

TYGODNIK EKONOMICZNY

23 lutego – 1 marca 2015

W zeszłym tygodniu globalny nastrój był pod wpływem mieszanych informacji i braku finalnego porozumienia ws. Grecji. Ostatecznie, Grecja poprosiła o wydłużenie obecnego programu pomocowego o pół roku, jednak propozycja ta spotkała się z chłodnym przyjęciem, szczególnie ministra finansów Niemiec. Wcześniej, rynek odreagował nieco dzięki gołębiom minutes z ostatniego posiedzenia FOMC, co okazało się tylko chwilowe. W kraju poznaliśmy sporo danych, które nie zmieniły naszej oceny sytuacji. Jak można było przypuszczać, początek roku stał pod znakiem ograniczonej aktywności gospodarczej przy braku presji inflacyjnej. Ogólnie, zestaw styczniowych danych uzasadnia kontynuację luzowania polityki pieniężnej i wspiera naszą prognozę obniżki stóp o 25 pb już na początku przyszłego miesiąca.

Ministrowie finansów strefy euro będą analizować propozycję Grecji wydłużenia obecnego programu pomocowego na tydzień przed jego zakończeniem. Kwestia ta pozostaje głównym czynnikiem wpływającym na globalny rynek od kiedy Syriza wygrała wybory parlamentarne pod koniec stycznia. Jeśli rozmowy znowu zakończą się fiaskiem i w rezultacie zagrożą opuszczeniem przez Grecję strefy euro, to apetyt na ryzyko będzie zapewne ograniczony w krótkim/średnim okresie, co może wyrzucić presję na złotego i polskie obligacje. Jeśli rozmowy znajdą jednak pozytywny finał, wtedy obawy obecne na rynku przez ostatnie cztery tygodnie osłabną i inne globalne lub lokalne czynniki zaczną odgrywać główną rolę. W tym tygodniu poznamy ostatnie krajowe dane. Naszym zdaniem szczegółowe dane o PKB za IV kw. nie zaskoczą i nie wpłyną istotnie na złotego. Szanse na obniżki stóp w Polsce w najbliższych miesiącach są dość duże, co może ograniczać tempo aprecjacji złotego i wspierać krótki koniec krzywych.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (23 lutego)							
10:00	DE	Indeks Ifo	II	pkt	107,2	-	106,7
16:00	US	Sprzedaż domów	I	mln	5,0	-	5,04
WTOREK (24 lutego)							
8:00	DE	PKB	IV kw.	% r/r	1,6	-	1,2
10:00	PL	Stopa bezrobocia	I	%	11,9	12,1	11,5
11:00	EZ	HICP	I	% r/r	-0,6	-	-0,2
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	2,10	-	2,1
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	II	pkt	99,5	-	102,9
ŚRODA (25 lutego)							
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	I	tys.	475	-	481
CZWARTEK (26 lutego)							
14:30	US	CPI	I	% m/m	-0,6	-	-0,4
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	283
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	I	% m/m	1,6	-	-3,3
PIĄTEK (27 lutego)							
9:00	CZ	PKB	IV kw.	% r/r	1,3	-	2,4
10:00	PL	PKB	IV kw.	% r/r	3,0	3,0	3,3
10:00	PL	Nakłady brutto na środki trwałe	IV kw.	% r/r	8,8	8,8	9,9
10:00	PL	Spożycie indywidualne	IV kw.	% r/r	3,0	3,0	3,2
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	II	% r/r	-	-	0,2
14:30	US	Drugi szacunek PKB	IV kw.	% r/r	2,1	-	5,0
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	I	% m/m	2,4	-	-3,7
16:00	US	Indeks Michigan	II	pkt	94,0	-	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

