

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 11 – 17 stycznia 2016

Po spokojnym końcu grudnia 2015 r., na początku nowego roku na rynkach finansowych ponownie pojawiły się obawy o sytuację w Chinach, co pchnęło w dół ceny akcji i surowców (cena ropy naftowej spadła do najniższego poziomu od 2004 r.) oraz osłabiło waluty gospodarek wschodzących. Ostatnie publikacje danych zaskoczyły wprawdzie w dół jeśli chodzi o inflację, ale jednocześnie potwierdziły, że aktywność gospodarcza utrzymuje się na solidnym poziomie.

Najbliższy tydzień będzie ciekawy jeśli chodzi o ważne dane i wydarzenia. Inwestorzy w Polsce prawdopodobnie skupią się na pracach parlamentu, gdzie prace nad podatkiem bankowym wejdą w finalną fazę. Dodatkowo, we wtorek odbędą się przesłuchania sejmowych i senackich kandydatów do RPP. Dla rynku będzie to okazją, by dowiedzieć się czegoś na temat poglądów potencjalnych nowych bankierów centralnych na temat polityki pieniężnej i gospodarki (jako że większość kandydatów PiS nie jest znana szerszej publiczności). Ostatnie posiedzenie RPP w obecnym składzie nie będzie istotnym dla rynku wydarzeniem i zapewne nie przyniesie żadnych zmian w polityce pieniężnej. Krajowe publikacje danych również nie spowodują raczej wzrostu zmienności rynkowej. Ostateczny odczyt inflacji za grudzień na powinien zbytnio różnić się od wstępnego (-0,5% r/r), który był zgodny z naszą prognozą ale nieco niższy niż konsensus rynkowy. Uważamy, że w najbliższych miesiącach inflacja będzie niższa niż obecnie rynek się tego spodziewa, co ponownie wzmacni oczekiwania na obniżki stóp. Jeśli deflacja w Polsce potrwa nawet do II połowy 2016 r. (jak wskazuje nasza obecna prognoza), to argumenty za obniżką będą dla rynku oczywiste, bez względu na nowy skład RPP. Dane o bilansie płatniczym powinny potwierdzić solidny wzrost eksportu i importu oraz względnie niski deficyt obrotów bieżących, ale naszym zdaniem nie będzie to impuls dla złotego.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (11 stycznia)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							
<b>WTOREK (12 stycznia)</b>							
9:00	CZ	CPI	XII	% r/r	0,1	-	0,1
9:00	CZ	PKB	III kw.	% r/r	-	-	4,6
<b>12:00</b>	<b>PL</b>	<b>Przesłuchania kandydatów do RPP</b>					
<b>ŚRODA (13 stycznia)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	XI	% r/r	0,1	-	0,6
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Saldo obrotów bieżących</b>	<b>XI</b>	<b>mln €</b>	<b>-265</b>	<b>-381</b>	<b>-113</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Eksport</b>	<b>XI</b>	<b>mln €</b>	<b>14761</b>	<b>15092</b>	<b>15 344</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Import</b>	<b>XI</b>	<b>mln €</b>	<b>14390</b>	<b>15000</b>	<b>14 861</b>
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
<b>CZWARTEK (14 stycznia)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		<b>%</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
9:00	HU	CPI	XII	% r/r	0,9	-	0,5
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Podaż pieniądza</b>	<b>XII</b>	<b>% r/r</b>	<b>9,9</b>	<b>9,7</b>	<b>9,8</b>
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	287
<b>PIĄTEK (15 stycznia)</b>							
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>CPI</b>	<b>XII</b>	<b>% r/r</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	XII	% m/m	0,1	-	0,2
15:15	US	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	-0,2	-	-0,6
16:00	US	Wstępny Michigan	I	pkt	93,0	-	92,6

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 Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

