

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 18 – 24 stycznia 2016

Miniony tydzień nie przyniósł dużych niespodzianek gospodarczych – RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, a dane o CPI potwierdziły deflację -0,5% r/r w grudniu. Przewidujemy, że deflacja utrzyma się przynajmniej do III kwartału 2016 i zakładamy, że RPP obniży stopy procentowe w marcu, kiedy opublikowany zostanie Raport o inflacji z nową (niższą) projekcją CPI. Niemniej, cięcie stóp o 25pb (lub nawet więcej w dalszej perspektywie) jest już wycenione przez rynek. Dane o bilansie płatniczym za listopad pokazały większą od oczekiwań nadwyżkę obrotów bieżących i silny wzrost eksportu, ale nie wsparło to kursu złotego. Sytuacja na polskim rynku finansowym była dość nerwowa, co znalazło odzwierciedlenie w zmienności na rynku stopy procentowej (głównie na długim końcu krzywej) i w osłabieniu złotego. Wynikało to głównie z dwóch czynników. Po pierwsze, z obaw związanych z propozycją ustawy frankowej (nawet jeśli to tylko wstępny projekt, który ma być skierowany do dalszych konsultacji, m.in. z KNF). Po drugie, ze spekulacji nt. możliwej obniżki perspektywy ratingu Polski z pozytywnej na neutralną przez agencję S&P. Nastawienie inwestorów wobec polskich aktywów jest obecnie negatywne.

Trudno powiedzieć, czy nadchodzące dane, które pokażą ogólnie dobrą kondycję krajowej gospodarki pod koniec 2015 r. (niezły wzrost produkcji i sprzedaży) będą wystarczające, aby zmienić nastrój na polskim rynku walutowym. Szczególnie, że mogą one zostać przesłonięte przez zagraniczne publikacje (w tym PKB w Chinach, wstępne PMI w strefie euro) i wydarzenia (EBC). Jakiegokolwiek negatywne niespodzianki ze strony tych danych mogą skutkować wzrostem awersji do ryzyka i popchnąć EURPLN w kierunku następnego oporu na 4,45. Im słabszy złoty, tym mniejsze prawdopodobieństwo będą przypisywać inwestorzy do scenariusza obniżek stóp procentowych, co może powodować korektę umocnienia na krótkim końcu krzywej rentowności. Nie sądzimy, aby decyzja S&P miała długotrwały wpływ na rynek, jako że powrót do perspektywy stabilnej wydaje się w obecnych uwarunkowaniach naturalny. W końcu nikt nie spodziewa się, aby rating Polski miał być w najbliższej przyszłości podnoszony.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (18 stycznia)</b>							
14:00	PL	Inflacja bazowa	XII	% r/r	0,2	0,2	0,2
<b>WTOREK (19 stycznia)</b>							
11:00	DE	Indeks ZEW	I	pkt	54,0	-	55,0
<b>ŚRODA (20 stycznia)</b>							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	XII	% r/r	3,6	3,6	4,0
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	XII	% r/r	1,2	1,2	1,2
14:30	US	CPI	XII	% m/m	0,0	-	0,0
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	XII	tys.	1198	-	1173
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	XII	tys.	1200	-	1282
<b>CZWARTEK (21 stycznia)</b>							
11:00	EZ	HICP	XII	% r/r	0,2	-	0,2
13:45	EZ	Decyzja EBC			0,05	-	0,05
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	5,5	6,8	7,8
14:00	PL	Produkcja budowlana	XII	% r/r	2,4	3,0	1,2
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna realna	XII	% r/r	5,3	5,1	5,7
14:00	PL	PPI	XII	% r/r	-0,9	-0,8	-1,8
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	284
14:30	US	Indeks Philly Fed	I	pkt	-3,2	-	-5,9
<b>PIĄTEK (22 stycznia)</b>							
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	I	pkt	53,0	-	53,2
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	I	pkt	53,0	-	53,2
16:00	US	Sprzedaż domów	XII	mln	5,20	-	4,76

