

TYGODNIK EKONOMICZNY

8 – 14 lutego 2016

Banki centralne miały największy wpływ na rynki w minionym tygodniu. Bardzo słabe indeksy ISM, rozczarowujący przyrost zatrudnienia poza rolnictwem w USA i słowa Dudleya z FOMC spowodowały, że rynek przestał w zasadzie wyceniać podwyżki stóp Fed. Czynniki te pchnęły EURUSD mocno w górę, co skutkowało werbalną interwencją EBC. Komunikat z posiedzenia RPP był nieco bardziej gołębi, a nowi członkowie Rady niestety nie zabrali głosu. Wymowa komunikatu wskazuje, że marcowa aktualizacja prognoz CPI i PKB może być bardzo ważna dla bankierów centralnych i dalej oczekujemy obniżki stóp o 25 pb. Polski PMI dla przemysłu mocno rozczarował spadkiem do najniższego poziomu od 16 miesięcy. Dalsze zniżki indeksu mogłyby niepokoić, szczególnie w kontekście słabych odczytów pozostałych wskaźników aktywności ekonomicznej.

Kalendarz publikacji zagranicznych danych nie jest w tym tygodniu zbyt obfity. Najciekawiej zapowiadają się odczyty PKB za IV kw. dla Niemiec i strefy euro, które naszym zdaniem potwierdzą kontynuację ożywienia w końcu 2015. Chiński rynek będzie przez cały tydzień zamknięty, więc ten czynnik ryzyka może zejść na drugi plan, przynajmniej na jakiś czas. W kontekście spadających szans na marcową podwyżkę stóp w USA najważniejszym wydarzeniem tygodnia może okazać się wystąpienie szefowej Fed. Oczekuje się, że Janet Yellen zasugeruje nastawienie „wait-and-see”, więc jeśli jej przemówienie pokaże determinację do podwyżek stóp, wtedy możliwa jest gwałtowna reakcja rynków. Na koniec tygodnia poznamy sporo ważnych danych z Polski, szczególnie PKB za IV kw. i styczniowy CPI. Pierwszy odczyt obarczony jest mniejszym ryzykiem niż zwykle bowiem znamy już wynik za cały 2015. Spodziewamy się, że dane pokażą wzrost w przedziale 3,7-4,0, więc są szanse na niespodziankę, bowiem konsensus wskazuje na 3,8%. Inflacja będzie ważniejsza dla perspektyw polityki pieniężnej i kontynuacja deflacji w 2016 będzie argumentem dla gołębi.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (8 lutego)							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	0,5	-	-0,3
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	5,9	-	5,7
WTOREK (9 lutego)							
8:00	DE	Eksport	XII	% m/m	0,5	-	0,5
ŚRODA (10 lutego)							
16:00	US	Wystąpienie szefowej Fed					
CZWARTEK (11 lutego)							
9:00	HU	CPI	I	% r/r	1,2	-	0,9
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	
PIĄTEK (12 lutego)							
8:00	DE	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	-	-	1,8
9:00	HU	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	2,5	-	2,4
9:00	CZ	CPI	I	% r/r	0,5	-	0,1
10:00	PL	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	3,8	3,8	3,5
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	0,3	-	1,1
11:00	EZ	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	-	-	1,6
14:00	PL	CPI	I	% r/r	-0,5	-0,5	-0,5
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	XII	mln €	-203	-1144	620
14:00	PL	Eksport	XII	mln €	13 638	13570	15 504
14:00	PL	Import	XII	mln €	13 692	13730	14 748
14:00	PL	Podaż pieniądza	I	% r/r	9,4	9,4	9,1
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	I	% m/m	0,1	-	-0,1
16:00	US	Wstępny Michigan	II	pkt	92,5	-	92,0

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

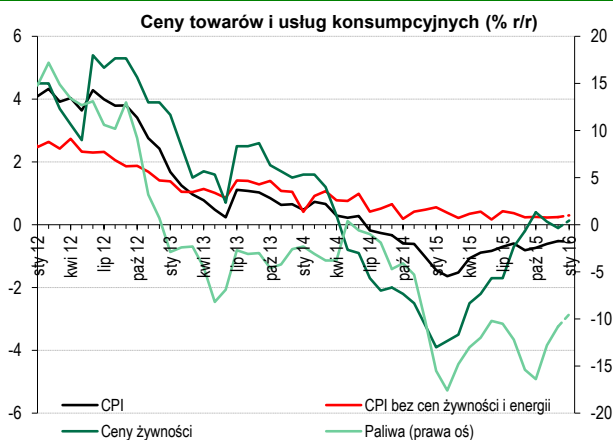
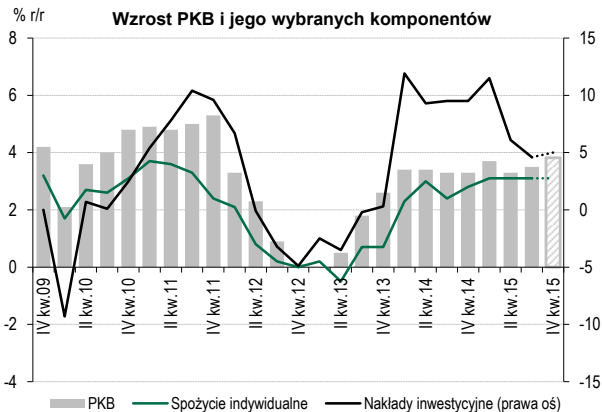
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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 – Wstępny PKB za IV kw., CPI i bilans płatniczy



