

TYGODNIK EKONOMICZNY

1 – 7 lutego 2016

Polityka głównych banków centralnych stopniowo skręca w kierunku coraz bardziej gołębiej. W zeszłym tygodniu amerykański Fed nie zmienił stóp, ale komunikat został zinterpretowany jako łagodniejszy. Potem pojawiły się słabsze niż oczekiwano dane z amerykańskiej gospodarki, co postawiło pod znakiem zapytania marcową podwyżkę. Co więcej, Bank Japonii niespodziewanie zdecydował o obniżeniu stóp procentowych do poziomu poniżej zera. Wygląda na to, że rynki finansowe coraz bardziej martwią się o globalne perspektywy wzrostu, dlatego wizja luzowania polityki pieniężnej napawa je optymizmem. Silny skok cen ropy powyżej 30\$ był kolejnym ważnym wydarzeniem. Ruch ten był spowodowany domniemanymi rozmowami pomiędzy Rosją a krajami OPEC na temat ograniczenia wydobycia tego surowca.

W tym tygodniu opublikowanych zostanie wiele ważnych danych. Zatrudnienie poza rolnictwem w USA będzie kluczowe, jako że wpłynie na oczekiwania rynku dot. tempa normalizacji polityki pieniężnej. Inne dane z USA to dochody i wydatki osobiste, oraz wskaźnik ISM. W strefie euro natomiast opublikowane zostaną finalne indeksy PMI za styczeń, będące sygnałem nt. tempa ożywienia w unii monetarnej. Ważny może być również PMI dla Chin z uwagi na obawy rynku dotyczące wzrostu w tym kraju. W Polsce opublikowany zostanie PMI dla przetwórstwa, który ma znaczenie dla oceny klimatu gospodarczego na początku 2016 r. Poznamy również wynik spotkania RPP, w którym udział weźmie pięcioro nowych członków. Nie spodziewamy się zmian parametrów polityki w styczniu, a rynek zapewne skupi się na komentarzach nowych bankierów centralnych, jako że ich poglądy na politykę pieniężną są graczom rynkowym wciąż słabo znane. Jeśli złoty nadal będzie odrabiał straty, perspektywa wzrostu inflacji będzie się oddalać, a polityka głównych banków centralnych będzie przechylać się w stronę gołębiej, nie możemy wykluczyć, że nowi członkowie RPP już wkrótce zaczną rozważać cięcia stóp procentowych.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (1 lutego)							
2:45	CN	PMI – przemysł	I	pkt	48,1	-	48,2
9:00	PL	PMI – przemysł	I	pkt	51,8	51,9	52,1
9:55	DE	PMI – przemysł	I	pkt	52,1	-	53,2
10:00	EZ	PMI – przemysł	I	pkt	52,3	-	53,2
14:30	US	Dochody osobiste	XII	% m/m	0,2	-	0,3
14:30	US	Wydatki konsumentów	XII	% m/m	0,1	-	0,3
16:00	US	ISM – przemysł	I	pkt	48,5	-	48,2
WTOREK (2 lutego)							
Brak publikacji ważnych danych							
ŚRODA (3 lutego)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50	1,50
9:55	DE	PMI – usługi	I	pkt	55,4	-	56,0
10:00	EZ	PMI – usługi	I	pkt	53,6	-	54,2
14:15	US	Raport ADP	I	tys.	195	-	257
16:00	US	PMI – usługi	I	pkt	55,3	-	55,3
CZWARTEK (4 lutego)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	278
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	XII	% m/m	-1,3	-	-0,2
PIĄTEK (5 lutego)							
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	I	tys.	200	-	292
14:30	US	Stopa bezrobocia	I	%	5,0	-	5,0