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

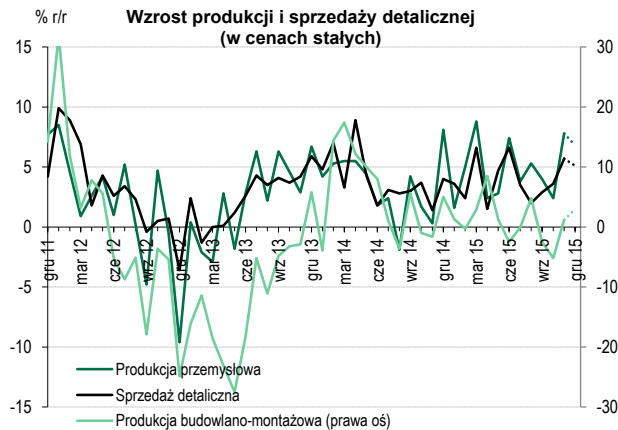
#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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 – Nowy zestaw pozytywnych danych

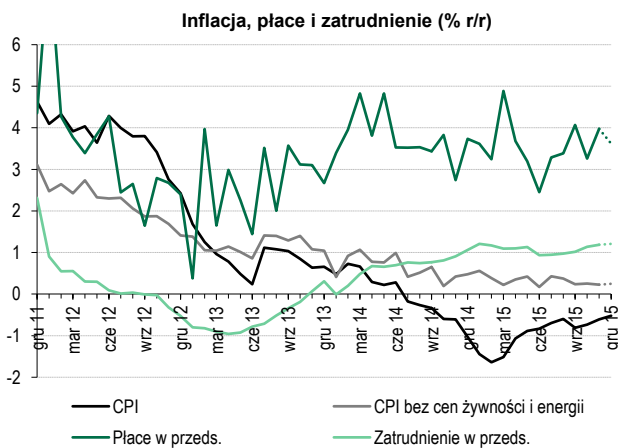


■ Dane z rynku pracy powinny potwierdzić kontynuację pozytywnych tendencji w grudniu, przy wzroście zatrudnienia o 1,2% r/r i solidnym wzroście średniej płacy w sektorze przedsiębiorstw o 3,6% r/r.

■ Przyzwoity wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych powinien wspierać wydatki konsumpcyjne. Przewidujemy, że wzrost sprzedaży detalicznej w cenach stałych był solidny i wyniósł 5,1% r/r. Wg Samar sprzedaż nowych samochodów na koniec roku wzrosła zaskakująco silnie, co stanowi ryzyko w górę dla naszej prognozy.

■ Szacujemy, że w grudniu produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 6,8% r/r. Silny wzrost produkcji wspierany jest przez wyższą liczbę dni roboczych r/r i silny wzrost zamówień eksportowych w wyniku ożywienia w strefie euro. Sądymy, że produkcja budowlana wzrosła o 3% r/r w wyniku niskiej bazy.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Stabilne stopy, niska inflacja, wysoki eksport

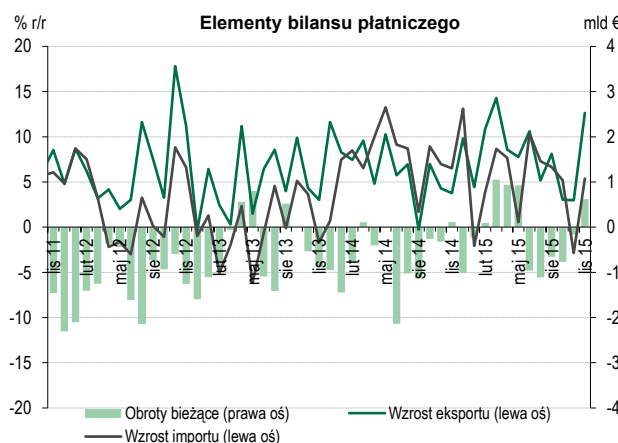


■ Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian w styczniu, na ostatnim posiedzeniu w obecnym składzie. Ton konferencji prasowej był raczej gołębi, ale Rada zwróciła uwagę na to, że w najbliższych kwartałach inflacja może być niższa niż wcześniej oczekiwana pod wpływem wznowienia spadków cen surowców.

