

TYGODNIK EKONOMICZNY

9 – 15 marca 2015

Rada Polityki Pieniężnej obcięła stopy procentowe o 50 pb i jednocześnie zadeklarowała zakończenie cyklu obniżek stóp procentowych. Ta decyzja spowodowała umocnienie złotego i osłabienie długiego końca krzywej rentowności. Wydaje się, że teraz największym ryzykiem dla deklaracji RPP o końcu syku jest ewentualne nadmierne umocnienie złotego. EBC zaczyna w poniedziałek program skupu aktywów i jeśli spowoduje to znaczący spadek EURPLN, to znacząco skomplikuje to życie bankierom centralnym. Jednak nie jest to nasz scenariusz bazowy i uważamy, że najprawdopodobniej faktycznie była to ostatnia zmiana stóp procentowych przed końcem tej kadencji Rady. Indeks PMI dla polskiego przemysłu obniżył się w lutym nieznacznie, potwierdzając, że aktywność gospodarcza pozostaje wysoka, a zatrudnienie dalej rośnie. Spodziewamy się, że kolejne dane o aktywności gospodarczej potwierdzą siłę ożywienia.

Ten tydzień nie będzie zbyt obfity w publikacje nowych danych makro, ale może być całkiem ciekawy w kontekście wydarzeń rynkowych, jako że program skupu obligacji EBC zaczyna się w poniedziałek i może to powodować spadek rentowności, oraz wypłaszczenie krzywych na bazowych rynkach strefy euro i kompresję spreadów na rynkach peryferyjnych. Może to pociągnąć za sobą również umocnienie polskich obligacji. W poniedziałek NBP zaprezentuje nowy *Raport o Inflacji*, w którym pokaże szczegóły dotyczące nowych prognoz. Analiza czynników, które spowodowały tak znaczące obniżenie prognoz inflacji banku centralnego na pewno będzie ciekawa. Dodatkowo w piątek poznamy odczyt CPI. Po mocnej deklaracji RPP, że cykl obniżek dobiegł końca, dane mogą już nie mieć tak silnego wpływu na rynek jak zwykle. Spodziewamy się spadku inflacji w lutym do -1,5% r/r, nieco poniżej prognozy rynkowej. Naszym zdaniem w tym miejscu deflacja osiągnie dołek i w kolejnych miesiącach zobaczymy stopniowe odbicie wzrostu cen. Jak co roku, GUS zrewiduje wagi w koszyku CPI bazując na strukturze konsumpcji gospodarstw domowych z zeszłego roku. Ten efekt jest trudny do oszacowania, ale naszym zdaniem spowoduje tylko nieznaczny wzrost wskaźnika inflacji (o mniej niż 0,01pp).

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (9 marca)							
8:00	DE	Eksport	I	% m/m	-1,5	-	3,4
9:00	CZ	CPI	II	% r/r	-0,1	-	0,1
10:00	PL	Prezentacja Raportu o inflacji					
WTOREK (10 marca)							
9:00	HU	CPI	I	% r/r	-1,2	-	-1,4
ŚRODA (11 marca)							
Brak publikacji ważnych danych							
CZWARTEK (12 marca)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	0,2	-	0,0
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	320
13:30	US	Sprzedaż detaliczna	I	% m/m	0,4	-	-0,8
PIĄTEK (13 marca)							
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	2,5	-	7,3
14:00	PL	CPI	II	% r/r	-1,3	-1,5	-1,3
14:00	PL	Podaż pieniądza	II	% r/r	8,6	8,8	8,5
15:00	US	Wstępny Michigan	III	pkt	96,0	-	95,4

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

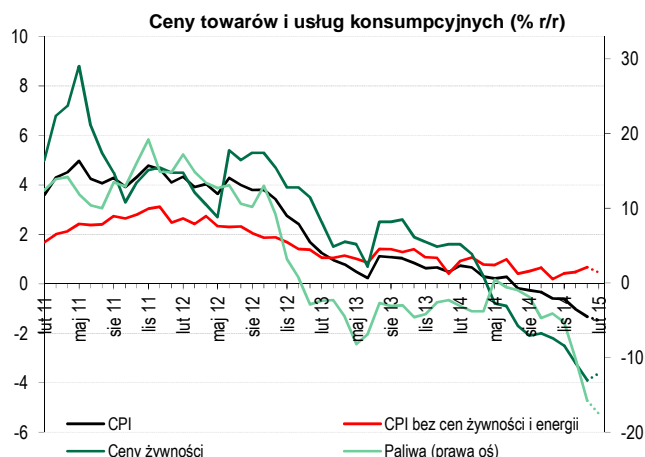
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