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

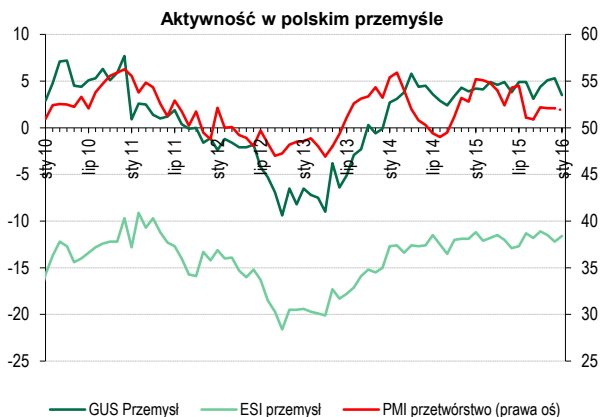
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Pierwsze posiedzenie RPP z nowymi członkami



▪ Uważamy, że w styczniu PMI dla polskiego przetwórstwa zanotuje nieznaczny spadek w związku z niepewnością dot. perspektyw gospodarki światowej i niższymi indeksami aktywności w strefie euro. Alternatywne indeksy koniunktury w przemyśle w styczniu nie dają jasnych sygnałów – wskaźnik GUS spadł, a indeks ESI dla przemysłu wzrósł.

▪ Pierwsze posiedzenie RPP z udziałem 5 nowych członków z pewnością przyciągnie uwagę rynku. Na tym etapie nie spodziewamy się zmian polityki, ale jeśli złoty nadal będzie odrabiał straty, prognozy inflacji będą służyły w dół, a polityka głównych banków centralnych nadal będzie przechylać się w stronę gołębiej, nie możemy wykluczyć, że nowi członkowie RPP wkrótce zaczną rozważać cięcia stóp procentowych. Warto pamiętać, że ton komunikatu RPP został złagodzony już w styczniu przez ustępujących członków Rady.

Ostatni tydzień w gospodarce – Niezły wzrost gospodarczy pod koniec roku

Wzrost PKB i jego składowych (% r/r)

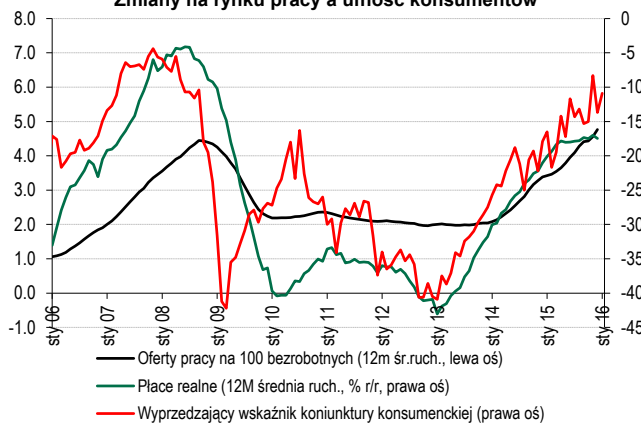
	2014	2015	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
PKB	3,3	3,6	3,7	3,3	3,5	3,8**
Popyt krajowy	4,9	3,4	2,9	3,1	3,2	4,2**
Konsumpcja ogółem	3,1	3,2	3,2	2,9	2,9	3,6**
Konsumpcja prywatna	2,6	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1**
Konsumpcja publiczna	4,9	3,5**	3,7	2,5	2,7	5,0**
Akumulacja brutto	12,6	4,2	1,1	4,0	4,0	5,6**
Inwestycje	9,8	6,1	11,5	6,1	4,6	5,0**
Eksport netto *	-1,5	0,3	0,9	0,2	0,4	-0,4**