■ Ostateczny odczyt grudniowej inflacji CPI potwierdził wstępne szacunki na poziomie -0,5% r/r. W skali miesiąca ceny konsumentów spadły o 0,2%, głównie w wyniku obniżek cen żywności i paliw. W tym samym czasie, w pozostałych kategoriach nie widać oznak presji na wzrost cen. Według naszych szacunków, inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii pozostała na poziomie z listopada, tj. 0,2% r/r. Spodziewamy się, że wzrost CPI pozostanie bardzo ograniczony w najbliższych miesiącach, co będzie wynikało z bardzo niskich cen surowców i żywności, a także obniżenia cen gazu i energii elektrycznej od stycznia br. Tak więc, deflacja może potrwać do III kw. 2016.

■ Dane o bilansie płatniczym za listopad zaskoczyły w górę nadwyżką w wysokości 620 mln € (wobec konsensusu rynkowego -230 mln €). Tempo wzrostu eksportu przyspieszyło do 12,6% r/r, podczas gdy import urósł o 5,4% r/r. Dane sugerują, że popyt zagraniczny na polskie towary pozostaje mocny, prawdopodobnie pod wpływem przyspieszającego wzrostu gospodarczego w strefie euro i słabego złotego. To także sugeruje, że wzrost PKB w IV kw. 2015 r. może być lepszy od oczekiwań, zbliżając się do 4% r/r, pod wpływem wyższego dodatniego wkładu eksportu netto.

■ Podaż pieniądza M3 wzrosła o 9,1% r/r w grudniu wobec 9,4% r/r w listopadzie. Ogólnie, spowolnienie było widoczne w większości kategorii kredytów i depozytów, ale nie było znaczące.



## Cytat tygodnia – Deflacja zakończy się później

### Marek Belka, Prezes NBP, konferencja RPP; 14.01

Deflacja skończy się później, wskaźnik CPI będzie niski przez większą część roku. (...) Bardzo niska inflacja i perspektywa utrzymywania się jej na bardzo niskim poziomie, intuicyjnie powinna kierować wzrok w kierunku dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Z kolei turbulencje na rynku światowym, które się przejawiają przez osłabiającego się złotego powinny skłaniać do cierpliwości i czekania na sytuację, jak ona dalej będzie się rozwijać.

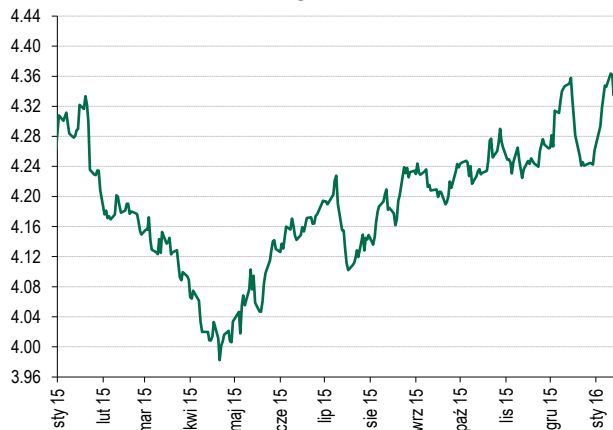
### Marek Chrzanowski, członek RPP, PAP; 15.01

W tej chwili powinniśmy bacznie obserwować sytuację w naszej gospodarce i jej otoczeniu, analizować docierające do nas informacje i bardzo ostrożnie podchodzić do decyzji związanej z ewentualnym obniżaniem stóp procentowych. (...) Przenalizujemy dane i jeżeli uznamy, że nasza interwencja w stopy procentowe będzie skuteczna, wtedy podejmiemy taką decyzję.