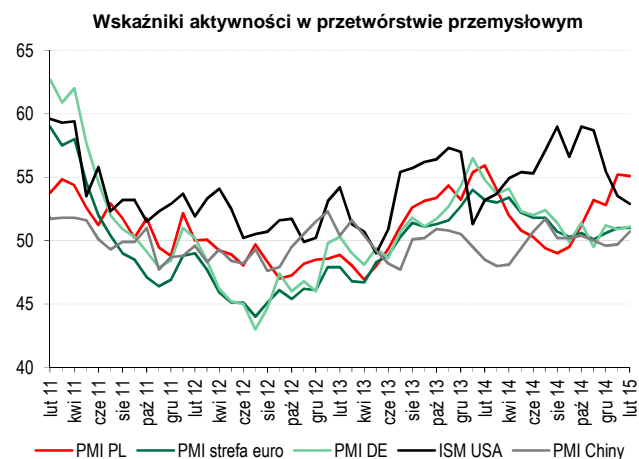
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Deflacja sięga dna



- Według naszych szacunków, w lutym dynamika CPI spadła do rekordowo niskiego poziomu -1,5% r/r (konsensus rynkowy jest nieco wyżej), głównie pod wpływem niższych cen transportu i wysokiej bazy cen tytoniu i alkoholu (brak podwyżki akcyzy w tym roku). To będzie prawdopodobnie najgłębsza deflacja w tym roku, jako że spodziewamy się odbicia CPI w pobliżu 1,0% r/r w grudniu. Od połowy lutego ceny paliw rosną pod wpływem drożejącej ropy naftowej na świecie. Rynek pracy jest w rozkwicie, solidnie rośnie zatrudnienie i płace. Dodatkowo, niższe stopy procentowe mogą wesprzeć konsumpcję. Te czynniki powinny wspierać szybszy wzrost inflacji w kolejnych miesiącach. Widzimy już pewien wzrost cen w niektórych kategoriach koszyka CPI i uważamy, że jest to sygnał odwracającego się trendu.
- Spodziewamy się lekkiego przyspieszenia wzrostu podaży pieniądza M3 w lutym pod wpływem mocniejszych depozytów.

Ostatni tydzień w gospodarce – RPP obcięła stopy o 50 pb, PMI spadł mniej niż oczekiwano



- Indeks PMI dla polskiego przemysłu obniżył się w lutym jedynie nieznacznie, do 55,1 pkt z 55,2 pkt, co było wynikiem lepszym od oczekiwań. Tempo wzrostu produkcji i nowych zamówień (w tym eksportowych) lekko się obniżyło wobec stycznia, ale pozostało solidne. Mocny wzrost zanotował subindeks zatrudnienia – do najwyższego poziomu od stycznia 2014 oraz drugiego najwyższego w historii badania. Dane wskazują, że krajowy sektor przetwórczy nadal jest w fazie ekspansji, a przedsiębiorcy na tyle optymistycznie patrzą w przyszłość, że coraz śmielej zatrudniają pracowników.
- Rada Polityki Pieniężnej zaskoczyła obniżką stóp o 50 pb. Wygląda na to, że RPP wolała skondensować cykl obniżek i w jednym ruchu dostosować stopy do nowego środowiska (głębsza deflacja) i nowych prognoz (projekcja NBP pokazuje wzrost CPI na poziomie 1% w 2016-2017). Komunikat RPP wyraźnie stwierdził, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej został zamknięty i była to zapewne ostatnia zmiana stóp procentowych dokonana przez RPP obecnej kadencji (która kończy się na początku 2016 r.).