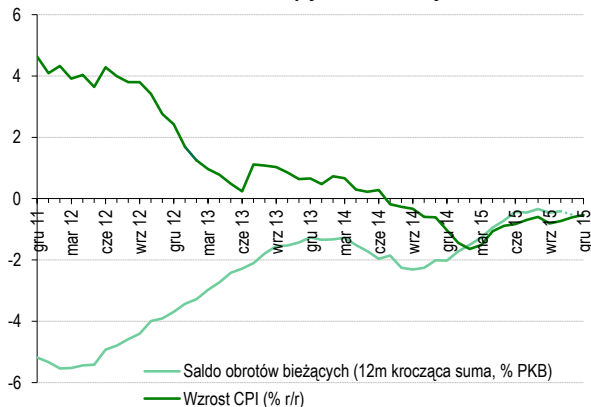
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Przesłuchania kandydatów do RPP hitem tygodnia

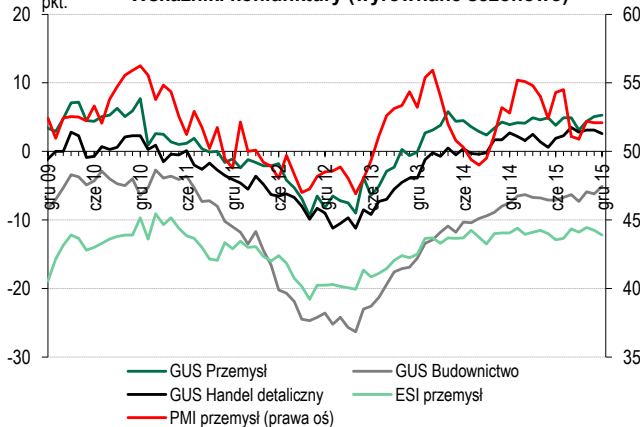
Saldo obrotów bieżących oraz inflacja CPI



- Ostatnie posiedzenie RPP w obecnym składzie będzie równie mało istotne dla rynku jak kilka poprzednich. Zamiast tego inwestorzy skupią się na przesłuchaniach kandydatów do nowej RPP przez sejmową i senacką komisję we wtorek. Ich wypowiedzi mogą dać pewne wyobrażenie nt. poglądów przyszłych bankierów centralnych nt. polityki pieniężnej.
- Wstępna inflacja w grudniu wyniosła  $-0,5\%$  r/r, zgodnie z naszą prognozą, ale poniżej oczekiwań rynku. Finalny odczyt powinien być zbliżony i naszym zdaniem w kolejnych miesiącach inflacja również będzie poniżej ścieżki wycenianej obecnie przez rynek, co może rozbudzić oczekiwania obniżek stóp procentowych (niezależnie od nominacji do RPP).
- Przewidujemy nieco większy od konsensusu deficyt obrotów bieżących w listopadzie, ale wzrost eksportu i importu powinien przyspieszyć i w efekcie wpływ tych danych na rynek powinien być naszym zdaniem ograniczony.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Wzrost gospodarczy pozostał niezły w IV kw. 2015

Wskaźniki koniunktury (wyrównane sezonowo)



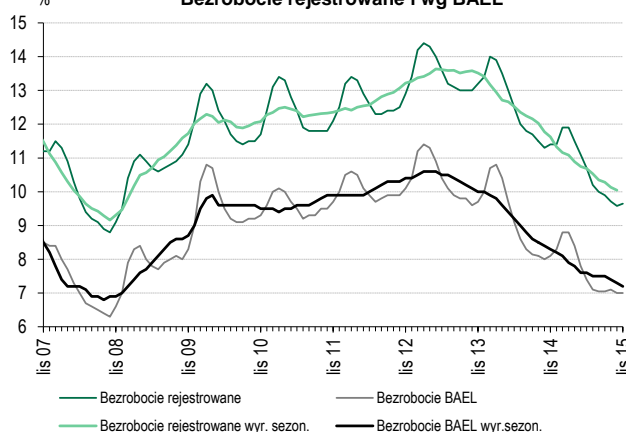
- PMI dla polskiego przemysłu pozostał w grudniu na poziomie z listopada i wyniósł 52,1 pkt (poniżej prognoz). Dane pokazały, że grudniowe tempo wzrostu produkcji było wspierane przez przyspieszenie nowych zamówień eksportowych. Zamówienia krajowe rosły tymczasem w nieco słabszym tempie niż w listopadzie. Badanie potwierdziło solidną kondycję rynku pracy (subindeks znalazł się najwyższy od pięciu miesięcy) oraz brak presji cenowej – koszty produkcji i ceny wyrobów gotowych mocno spadły.