■ Kalendarz publikacji makro zawiera kilka ważnych danych na koniec tygodnia. Poznamy wstępny odczyt PKB za IV kw. Dane o aktywności gospodarczej w grudniu potwierdziły, że gospodarka dynamicznie rozwijała się pod koniec 2015, wspierana zarówno przez solidny popyt zewnętrzny (co miało pozytywny wpływ na produkcję przemysłową i eksport) oraz przyspieszające wydatki gospodarstw domowych (dzięki mocnemu wzrostowi dochodów z pracy). Wstępne dane o PKB za cały 2015 r. sugerowały, że w IV kw. wzrost przyspieszył do 3,8% r/r lub nawet mocniej.

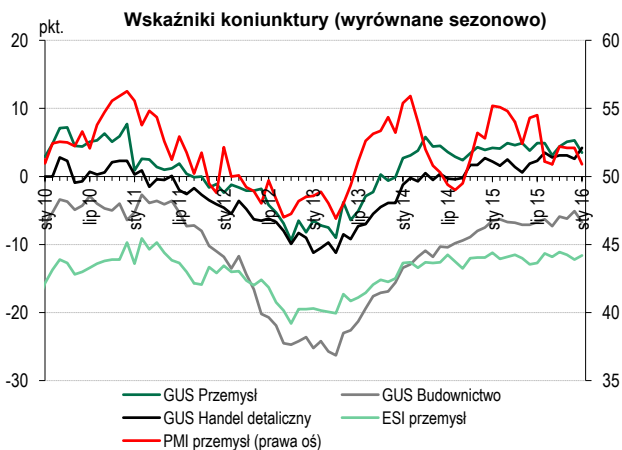
■ Naszym zdaniem styczniowy CPI utrzymał się na -0,5% r/r (bez zmian wobec grudnia) po spadku cen o 0,2% m/m. W ujęciu miesięcznym spodziewamy się spadku cen energii i paliwa a także lekkiego wzrostu cen żywności (ok. 1% m/m).

■ Spodziewamy się mocnego wzrostu deficytu obrotów bieżących w grudniu pod wpływem znacznego pogorszenia bilansów dochodów pierwotnych i wtórnych. Był to głównie wynik wysokich wpłat do budżetu UE i niskich wpływów z budżetu tej instytucji. Spodziewamy się pewnego pogorszenia salda towarów, przy czym tempo wzrostu eksportu utrzyma się na solidnym poziomie (9,8% r/r) a importu będzie umiarkowane (5,7% r/r).

■ Spodziewamy się wzrostu podaży pieniądza M3 o 9,4 r/r.

■ W tym tygodniu (9 lutego), Sejmowa Komisja Finansów Publicznych przesłucha dwóch kandydatów do RPP – Henryka Wnorowskiego, zaproponowanego przez rządzącą partię PiS i Mateusza Szczurka, kandydata PO. Możliwe, że już w tym tygodniu odbędzie się głosowanie, które prawie na pewno zakończy się wyborem kandydata PiS.

Ostatni tydzień w gospodarce – PMI poniżej oczekiwań, stopy bez zmian



■ Polski styczniowy PMI dla przemysłu nieoczekiwanie spadł do 50,9 z 52,1 pkt, najniższego poziomu od 16 miesięcy. Przyczyną były słabsze wzrosty produkcji (najśłabszy wynik od 5 miesięcy) i nowych zamówień (szczególnie krajowych, zagraniczne rosły szybciej). Pozytywne jest to, że nadal rośnie indeks zatrudnienia. Badanie potwierdziło, że wciąż nie widać presji inflacyjnej. Ogólnie, wczorajszy odczyt sugeruje spowolnienie aktywności ekonomicznej na początku roku.

■ Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami. RPP była nieco mniej optymistyczna jeśli chodzi o perspektywy wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach, sugerując złagodzenie nastawienia. Rada nie dała żadnych sugestii odnośnie do wyniku posiedzenia w marcu, pozostawiając wszystkie opcje otwartymi. Nowa projekcja CPI i PKB będzie kluczowa dla procesu decyzyjnego.

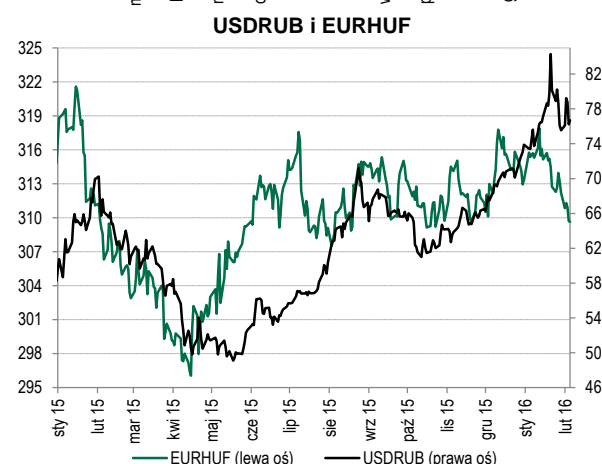
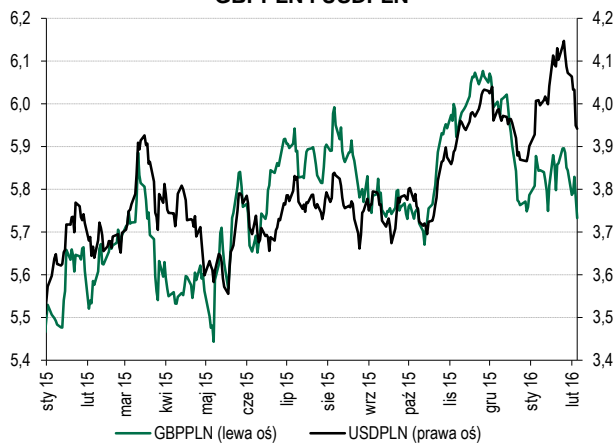
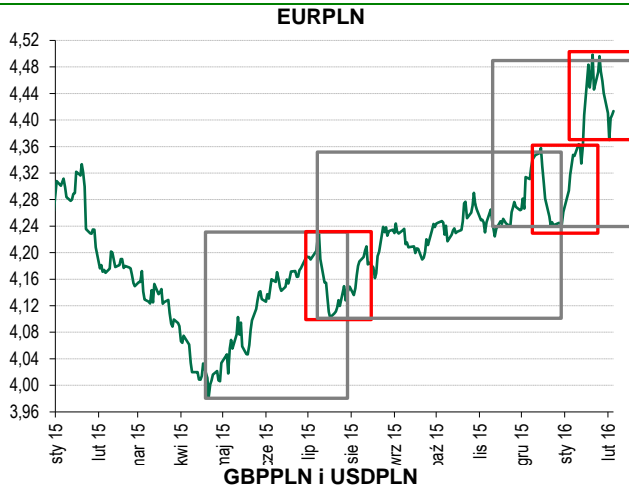
Cytat tygodnia – KE oczekuje deficytu finansów publicznych 3,4% PKB w 2017

Komentarz Ministerstwa Finansów do prognoz KE, 04.02

Najnowsza prognoza KE wskazuje na ryzyko przekroczenia wartości referencyjnej w 2017 r., (3,4% PKB) co wynika ze stosowanego przez KE w prognozie zimowej podejścia braku zmian w polityce rządu (ang. no-policy-change scenario). KE uwzględniła w prognozie na 2017 r. przyrost wydatków związanych z czteroczną realizacją programu 500+, brak wpływów z dywidendy cyfrowej oraz obniżkę stawek VAT, przy jednoczesnym braku działań wzmacniających stronę dochodową i priorytetyzacji innych wydatków. Prognoza KE nie uwzględnia podejmowanych przez rząd działań ukierunkowanych na wzmocnienie strony dochodowej poprzez znaczącą odbudowę strumienia dochodów podatkowych i uszczelnienie systemu podatkowego.

