

TYGODNIK EKONOMICZNY

25 – 31 stycznia 2016

Pierwsze dni po obniżce ratingu przez S&P przyniosły pewne odreagowanie na polskim rynku finansowym. Złoty zyskał dzięki gołębim sygnałom z EBC i wspierającym komentarzom z Polski. Rentowności obligacji obniżyły się natomiast istotnie z lokalnych szczytów odnotowanych po decyzji S&P, częściowo dzięki wykorzystaniu tej przeceny przez inwestorów do zakupów, a także w wyniku umocnienia globalnego długu po posiedzeniu EBC. Gołębina retoryka banku centralnego okazała się istotniejsza od jastrzębich danych z Polski o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i zatrudnieniu, czy komentarzy członków RPP sugerujących brak konieczności obniżek stóp NBP. 10-letni spread do Bondów pozostał na podwyższonym poziomie - blisko 270 pb w przypadku obligacji 10L.

Na ten tydzień zaplanowano sporo ważnych wydarzeń i publikacji ważnych danych. Rynek nie oczekuje zmiany stóp Fed, więc dla inwestorów kluczowe będą sugestie odnośnie przyszłych decyzji. Ostatnie wypowiedzi członków FOMC wskazują, że nie ma wśród nich zgody czy w marcu będzie wystarczająco przesłanek za kolejną podwyżką stóp i ile będzie ich łącznie w tym roku. Sądzymy, że jeśli komunikat nie będzie zbyt jastrzębi, co de facto może mieć miejsce w kontekście ostatniego spadku cen ropy czy pojawiających się obaw o Chiny, to mogłoby korzystnie wpłynąć na ryzykowne aktywa.

W Polsce w centrum uwagi będą dane o wzroście PKB w całym 2015. Oczekujemy dynamiki na poziomie 3,6% r/r, co oznaczałoby, że w ostatnim kwartale ub.r. gospodarka rozwijała się w tempie 3,7-3,8% r/r. W piątek Sejm będzie głosował kandydatury do RPP, ale nie spodziewamy się niespodzianek i poparcie zyskają zapewne jedynie osoby zgłoszone przez PiS.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (25 stycznia)							
10:00	DE	Indeks Ifo	I	pkt	108,4	-	108,7
WTOREK (26 stycznia)							
10:00	PL	PKB	2015	% r/r	3,5	3,6	3,4
10:00	PL	Stopa bezrobocia	XII	%	9,7	9,8	9,6
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	1,35	-	1,35
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	I	pkt	96,5	-	96,5
ŚRODA (27 stycznia)							
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	XII	tys.	500	-	490
20:00	US	Decyzja FOMC		%	0,25-0,50		0,25-0,50
CZWARTEK (28 stycznia)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	XII	% m/m	-0,5	-	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	XII	% m/m	1,0	-	-0,9
PIĄTEK (29 stycznia)							
11:00	EZ	Wstępny HICP	I	% r/r	0,4	-	0,2
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	I	% r/r	0,2	-	0,2
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	IV kw.	% r/r	0,7	-	2,0
16:00	US	Indeks Michigan	I	pkt	92,5	-	92,6

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

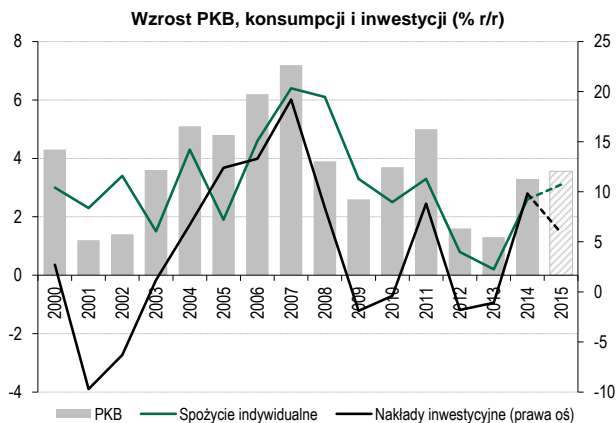
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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 Luzziński 22 534 18 85
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