* wkład we wzrost PKB (punkty procentowe); ** szacunki BZ WBK

▪ Według wstępnego szacunku, wzrost polskiego PKB w 2015 r. wyniósł 3,6%. Pozytywny wpływ na wzrost miała konsumpcja, inwestycje i eksport. Według naszych szacunków, w IV kw. dynamika PKB przyspieszyła do ok. 3,8% r/r (lub nawet trochę wyżej). Wzrost konsumpcji prywatnej pozostał stabilny, nieco powyżej 3% r/r, natomiast wzrost inwestycji lekko przyspieszył do ok. 5% r/r w IV kw. (średnio 6,1% w 2015 r.). Dynamika eksportu prawdopodobnie również pozostała w ostatnim kwartale na wysokim poziomie, jednak nie mamy jeszcze szczegółowych danych. Nadal uważamy, że wzrost gospodarczy w Polsce powinien w 2016 r. utrzymać się na solidnym poziomie ok. 3,5%, wciąż napędzany przez trzy główne czynniki: konsumpcję, inwestycje i eksport. Widzimy ryzyko w górę dla konsumpcji (która będzie wspierana nie tylko przez dochody z pracy, ale też nowy dodatek na dziecko), ale jednocześnie ryzyko w dół dla inwestycji i/ lub popytu zagranicznego z uwagi na niepewną prognozę globalnego wzrostu i większe ryzyko polityczne.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w grudniu 9,8%, zgodnie z oczekiwaniami. Rok 2015 r. zamknął się najniższym bezrobociem od 2008 r. i spodziewamy się jego dalszych spadków, choć naszym zdaniem mogą one stopniowo hamować w perspektywie kolejnych kwartałów, co będzie miało związek z coraz większym nasyceniem rynku pracy. Szczegółowe dane pokazują wciąż wysoką liczbę wyrejestrowanych z tytułu podjęcia pracy – w grudniu było to 119,9 tys. wobec 108,1 tys. rok wcześniej (i najwięcej od kiedy dostępne są porównywalne dane). Wprawdzie w grudniu 2015 r. wzrosła skala interwencji Ministerstwa Pracy, ale także statystyki dotyczące pracy niesubsydiowanej pokazują wzrost w skali r/r – do 94,8 tys. wobec 88 tys. Pokazuje to, że popyt na pracę wciąż nie słabnie.

Zmiany na rynku pracy a ufność konsumentów



Cytat tygodnia – Wyższy deficyt pociągnie rating w dół

Arnaud Louis, analityk Fitch, PAP; 27.01

Jeśli założymy, że deficyt pozostanie na poziomie 3% i że wzrost gospodarczy oraz dług publiczny pozostaną stabilne, to te wskaźniki są zgodne z naszym ratingiem. Jeżeli otrzymamy sygnał, że deficyt będzie wyższy niż 3%, negatywnie wpłynie to na rating. (...) Stłyszeliśmy o pewnych raczej ekstremalnych rozwiązaniach (dot. walutowych kredytów hipotecznych (...)), gdyby sektor bankowy nie byłby dłużej w stanie wspierać gospodarki (...), byłoby to dla nas wyraźnym złym sygnałem.

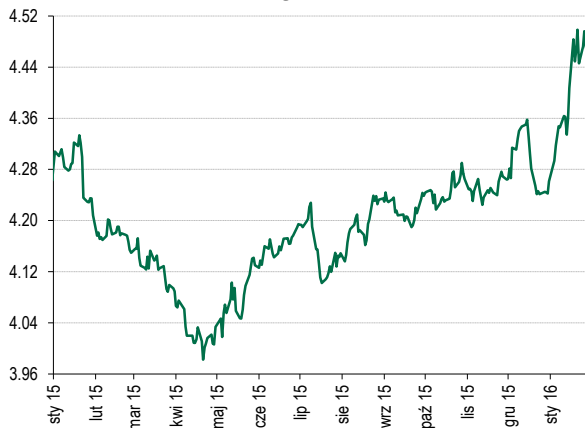
Sarah Carlson, analityk Moody's, Reuters; 27.01

Obecnie obserwujemy jasne ryzyko fiskalne (...) nie mamy pewności jak będzie kształtowało się zaufanie inwestorów, ale możemy oceniać mocne i słabe strony strukturalne gospodarek. Według nas naprawdę ważną mocną stroną Polski jest niewiarygodnie silne i odporne środowisko gospodarcze, które ostatnio przetrwało wiele ważnych prób. (...) Myśląc o instytucjach, które są najważniejsze pod względem wiarygodności kredytowej, bierzemy pod uwagę m.in. niezależność bankowości centralnego.