- Inne wskaźniki koniunktury również potwierdziły, że aktywność ekonomiczna jest wciąż niezła – indeksy koniunktury GUS wzrosły w większości sektorów (poza handlem detalicznym), a indeks ESI Komisji Europejskiej lekko się obniżył, ale pozostał na poziomie spójnym z wzrostem PKB ok.  $3,5\%$  r/r.

- Stopa bezrobocia rejestrowanego pozostała w listopadzie na poziomie  $9,6\%$ , poniżej prognoz rynkowych i szacunku Ministerstwa Pracy. W ujęciu miesięcznym liczba bezrobotnych wzrosła o 13,7 tys., co było najniższym wzrostem w listopadzie od 2007 r. Liczba ofert pracy pozostaje wysoka. 12-miesięczny wskaźnik liczby ofert pracy na 1000 bezrobotnych wzrósł do 46, czyli najwyższego poziomu w historii. Stopa bezrobocia wg BAEL spadła w listopadzie do  $7,2\%$  po korekcie sezonowej, najniżej od stycznia 2009 (dane za wcześniejsze miesiące zrewidowano w górę). Oczekujemy dalszego spadku bezrobocia w warunkach stabilizacji wzrostu gospodarczego.

- Opublikowany przez NBP raport o sytuacji finansowej firm w III kw. br wskazuje na poprawę koniunktury w tym okresie. Firmy w dalszym ciągu inwestowały (nastąpiło przyspieszenie w stosunku do II kw.), co było wspierane przez wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych jak też silny popyt krajowy.

Bezrobocie rejestrowane i wg BAEL



## Cytat tygodnia – Poziom stóp zbliżony do optymalnego

**Marek Belka, Prezes NBP, financialobserver.eu; 23 gru 2015**

Bez wchodzenia w szczegóły, budżet państwa wydaje się być przyzwoity, deficyt jest pod kontrolą, ale diabeł tkwi w szczegółach. (...) Mam nadzieję, że fundamentalnie nic się nie zmieniło w polskiej gospodarce, co mogłoby wskazywać na utratę zaufania wśród zagranicznych inwestorów.