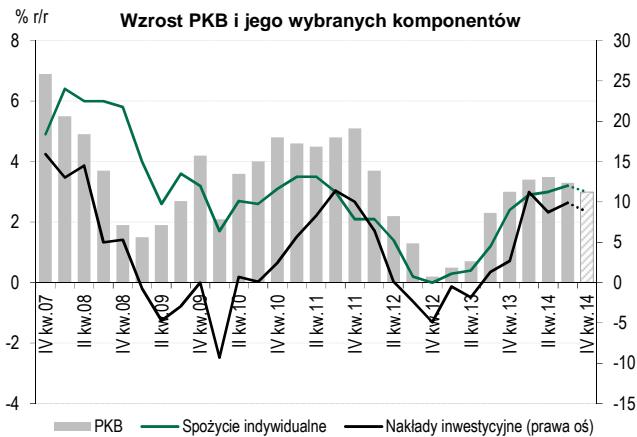
Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

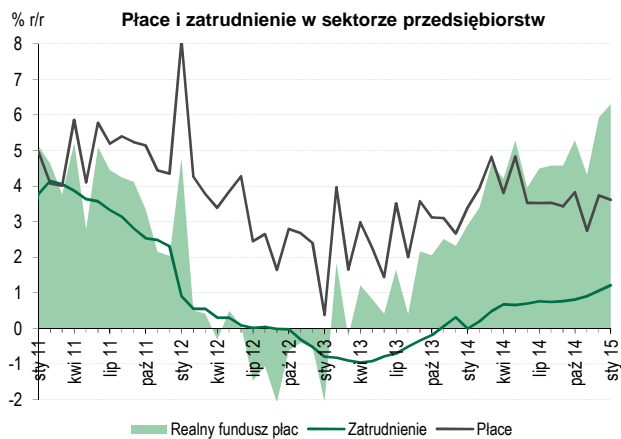
Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Styczeniowa stopa bezrobocia i szczegółowe dane o PKB w IV kw.

- Stopa bezrobocia rejestrowanego w styczniu prawdopodobnie wzrosła do 12,1% z 11,5% w grudniu. Wzrost bezrobocia w pierwszym miesiącu roku jest typowy, chociaż nasz szacunek był nieco niższy (11,9%) przed opublikowaniem danych Ministerstwa Pracy. W ujęciu r/r stopa bezrobocia spadła o 1,8 pp (wobec 1,9 pp w grudniu). Wydaje nam się, że tempo spadku stopy bezrobocia może spowalniać, jako że już osiągnęła ona historycznie niskie poziomy.

- W piątek opublikowane zostaną szczegółowe dane o PKB w IV kw. Te dane nie zmieniają obrazu sytuacji gospodarczej, gdyż znamy już informacje za cały rok oraz wzrost PKB w IV kw. Spodziewamy się nieznacznego spowolnienia wzrostu konsumpcji i inwestycji, zgodnie z konsensusem rynkowym. Prognozujemy pewne odbicie w popycie konsumpcyjnym w nadchodzących kwartałach.

Ostatni tydzień w gospodarce – Dużo danych, niewielka zmiana obrazu

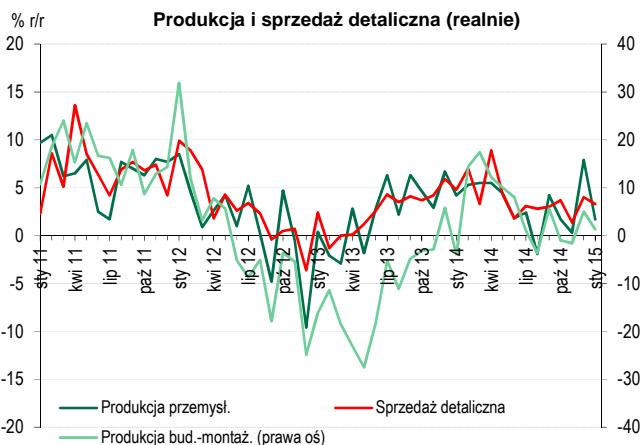
- Tempo wzrostu zatrudnienia w sektorze firm przyspieszyło w styczniu do 1,2% r/r, mniej niż oczekiwano. Wzrost płac wyniósł 3,6% r/r, lepiej od konsensusu. Realne tempo wzrostu płac wyniosło 5% r/r, najwięcej od początku 2009, natomiast realny przyrost funduszu płac wyniósł 6,3% r/r, najwięcej od listopada 2008.