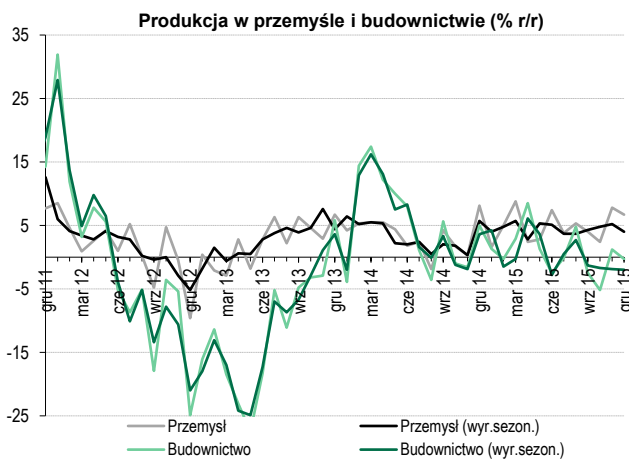
Poznań 61 856 5814/30
 Warszawa 22 586 8320/38
 Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Czy wzrost PKB za 2015 r. zaskoczy pozytywnie?



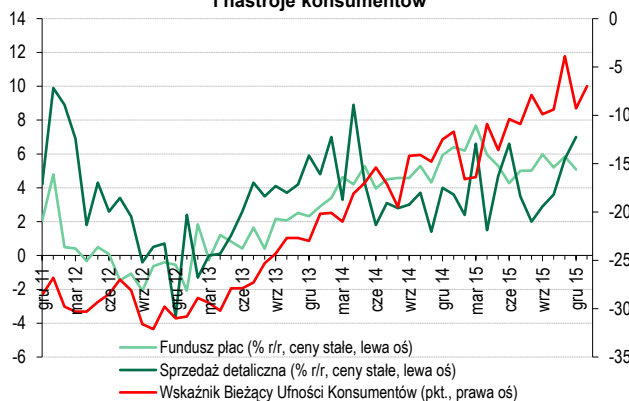
- Wstępne dane PKB za 2015 r. będą najważniejszą krajową publikacją tygodnia. Najnowsze dane miesięczne (nt. bilansu płatniczego, zatrudnienia, produkcji, sprzedaży) zwiększyły nasz optymizm nt. wzrostu gospodarczego w IV kw. 2015 i szacujemy, że wzrost PKB w 2015 r. mógł osiągnąć 3,6%, co oznacza 3,7%—3,8% r/r w IV kwartale. Pozytywny wpływ na wzrost miała konsumpcja, inwestycje i eksport.
- Według szacunków resortu pracy stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w grudniu 9,8%, co pokrywa się z naszą prognozą.
- W piątek Sejm ma głosować powołaniem nowych członków RPP. W tym przypadku nie spodziewamy się zaskoczenia – poparcie zdobędą jedynie kandydaci wskazani przez PiS.

Ostatni tydzień w gospodarce – Solidny wzrost aktywności gospodarczej w grudniu



- Wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył w grudniu do 1,4% r/r, najwyższego poziomu od grudnia 2011. Po raz pierwszy od 2007 r. zatrudnienie w grudniu było wyższe niż w listopadzie. W naszej ocenie odzwierciedla to siłę trendu wzrostowego inwestycji. Dynamika wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw nieco rozczarowała spowalniając do 3,1% r/r w grudniu, co pokazuje, że wysokie zapotrzebowanie na pracę wciąż nie przekłada się na wzrost presji płacowej. Sądzymy jednak, że to się zmieni, gdyż stopa bezrobocia jest blisko rekordowo niskiego poziomu, a firmy mają coraz większe problemy ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników. Rosnąca dynamika dochodów gospodarstw domowych powinna wspierać wzrost konsumpcji prywatnej.
- Produkcja przemysłowa wzrosła w grudniu 6,7% r/r, a sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła o 7,0% r/r. Wzrost produkcji ogółem byłby jeszcze wyższy, gdyby nie dobra pogoda (która przyczyniła się do zmniejszenia produkcji energii elektrycznej) oraz problemy sektora wydobywczego – w samym przetwórstwie przemysłowym wzrost produkcji wyniósł 9% r/r. Produkcja w budownictwie rozczarowała, spadając o -0,3% r/r (oczekiwano wzrost o 2-3%). Dane potwierdzają, że ogólnie aktywność gospodarcza w Polsce szybko rosła w końcówce 2015 r., a to za sprawą zarówno silnego popytu z zagranicy (napędzającego produkcję przemysłową i eksport) i większych wydatków w gospodarstwach domowych (dzięki silnemu wzrostowi dochodów z pracy).
- Wskaźniki koniunktury gospodarczej GUS za styczeń pokazały kontynuację pozytywnych trendów w najważniejszych sektorach, wskazując, że sytuacja gospodarcza na początku 2016 r. nadal się poprawia. W styczniu wzrósł również wskaźnik koniunktury konsumenckiej.