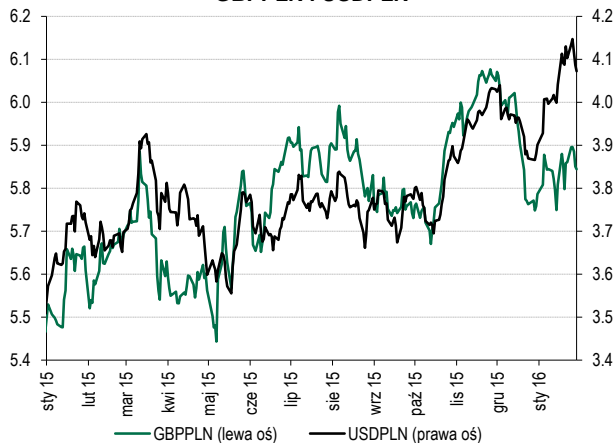
Komentarze analityków Moody's i Fitch wskazują wg nas na to, że te agencje nie rozważają obecnie obniżenia ratingu Polski. Wymieniają jednak czynniki, które mogą pociągnąć za sobą pogorszenie ocen: 1) ograniczenie niezależności NBP, 2) wzrost deficytu powyżej 3% PKB, 3) niekorzystne dla sektora bankowego zmiany, np. przewalutowanie kredytów w CHF. Jeśli chodzi o pierwszy czynnik, nie dostrzegamy ani nie przewidujemy kroków w tym kierunku. W nawiązaniu do drugiej kwestii, rząd twierdzi, że chce przestrzegać poziomu 3%. Mimo tego, jeśli 3% stanie się celem średnioterminowym (zamiast 1%), jak sugerują członkowie rządu, ryzyko wzrostu deficytu powyżej 3% w czasie spowolnienia byłoby wyższe. Jeśli chodzi o trzeci czynnik, prezydent przedstawił ustawę, która wygeneruje znaczne straty dla banków. Należy pamiętać o tym, że przyszłość tego dokumentu nie jest jasna, a jego skutki mogą zostać zmniejszone w trakcie prac.

