

TYGODNIK EKONOMICZNY

23 – 29 marca 2015

Posiedzenie FOMC, czyli kluczowe wydarzenie zeszłego tygodnia, zaskoczyło inwestorów swoim gołębiym wydźwiękiem. O ile Fed usunął z komunikatu deklarację o „cierpliwości” odnośnie terminu podwyżek stóp, to wprowadził sporo innych zmian w komunikacie oraz obniżył swoje prognozy PKB i inflacji a także neutralnej stopy bezrobocia, co w ostatecznym rozrachunku schłodziło oczekiwania co do terminu pierwszej podwyżki stóp w USA. To spowodowało gwałtowne choć krótkotrwałe osłabienie dolara i znaczące oraz bardziej trwałe umocnienie na rynku długu. Poza bardziej odległą perspektywą podwyżek stóp w USA, wsparciem dla polskiej waluty były względnie mocne dane makro, zwłaszcza dane o bilansie płatniczym, które pokazały solidny wzrost eksportu oraz rekordowo wysoką nadwyżkę handlową w styczniu. Inne dane makro opublikowane w zeszłym tygodniu również były całkiem niezłe, potwierdzając poprawę aktywności w przemyśle i budownictwie oraz na rynku pracy. Wzrost sprzedaży detalicznej był raczej rozczarowujący, ale naszym zdaniem nie odzwierciedla to prawdziwego trendu w popycie konsumpcyjnym w ostatnich miesiącach. Rosnące zatrudnienie i płace oraz wciąż korzystne nastroje konsumentów sugerują, że wzrost wydatków gospodarstw domowych powinien przyspieszać, co wydaje się potwierdzać wzrost marcowego wskaźnika koniunktury dla handlu detalicznego.

Jedyną pierwszoplanową publikacją w Polsce w tym tygodniu będzie stopa bezrobocia rejestrowanego, która prawdopodobnie potwierdzi dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy. Dodatkowo, GUS opublikuje Biuletyn Statystyczny, zawierający sporo szczegółowych informacji o stanie gospodarki. Jednak uwaga rynku skoncentruje się na publikacjach za granicą, gdzie zobaczymy część z najważniejszych wskaźników koniunktury ze strefy euro (w tym wstępne indeksy PMI, wskaźniki nastrojów przedsiębiorców i konsumentów) oraz przemówienia niektórych przedstawicieli Fed.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (23 marca)							
15:00	US	Sprzedaż domów	II	mln	4,94	-	4,82
WTOREK (24 marca)							
2:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	III	pkt	50,4	-	50,7
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	III	pkt	51,5	-	51,1
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	III	pkt	51,5	-	51,0
10:00	PL	Stopa bezrobocia	II	%	12,0	12,0	12,0
13:30	US	CPI	II	% m/m	0,2	-	-0,7
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	1,95	-	2,1
15:00	US	Sprzedaż nowych domów	II	tys.	475	-	481
ŚRODA (25 marca)							
10:00	DE	Indeks Ifo	III	pkt	107,2	-	106,8
13:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	II	% m/m	0,5	-	2,8
CZWARTEK (26 marca)							
	PL	Aukcja zamiany obligacji					
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	291
PIĄTEK (27 marca)							
13:30	US	Finalny PKB	IV kw.	% kw./kw.	2,4	-	5,0
15:00	US	Indeks Michigan	III	pkt	91,8	-	91,2

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 Luzziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

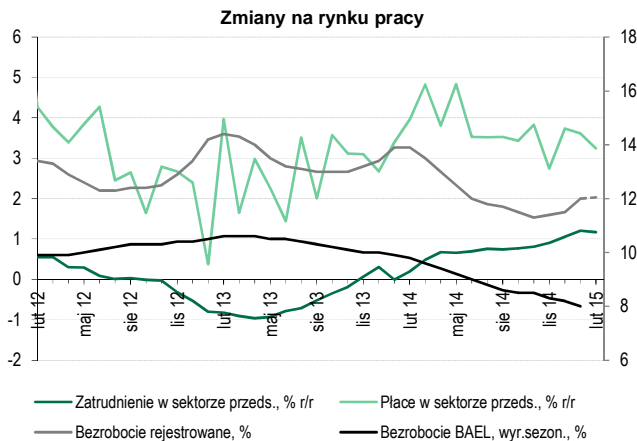
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