Sprzedaż detaliczna, fundusz płac w sektorze firm i nastroje konsumentów



Cytat tygodnia – Poziom stóp jest odpowiedni

Marek Belka, prezes NBP, TVN24 BiS, 19.01

W takiej sytuacji jak dziś, nawet bym nie wspominał o obniżce stóp. Chyba nie chcemy, aby złoty nam się "posypał".

Eugeniusz Gatnar, członek RPP, PAP, 20.01

Poziom (stóp) jest odpowiedni z punktu widzenia aktualnej, stabilnej sytuacji ekonomicznej naszego kraju. Nie widzę powodu, żeby go zmieniać. Musimy poczekać do nowej projekcji inflacji NBP, która będzie w marcu. Musimy też poczekać na efekty stymulacji fiskalnej, którą zapowiedział rząd.

Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, PAP, 19.01

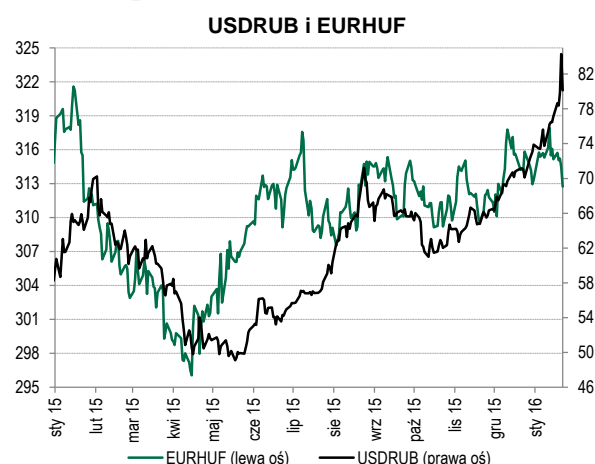
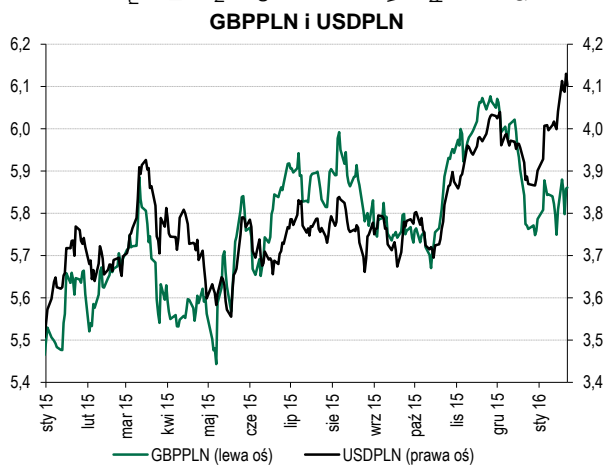
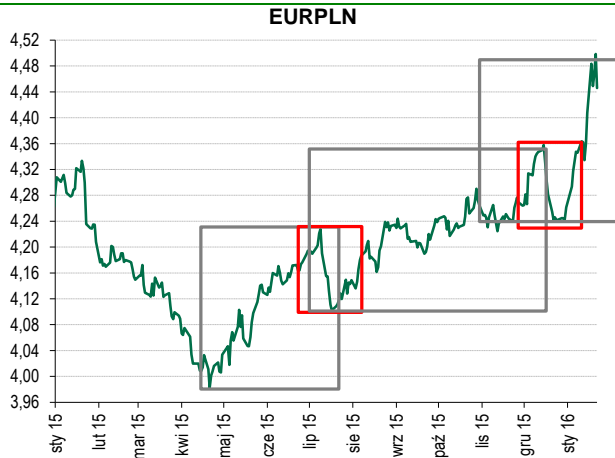
W najbliższym czasie nie widzę konieczności zmiany ani celu inflacyjnego, ani stóp procentowych.

Jerzy Osiatyński, członek RPP, Bloomberg, 22.01

Jesteśmy w trybie oczekiwania na zmiany z perspektywą zacieśniania polityki monetarnej aniżeli luzowania. Finanse publiczne będą trudne do utrzymania na smyczy. Nowi członkowie RPP mogą nie być przekonani do zacieśniania polityki monetarnej.

