

TYGODNIK EKONOMICZNY

7 – 13 grudnia 2015

Decyzja EBC przesłoniła dane makro publikowane w minionym tygodniu. Rozczarowanie skalą poluzowania polityki pieniężnej przez bank centralny wywołało wyprzedaż aktywów na globalnym rynku. Euro zyskało do dolara, rentowności obligacji wzrosły, indeksy giełdowe gwałtownie spadły, a waluty CEE osłabiły się. W efekcie, EURPLN wzrósł powyżej 4,30, a rentowność polskiej 10-latki osiągnęła ponad 2,90%. Osłabienie polskiego długu było dodatkowo wzmocnione przez rosnące ryzyko poluzowania polityki fiskalnej. Dane z kraju miały tymczasem mieszany wydźwięk – nieco szybszy od prognoz wzrost PKB był napędzany głównie eksportem netto, podczas gdy inwestycje rozczarowały. Nadal oczekujemy stabilizacji tempa wzrostu gospodarczego na ok. 3,5% w kolejnych kwartałach. Z drugiej strony, wstępny listopadowy CPI wzrósł mniej niż oczekiwano, co oznacza że inflacja będzie trwała dłużej i zakończy się na początku 2016, a nie pod koniec 2015. Listopadowy PMI dla polskiego przemysłu też zaskoczył na minus (odczyt poniżej naszej prognozy), chociaż jego główne komponenty pozostały na solidnych poziomach. RPP nie zaskoczyła i utrzymała stopy NBP bez zmian.

Ten tydzień jest dość ubogi w publikacje ważnych danych. W Polsce inwestorzy skupią się na posiedzeniu Sejmu i propozycjach ustaw zgłoszonych przez PiS, m.in. nowelizacji tegorocznego budżetu, modyfikacji reguły wydatkowej, obniżenia wieku emerytalnego czy zwiększenia kwoty wolnej od podatku. Według zapewnień rządu, deficyt sektora finansów publicznych może jedynie nieznacznie przekroczyć 3% PKB w tym i przyszłym roku. Proponowane zmiany w regule wydatkowej otwierają jednak drzwi do szybszego powiększania wydatków niż dotychczas (finansowanych jednorazowymi wpływami). Polityka pieniężna EBC i Fed pozostaje głównym czynnikiem wpływającym na globalny rynek. Zbliżające się posiedzenie FOMC może dodać zmienności, szczególnie że szanse na grudniową podwyżkę stóp Fed wzrosły nieco (do 76%) po decyzji EBC. Spodziewamy się, że EURPLN pozostanie blisko bieżących poziomów w oczekiwaniu na decyzję Rezerwy Federalnej. W przypadku rynku obligacji, krótki koniec jest dość dobrze zakotwiczony przez oczekiwania na obniżki stóp na początku 2016, podczas gdy długoterminowy dług pozostaje wrażliwy na zmiany na rynkach bazowych i polską politykę. Wg nas, obawy o poluzowanie polityki fiskalnej mogą pchnąć rentowności w górę w kolejnych tygodniach.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (7 grudnia)							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	0,7	-	-1,1
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	-	-	0,6
WTOREK (8 grudnia)							
9:00	HU	CPI	XI	% r/r	0,6	-	0,1
11:00	EZ	PKB	III kw.	% r/r	1,6	-	1,5
ŚRODA (9 grudnia)							
	PL	Posiedzenie Sejmu					
8:00	DE	Eksport	X	% m/m	-0,6	-	2,6
9:00	CZ	CPI	XI	% r/r	0,4	-	0,2
CZWARTEK (10 grudnia)							
	PL	Posiedzenie Sejmu					
11:00	PL	Aukcja zamiany obligacji					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	269
PIĄTEK (11 grudnia)							
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	XI	% m/m	0,3	-	0,1
16:00	US	Wstępny Michigan	XII	pkt	92,0	-	91,3