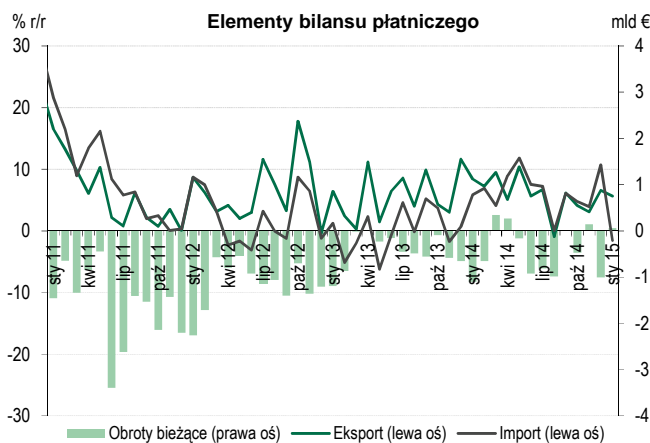
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Wciąż dobre wieści z rynku pracy



- Według naszych szacunków, stopa bezrobocia rejestrowanego utrzymała się na poziomie 12,0% w lutym, ale w ujęciu odsezonowanym obniżyła się do 11,3% z 11,4% w styczniu, osiągnąwszy najniższy poziom od sierpnia 2009 r.
- Poprawa sytuacji na rynku pracy jest widoczna od połowy 2013 r. i spodziewamy się dalszych spadków stopy bezrobocia w krótkim i średnim okresie. W krótkim okresie silny popyt krajowy i ożywienie popytu zagranicznego przełożoną się na wyższy popyt na pracę. W średnim okresie spadek stopy bezrobocia będzie wynikał z kurczącej się populacji w wieku produkcyjnym (choć ten trend będzie spowalniany przez rosnącą aktywność gospodarczą w starszych grupach demograficznych).
- Według raport NBP o rynku pracy, obecne kohorty w niemobilnym wieku produkcyjnym radzą sobie lepiej niż wcześniejsze, wykazując wyższą aktywność na rynku pracy i charakteryzując się niższą szansą na bezrobocie.

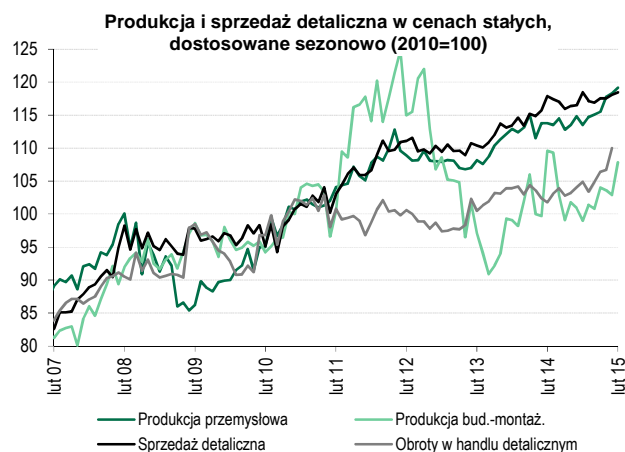
Ostatni tydzień w gospodarce – Mocna produkcja i eksport, słabsza sprzedaż i płace



- W styczniu nadwyżka obrotów bieżących wyniosła 56 mln € w wyniku zaskakująco wysokiego eksportu i niższego od prognoz importu. Poprawa eksportu to zapewne wynik ożywienia w strefie euro, a słabość importu to głównie efekt niższych cen surowców, a nie słabości popytu krajowego. Dane zwiększają nasz optymizm odnośnie wzrostu w kolejnych kwartałach.

- Wzrost przeciętnych płac w firmach spowolnił w lutym do 3,2% r/r (z 3,6% r/r), a zatrudnienie wzrosło 1,2% r/r (tak jak w styczniu) rosnąc nieco wolniej od prognoz. Najprawdopodobniej spowolnienie wzrostu płac wynikało głównie z niższych premii w górnictwie. Szacujemy, że w pozostałych sektorach wzrost wynagrodzeń był nadal niezły. Zatrudnienie było nieco rozczarowujące, ale trudno na razie wyciągać z tego mocne wnioski, jako że większość ostatnich badań koniunktury wskazuje, że popyt firm na nowych pracowników pozostaje wysoki. Realny fundusz płac w sektorze firm nadal rośnie w solidnym tempie (6,2% r/r w lutym wobec 6,4% r/r w styczniu), co wspiera prognozy szybkiego wzrostu konsumpcji prywatnej.