- Produkcja przemysłowa wzrosła o 1,7% r/r, mniej więcej zgodnie z konsensusem rynkowym. Dane w ujęciu odsezonowanym pokazały wzrost o 4% r/r, czyli tylko niewiele mniej w porównaniu z poprzednim miesiącem (w styczniu tego roku dzień roboczy mniej w porównaniu ze styczniem 2014). Produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 1,3% r/r.

- Sprzedaż detaliczna zaskoczyła w dół i pokazała nominalny wzrost zaledwie o 0,1% r/r w styczniu wobec 1,8% r/r w grudniu. W ujęciu realnym sprzedaż wzrosła o 3,3% r/r w porównaniu do wzrostu o 4,0% r/r w grudniu. Spowolnienie w skali nominalnej było wyraźniejsze, co świadczy o tym, że spadek cen był w tym przypadku istotny. Według naszych szacunków, deflator sprzedaży detalicznej obniżył się do -3,1% r/r, o cały punkt procentowy.

- Na wynikach sprzedaży ciążyła głównie kategoria „paliwa”, która pokazała spadek o 16,5% r/r (najgorszy wynik od ponad 15 lat), co wynikało z kolei głównie z mocnej obniżki cen paliw na stacjach benzynowych (te również spadły o ok. 16% r/r).

- Mimo słabego wyniku nominalnego, realny wzrost sprzedaży detalicznej pozostaje umiarkowany, co wspiera naszą prognozę wzrostu konsumpcji prywatnej o ok. 3% r/r w I kw. 2015 r. Dane o płacach i zatrudnieniu potwierdzają, że rynek pracy jest w dobrej formie, co wspiera wzrost konsumpcji prywatnej. Z drugiej strony, wskaźniki koniunktury konsumenckiej bardzo pogorszyły się w lutym. Może być to efekt jednorazowy związany ze wzrostem kursu CHF, ale dopiero kolejne dane pozwolą zweryfikować tę tezę.

**Cytat tygodnia – Czy jest przestrzeń do obniżki stóp?**

Adam Głapiński, członek RPP, 19.02.2015, Reuters

Podtrzymuję stanowisko, że nie ma potrzeby dalszego obniżania stóp.