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

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

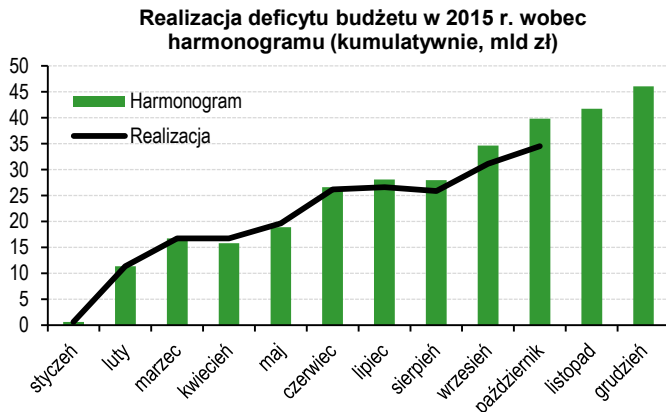
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

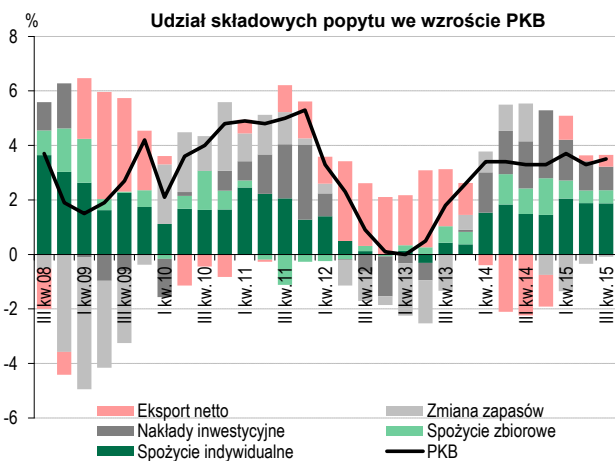
Wydarzenia nowego tygodnia – Sejm rozpocznie prace nad propozycjami PiS



Sejm zajmie się w tym tygodniu propozycjami gospodarczymi PiS, w tym nowelizacją budżetu na 2015 r., zmianą reguły wydatkowej, obniżeniem wieku emerytalnego oraz podwyższeniem kwoty wolnej od podatku. Dwie ostatnie propozycje – zgodnie z wcześniejszymi deklaracjami – raczej nie wejdą w życie przed 2017 r., więc uwaga będzie skierowana na budżet i regułę wydatkową.

Projekt nowelizacji ustawy budżetowej na 2015 r. zakłada wzrost deficytu o 3,9 mld zł. W naszej ocenie nowelizacja nie jest konieczna, gdyż oszczędności w wydatkach (ok. 10 mld zł poniżej planu po październiku!) pozwalają jej uniknąć pomimo mniejszych przychodów. Nowelizacja ma zapewne na celu zwiększenie dochodów w 2016 r., m.in. dzięki przesunięciu wpływów z tytułu płatności za częstotliwość LTE. Ministerstwo deklaruje, że deficyt fiskalny „tylko nieznacznie” przekroczy 3% PKB.

Ostatni tydzień w gospodarce – Wzrost PKB powyżej, CPI i PMI poniżej prognoz



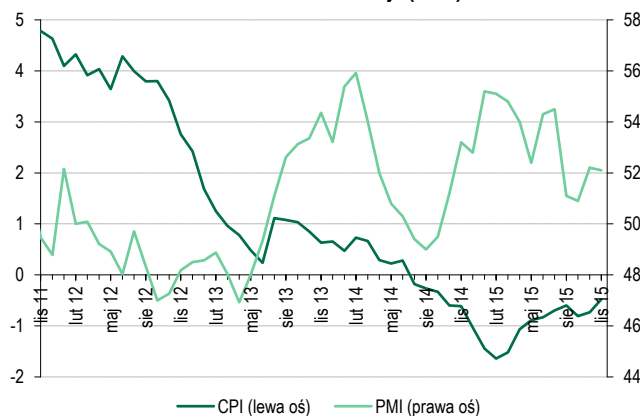
Wzrost PKB w Polsce przyspieszył w III kwartale 2015 do 3,5% r/r, mocniej od prognoz, do czego przyczyniło się głównie saldo eksportu netto. Wzrost inwestycji spowolnił do 4,6% r/r, pomimo informacji o ożywieniu nakładów na środki trwałe w dużych firmach, co sugeruje, że mogło nastąpić wyhamowanie inwestycji publicznych. Dynamika konsumpcji ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie, a dobra sytuacja na rynku pracy powinna sprzyjać utrzymaniu jej dynamiki w kolejnych kwartałach. Zakładamy, że w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy powinien dalej stabilizować się na poziomie zbliżonym do 3,5% r/r.