- RPP pokazała główne wyniki projekcji NBP. Prognoza inflacji pokazuje bardzo niską ścieżkę CPI ze środkiem przedziału nieco poniżej 1% w 2016, tylko lekko powyżej tego poziomu w 2017 oraz brakiem perspektyw na osiągnięcie celu w średnim terminie. Oczekiwania NBP na 2016 i 2017 są zatem niższe od naszych (my spodziewamy się osiągnięcia celu w 2017 r.) Scenariusz NBP nie uwzględnia efektów obniżki stóp o 50 pb, ale prezes Belka powiedział, że nawet gdyby prognozy wzięły to pod uwagę, to wpływ na projekcję inflacji nie byłby znaczny. Jeśli chodzi o projekcję PKB, środek przewidywanego przedziału przesunął się lekko w górę, szczególnie dla 2015 r. (o ok. 0,5 pkt. proc.), a projekcja na 2017 r., pokazana po raz pierwszy, zakłada utrzymanie umiarkowanego tempa wzrostu. Ścieżka wzrostu PKB jest mniej więcej zgodna z naszymi oczekiwaniami.

Projekcje NBP w kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB			
	Mar 14	Lip 14	Lis 14	Mar 15
2015	2,7-4,8	2,6-4,5	2,0-3,7	2,7-4,2
2016	2,3-4,8	2,3-4,5	1,9-4,2	2,2-4,4
2017	-	-	-	2,4-4,6
	Inflacja CPI			
	Mar 14	Lip 14	Lis 14	Mar 15
2015	1,0-2,6	0,5-2,1	0,4-1,7	-1,0-0,0
2016	1,6-3,3	1,3-3,1	0,6-2,3	-0,1-1,8
2017	-	-	-	0,1-2,2

Cytat tygodnia – Nie ma już miejsca na dalsze obniżki

Marek Belka, prezes NBP, 06.03.2015, konferencja RPP

W 2017 inflacja nie sięga celu, ale ma szansę znaleźć się powyżej dolnej granicy odchyleń (...) Wpływ obniżki stóp o 50pb nie jest taki, aby drastycznie zmienić inflację.

Biorąc pod uwagę aktualną sytuację gospodarczą, to czego możemy się spodziewać na podstawie projekcji i obserwacji przez nas trendów ekonomicznych, nie widzę miejsca na dalsze obniżki (...) Nie sądzę aby dziś można było mówić o jakimkolwiek realnym scenariuszu który by miał naruszyć to wskazanie z komunikatu (koniec cyklu obniżek).

Jeśli chodzi o interwencje (walutowe) to myślimy już w zasadzie zapomnieli o czymś takim.

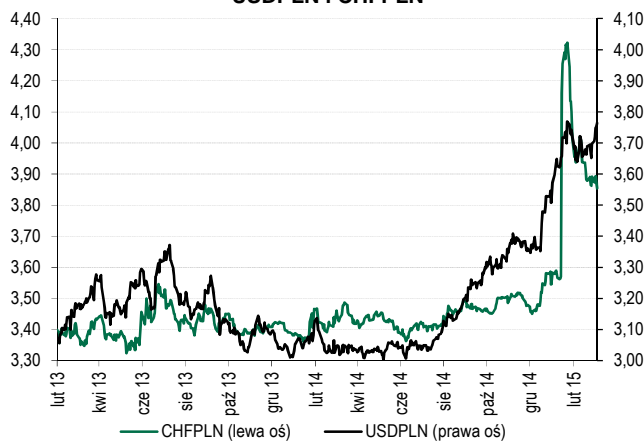
RPP zdecydowała się zakończyć cykl łagodzenia polityki pieniężnej pomimo faktu, że projekcja NBP sugeruje, że inflacja nie wróci do celu w ciągu najbliższych trzech lat (sic!). Prezes Belka przyznał, że Rada zwróciła się do NBP o prognozę wpływu obniżki o 50 pb na inflację i okazało się, że nie zmienia to znacząco projekcji. A zatem, albo RPP nie uwierzyła w wyniki projekcji (co już zdarzało się w przeszłości) albo po prostu wciągnęła białą flagę i postanowiła pozostawić zadanie sprowadzenia inflacji do celu kolejnej Radzie. Marek Belka podkreślił podczas konferencji prasowej, że Rada nie celuje w żaden konkretny poziom kursu walutowego i że w zasadzie nie pamięta już, co to są interwencje walutowe. Nie było to najszcześliwsze stwierdzenie, naszym zdaniem, gdyż to właśnie mocna aprecjacja złotego może najbardziej skomplikować prowadzenie polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach.