Marek Belka, prezes NBP, 19.02.2015, Reuters

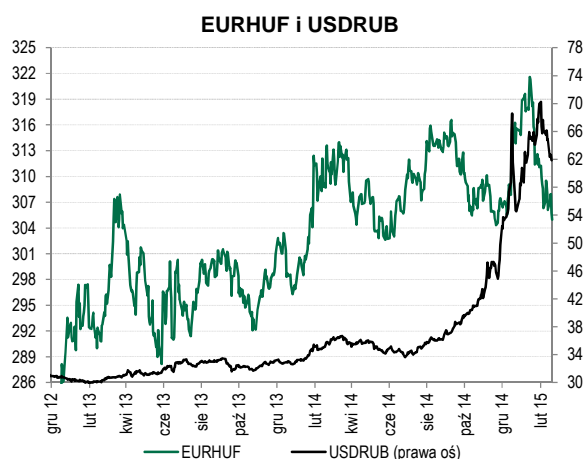
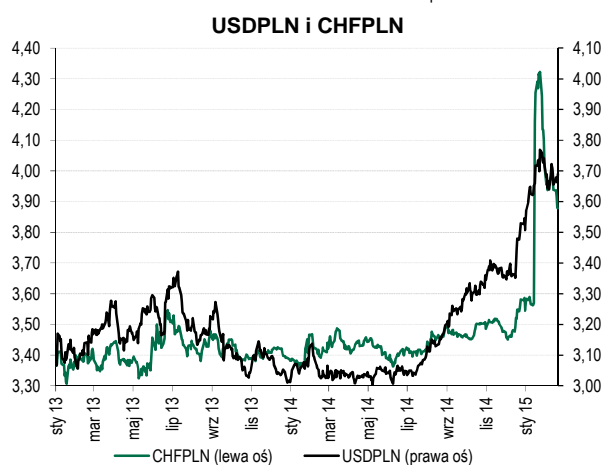
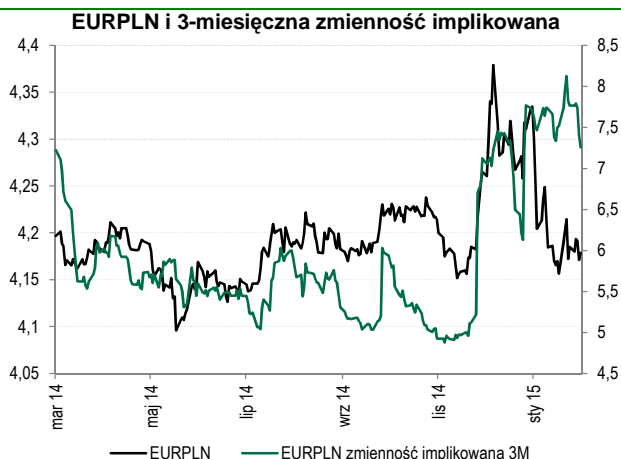
Ostatnie dane wskazują na to, że przestrzeń do „pewnej” obniżki stóp nadal istnieje.

Minutes z lutowego posiedzenia RPP, NBP

Część członków Rady uznała jednak, że ze względu na znaczną zmienność na rynkach finansowych w ostatnim okresie uzasadnione jest pozostawienie stóp procentowych bez zmian na obecnym posiedzeniu. Członkowie ci nie wykluczyli jednak dostosowania polityki pieniężnej w najbliższym okresie, gdy możliwa będzie ocena perspektyw inflacji w średnim okresie uwzględniająca wyniki marcowej projekcji NBP.

Minutes z lutowego posiedzenia RPP pokazały, że Rada jest raczej sceptyczna co do perspektyw wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski. Wzrost PKB w Polsce został oceniony jako zbliżony do potencjału i przyspieszający, ale z drugiej strony ryzyko jest w dół, a luka popytowa pozostaje ujemna. Dodatkowo, realne stopy procentowe są wysokie, a deflacja będzie obserwowana dłużej niż sądzono. Z drugiej strony, wyższa zmienność na rynkach finansowych przekonała Radę do pozostawienia stóp procentowych bez zmian, pomimo wniosku o obniżkę stóp o 25 pb. Spodziewamy się obniżki stóp o 25pb w marcu, pod wpływem słabych danych makro, głębszej inflacji i uspokojenia sytuacji na rynku walutowym.

Rynek walutowy – Czy EURPLN opuści wkrótce wąski przedział wahań?



EURPLN nisko, ale zmienność implikowana nadal wysoko

▪ EURPLN pozostał powyżej lokalnych minimów i w zeszłym tygodniu wahał się wokół 4,18. Globalny nastrój był pod wpływem mieszanych informacji i braku finalnego porozumienia ws. Grecji i dlatego kurs pozostał w trendzie bocznym. EURPLN testował 4,16 po słowach szefa NBP, który powiedział, że złoty jest niedowartościowany, ale próba przebicia podjęta na jeden dzień przed piątkowym spotkaniem Eurogrupy ws. Grecji była nieudana.

▪ Warto zauważyć, że choć złoty odrobił straty poniesione do euro w drugiej połowie grudnia 2014, to zmienności implikowane zniwelowały tylko część ruchu wzrostowego. Jest to dość dobra oznaka tego, że na rynku wciąż panuje wysoka niepewność i że inwestorzy w dalszym ciągu nie wykluczają wystąpienia gwałtownych zmian na rynku (dla walut państw rozwijających się zazwyczaj oznacza to ryzyko deprecjacji).