- Produkcja przemysłowa urosła w lutym 4,9% r/r, a produkcja budowlano-montażowa spadła o 0,3% r/r. Wynik w przemyśle był nieco zaniżony spadkami produkcji w górnictwie i produkcji energii (-11,3% r/r), ale w samym przetwórstwie zanotowano imponujący wzrost o 6,6% r/r. Na budowlankę negatywnie wpłynął efekt wysokiej bazy, ale indeks wyrównany sezonowo odbił w górę. W sumie, dane o produkcji wydają się nam dość dobre, wskazując na podtrzymanie wzrostu. Realna sprzedaż detaliczna wzrosła o 2,4% r/r, a nominalnie spadła o 1,3% r/r m.in. za sprawą pogłębienia spadku cen (-3,6% r/r). Wynik był słaby, ale mamy wątpliwości, czy faktycznie te dane dobrze oddają aktualne tendencje w zakresie popytu konsumpcyjnego.



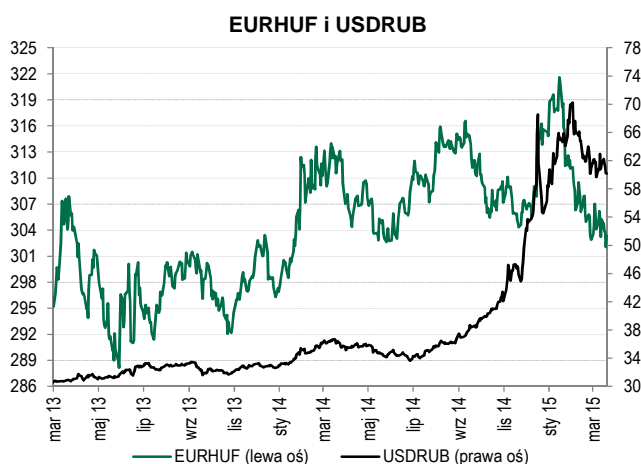
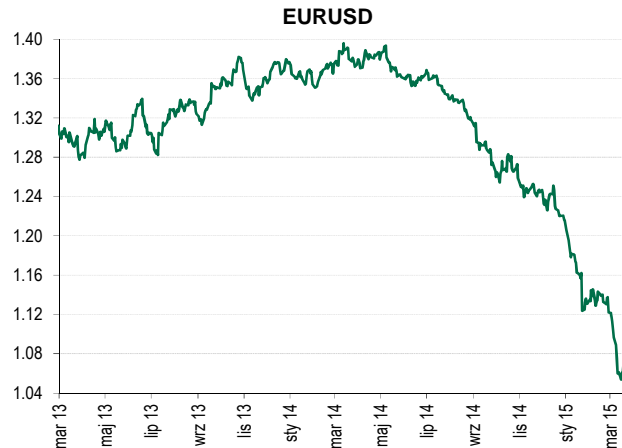
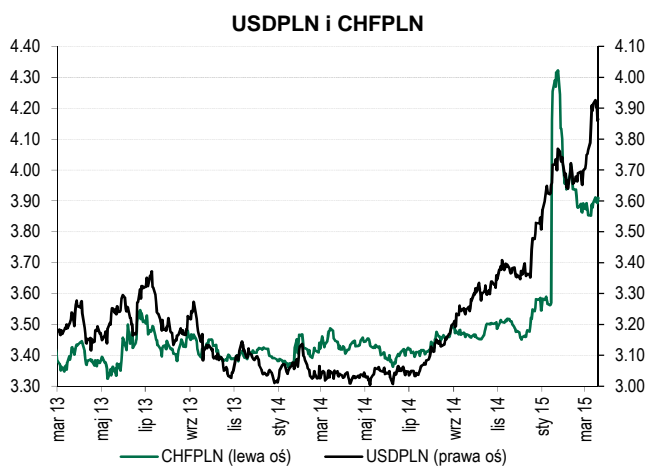
Cytat tygodnia – Dostosowanie stóp procentowych w razie nieoczekiwanych wstrząsów jest możliwe

Minutes z marcowego posiedzenia RPP, NBP

Dyskutując na temat skali obniżenia stóp procentowych i ich docelowego poziomu w obecnym cyklu, większość członków Rady oceniła, że stopy procentowe powinny zostać dostosowane jednorazowo, tak by skala obniżki była istotna, co oddziaływałoby też w kierunku zmniejszenia niepewności co do przyszłej polityki pieniężnej. W tym kontekście członkowie ci byli także zdania, że jednorazowej znacznej obniżce stóp procentowych powinno towarzyszyć stwierdzenie, że taka decyzja stanowi zakończenie obecnego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. W ocenie większości członków Rady takie stwierdzenie nie uniemożliwiłoby dostosowania stóp procentowych w razie wystąpienia nieoczekiwanych silnych wstrząsów w polskiej gospodarce lub jej otoczeniu.