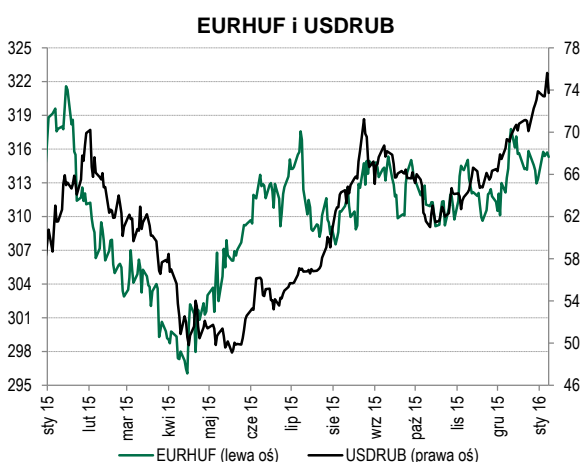
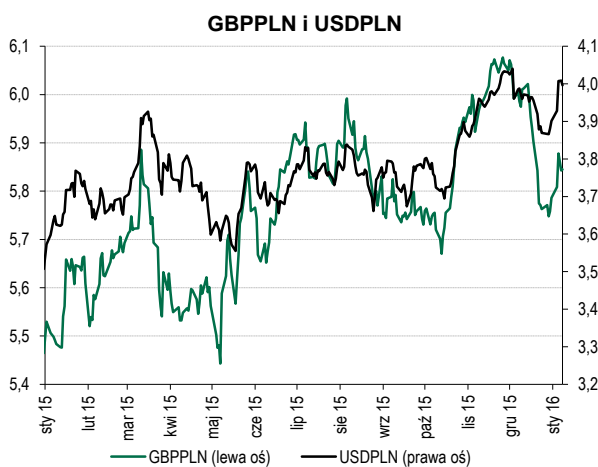
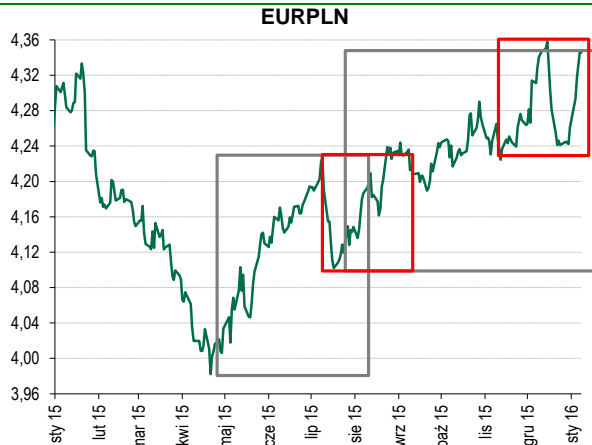
Nie sądzę, że Polska jest bardzo wrażliwa. (...) Ale chciałbym jasno powiedzieć – to, co dzieje się w Polsce ze złotym, stopami procentowymi i polskimi papierami, zależy w dużym stopniu także od czynników wewnętrznych. Jeśli przesadzimy z budżetem, to polskie papiery ucierpią, jak również polska waluta.

Myslę, że najlepszym rozwiązaniem jest kontynuować obecną politykę monetarną. Poziom stóp procentowych wydaje się być zbliżony do optymalnego.

Tuż przed Bożym Narodzeniem, prezes NBP Marek Belka w wywiadzie dla portalu financialobserver.eu. skomentował szczegóły przyszłej polityki fiskalnej nowego rządu. O ile w jego ocenie deficyt jest pod kontrolą, to wydatki budżetowe wzrosły o 16 mld zł i konieczne jest znalezienie odpowiedniej kwoty po stronie przychodów. Zdaniem Belki, obietnica zwiększenia efektywności wpływów podatkowych "jest prawdopodobnie najbardziej kontrowersyjną częścią budżetu". Belka wspiera pomysł zwiększenia kwoty wolnej od podatku, zakładając, że byłoby to rozwiązanie „prawie neutralne dla budżetu”.

Odnosząc się do polityki monetarnej, Belka powiedział, że obecny poziom stóp jest blisko optymalnego, a kolejne kroki będą zależeć również od preferencji nowych członków RPP. Czy "blisko" optymalnego poziomu oznacza, że Belka będzie wspierał obniżkę w marcu, po publikacji nowej projekcji inflacji?

## Rynek walutowy – Chiny w centrum uwagi



## Spore wahania EURPLN

W ostatnim raporcie tygodniowym w 2015 r. pokazaliśmy, że po przejściowym wzroście EURPLN do 4,37 ostatnia fala wzrostowa (rozpoczęta pod koniec lipca) i poprzednia (obserwowana od końca kwietnia do początku lipca) są niemal równe. Sugerowaliśmy, że daje to pewne szanse, że 4,37 będzie lokalnym szczytem dla EURPLN i idąc tym tropem kurs mógłby w kolejnych tygodniach spaść w podobnej skali jak w lipcu i osiągnąć 4,23. Pierwszy wykres pokazuje, że scenariusz ten zmaterializował się dzięki dobremu nastrojowi na świecie panującemu po „gołębiej” podwyżce stóp Fed.