▪ Ministrowie finansów strefy euro będą analizować propozycję Grecji wydłużenia obecnego programu pomocowego na tydzień przed jego zakończeniem. Kwestia ta była głównym czynnikiem wpływającym globalny rynek od kiedy Syriza wygrała wybory parlamentarne pod koniec stycznia.

▪ Jeśli rozmowy znowu zakończą się fiaskiem i w rezultacie zagrożą opuszczeniem przez Grecję strefy euro, to apetyt na ryzyko będzie zapewne ograniczony w krótkim/średnim okresie w wyniku niepewności odnośnie tego jak ten proces zostanie przeprowadzony. Jeśli rozmowy znajdą jednak pozytywny finał, wtedy obawy obecne na rynku przez ostatnie cztery tygodnie osłabną i inne globalne lub lokalne czynniki zaczną odgrywać główną rolę. Szanse na obniżki stóp w Polsce w najbliższych miesiącach są dość duże, co może ograniczać tempo aprecjacji złotego. Szczegółowe dane o PKB za IV kw. nie sprawiają raczej niespodzianki i nie wywołują żadnej wyraźnej reakcji.

EURUSD czeka na impuls

▪ EURUSD utrzymał się w trendzie bocznym i spędził miniony tydzień wahając się wokół 1,14 w oczekiwaniu na wiążące decyzje ws. Grecji. Co ciekawe, mimo utrzymujących się na rynku obaw, EURCHF rósł i osiągnął prawie 1,08 wobec 1,055 na początku tygodnia. Ruch ten mógł wynikać z werbalnych interwencji prezesa SNB, który powiedział, że bank centralny jest gotowy wejść na rynek by osłabić franka, który jest przewartościowany. Jeszcze bardziej negatywne stopy w Szwajcarii też mogły zacząć przynosić pożądany efekt.

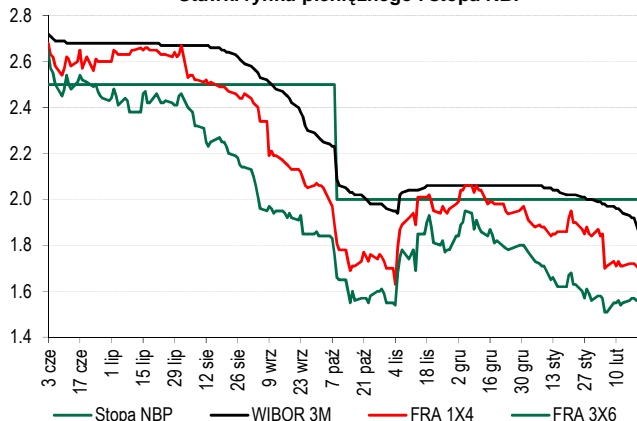
▪ Zanim w bieżącym tygodniu rozpoczęły się rozmowy nt. Grecji, tygodniowy zakres wahań EURUSD był najwęższy od świątecznego tygodnia w grudniu 2014. Ten okres niewielkich zmian zapewne wkrótce się skończy, tak jak kończy się program pomocy dla Grecji. EURUSD porusza się w trendzie spadkowym od maja 2014, a po styczniowej decyzji EBC osiągnął lokalne minimum na ok. 1,1. Od tego czasu nie odnotowano żadnej wyraźnej reakcji na obawy o przyszłość strefy euro, więc nie można wykluczyć dalszego spadku jeśli nie będzie pomyślnego zakończenia rozmów ws. Grecji.