Rynek walutowy – EURPLN poniżej ważnego wsparcia

EURPLN



USDPLN i CHFPLN

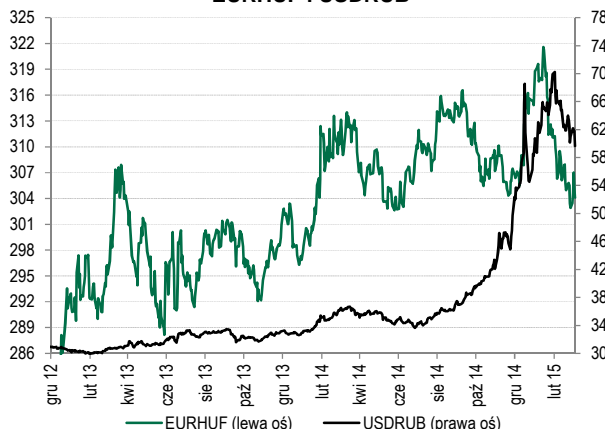


— CHFPLN (lewa oś) — USDPLN (prawa oś)

EURUSD



EURHUF i USDRUB



— EURHUF (lewa oś) — USDRUB (prawa oś)

EURPLN najniżej od lipca 2014...

▪ Decyzja RPP miała największy wpływ na złotego w minionym tygodniu. Większa od oczekiwań obniżka stóp osłabiła krajową walutę, ale deprecjacja była tylko chwilowa, bowiem rynek większą wagą przyłożył do mocnej deklaracji o końcu cyklu obniżek. Złotego wsparły także słowa szefa NBP, że „można się spodziewać presji aprecjacyjnej” na złotego m.in. w wyniku działań EBC oraz że bank centralny zapomniał już, co to są interwencje walutowe (sugerując, że NBP nie będzie reagował na ewentualne umocnienie złotego). W rezultacie, EURPLN przebił wsparcie na 4,14 i osiągnął 4,11, najniższy poziom od lipca 2014. Krajowa waluta zyskała też nieco do franka. Ruch w dół CHFPLN (do 3,84 z 3,86) był napędzany przez spadające EURPLN i całkiem stabilnego EURCHF. Ten drugi nie podążył za spadającym EURUSD, bowiem pojawiły się plotki, że szwajcarski rząd naciska na SNB, by ten powrócił do dolnego tolerowanego poziomu dla EURCHF by wesprzeć gospodarkę.

▪ Jeszcze przed środową obniżką stóp rynek wycenił, że łączna skala luzowania polityki pieniężnej przekroczyć może nawet nieco 50 pb. Reakcja rynku na decyzję RPP wskazuje, że ogłoszenie końca cyklu obniżek było najważniejszą konkluzją z ostatniego posiedzenia. Do tej pory oczekiwaliśmy, że nawet do kwietnia EURPLN będzie się raczej poruszał w trendzie bocznym m.in. z powodu perspektyw cięć stóp w Polsce. Teraz oczekiwania na dalsze luzowanie polityki pieniężnej zniknęły i z tego powodu dostosowaliśmy nasze prognozy średniego EURPLN – do 4,13 z 4,15 w maju i do 4,12 z 4,14 w czerwcu.

▪ Miniony tydzień był trzecim z rzędu spadków EURPLN. Od marca 2014 było pięć (włączając ostatnią) trzytygodniowych fal spadkowych EURPLN, które były poprzedzone przez co najmniej jeden tydzień wzrostów. Tylko w 2013 były trzy czterotygodniowe fale spadkowe EURPLN. Ten tydzień jest dość ubogi, jeśli chodzi o publikację ważnych danych, więc brak nowych impulsów mógłby być powodem do realizacji zysków. Od poniedziałku rusza jednak program skupu aktywów przez EBC i oczekuje się, że część dodatkowej płynności dostarczonej przez bank centralny na europejski rynek trafi również na polski rynek. Pierwszy tydzień programu QE może być wskazówką odnośnie efektów, jakich można się po nim spodziewać w kolejnych miesiącach.