USDPLN wzrósł przejściowo powyżej 4,05 (najwyżej od połowy grudnia) w wyniku umocnienia dolara na globalnym rynku. Krajowa waluta zyskała natomiast do funta, który stracił pod wpływem słabych danych makro i GBPPLN spadł chwilowo do 5,70 z 5,90. Tymczasem, CHFPLN pozostał w przedziale 3,90-4,0.

Początek roku przyniósł nasilenie obaw o Chiny, co pchnęło EURPLN z powrotem do 4,35. Co ciekawe, czynnik inicjujący osłabienie złotego był dokładnie taki sam jak w lipcu, kiedy spadek EURPLN przed odbiciem był taki sam jak ostatnio.

Sądzymy, że EURPLN może pozostać w styczniu w przedziale 4,23-4,37 i jedynie istotna poprawa globalnego nastroju mogłaby umocnić złotego. Jeśli chodzi o czynniki krajowe, w tym tygodniu trwać będą ostatnie prace nad podatkiem bankowym (raczej neutralne dla rynku) i odbędą się przesłuchania kandydatów na członków do nowej RPP. Jeśli potwierdzone zostanie ich gołębie nastawienie, to nie będzie to raczej wspierające dla złotego. W tym tygodniu poznamy m.in. polskie saldo rachunku bieżącego. Nasza prognoza zakłada deficyt bliski konsensusowi i dlatego nie sądzimy, aby odczyt miał istotny wpływ na notowania krajowej waluty.

## Dolar nieco mocniejszy

Amerykańska waluta zyskiwała stopniowo w ostatnich kilku tygodniach dzięki podwyżce stóp Fed podczas gdy euro było pod presją spadającej ceny ropy i niższego od oczekiwań wstępnego odczytu grudniowej inflacji w strefie euro. W efekcie EURUSD przebił lokalny dołek na 1,08 i przejściowo osiągnął 1,07, co oznaczało, że wspólna waluta straciła ponad połowę zysków odnotowanych po ostatniej decyzji EBC. Nasilenie się obaw o Chiny osłabiły oczekiwania na szybkie kolejne podwyżki stóp Fed, co pomogło EURUSD w odbiciu do ok. 1,09.