Wstępny odczyt CPI za listopad pokazał wzrost do -0,5% r/r. Inflacja rośnie wolniej od oczekiwań i okres deflacji może zakończyć się w I kw. 2016 r. niż przed końcem 2015 r.

Indeks PMI dla polskiego przemysłu spadł w listopadzie do 52,1 pkt. z 52,2 w październiku. Wynik był wyraźnie poniżej prognoz. Co ciekawe, produkcja i zamówienia rosły najszybciej od miesięcy; wysoki był również wzrost zatrudnienia. Pogorszył się głównie komponent dot. zapasów i czasu dostaw.

RPP nie zaskoczyła i utrzymała stopy bez zmian, główna nadal jest na poziomie 1,50%. Ton komunikatu nie uległ istotnym zmianom, zwrócono w nim uwagę na solidny wzrost gospodarczy, którego głównym motorem jest popyt konsumpcyjny, oraz inflację, która wprawdzie wciąż utrzymuje się poniżej zera, ale w kolejnych miesiącach będzie powoli rosła. W ostatnim zdaniu komunikatu Rada dodała stwierdzenie, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu i równowagi makroekonomicznej. Podtrzymujemy nasz scenariusz, że RPP obniży stopy o 50 pb w I kw. 2016.

Indeks PMI i inflacja (% r/r)



Cytat tygodnia – Więcej miejsca na wydatki

Uzasadnienie ustawy o zmianie ustawy o finansach publicznych, sejm.gov.pl

Zaproponowano zastąpienie jednorocznego wskaźnika CPI i korekty błędów prognoz CPI celem inflacyjnym NBP (obecnie 2,5%). (...) Drugi cel projektu ustawy polega na umożliwieniu zwiększenia limitu wydatkowego w przypadku przewidywanej realizacji w roku budżetowym istotnych dochodów z działań jednorazowych i tymczasowych (...) Prognozowana kwota działań jednorazowych i tymczasowych, z których wartość każdego przekracza 0,03% wartości produktu krajowego brutto, powiększa limit wydatkowy, a nie kwotę wydatków wynikającą z SRW, dzięki czemu zwiększenie to nie wpływa na kwotę wydatków obliczaną na kolejny rok.

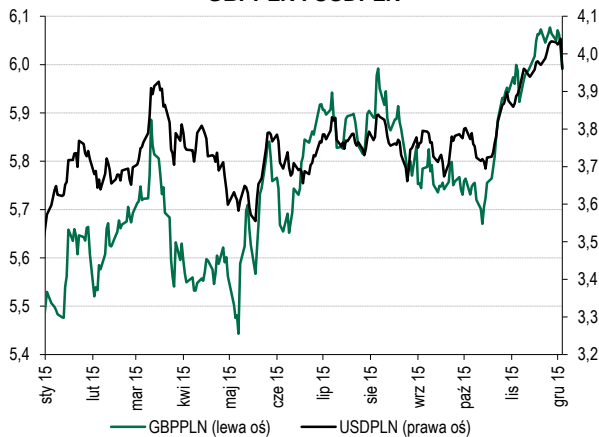
Posłowie PiS złożyli projekt zmiany tak zwanej stabilizującej reguły wydatkowej, zapisanej w ustawie o finansach publicznych. Ten projekt może być dyskutowany przez Sejm jeszcze w tym tygodniu. Proponowana jest zmiana formuły, która określa górny pułap wzrostu wydatków publicznych, poprzez zastąpienie w wyliczeniach rzeczywistej i oczekiwanej inflacji przez cel inflacyjny NBP. Zmiana umożliwiła też zwiększenie wydatków, jeśli są finansowane przez dochody jednorazowe. Zmiana reguły pozwoliłaby rządowi zwiększyć wydatki w przyszłym roku, na co reguła w obecnej formie daje już bardzo niewiele miejsca. Wg naszych szacunków, sama zmiana wskaźnika inflacji zwiększa limit wydatków na 2016 o ok. 5,5 mld zł. Dodatkowe wydatki możliwe będą dzięki jednorazowym wpływom (np. 9 mld zł z przetargu LTE).