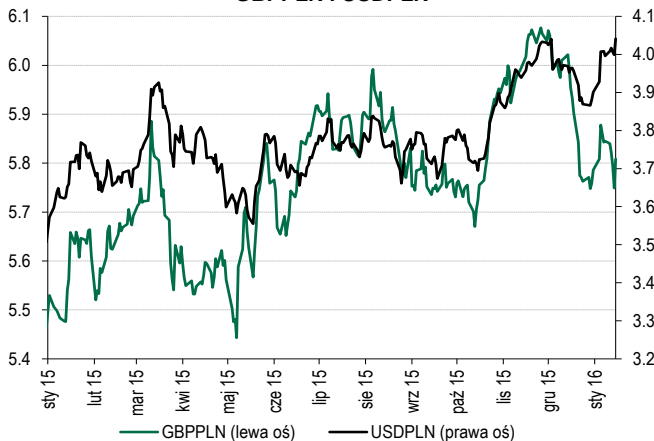
Senat powołał trzech nowych członków RPP (kandydatów PiS), a Sejm będzie głosował nad wyborem 29 stycznia. W czasie przesłuchań w parlamencie wypowiedzi niektórych kandydatów brzmiały zaskakująco jastrzębio (głównie G. Ancyparowicz i J. Kropiwnickiego), sugerując, że zmiany w polityce monetarnej nie są konieczne. Z drugiej strony, retoryka pozostałych trzech (M. Chrzanowski, E. Gatnar i E. Łon) była raczej gołębia. Jednocześnie, komentarze Prezesa NBP na ostatniej konferencji były również zaskakująco gołębie ze względu na wydłużający się okres deflacji. Nadal uważamy, że w nowej RPP znajdzie się większość dla poparcia obniżki stóp w najbliższych miesiącach, tym bardziej, że macowy Raport o inflacji NBP pokaże niższą ścieżkę CPI, dostarczając argumentów za poluzowaniem polityki monetarnej. Pierwszej podwyżki stóp o 25 pb oczekujemy w marcu, kiedy to zostanie opublikowany nowy raport inflacyjny.

## Rynek walutowy – Nerwowość na rynku może się utrzymać

### EURPLN



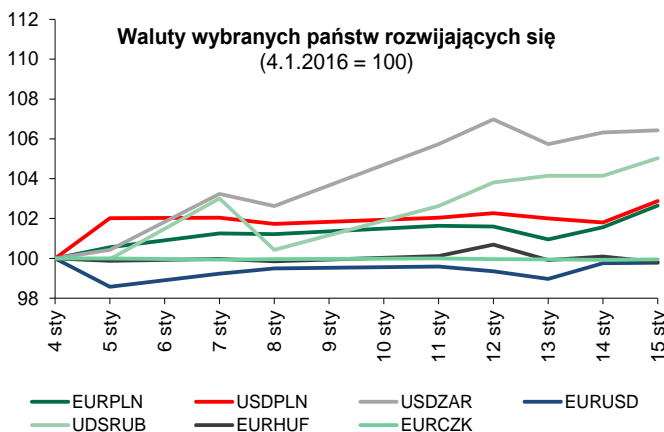
### GBPPLN i USDPLN



### EURUSD



### Waluty wybranych państw rozwijających się (4.1.2016 = 100)



### EURPLN na najwyższym poziomie od 2012 r.

Miniony tydzień przyniósł dość znaczące osłabienie złotego. To wynikało m.in. z informacji, że EBC może wstrzymać się z dalszym poluzowaniem polityki monetarnej w najbliższych miesiącach, niepewności odnośnie prezydenckiego projektu ustawy o kredytach walutowych oraz spekulacji, że S&P obniży perspektywę ratingu Polski do stabilnej z pozytywnej. W efekcie kurs EURPLN wzrósł tymczasowo do prawie 4,42 (z tygodniowego minimum na 4,33), najwyższego poziomu od 2012 r. W skali tygodnia złoty stracił 1,4% wobec euro i 1,15 wobec dolara. Kurs USDPLN wzrósł w kierunku grudniowego maksimum na 4,058.