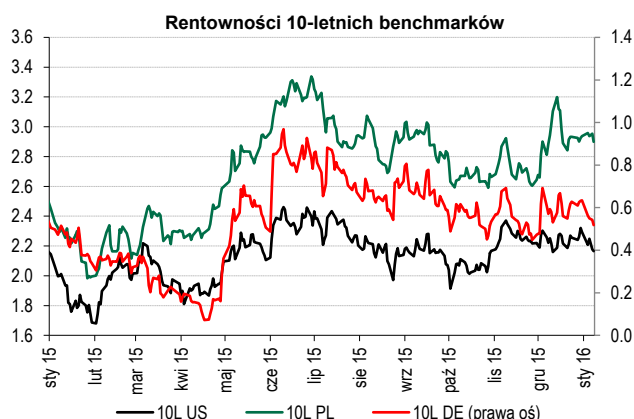
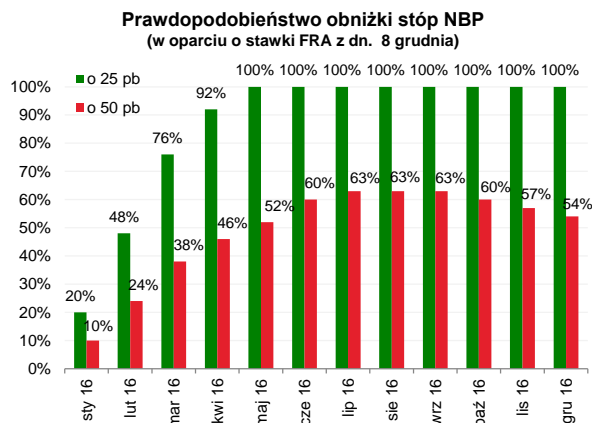
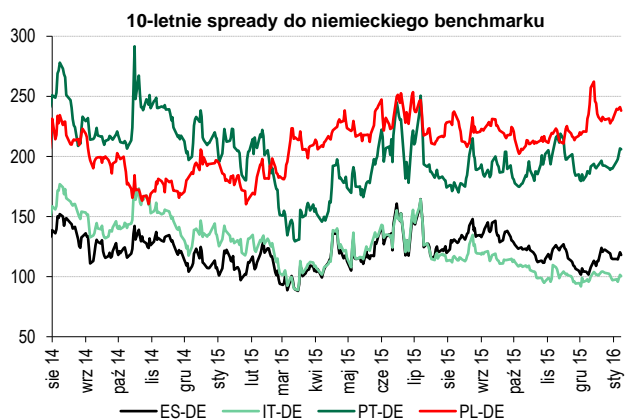
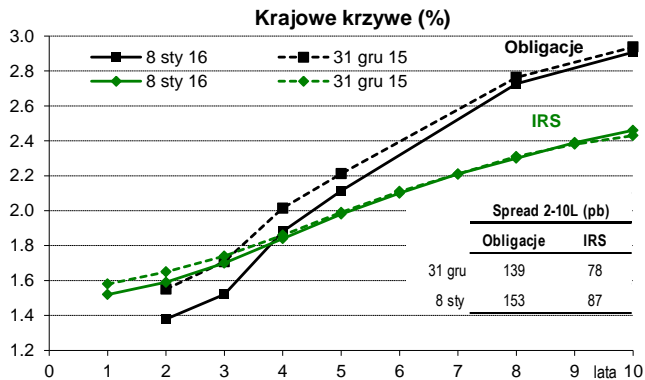
Miesięczne dane z rynku pracy USA zaskoczyły mocno na plus i wzmocniły oczekiwania inwestorów na marcową podwyżkę stóp Fed. Sądzymy, że kwestia polityki pieniężnej w USA będzie istotnym czynnikiem dla EURUSD w tym tygodniu, bowiem zaplanowane jest sporo wystąpień członków FOMC. EURUSD przebił wsparcie na 1,08, więc są wg nas szanse na dalsze spadki.

## Rubel pod presją spadku cen ropy

Spadek ceny baryłki ropy Brent do najniższego poziomu od kwietnia 2004 miał bardzo negatywny wpływ na rubla. USDRUB wzrósł powyżej 76 i ustanowił nowe rekordowo wysokie zamknięcie tygodnia na ok. 74. Sądzymy, że surowce pozostaną głównym czynnikiem wpływającym na rubla w najbliższym czasie. Rosyjskiej walucie ciężko może być wyrażnie odreagować jeśli obawy o Chiny nie osłabną i nie zatrzymają spadku cen ropy.

Forint pozostał blisko słabego poziomu osiągniętego po rozczarującej decyzji EBC i EURHUF wahał się w przedziale 311-318. W tym tygodniu poznamy węgierską inflację, ale nie sądzimy, aby odczyt ten miał istotny wpływ na forinta.

## Rynek stopy procentowej – Początek 2016 roku pozytywny dla krótkoterminowych obligacji



### Krzywe bardziej strome, premia za ryzyko wyższa

Początek nowego roku był pozytywny dla krótkiego końca krzywej obligacyjnej po dość zmiennej końcówce 2015 r. Rentowność 2-letniego benchmarku osiągnęła nowe historyczne minimum na 1,39% w wyniku oczekiwań, że krajowe banki przesuną lokowanie swojej nadpłynności z bonów pieniężnych NBP na bony skarbowe i krótkoterminowe obligacje, które nie zostaną objęte podatkiem bankowym. Krótki koniec krzywej wspierany był również przez oczekiwania na obniżki stóp NBP w pierwszych miesiącach tego roku co wynikało z niższego od oczekiwań wstępnego odczytu grudniowej inflacji oraz kontynuacji spadków cen ropy, które osiągnęły najniższy poziom od 2004 r. W tym samym czasie rentowności obligacji ze środka i długiego końca krzywej znajdowały się w trendzie bocznym (mimo znacznych wahań w ciągu sesji), znajdując się pod presją zmian nastrojów na globalnym rynku.