Rynek walutowy – Silne wahania na polskim rynku FX

EURPLN



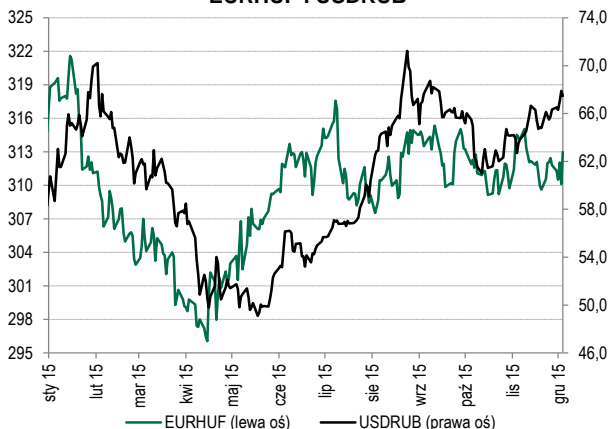
GBPPLN i USDPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



Silne wahania na polskim rynku FX

▪ Zmienność na krajowym rynku walutowym wzrosła istotnie w trakcie ostatnich dni. W reakcji na rozczarowującą decyzję EBC kurs EURPLN wzrósł przejściowo do 4,34, a tygodniowy zakres wahań przekroczył 8 groszy i był najszerszy od połowy lipca. Jednocześnie, USDPLN zanotował silny spadek do 3,93 z powodu rosnącego EURUSD. Tygodniowe umocnienie złotego do dolara było największe od początku września, a tygodniowy zakres wahań był najszerszy od początku listopada. Po decyzji EBC euro zyskało również do funta, to przerwało serię siedmiu kolejnych wzrostowych tygodni kursu GBPPLN.

▪ Spośród głównych walut EM tylko czeska korona nie osłabiła się w minionym tygodniu do euro. Spośród walut CEE, forint stracił ok. 0,35%, a złoty 1%. Krajowa walut zajęła trzecie miejsce spośród walut regionu również do dolara. Najslabszy wśród wszystkich walut EM był rubel.

▪ Reakcja EURPLN na decyzję EBC pokazała jak istotne dla złotego były oczekiwania na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej w strefie euro. Gdyby nie nadzieje na dalsze działania EBC, EURPLN mógłby być wyżej z powodu niepewności dotyczącej polityki fiskalnej nowego rządu i perspektywy obniżek stóp na początku 2016.

▪ Kalendarz wydarzeń na ten tydzień jest niemal pusty, ale należy się spodziewać sporo informacji z polskiej polityki. Sejm będzie dyskutował nad projektami obniżenia wieku emerytalnego i modyfikacji reguły wydatkowej, więc widzimy ryzyko osłabienia złotego jeśli okaże się, że zmiany te mogą być wprowadzone w szybkim tempie. We wtorek poznamy dane o chińskim handlu zagranicznym. Mogą się one okazać istotne w kontekście naszych zeszlotygodniowych przypuszczeń, że część ostatniego osłabienia złotego to wynik obaw o gospodarkę wschodzące.

Euro zyskuje dzięki EBC

▪ EURUSD wzrósł to prawie 1,10 po tym jak rynek z rozczarowaniem przyjął skalę rozszerzenia polityki pieniężnej przez EBC. Czwartkowy wzrost był największy od marca 2009, a dzienny zakres wahań był najszerszy od połowy marca, kiedy FOMC wyrzucił ze swojego komunikatu określenie „cierpliwy” odnośnie terminu pierwszej podwyżki stóp.

▪ Kalendarz na ten tydzień nie zawiera żadnych istotnych wydarzeń, ale będzie on ostatnim przed grudniową decyzją FOMC ws. stóp. Szanse na podwyżkę są wg rynku bardzo wysokie, więc nie sądzimy, aby EURUSD trwale i znacznie przebił 1,10.