Rynek walutowy – Globalne nastroje kluczowe dla kierunku rynku

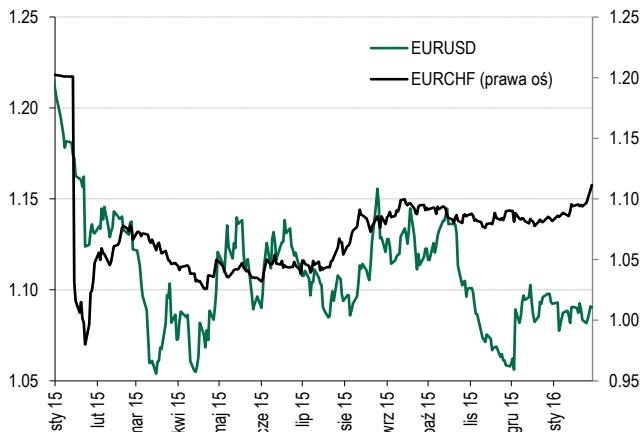
EURPLN



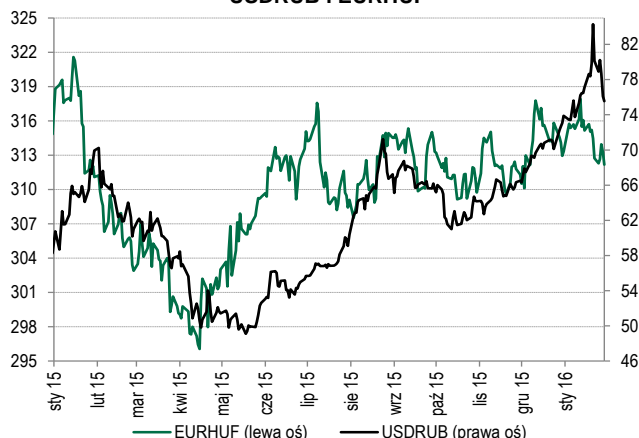
GBPPLN i USDPLN



EURUSD i EURCHF



USD RUB i EURHUF



EURPLN poniżej lokalnego minimum

▪ Zgodnie z oczekiwaniami decyzje banków centralnych pomogły złotemu umocnić się w drugiej połowie tygodnia po dość zmiennym otwarciu. Z jednej strony prawdopodobieństwo marcowej podwyżki stóp przez Fed spadło po tym jak styczniowy komunikat okazał się bardziej gołębi niż poprzedni. Z drugiej strony Bank Japonii dołączył do banków poluzowujących politykę monetarną i nieoczekiwanie dla rynków wprowadził ujemną stopę procentową na poziomie -0,10%. W efekcie powyższych decyzji EURPLN spadł poniżej lokalnego minimum na 4,44. Poprawa globalnych nastrojów spowodował również spadek CHFPLN poniżej 4,00, po raz pierwszy od początku 2016.

▪ W tym tygodniu kalendarz publikacji danych makro i wydarzeń jest pełny. Krajowe czynniki (publikacja indeksu PMI dla przemysłu, posiedzenie RPP) nie powinny przynieść niespodzianek. Niepewność polityczna może nieco zaważyć na nastrojach ankietowanych menadżerów, podczas gdy krajowa Rada, zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami, powinna utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. W związku z tym krajowe wydarzenia zostaną przysłonięte przez zagraniczne. Inwestorzy skoncentrują się na danych z Chin i USA, które mogą mieć wpływ na marcową decyzję Fed. Kolejne sygnały, że gospodarka Chin spowalnia oraz słabe dane z rynku pracy USA będą zmniejszały oczekiwania na szybkie podwyżki stóp przez Fed, co powinno wspierać apetyt na ryzyko. W związku z tym nie wykluczamy, że EURPLN może kierować się w stronę 4,38.

EURUSD pozostaje w wąskim przedziale wahań

▪ Miniony tydzień przyniósł nieznaczny wzrost EURUSD. Kurs wzrósł powyżej 1,09 (z ok. 1,08 na początku tygodnia), wspierany przez decyzje banków centralnych. Euro zyskiwało na wartości również w wyniku słabszych danych z amerykańskiej gospodarki, co zmniejszało oczekiwania na szybką podwyżkę stóp przez FOMC. Tymczasem kurs EURCHF wzrósł do 1,108, czyli najwyższego poziomu od stycznia 2015 r., kiedy bank centralny Szwajcarii (SNB) przestał bronić kursu na poziomie 1,20. Na rynku pojawiły się plotki, że ma to związek z interwencjami SNB.

▪ Sytuacja na wykresie EURUSD nie zmieniła się znacząco w minionym tygodniu. Kurs porusza się w trendzie bocznym między 1,08 a 1,10. W naszej ocenie, napływające dane z Europy i USA powinny potwierdzić bieżące tendencje w tamtejszych gospodarkach. Sygnały dalszego ożywienia w europejskiej gospodarce (indeksy PMI powinny to potwierdzić) powinny, póki co, wspierać trend wzrostowy EURUSD.

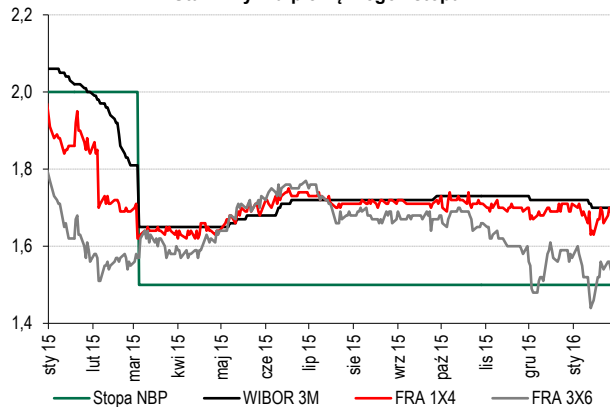
RUB mocniejszy w wyniku wzrostu cen ropy