Obie krzywe wystromiły się dość znacząco, gdyż długi koniec tracił mocniej niż krótki. W efekcie spread 2-10L rozszerzył się do ponad 150 pb dla obligacji i ponad 85 pb dla IRS. Co więcej, premia za ryzyko dla Polski, ale również dla pozostałych rynków długu CEE i peryferyjnego wzrosła, co odzwierciedlało rozszerzenie spreadów wobec 10L Bundów.

Pierwsza w tym roku aukcja obligacji okazała się sukcesem. Ministerstwo finansów sprzedało 5-letni benchmark PS0421 za 4,56 mld zł, nieco więcej niż górny limit oferty (2,5-4,5 mld zł). Zgłoszony popyt wyniósł 7,2 mld zł, a średnia rentowność 2,382%. W naszej ocenie, po czwartkowej aukcji potrzeby pożyczkowe brutto na 2016 są już sfinansowane w ok. 25%.

Na rynku pieniężnym nie zaszły istotne zmiany – stawki WIBOR pozostały stabilne, podczas gdy stawki FRA były bardziej wrażliwe na zmiany nastrojów na rynku. Głębsza od oczekiwań deflacja w grudniu (wg wstępnego szacunku) oraz nieznaczna poprawa nastrojów na rynku IRS spowodowały spadek stawek FRA. Obecnie rynek widzi prawie 80% szans na obniżkę stóp o 25 pb w perspektywie trzech miesięcy.

### Globalne nastroje i posiedzenie Sejmu będą kluczowe

Na ten tydzień zaplanowane są publikacje danych makro (bilans płatniczy, inflacja CPI) oraz istotne wydarzenia (posiedzenie RPP oraz Sejmu). W naszej ocenie, uwaga będzie skierowana na 3-dniowe posiedzenie Sejmu, które rozpocznie się 13 stycznia. Sejm zajmie się poprawkami Senatu do ustawy o podatku bankowym, a co więcej komisje sejmowa i senacka będą przesłuchiwały kandydatów do nowej RPP. W naszej ocenie nowa Rada będzie bardziej gołębia niż obecna, co wspiera nasze oczekiwania, że stopy zostaną obniżone o 50 pb w tym roku. Publikacja krajowych danych znajdzie się w cieniu informacji z Sejmu, tym bardziej, że oczekujemy, że ostateczny odczyt grudniowej CPI potwierdzi wstępny szacunek na poziomie -0,5% r/r. Co więcej, pierwsze w tym roku posiedzenie RPP nie przyniesie zmian w polityce monetarnej.

Uwzględniając powyższe czynniki oczekujemy, że stawki FRA i krótki koniec krzywych mogą kontynuować spadki w wyniku ponownego wzrostu oczekiwań na obniżki stóp, w szczególności gdy nastąpi dalszy spadek cen ropy. Natomiast stawki WIBOR powinny pozostać stabilne w tym tygodniu.

Sądzymy, że trend boczny na środku i długim końcu krzywych powinien być kontynuowany w najbliższych tygodniach, gdyż naszym zdaniem (relatywnie) pozytywny wpływ podatku bankowego na rynek długu powinien przynajmniej częściowo ograniczać wyższą premie za ryzyko polityczne. To powinno również oddziaływać w kierunku zawężenia asset swap spreadów. Nastroje na rynkach globalnych również będą istotne.

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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)