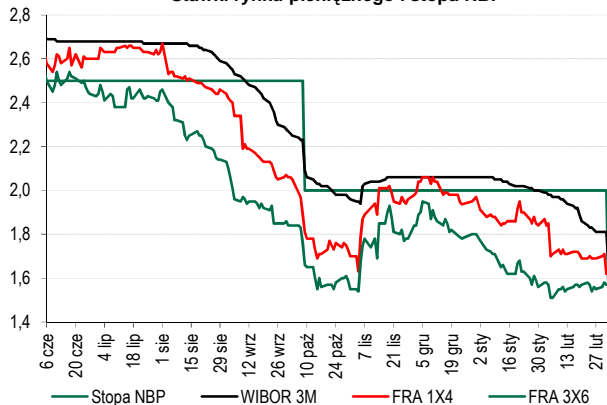
... a EURUSD od września 2003

▪ Po ośmiu kolejnych miesiącach spadków, EURUSD spadł również w pierwszym tygodniu marca i osiągnął najniższy poziom od września 2003 (poniżej 1,09). Dolar dalej się umacniał pod wpływem wyraźnej rozbieżności w nastawieniu w polityce pieniężnej w strefie euro i USA. Poza tym, dodatkową presję na wspólną walutę wywierała perspektywa rozpoczęcia QE już w ten poniedziałek oraz mocne dane z rynku pracy USA.

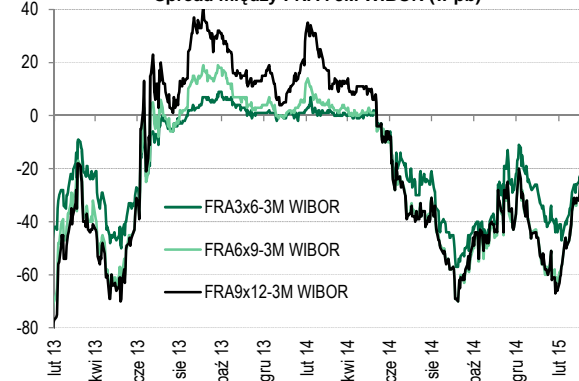
▪ Do tej pory, trend spadkowy EURUSD był napędzany głównie przez oczekiwania na poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC. Odreagowanie euro po ogłoszeniu QE przez EBC w styczniu było tylko chwilowe i EURUSD powrócił do trendu spadkowego. Teraz, bank centralny w końcu rozpocznie skup obligacji w skali wyraźnie większej, niż miesięczna podaż netto. Faktyczny napływ środków na rynek połączony z negatywną stopą depozytową może wywierać presję na euro także w kolejnych tygodniach. Następane wsparcie dla EURUSD jest na 1,076.

Rynek stopy procentowej – Czy EBC pchnie rentowności niżej?

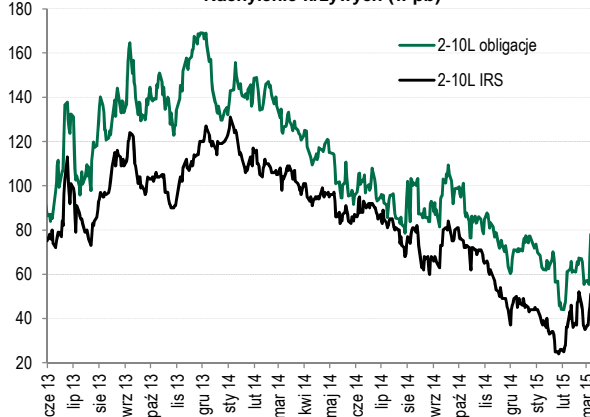
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



Spread między FRA i 3M WIBOR (w pb)



Nachylenie krzywych (w pb)