▪ Węgierski forint, podobnie jak polski złoty, był dość zmienny w minionym tygodniu. EURHUF wzrósł do prawie 315 ze względu na zapowiedź banku centralnego o możliwości dalszego poluzowania polityki monetarnej jeśli zajdzie taka konieczność. Jednak na koniec tygodnia kurs spadł do prawie 311 w wyniku działań Banku Japonii. Rosyjska waluta również umocniła się w wyniku wzrostu cen ropy naftowej po informacji o możliwych rozmowach pomiędzy Rosją a OPEC w następnym miesiącu. W konsekwencji kurs USD RUB spadł do 75. Wsparciem była również decyzja banku Rosji utrzymująca stopy na niezmiennym poziomie.

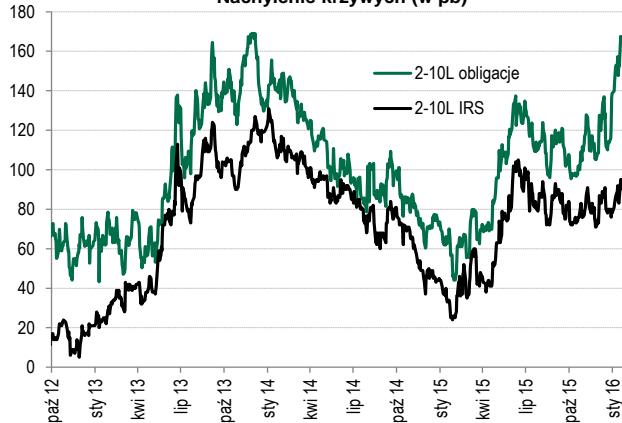
▪ Zmienność na rynku walutowym krajów CEE powinna pozostać wysoka. Czynniki zewnętrznej pozostaną kluczowe dla nastrojów. Malejące prawdopodobieństwo szybkich podwyżek stóp przez Fed powinno wspierać waluty CEE w krótkim terminie. W przypadku czeskiej korony istotny może być wynik posiedzenia Banku Czech. W naszej ocenie polityka monetarna pozostanie bez zmian, wspierając trend boczny na EURCZK.

Rynek stopy procentowej – Dane z USA i aukcja obligacji w centrum uwagi

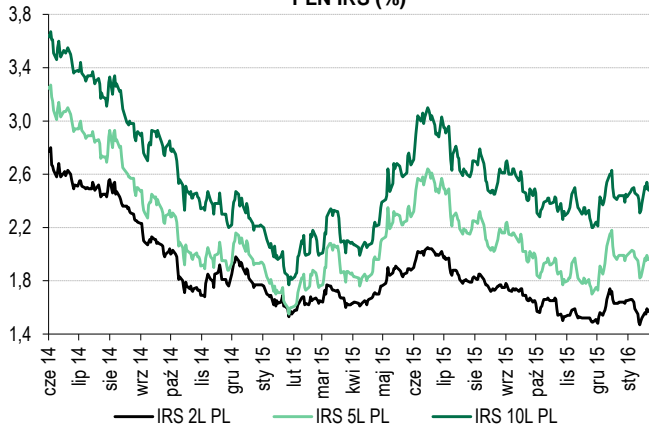
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



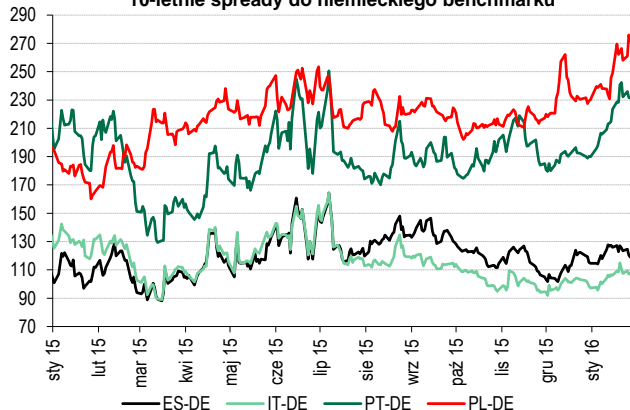
Nachylenie krzywych (w pb)



