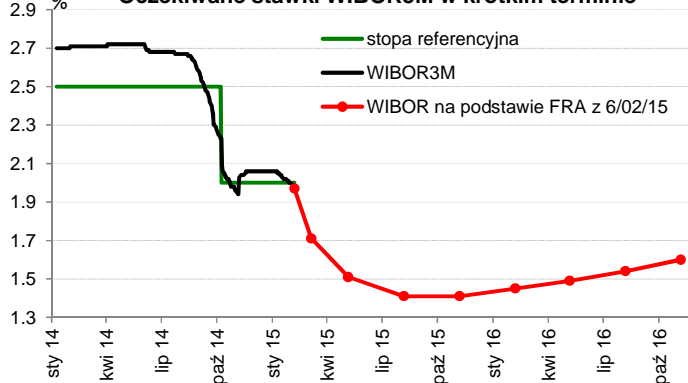
▪ EURHUF spadł dość istotnie do 305 z 312 – na korzyść forinta nadal działała ostatnia decyzja EBC. W tym tygodniu poznamy węgierską inflację i odczyt może wywołać ruch w górę EURHUF, jeśli zaskoczy w dół.

Rynek stopy procentowej – Uwaga na krajowe dane makro i aukcję

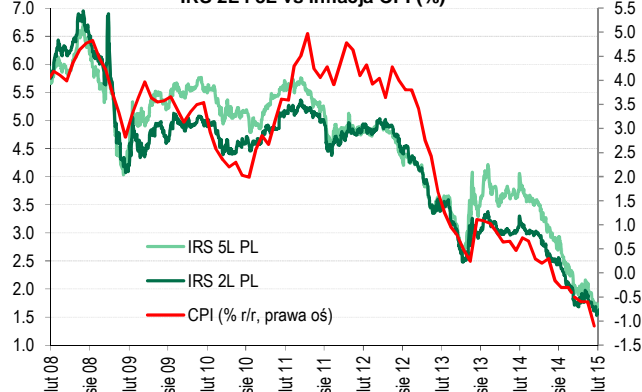
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



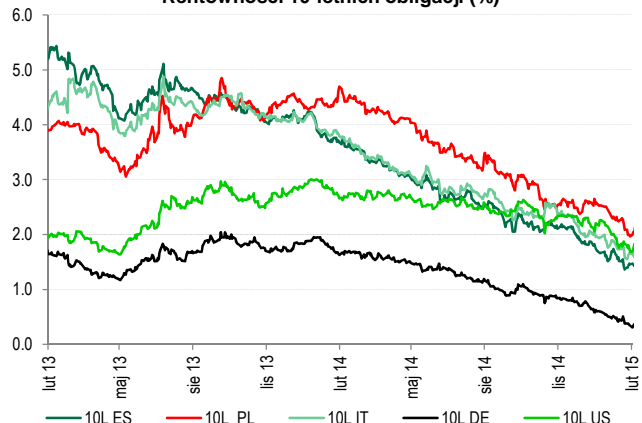
Oczekiwane stawki WIBOR3M w krótkim terminie



IRS 2L i 5L vs inflacja CPI (%)



Rentowności 10-letnich obligacji (%)



WIBORY nieco niżej, umocnienie obligacji wyhamowało

Reakcja rynku pieniężnego na wyraźne sygnały ze strony RPP, że w najbliższych miesiącach jest szansa na obniżki stóp procentowych była bardzo ograniczona. WIBORY spadły nieznacznie o 1-3 pb wzdłuż krzywej, podczas gdy stawki FRA na dłuższe terminy (poczynając od 6 miesięcy) były o 2-14 pb wyższe niż na koniec stycznia. Wzrost FRA wynikał głównie z wyższych IRS. Pomimo korekty, rynek wciąż oczekuje, że stopy mogą spaść o 50 pb w ciągu trzech miesięcy, co jest obecnie również naszym bazowym scenariuszem.

W pierwszym tygodniu lutego umocnienie obligacji i IRS wyhamowało, głównie w wyniku nieznacznych wzrostów rentowności na rynkach bazowych. Co więcej, decyzja RPP utrzymująca stopy procentowe bez zmian dała impuls do realizacji zysków, gdyż dla niektórych inwestorów była ona rozczarowująca. Dodatkowym czynnikiem, który wpłynął na wzrost rentowności były wyniki aukcji obligacji (więcej poniżej). Powyższe czynniki w połączeniu z lepszym odczytem danych z rynku pracy w USA spowodowały wzrost rentowności 10-latków do prawie 2,2%, najwyżej od ponad dwóch tygodni.

W minionym tygodniu krótki koniec krzywych zachowywał się lepiej niż środek i długi koniec krzywych. W konsekwencji, obie krzywe wystromiły się dość znacząco, w tym spread 2-10L rozszerzył się do nieco ponad 60 pb dla obligacji i 36 pb dla IRS. Rozszerzył się również spread wobec Bundów w wyniku obaw o dalszy rozwój sytuacji w Grecji.

Ministerstwo Finansów sprzedało na aukcji obligacje DS0725, WS0428 i WZ0124 o łącznej wartości ok. 5,9 mld zł, tj. więcej niż pierwotnie planowało (wobec oferty na 3-5 mld zł). Zgodnie z oczekiwaniami popyt był solidny i wyniósł łącznie 11,4 mld zł (uwzględniając przetarg uzupełniający). Ponad połowę wartości pozyskanych środków było ze sprzedaży 10-letniego benchmarku DS0725 (ok. 3,5 mld zł) z rentownością 2,09%, znacząco poniżej poziomu rentowności na pierwszej aukcji w tym roku (2,295%). Szacujemy, że po tej aukcji realizacja potrzeb pożyczkowych brutto na 2015 r. wynosi ok. 44%.

Dane CPI powinny wspierać stopy rynkowe

W tym tygodniu uwaga inwestorów skoncentruje się na publikacji wskaźnika CPI i szybkiego odczytu PKB za IV kw. 2014. Nasze prognozy wskazują na znaczące pogłębienie deflacji w styczniu, co powinno podtrzymywać oczekiwania na poluzowanie polityki monetarnej w marcu i może przyczynić się do dalszego spadku stawek rynku pieniężnego. Obniżyliśmy ścieżkę WIBORów oczekując, że RPP obniży stopy łącznie o 50 pb w najbliższych miesiącach. Podsumowując, bardziej znaczącego spadku stawek WIBOR spodziewamy się w momencie redukcji stóp. Spodziewamy się, że WIBOR 3M obniży się do 1,60% (średnio) w czerwcu.

W naszej ocenie obecne stromienie krzywych jest zjawiskiem przejściowym i uspokojenie nastrojów na rynkach globalnych powinno skutkować zawężeniem spreadów 2-10L. Oczekiwania na napływ środków z EBC powinny umocnić środek i długi koniec krzywych. W tym samym czasie, rentowność 2-latków powinna się stabilizować w oczekiwaniu na działania RPP.

W tym tygodniu Ministerstwo Finansów ogłosi szczegóły dotyczące czwartkowej aukcji (12.02). Ministerstwo prawdopodobnie zaoferuje nowe serie obligacji 2- i 5-letnich (OK0717 i PS0420) o wartości ok 3-5 mld zł. Spodziewamy się dużego zainteresowania aukcją ze strony krajowych i zagranicznych inwestorów. W efekcie resort finansów nie powinien mieć problemów z uplasowaniem maksymalnej wartości oferty.

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