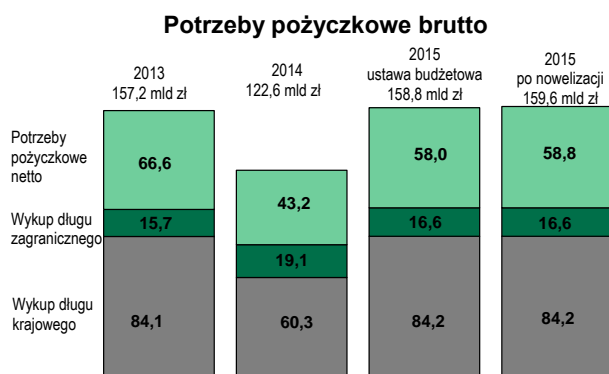
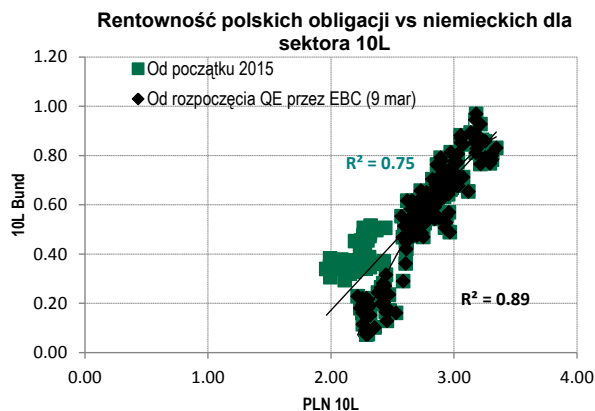
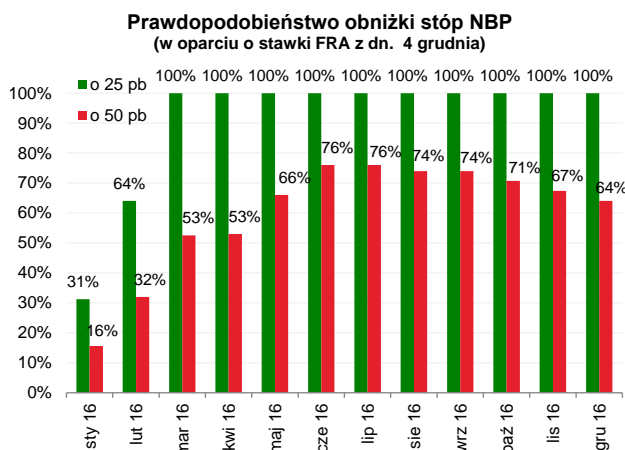
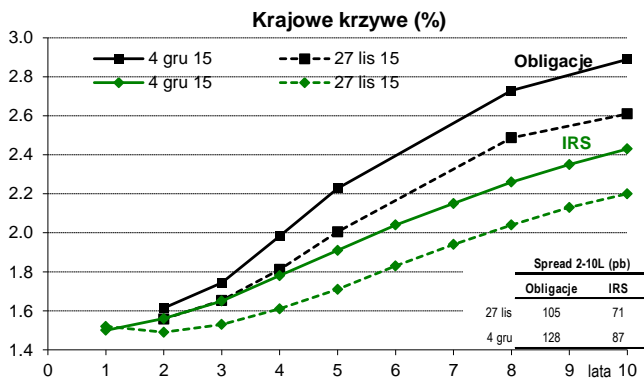
Rubel pod presją przed decyzją banku centralnego

▪ Forint również stracił do euro po decyzji EBC – EURHUF wzrósł do 314 z 309, ale pozostał w szerokim pasmie wahań 307-317.

▪ USDRUB wzrósł do 68 z 65,7 (najwyżej od połowy września) mimo osłabienia dolara na globalnym rynku i pewnego odbicia cen ropy obserwowanego od połowy tygodnia.

▪ W piątek bank centralny Rosji podejmie decyzję ws. stóp procentowych. Rynek oczekuje obniżki o 25 pb do 10,75%, ale naszym zdaniem bank raczej powstrzyma się z działaniem z powodu ostatniej deprecjacji rubla i wciąż wysokiej inflacji. W ostatnich miesiącach bank centralny dość jasno komunikował, że sprowadzenie CPI do celu jest jego priorytetem, a obniżka stóp mogłaby osłabić rubla i w efekcie wywołać wzrostową presję na ceny.