Opis dyskusji z marcowego posiedzenia RPP wskazuje, że większość członków Rady opowiedziała się za jednorazową, znaczącą obniżką, co w ich ocenie zmniejszyło niepewność co do przyszłej polityki pieniężnej. Byli też zgodni, że decyzji powinno towarzyszyć stwierdzenie o zakończeniu cyklu łagodzenia polityki monetarnej. Jednak to nie zamyka drzwi do dalszych dostosowań stóp – większość członków RPP jest zdania, że w razie wystąpienia nieoczekiwanych silnych wstrząsów w polskiej gospodarce lub jej otoczeniu Rada powinna zareagować. Sądymy, że takim wstrząsem mogłoby być znaczące umocnienie złotego, np. w konsekwencji luzowania polityki monetarnej przez EBC. Nie jest to jednak nasz bazowy scenariusz – spodziewamy się jedynie stopniowej aprecjacji krajowej waluty. Przy takim założeniu oczekujemy, że stopy w Polsce pozostaną bez zmian przynajmniej przez rok i dopiero w drugiej połowie 2016 r. czekają nas pierwsze podwyżki.

Rynek walutowy – Trend boczny wciąż bardzo prawdopodobny



Pozytywny tydzień dla złotego ...

W minionym tygodniu złoty dość znacząco zyskał w relacji do głównych walut. Wsparciem dla krajowej waluty były silne dane o eksporcie Polski i wynik marcowego posiedzenia Fed – retoryka FOMC była bardziej gołębia mimo usunięcia wyrażenia „cierpliwy” z komunikatu. W konsekwencji EURPLN spadł tymczasowo do 4,109 (najniżej od czerwca 2014 r.) po osiągnięciu 4,15 przed posiedzeniem FOMC. Umocnienie złotego wobec dolara było bardziej znaczące. Kurs USDPLN tymczasowo spadł do 3,75 (z ok. 3,92 przed decyzją), ale szybko powrócił w okolice 3,85. W skali tygodnia złoty najbardziej umocnił się wobec funta (o 2,1%) i dolara amerykańskiego (o 1,3%).

Pozytywny impuls wynikający z retoryki Fed stracił na sile na koniec tygodnia. Perspektywa pierwszej podwyżki stóp przez FOMC oddaliła się jednak, co wraz z luzowaniem polityki pieniężnej przez EBC i zakończeniem cyklu obniżek przez RPP powinno – razem z niezłymi danymi z kraju – wspierać złotego w kolejnych tygodniach. Ostatnie zmiany jakie zaszły na kursie EURPLN nie zmieniają jego perspektyw z punktu widzenia analizy technicznej. Silnym wsparciem dla kursu pozostaje poziom 4,11, a strefa oporu to 4,16-4,18. W tym tygodniu EURPLN powinien pozostać w tym przedziale. Impulsem, który może pchnąć EURPLN w kierunku strefy oporu mogą być mocniejsze dane z gospodarki USA.

... i pozostałych walut regionu

Waluty pozostałych krajów regionu również zyskały dzięki gołębim sygnałom z FOMC. Kurs EURHUF tymczasowo spadł w okolice 301 (14-miesięcznego dołka), wspierany przez oczekiwania na pozytywną ocenę Węgry przez agencję S&P (powszechnie oczekuje się podwyższenia perspektyw ratingu tego kraju). W minionym tygodniu czeska korona umocniła się do 27,14 za euro i zbliżyła się do poziomu wyznaczonego dla EURCZK przez bank centralny na 27. W tym samym czasie umocnił się rubel, kurs USDRUB obniżył się do 58,8. Kurs jednak szybko powrócił do prawie 61 w wyniku sprzedaży walut obcych przez eksporterów, który przygotowują się do płatności podatkowych.