Z punktu widzenia analizy technicznej EURPLN przełamał opór na 4,37 i skierował się w stronę kolejnego na 4,45. W naszej ocenie zarówno krajowe, jak i globalne czynniki będą kluczowe dla złotego w tym tygodniu. Nie wykluczamy, że rynek negatywnie zareaguje na decyzję S&P jeszcze w weekend i w czasie sesji azjatyckiej. W związku z tym początek tygodnia może przynieść już pewne odreagowanie zakładając, że nie będzie nowych negatywnych informacji z globalnych rynków. Krajowe dane publikowane w tym tygodniu (dane z rynku pracy, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna) powinny potwierdzić solidny wzrost gospodarczy. Jednakże pozostaną one w cieniu publikacji globalnych danych (włączając PKB Chin za IV kw., wstępne PMI dla strefy euro) i wydarzeń (posiedzenie EBC). O ile nie oczekujemy zmian w polityce monetarnej EBC, to dane o aktywności gospodarczej Chin w IV kw. 2015 r. będą kluczowe dla PLN. Negatywna niespodzianka może spowodować wzrost awersji do ryzyka i pchnąć EURPLN w kierunku oporu na 4,45.

### Euro mocniejsze ze względu na politykę monetarną

Obawy o perspektywę gospodarki światowej ze względu na zawirowania w Chinach ograniczyły oczekiwania na zacieśnienie polityki monetarnej przez Fed w najbliższych miesiącach i pchnęły EURUSD w górę. Sygnały, że wielu członków EBC jest sceptyczna odnośnie potrzeby dalszego luzowania polityki monetarnej dodatkowo wsparły wspólną walutę. W efekcie EURUSD zakończył tydzień blisko 1,095.

Nastroje rynkowe i ceny ropy naftowej są kluczowe dla notowań głównych walut. W tym tygodniu kalendarz publikacji danych makro i wydarzeń jest obfity. Kolejna seria słabych danych z chińskiej gospodarki może ponownie wzbudzić obawy o globalny wzrost i pogorszyć globalne nastroje. W efekcie EURUSD mogłyby się obniżyć, jednak słabsze oczekiwania na podwyżkę stóp przez Fed oraz poluzowanie monetarne przez EBC będą oddziaływały na EURUSD w przeciwnym kierunku. W konsekwencji, może to oznaczać kolejny tydzień trendu bocznego na EURUSD.

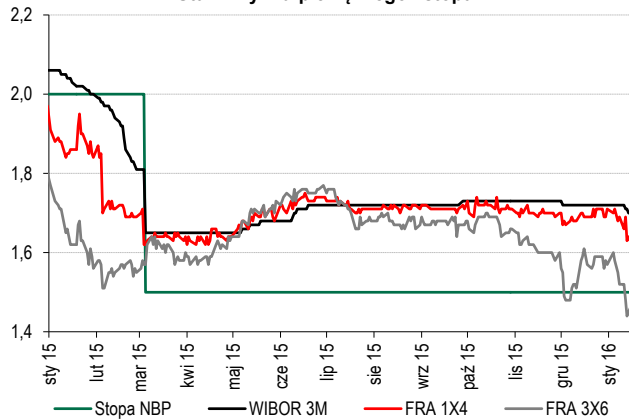
### USDRUB blisko rekordu

Rubel (podobnie jak inne surowcowe kursy walutowe) jest pod trwałą presją deprecjacyjną. USDRUB wzrósł do 78 pod wpływem wyprzedaży ropy naftowej (cena ropy Brent spadła poniżej 30\$, do najniższego poziomu od 2004 r.), czyli znalazł się blisko rekordu z grudnia 2014 r. czyli 80. Węgierski forint również był pod presją na początku tygodnia, ale w kolejnych dniach odbił się i EURHUF spadł poniżej 314 w piątek. W tym samym czasie EURCZK poruszał się w wąskim przedziale 26.98-27.05. Dane o rezerwach walutowych sugerują, że interwencje CNB w grudniu były mniejsze niż latem.