Rynek stopy procentowej – EBC i FOMC wyznaczają kierunek rynkowi



Rentowności i stawki IRS znacząco w górę po EBC

▪ Czynniki zewnętrzne (głównie posiedzenie EBC, dane z USA) decydowały o kierunku zmian na rynku w minionym tygodniu. Krajowy rynek stopy procentowej osłabiał się znacząco w wyniku ogłoszenia przez EBC mniejszej niż oczekiwano skali poluzowania polityki monetarnej. Rentowności krajowych obligacji i stawki IRS wzrosły znacząco (o 3-16 pb) w ślad za rynkami bazowymi. Niepewność co do odczytu danych z rynku pracy w USA spowodowała dalszy wzrost rentowności 10-latk powyżej 2,90% (najwyższy poziom od początku listopada) w pierwszej połowie piątkowej sesji. Ryzyko poluzowania polityki fiskalnej mogło dodatkowo wpłynąć na wzrost rentowności. Reakcja rynku na publikację listopadowego raportu o rynku pracy była ograniczona. Odnotowany wzrost okazał się krótkotrwałym i rentowności na koniec piątkowej sesji były niższe.

▪ W minionym tygodniu długi koniec tracił mocniej niż krótki koniec krajowych krzywych, co spowodowało ich wystromienie. Spread 2-10L wzrósł do prawie 130 pb dla obligacji i do ok. 90 pb dla IRS. Co więcej, asset swap spread dla 10L tymczasowo rozszerzył się do 50 bp, najwyższego poziomu od sierpnia 2012 r.

▪ W tym samym czasie nieznaczne zmiany zaszły na rynku pieniężnym. Stawki WIBOR spadły o 1-2 pb w skali tygodnia, podczas gdy większy spadek odnotowano dla FRA 3x6, co sugeruje wzmocnienie oczekiwań na obniżki stóp procentowych na początku 2016 r. Obecnie rynek wycenia w pełni redukcję stóp o 25 pb w perspektywie trzech miesięcy i widzi ponad 50% szans na obniżkę o 50 pb w tym samym czasie.

Spokojny tydzień przed posiedzeniem FOMC

▪ W tym tygodniu nie ma istotnych publikacji danych makro i wydarzeń w Europie i w USA. W tym czasie inwestorzy będą więc zastanawiali się co decyzyja EBC oznacza dla FOMC. W naszej ocenie, wzrost EURUSD jest argumentem za podwyższeniem stóp przez Fed w grudniu (po decyzji EBC prawdopodobieństwo takiego scenariusza wzrosło do 76%). Zbliżający się termin posiedzenia Fed będzie dodawał rynkowi zmienności i powodował, że rentowności pozostaną na podwyższonym poziomie. Sądymy, że krajowe krzywe obligacji i IRS pozostaną dość strome – krótki koniec krzywych jest dobrze zakotwiczony oczekiwaniami na obniżki stóp w 2016 r., podczas gdy długi koniec krzywych pozostanie pod wpływem obaw o przyszłą politykę fiskalną.

▪ Korelacja pomiędzy rentownościami 10-letnich niemieckich i polskich obligacji jest pozytywna i silna (R^2 na poziomie 0,89% od momentu wprowadzenia przez EBC programu QE w marcu br.). W efekcie wzrosty/spadki rentowności 10-letniego Bunda będą powodowały wzrosty/spadki rentowności polskiej 10-latk.

▪ W środę Sejm rozpoczyna 2-dniowe posiedzenie, w czasie którego będzie dyskutowana nowelizacja ustawy budżetowej na 2015 r. W tym roku deficyt budżetu ma być wyższy o ok. 4 mld zł, podczas gdy potrzeby pożyczkowe brutto mają wzrosnąć tylko o ok. 0,8 mld zł do 58,8 mld zł. Tak nieznaczna zmiana w potrzebach pożyczkowych netto nie będzie miała wpływu na ich finansowanie, które zakończyło się w październiku.

▪ W tym tygodniu odbędzie się aukcja zamiany obligacji, w czasie której do wcześniejszego odkupu zostaną przedstawione OK0116, PS0416 i OK0716. Oferowane w zamian papiery będą zależały od sytuacji rynkowej, jednak spodziewamy się elastycznego podejścia Ministerstwa i szerokiego wachlarza oferowanych papierów, jak to miało miejsce na poprzedniej 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