IRS vs. stopa referencyjna NBP



WIBOR w dół, krzywe stromią się po RPP

▪ Obniżka stóp przez RPP o 50 pb w jednym ruchu miała istotny wpływ na stawki WIBOR – krzywa obniżyła się o 11-22 pb, najmocniej na krótkim końcu, a najslabiej na długim. Nastąpił tym samym powrót krzywej do normalnego kształtu w sektorze 1-12 miesięcy, tj. ponownie stawka 1M jest najniższą (1,64%), a 12M najwyższą (1,68%). Spodziewamy się, że wobec mocnej deklaracji o zakończeniu cyklu obniżek stóp, stawki WIBOR pozostaną blisko bieżących poziomów w kolejnych miesiącach, zanim nie zaczną lekko rosnąć w drugiej połowie 2016 w obliczu zbliżających się podwyżek stóp. FRA już przed decyzją wyceniły obniżkę stóp o 50 pb w kolejnych miesiącach i decyzja RPP nie wywołała żadnej reakcji tego rynku. Po wyraźnym dostosowaniu WIBOR-ów, teraz FRA wyceniają stabilizację 3-miesięcznej stawki w nadchodzących 12 miesiącach. Pierwszy raz od czerwca 2014 rynek FRA widzi nawet pewne szanse na podwyżki stóp – FRA18x21 i 21x24 są odpowiednio 13 pb i 19 pb powyżej 3-miesięcznego WIBOR-u. Uważamy, że oczekiwania rynku na stabilny WIBOR w tym roku i lekkie wzrosty w pierwszej połowie 2016 są uzasadnione.

▪ Krzywe IRS i obligacyjna wystromiły się dość wyraźnie w zeszłym tygodniu po decyzji RPP – krótkie końce wzrosły mniej (ok. 1-0 pb) niż środek i długi koniec (ok. 25-30 pb). Rentowność 10-letniego benchmarku przebiła 2,40%, a 5-letniego osiągnęła 2,13%. 10-letni IRS osiągnął 2,28%, a 5-letni 2,05%. Obok decyzji RPP, polski rynek był pod presją osłabiającego się Bunda i mocnych danych z rynku pracy USA.

Krajowe czynniki już nie będą trzymać krzywych nisko

▪ Po tym jak RPP ogłosiła zakończenie cyklu obniżek uważamy, że krajowe czynniki nie będą już utrzymywać IRS i rentowności nisko. Oczekujemy niższego od oczekiwań CPI za luty, ale nie sądzimy, aby odczyt ten miał wyraźny i trwały wpływ na rynek w sytuacji kiedy nie ma już perspektyw na dalsze obniżki stóp. Nowa projekcja inflacyjna przygotowana przez NBP przewiduje bardzo niską ścieżkę inflacyjną (poniżej naszej prognozy), ale nie powstrzymało to RPP przed ogłaszaniem końca cyklu. Dlatego nie uważamy, aby piątkowy odczyt inflacji miał istotny wpływ na obligacje/IRS. Jednocześnie, oczekujemy dość dobrych danych z polskiej gospodarki publikowanych w kolejnych tygodniach, co może wywierać wzrostową presję na stawki. Uważamy, że krzywa IRS jest zbyt nisko biorąc pod uwagę możliwe stopniowe odbicie inflacji i dalszy niezły wzrost gospodarczy wspierany popytem krajowym. Jedynym czynnikiem, który mógłby sprawić, że rentowności obligacji powróciłyby do spadków to napływ kapitału portfelowego na polski rynek w wyniku luzowania polityki pieniężnej w strefie euro. EBC rozpoczyna w tym tygodniu program skupu aktywów i być może zobaczymy jego pierwszy wpływ na polski rynek.

▪ W tym tygodniu Ministerstwo Finansów zaoferuje obligacje DS0725, WZ0124 i WS0428. Najnowsze dane resortu wskazują, że na koniec stycznia nierezydenci posiadali prawie 80% ówczesnej emisji DS0725. Ta grupa kontynuuje zakupy tego papieru od września a od kiedy obligacja ta została po raz pierwszy wyemitowana (czerwiec 2014), był tylko jeden miesiąc nieznaczniego sprzedawania. Wśród nierezydentów, największymi posiadaczami są fundusze inwestycyjne – 31% wśród inwestorów zagranicznych i 24% wyemitowanej obligacji. W przypadku WS0428 i WZ0124 głównymi posiadaczami są krajowi inwestorzy – odpowiednio 77% i 98%. Luzowanie polityki pieniężnej w strefie euro powinno wg nas sprzyjać popytowi na czwartkowej aukcji.

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