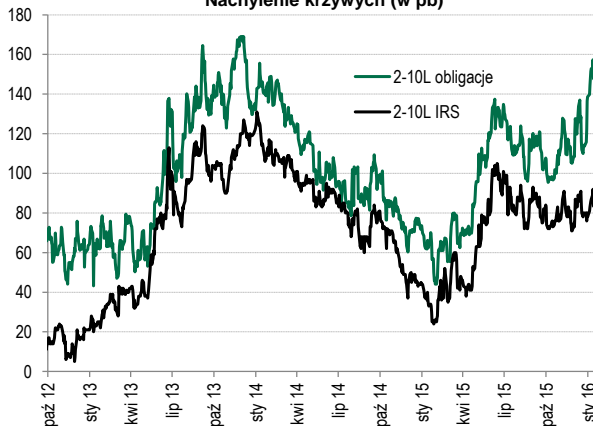
W tym tygodniu poznamy bardzo mały zestaw danych z regionu CEE (i z Rosji). A zatem czynniki globalne będą kluczowe. Spotkanie ECB 21 stycznia będzie w centrum uwagi, pomimo faktu, że nie spodziewamy się istotnych zmian na tym spotkaniu. Ogólnie, wahania na rynku CEE prawdopodobnie utrzymają się, dopóki nie zobaczymy stabilizacji ceny ropy, normalizacji inflacji oraz redukcji obaw o warunki gospodarcze w Chinach.

## Rynek stopy procentowej – Niewielki potencjał do umocnienia długu

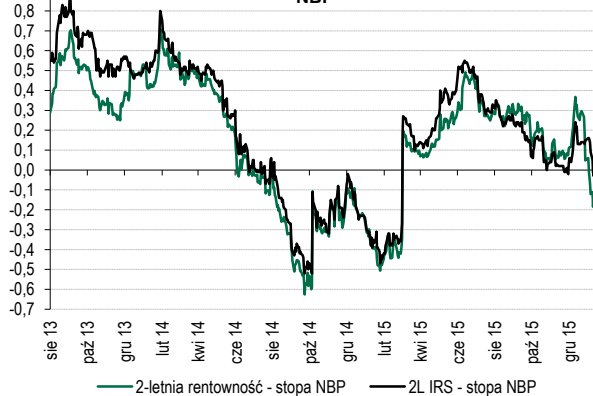
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



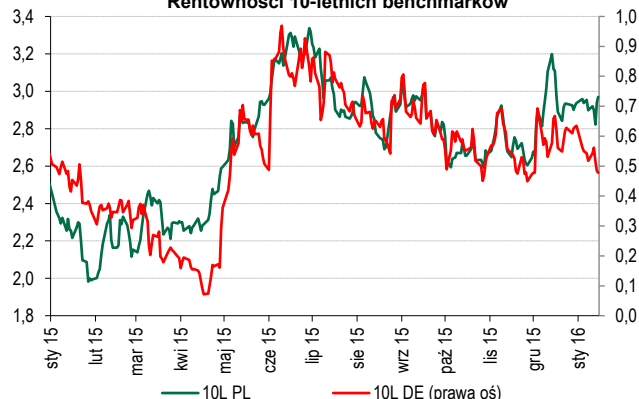
Nachylenie krzywych (w pb)



Spread między 2-letnią rentownością i IRS, a stopą NBP



Rentowności 10-letnich benchmarków



### Krzywa obligacyjna bardziej stroma po sporych wahanich

Miniony tydzień obfitował w spore wahania polskich IRS i rentowności. Najpierw, krótkie końce mocno zyskiwał dzięki rosnącym szansom na obniżki stóp NBP, spadającym cenom ropy i wypowiedziom kandydatów do nowej RPP. W efekcie, 2-letni IRS spadł do najniższego poziomu w historii na ok. 1,45%. W kolejnych dniach odnotowano wyraźną realizację zysków w wyniku osłabienia nadziei na dalsze wsparcie ze strony EBC. W tygodniowym rozrachunku, 10-letni IRS spadł o 8 pb, ale od tygodniowego minimum odbił o 7 pb. Krzywa długu wystromiła się i spread 2-10 znalazł się najwyżej od końca 2013.