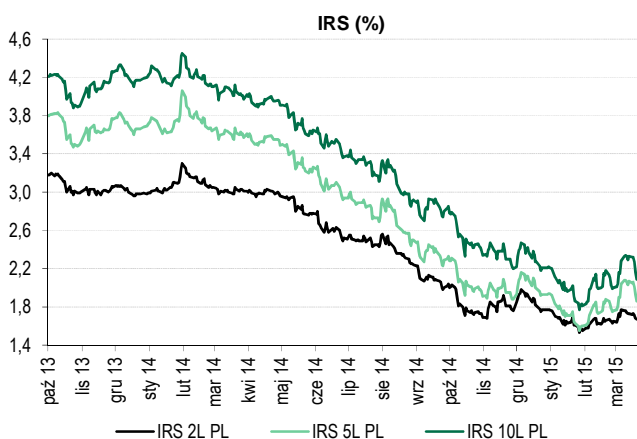
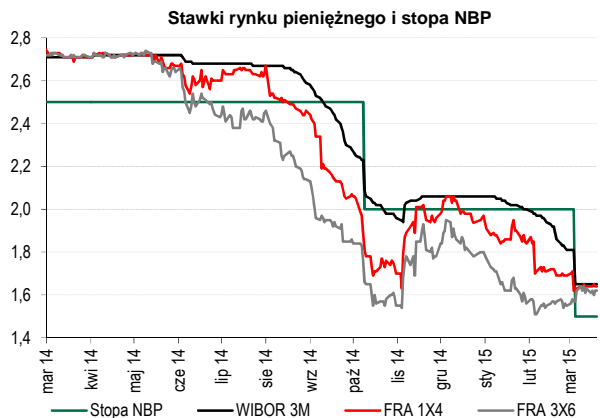
W tym tygodniu nastroje inwestorów będą pod wpływem czynników zewnętrznych, ale i czynników krajowych, w szczególności decyzji banków centralnych. Sądzimy, że bank centralny Węgier może zdecydować się na obniżkę stop procentowych, co oznaczałoby wzrost zmienności na rynku i osłabienie forinta do ok. 305 za euro. W przypadku Czech, polityka monetarna banku centralnego nie powinna znacząco się zmienić, a w związku z tym spodziewamy się stabilizacji EURCZK nieco poniżej 27,5.

Znaczący wzrost EURUSD po Fed był krótkotrwały

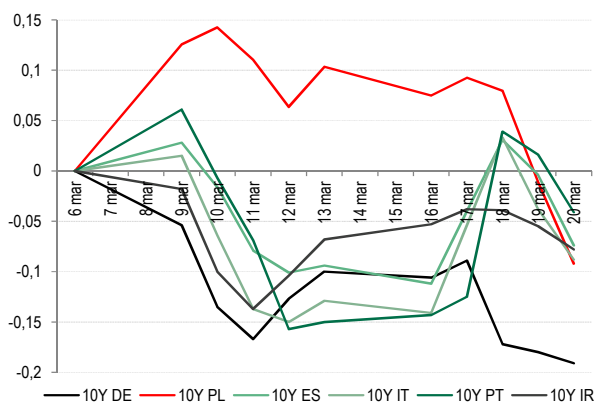
Gołębi wydźwięk komunikatu FOMC po marcowym posiedzeniu spowodował gwałtowny wzrost EURUSD do prawie 1,10. Był to największy jednosesyjny ruch kursu w górę dokładnie od 6 lat. 18 marca 2009 Fed również pozytywnie zaskoczył rynek zapowiadając większy od oczekiwań skup papierów skarbowych, co gwałtownie osłabiło dolara. Jednak tym razem ruch okazał się krótkotrwały, dolar odrobił część strat i na koniec tygodnia EURUSD jest blisko 1,08.

W tym tygodniu inwestorzy poznają szereg danych makro z Europy i USA, w tym kluczowe wskaźniki koniunktury. W naszej ocenie dane te potwierdzą pozytywne tendencje zachodzące w obu gospodarkach. A w związku z tym spodziewamy się trendu bocznego na EURUSD. Kurs będzie pozostawał w przedziale 1,047 – 1,10 w oczekiwaniu na miesięczne dane z rynku pracy czy też finalne odczyty PMI, których publikacja nastąpi w kolejnym tygodniu.

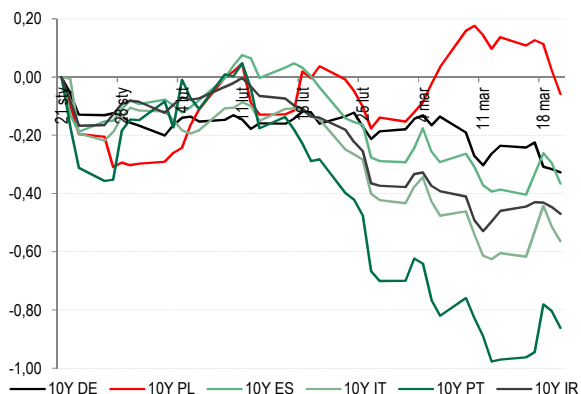
Rynek stopy procentowej – Polski dług zyskuje, ale i tak odstaje od Europy



Zmiana rentowności od początku QE



Zmiana rentowności od początku QE



Rynek bez zmian, IRS i rentowności w dół po FOMC...