Zaskakująco jastrzębie komentarze przedstawicieli banku centralnego i znaczne osłabienie złotego sugerują spadek prawdopodobieństwa obniżki stóp procentowych w Polsce w najbliższych miesiącach. Jeśli dane krajowe nadal będą zaskakiwać na plus, oczekiwania rynku dotyczące cięcia stóp mogą obniżyć się jeszcze bardziej. Mimo to, warto zauważyć, że dla nowych członków RPP ważnym czynnikiem będzie nowa projekcja inflacji NBP. Jeśli pokaże ona znacznie niższą ścieżkę CPI w deflacji utrzymującą się nawet do III kw. 2016, a złoty odrobi większość ostatnich strat do marca, nie można wykluczyć obniżki stóp, szczególnie jeśli na horyzoncie widać będzie wyraźnie dalsze luzowanie polityki EBC, a prognozy dla globalnej gospodarki będą się pogarszać. Nadal nie wiemy jakie będą opinie pozostałych członków RPP, którzy zostaną wybrani przez Sejm i Prezydenta.

Rynek walutowy – Czynniki krajowe mogą umocnić złotego

**EURPLN niżej dzięki sygnałom z kraju i zagranicy**

▪ Zakres wahań EURPLN był w ostatnich dniach dużo węższy niż w poprzednim tygodniu. Kurs wzrósł najpierw powyżej 4,51 w wyniku nagłego pogorszenia globalnego nastroju, ale szybko odreagował do 4,45 dzięki gołym sygnałom z EBC, jastrzębniej wypowiedzi Osiatyńskiego z RPP, deklaracji wicepremiera Morawieckiego że rząd może wymieniać euro z UE na rynku i wreszcie poprawie globalnego nastroju. Złoty stracił do dolara, który zyskał wyraźnie po posiedzeniu EBC i USDPLN wzrósł przejściowo powyżej 4,15, najwyżej od października 2002.

▪ Sądzimy, że czynniki krajowe mogą być w tym tygodniu dość pozytywne dla złotego. Odczyt PKB za cały 2015 r. powinien być całkiem dobry i może zasugerować, że w IV kw. wzrost gospodarczy przyspieszył do 3,8% r/r. Taki odczyt, razem z ostatnimi zachowawczymi wypowiedziami członków RPP (także tych nowych) odnośnie przestrzeni do obniżek stóp NBP może pomóc krajowej walucie odrobić jeszcze część strat w najbliższych dniach.

▪ Z wydarzeń zagranicznych, kluczowa będzie wg nas decyzja FOMC. Rynek nie oczekuje zmiany stóp, więc dla inwestorów kluczowe będą sugestie odnośnie przyszłych decyzji. Ostatnie wypowiedzi członków FOMC wskazują, że nie ma wśród nich zgody czy w marcu będzie wystarczająco przesłanek za kolejną podwyżką stóp i ile będzie ich łącznie w tym roku. Sądzimy, że jeśli komunikat nie będzie zbyt jastrzębi, to mógłby korzystnie wpłynąć na złotego.

Dolar zyskuje dzięki EBC

▪ Najważniejszym wydarzeniem dla kursu EURUSD w zeszłym tygodniu było posiedzenie EBC. Komunikat był wyraźnie bardziej łagodny niż oczekiwano i mówił, że nastawienie banku centralnego może ulec zmianie w marcu. Na konferencji prasowej prezes EBC podtrzymał gołębią retorykę mówiąc, że bank nie widzi żadnych ograniczeń – w obrębie swojego mandatu – odnośnie instrumentów jakie mogą zostać użyte by osiągnąć swój cel. Oczekiwania na luźniejszą politykę pieniężną w strefie euro wzmocniły się, co pchnęło EURUSD do ok. 1,08.