Ministerstwo Finansów uplasowało 10- i 20-letni dług za 1,75 mld €. Obligację 10-letnią, z której sprzedaży pozyskano 1 mld €, wyceniono na 65 pb, a 20-letnią na 100 pb powyżej krzywej swap. Niedawno resort informował, że w I kw. mogą się pojawić emisje polskich obligacji na rynki zagraniczne i w minionym tygodniu mieliśmy już pierwszą z nich.

### Niewielki potencjał do umocnienia długu

Sporo publikacji danych z Polski, USA i Europy zaplanowano na ten tydzień i dodatkowo swoją decyzję ogłosi EBC. W zeszłym tygodniu Reuters doniósł, że członkowie banku centralnego sceptycznie oceniają szanse na podjęcie w najbliższym czasie dodatkowych działań w celu wsparcia gospodarki, co wywołało reakcję rynku. Jeśli Mario Draghi powtórzy w tym tygodniu tę opinię, to nie sądzimy, aby wywołała ona jeszcze istotną reakcję inwestorów, którzy wydaje się, że wycenili już taką możliwość.

Stawki FRA spadły w minionym tygodniu o 5-15 pb i teraz rynek wycenia w pełni cięcie o 25 pb w ciągu trzech miesięcy, co jest zgodne z naszym scenariuszem. Dłuższe stawki widzą jednak mniej niż 70% na kolejną obniżkę o 25 pb w dalszej części roku, podczas gdy my oczekujemy obniżenia stóp o łącznie 50 pb w 2016 r. Ostatnie osłabienie złotego ogranicza jednak szanse na istotne złagodzenie polityki pieniężnej.

Nasza prognoza sprzedaży detalicznej jest bliska konsensusowi, podczas gdy nasza szacunek produkcji przemysłowej jest powyżej oczekiwań rynku. Nie sądzimy jednak aby odczyt ten miał istotny wpływ na krótki koniec krzywych i oczekiwania na dalsze cięcia stóp w obliczu niskiej inflacji powinny nadal grać główną rolę. Jednocześnie, sądzimy, że potencjał do spadku 2-letnich IRS i rentowności jest raczej ograniczony. Spread między 2-letnią rentownością, a stopą NBP jest już ujemny, ale nie powinien spaść jeszcze bardziej bez wzmocnienia oczekiwań na dalsze cięcia stóp (co przynajmniej w krótkim terminie wydaje się być mało prawdopodobne z powodu słabienia złotego).

Sądzimy, że również obligacjom z długiego końca trudno może być w kolejnych tygodniach umocnić się. Warto zauważyć, że rentowność 10-letniego Bunda jest nieznacznie powyżej dołka z grudnia, podczas gdy rentowność polskiego 10-letniego benchmarku jest ok. 30 pb powyżej lokalnego minimum z końca 2015 r. Wydaje się, że to czynniki krajowe – obawy o kondycję fiskalną czy o obniżenie perspektywy ratingu – mogły sprawić, że polska 10-lątka radziła sobie ostatnio słabiej niż niemiecka. Agencja S&P obniży prawdopodobnie perspektywę ratingu – lub co najmniej zasignalizuje taką możliwość – i dlatego nie sądzimy, aby krajowe czynniki zaczęły w najbliższym czasie wspierać krajowe obligacje.

W poniedziałek poznamy dane z Chin o PKB za IV kw. i sądzimy, że odczyt ten też może ciążyć długiemu końcowi polskiej krzywej – popyt na bezpieczne aktywa może wzrosnąć jeśli dane będą słabe, a w przypadku zaskoczenia na plus wzmocnić się mogą szanse na podwyżki stóp Fed.

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)