Decyzja banku centralnego Węgier w regionie CEE

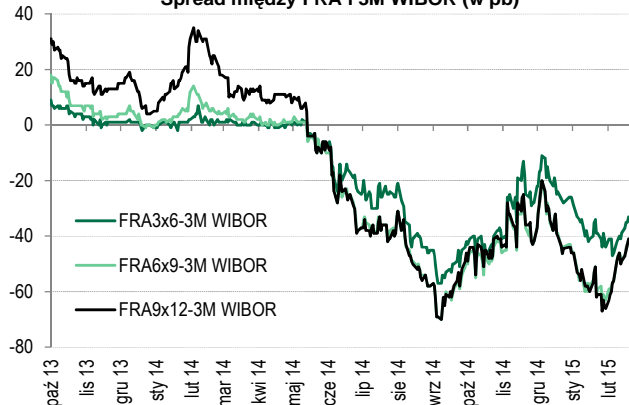
▪ Węgierski bank centralny podejmie w najbliższych dniach decyzję ws. stóp procentowych. Biorąc pod uwagę ostatni znaczny spadek inflacji, pojawiły się spekulacje, że wzrosły szanse na poluzowanie polityki pieniężnej przez MNB i taka też sugestia padała ze strony banku centralnego w zeszłym miesiącu. Jeśli obniżka nastąpi już teraz, wtedy taka decyzja mogłaby wyrzucić dodatkową presję na forinta lub ograniczyć potencjał do jego aprecjacji, w zależności od wyniku rozmów ws. Grecji. Tak jak w przypadku EURPLN, EURHUF waha się blisko lokalnego minimum (ok. 303 z listopada) i nadchodzące dni mogą przesądzić o tym czy wsparcie te zostanie przebite (i kurs podaży do 300 i poniżej) czy odbije do 312 (albo wyżej).

Rynek stopy procentowej – Grecja i wystąpienie Yellen istotne dla nastrojów rynkowych

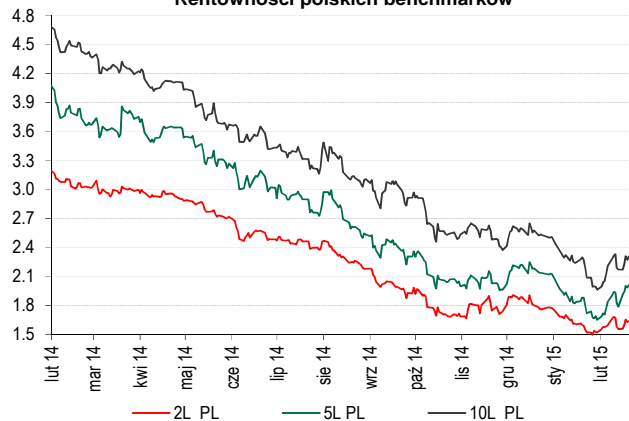
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



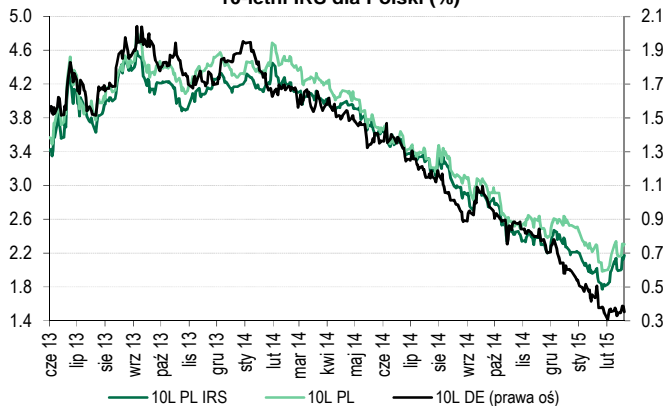
Spread między FRA i 3M WIBOR (w pb)



Rentowności polskich benchmarków



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



Rynek oczekuje obniżki stóp w najbliższym czasie

W minionym tygodniu spadek stawek WIBOR znacząco się nasilił. W skali tygodnia stawki obniżyły się o 6-9 pb (wobec spadku o 1-3 pb w poprzednim tygodniu). W tym samym czasie stawki FRA wzrosły wzdłuż krzywej, w tym najbardziej te na długie terminy. Pomimo to, FRA3x6 pozostaje wciąż około 30 pb poniżej bieżącego poziomu WIBOR 3M, co wskazuje, że rynek wciąż spodziewa się redukcji stóp o przynajmniej 25 pb w perspektywie trzech miesięcy.