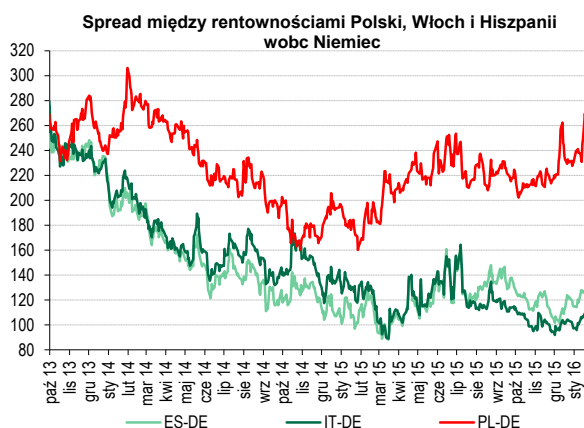
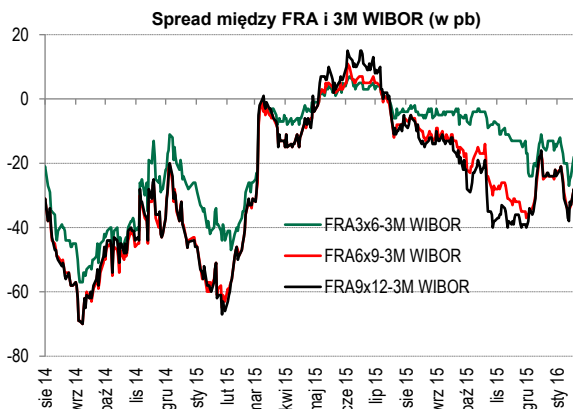
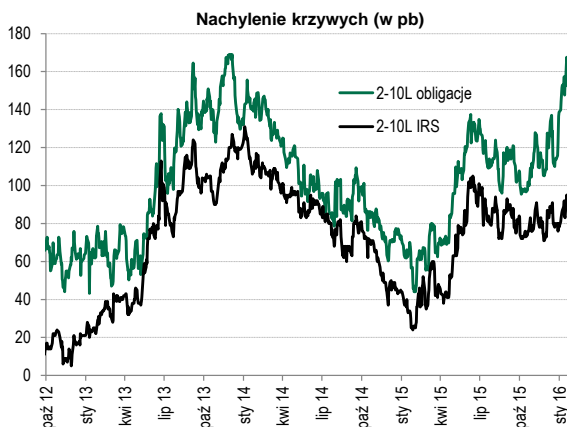
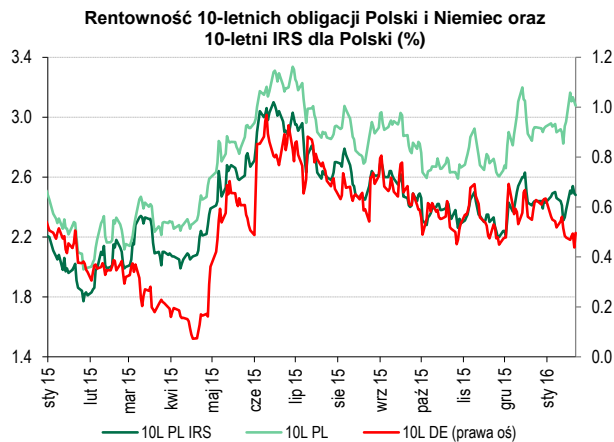
▪ Gołębia retoryka EBC może wywierać presję na euro, ale w tym tygodniu FOMC ma szansę na odpowiedź i może skorzystać z tej okazji by ograniczyć skalę możliwej niżki EURUSD. Scenariusz taki może się wg nas zrealizować jeśli komunikat FOMC nie będzie zbyt jastrzębi, co de facto może mieć miejsce w kontekście ostatniego spadku cen ropy czy pojawiających się obaw o Chiny. Kolejne wsparcie po 1,08 to grudniowy dołek na ok. 1,07.

Koniec deprecjacji rubla?

▪ Miniony tydzień był bardzo zmienny dla rubla, podobnie jak dla cen ropy. USDRUB wzrósł najpierw do 86 (znacznie powyżej poprzedniego szczytu na 80) wskutek silnego spadku ceny ropy. Rosyjska waluta szybko jednak odreagowała do poniżej rubli 80 za dolara dzięki ustabilizowaniu się surowców.

▪ Sądzimy, że dno ceny ropy może już być blisko i dlatego potencjał do dalszej deprecjacji rubla jest wg nas ograniczony. Impuls spadkowy ropy napędzany był przez wzrost podaży państw Bliskiego Wschodu oraz zniesienie przez USA zakazu eksportu ropy. Tymczasem, Arabia Saudyjska ogłosiła cięcia wydatków w tegorocznym budżecie i być może pogorszenie sytuacji fiskalnej w innych państwach OPEC może przekonać je do ograniczenia podaży. Nie spodziewamy się też „twardego lądowania” w Chinach, więc nadzieje na dalsze działania tamtejszego rządu i banku centralnego mogą też wspierać ropy.