▪ Rynek pieniężny był w minionym tygodniu stabilny, stawki WIBOR od 1 do 12 miesięcy nie zmieniły się, a FRA poruszały w trendzie bocznym. Dane z kraju były mieszane i nie wygenerowały żadnego kierunkowego ruchu.

▪ Wydzźwięk posiedzenia FOMC miał największy wpływ na polskie IRS i obligacje w zeszłym tygodniu. Choć z komunikatu Fed zniknęło sformułowanie o „cierpliwości” odnośnie terminu rozpoczęcia podwyżek stóp, to jego ogólny ton i wypowiedzi szefowej Fed Jannet Yellen w trakcie konferencji prasowej były znacznie jastrzębiej niż się spodziewano. Oddalenie się w ocenie rynku pierwszej podwyżki stóp Fed umocniło obligacje na świecie i trend ten był widoczny również w Polsce. Rentowność krajowej 10-letki przebiła w końcu wsparcie na 2,40% i osiągnęła 2,25%, najniższy poziom od ostatniego posiedzenia RPP na początku marca. 5-letnia rentowność też spadła o 20 pb, a 2-letnia o 5 pb. Krzywa IRS przesunęła się w dół w podobnej skali, 2-letnia stawka do 1,68%, 5-letnia do prawie 1,85% a 10-letnia do ok. 2,10%.

... ale i tak zostają w tyle za Europą

▪ Miniony tydzień był drugim kiedy EBC skupował obligacje państw strefy euro. W tym czasie, rentowności na rynkach bazowych spadły najmocniej, podczas gdy w przypadku peryferii odnotowano tylko nieznaczne zmiany. Taka ostrożna reakcja rynku na rozpoczęcie QE może wynikać z faktu, że rynek zaczął się dość agresywnie umacniać już w momencie ogłoszenia programu przez EBC.

▪ Czwartym wykres dość wyraźnie pokazuje, że rentowność krajowej 10-letki wyraźnie pozostaje w tyle za zmianami obserwowanymi na rynku strefy euro. Sugeruje to, że wpływ QE na polskie obligacje może być opóźniony, bowiem europejscy inwestorzy mogą w pierwszej kolejności zdecydować się na zakup długu państw strefy euro, a alternatywnych lokat kapitału zacząć szukać kiedy rentowności w Europie zbliżą się jeszcze bardziej lub osiągną zero. Dopiero wtedy moglibyśmy odnotować wyraźniejszy napływ zagranicznego kapitału na polski rynek.

▪ Warto jednocześnie odnotować, że udział nierezydentów w polskich, rynkowych, złotych obligacjach jest już całkiem wysoki – 40% na koniec stycznia. Inwestorzy zagraniczni są już największą grupą posiadającą polskie obligacje. Jeśli wyłączymy niewielkie udziały zagranicy w seriach WZ/IZ (nierezydenci utrzymywali zazwyczaj ok. 5% w tych seriach w ostatnich latach), to jej średni udział w poszczególnych seriach wynosi 45%. Spośród 22 serii obligacji o stałym kuponie, w 9 z nich zagranica miała na koniec stycznia udział większy niż 50%. Wyróżnia się tu 10-letni benchmark, DS0725, gdzie zagranica ma prawie 80% udziału. Ten czynnik może potencjalnie ograniczyć chęć inwestorów zagranicznych do zwiększania ekspozycji na polski dług, np. w wyniku obaw o płynność rynku w sytuacji chęci sprzedaży obligacji.

▪ W tym tygodniu odbędzie się aukcja zamiany obligacji. Ministerstwo Finansów będzie chciało odkupić papiery OK0715, PS0415 i DS1015. Wg najnowszych danych, na koniec stycznia nierezydenci posiadali prawie 24 mld zł tych obligacji. Sądzymy, że w obliczu ostatniej mniej jastrzębiej retoryki FOMC i luzowania polityki pieniężnej przez EBC inwestorzy zagraniczni zdecydują się raczej na zrolowanie pozycji. Także fakt, że polskie obligacje zyskały w końcu w ostatnich dniach dość wyraźnie może zachęcić inwestorów do chęci podłączenia się do ruchu w obliczu powyższych pozytywnych okoliczności rynkowych.

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