Publikowane w tym tygodniu krajowe dane makro (stopa bezrobocia, PKB za IV kw. wraz ze strukturą) nie zmieniają naszego scenariusza dla krajowej gospodarki oraz polityki pieniężnej w nadchodzących miesiącach. W związku z tym oczekujemy, że trend spadkowy WIBOR będzie kontynuowany w oczekiwaniu na decyzję RPP w kolejnym tygodniu.

Znaczne wahania w związku z niepewnością ws Grecji

W ubiegłym tygodniu na rynku stopy procentowej utrzymała się znaczna zmienność. Z jednej strony krajowe dane makro wskazywały na obniżkę stóp procentowych przez RPP, wspierając krótki koniec krzywych. Z drugiej strony niepewność odnośnie dalszego rozwoju sytuacji w Grecji przyczyniała się do znaczącej zmienności rynku, głównie na środku i długim końcu krzywych. Wzrosty rentowności/stawek IRS wynikały również z nieznacznego osłabienia na rynkach bazowych (w skali tygodnia rentowność niemieckiej 10-latkki wzrosła o 5 pb). Mimo że rząd Grecji złożył wniosek o wydłużenie pakietu pomocowego o kolejne sześć miesięcy, nadal istnieje wiele problemów do przezwyciężenia. W konsekwencji awersja do ryzyka zdominowała nastroje rynkowe, powodując wzrost rentowności 10-letniego benchmarku powyżej 2,30%. Minutes FOMC, które zostały odebrane jako bardziej gołębie pomogły rynkowi nieco odetchnąć, choć było to tylko krótkoterminowe. Pomimo to na koniec tygodnia rentowności i stawki IRS były średnio o 10 pb powyżej zamknięcia w poprzednim tygodniu.

Krótki koniec krzywych jest dobrze zakotwiczony oczekiwaniami na redukcję stóp procentowych, podczas gdy długi koniec krzywych pozostał pod presją. W efekcie nastąpiło wystromienie obu krzywych; spready 2-10L rozszerzyły się, w szczególności dla IRS (do 52 pb z 36 pb tydzień wcześniej).

Interesujący tydzień na rynku długu

W tym tygodniu będzie wiele ciekawych wydarzeń i publikacji danych makro, które wpłyną na nastroje inwestorów. Po pierwsze inwestorzy wciąż czekają na rozwiązanie problemu Grecji. Wyniki piątkowego szczytu Eurogrupy wyznaczą drogę kierunek rynku na najbliższe tygodnie. Spodziewamy się odreagowania rynku jeśli Eurogrupa pozytywnie rozpatrzy wniosek Grecji. Po drugie, 24 lutego szefowa Fed wystąpi w Kongresie. Obawy, że retoryka wystąpienia okaże się mniej gołębia niż minutes może spowodować wzrost rentowności obligacji USA, co będzie negatywne dla wyceny aktywów na długim końcu krzywych. Po trzecie, publikowane krajowe dane powinny być neutralne dla rynku. Natomiast lepsze od oczekiwań dane ze strefy euro będą przekładały się na wyższe rentowności na rynkach bazowych, a tym samym będą negatywnie oddziaływać na wycenę krajowych krzywych.

Ministerstwo Finansów opublikuje plan emisji SPW na marzec. Plan na I kw. zakładał dwie aukcje standardowe i możliwość aukcji zamiany. Biorąc pod uwagę niepewną sytuację rynkową spodziewamy się tylko dwóch aukcji standardowej i zamiany. Bieżąca realizacja potrzeb pożyczkowych na poziomie 47% sugeruje, że nie ma potrzeby zalewania rynku obligacjami. Dlatego też informacje o ograniczonej podaży powinny wspierać rynek.

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