Rynek stopy procentowej – EBC wsparł rynki. Czy Fed zrobi to samo?



Zapowiedź dalszych działań przez EBC wsparło rynki

▪ Początek tygodnia przyniósł znaczące osłabienie krajowego rynku długu po piątkowej decyzji S&P, która obniżyła rating Polski. Rentowności obligacji i stawki IRS wzrosły o 4-21 pb wzdłuż krzywych, w tym najmocniej długi koniec krzywych. Wyprzedaż nie trwała jednak długo i kolejne sesje przyniosły umocnienie obligacji i IRS, co było wspierane popytem zagranicy, która wzrost rentowności wykorzystała do kumulacji polskich aktywów. Co więcej, gołębia retoryka EBC (Draghi zapowiedział, że w marcu możliwe jest dalsze złagodzenie polityki monetarnej) również wsparła krajowe krzywe. W efekcie powyższych czynników obligacje i IRS odrobiły część wcześniejszych strat.

▪ W skali tygodnia długi koniec krzywych stracił mocniej niż krótki koniec co doprowadziło do wystromienia krzywych – spread 2-10L rozszerzył się do 166 pb dla obligacji (wobec 150 pb tydzień wcześniej) i do 92 pb dla IRS (z 86 pb). Mimo poprawy nastrojów spread między polską a niemiecką obligacją w sektorze 10L utrzymał się na wysokim poziomie, tj. blisko 270 pb, najwyższego poziomu od marca 2014 r. To oznacza, że premia za ryzyko dla polskich aktywów jest i może pozostać wysoka ze względu na ryzyko polityczne.

▪ Na rynku pieniężnym stawki WIBOR pozostały stabilne, podczas gdy stawki FRA podlegały znacznym wahaniom. W drugiej połowie tygodnia stawki FRA spadły po dość znaczącym wzroście na początku tygodnia, co było efektem poprawy sytuacji na rynku IRS. Bieżąca wycena FRA wskazuje, że inwestorzy widzą 60% szans na obniżkę stóp procentowych o 25 pb w perspektywie trzech miesięcy.

FOMC i aukcja obligacji w centrum uwagi

▪ W tym tygodniu wiele wydarzy się zarówno w kraju, jak i za granicą, a także opublikowanych zostanie sporo danych makroekonomicznych. W kraju inwestorzy skupią się na danych dot. PKB za 2015 r., aukcji obligacji skarbowych i nominacji przez Sejm nowych członków do RPP. Ostatnia kwestia nie będzie raczej zaskoczeniem – zatwierdzeni zostaną najprawdopodobniej kandydaci PiS-u (Grażyna Ancyparowicz, Eryk Łon). Ancyparowicz deklarowała brak potrzeby dalszego luzowania polityki pieniężnej, co jest spójne z obecną retoryką innych członków RPP (Kropiwnickiego, Gatnara czy Osiatyńskiego), podczas gdy Łon prezentował bardziej gołębie podejście. Możliwe jest stopniowe wyplaszczanie krzywej rentowności.

▪ W poniedziałek Ministerstwo Finansów poda szczegóły odnośnie czwartkowej aukcji obligacji. Spodziewamy się, że resort finansów elastycznie podejdzie do tej aukcji i zaoferuje różne typy obligacji o stałym oprocentowaniu (2- i 10-letni benchmark, oprócz 5L PS0421, które były oferowane na pierwszej aukcji w tym roku) oraz zmiennokuponowe (WZ). W naszej ocenie sytuacja płynnościowa będzie sprzyjała akcji, na której planowana jest oferta w wysokości 4-8 mld zł. Na początku tego tygodnia na rynek wpłynęło ok. 15 mld zł z tytułu wykupu obligacji OK0116 i płatności odsetkowych. W naszej ocenie wyniki aukcji będą kolejnym testem dla popytu zagranicznych inwestorów po decyzji S&P.

▪ W przypadku czynników zagranicznych, najważniejszym będzie posiedzenie FOMC (27-28 stycznia). Spodziewamy się, że FOMC nie zmieni warunków monetarnych w tym miesiącu. Jednak biorąc pod uwagę burzliwy początek roku (głównie efekt sytuacji w Chinach) sądzimy, że Fed będzie ostrożny z ogłaszaniem szybkich podwyżek stóp. W związku z tym mniej jastrzębi komunikat amerykańskiego banku centralnego powinien wesprzeć globalne rynki długu, w tym polski.

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