PLN IRS (%)



10-letnie spready do niemieckiego benchmarku



Dług powraca do poziomów sprzed obniżki ratingu

- Gołębia retoryka EBC i dalsze poluzowanie polityki pieniężnej przez Bank Japonii miały korzystny wpływ na polskie obligacje, które odrobiły całość strat poniesionych w połowie stycznia w reakcji na obniżenie ratingu przez S&P. IRS podążały w tym samym kierunku i środek oraz długi koniec krzywej obniżyły się o 5-10 pb w ciągu tygodnia. 2-letnia stawka zamknęła się blisko 1,55% (bez większych zmian w tygodniowym rozrachunku), 5-letnia była w pobliżu 1,90%, a 10-letnia wyniosła ok. 2,40%. Obie krzywe stały się nieco mniej strome, ale dla obligacji spread 2-10 nadal jest niedaleko wieloletniego szczytu (160-170 pb).

- Na pierwszej aukcji po decyzji S&P Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje WZ0120 za 2,7 mld zł, WZ0126 za 2,0 mld i nową dwulatkę OK1018 za 3,4 mld zł. Łączna sprzedaż była nieco większa od górnej granicy planu (5-8 mld zł), ale wg nas nie jest ona dobrym odzwierciedleniem oceny polskich aktywów przez inwestorów zagranicznych, bowiem posiadaczami obligacji zmiennokuponowych są głównie polscy inwestorzy (zwłaszcza banki i fundusze inwestycyjne). Wg Ministerstwa Finansów, po tej aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są pokryte w ok. 30%.

Dane z USA i aukcja obligacji w centrum uwagi

- FOMC nie zmienił stóp w styczniu, a w komunikacie stwierdził, że dane makro będą kluczowe w ocenie momentu kolejnego dostosowania stóp Fed. W tym tygodniu poznamy miesięczne dane z amerykańskiego rynku pracy i wydaje się, że reakcja rynku jest raczej oczywista. Obecnie rynek wycenia tylko 14% szans na podwyżkę stóp w marcu i jeżeli piątkowe dane zaskoczą mocno w górę, wtedy obligacje z rynków bazowych mogą stracić. Od grudniowego posiedzenia FOMC rentowności amerykańskich i niemieckich 10-latek spadły o ok. 30 pb i w kontekście bieżących oczekiwań rynku sądzimy, że pozytywna reakcja rynku na odczyt poniżej prognoz będzie raczej słabsza niż w przypadku mocnych danych. W kolejnych dniach po obniżce ratingu 10-letni spread między obligacjami Polski i Niemiec ustabilizował się sugerując, że aktywa te ogólnie nadal poruszają się w tym samym kierunku. Dlatego uważamy, że zmiany na rynkach bazowych będą w tym tygodniu kluczowe dla środka oraz długiego końca polskich krzywych rentowności i IRS.

- Spodziewamy się, że w lutym RPP nie zmieni stóp NBP. W posiedzeniu weźmie udział pięcioro nowych członków i mamy nadzieję, że komunikat dostarczy pewnych wskazówek odnośnie szans na obniżki stóp w kolejnych miesiącach. Już poprzedni komunikat był nieco bardziej gołębi, a w tym tygodniu zobaczymy czy zmiana składu Rady będzie już miała wpływ na komunikację z rynkiem.

- Jak wspomnieliśmy powyżej, ostatnia aukcja obligacji nie oddaje wg nas ewentualnej zmiany nastawienia nierezydentów po obniżce ratingu. W tym tygodniu Ministerstwo Finansów ponownie wejdzie na rynek i zaofiaruje ponownie OK1018 oraz DS0726. 10-letni benchmark odrobił całość strat poniesionych po decyzji S&P. Wg najnowszych danych, na koniec grudnia inwestorzy zagraniczni posiadali 40% tego papieru (w szczególności fundusze inwestycyjne) i sądzimy, że najbliższa aukcja będzie lepszym testem nastawienia nierezydentów po obniżce ratingu.

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