Komisja Europejska spodziewa się wzrostu deficytu finansów publicznych do 3,4% w 2017 r. Polskie Ministerstwo Finansów jest dość sceptyczne co do tej prognozy i sugeruje, że założenie braku zmian w polityce rządu, przyjęte przez Komisję, pomija znaczne wpływy budżetowe uzyskane dzięki poprawie ściągalności podatków. Zgadzamy się, że takie działania będą pozytywne dla budżetu. Jednakże, w swoim komentarzu Ministerstwo pominęło skutki budżetowe zrealizowania innych obietnic wyborczych, które spowodują wzrost deficytu, jak np. podwyższenie kwoty wolnej od podatku i obniżenie wieku emerytalnego. Te działania spowodują wzrost deficytu co najmniej o 1% PKB i pokrycie tej różnicy z lepszej ściągalności VAT będzie trudne do osiągnięcia. W każdym razie Ministerstwo twierdzi, że jest zdeterminowane utrzymać deficyt poniżej 3% PKB. Przypominamy, że jest to kluczowe dla agencji ratingowych.

Rynek walutowy – EURPLN stabilizuje się, EURUSD w górę



Do trzech razy sztuka?

▪ Złoty umocnił się przejściowo do 4,37 za euro i odrobił tym samym całość strat poniesionych po obniżce ratingu przez S&P. Krajowa waluta bardzo dobrze zaczęła miesiąc i przez chwilę była nawet drugą najmocniejszą do euro i dolara spośród walut państw rozwijających się. Na koniec tygodnia EURPLN odbił jednak do ok. 4,40. Wzrost EURUSD umocnił złotego do dolara i USDPLN spadł do 3,93, najniżej od początku stycznia.

▪ Pierwszy wykres pokazuje, że aprecjacja złotego do euro zatrzymała się po tym jak EURPLN narysował korektę spadkową niemal równą dwóm poprzednim. Podkreślaliśmy już, że nie widzimy potencjału do zbyt dużego umocnienia złotego w krótkim terminie i miniony tydzień pokazał, że EURPLN może pozostać na podwyższonym poziomie jeśli globalny nastrój nie poprawi się wyraźnie i nie zneutralizuje w większym stopniu negatywnych czynników krajowych. Szanse na podwyżki stóp Fed spadły dość mocno w ciągu ostatnich tygodniu, ale nie miało to pozytywnego wpływu na złotego, bowiem na rynku dominowały obawy o Chiny. W tym tygodniu uwaga inwestorów skupi się na wystąpieniu szefowej Fed i jej ocenie perspektyw dla gospodarki USA. Wydaje się, że będzie to kluczowe wydarzenie tygodnia, ale nie sądzimy, aby spowodowało ono opuszczenie przedziału 4,36-4,51 przez EURPLN.

Niższe szanse na podwyżki stóp Fed osłabiają dolara

▪ Ostatnie dane z USA miały mieszany wydźwięk, ale inwestorzy skupili się na niższych od oczekiwań indeksach ISM i w szczególności na wypowiedzi Williama Dudleya. Szef Fed w Nowym Jorku powiedział, że w jego ocenie obecne warunki rynkowe są dużo słabsze niż jeszcze w grudniu, kiedy to FOMC podniósł stopy procentowe. Wydaje się, że ten komentarz przesądził o wzroście EURUSD powyżej ważnego oporu na 1,10 i powyżej 1,12 – nowego tegorocznego maksimum i najwyższego poziomu od października.

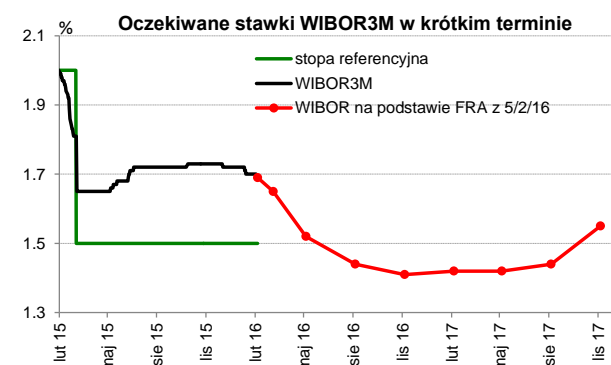
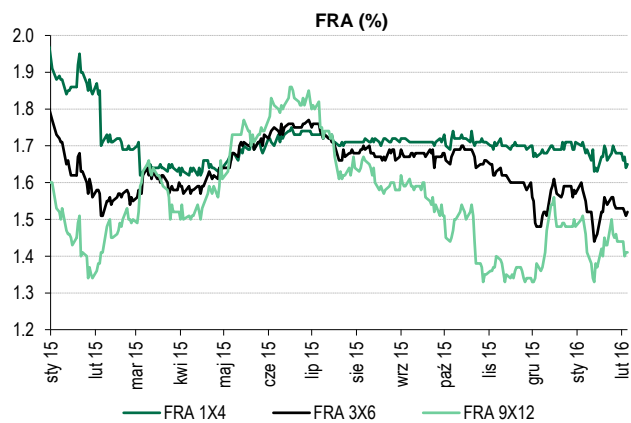
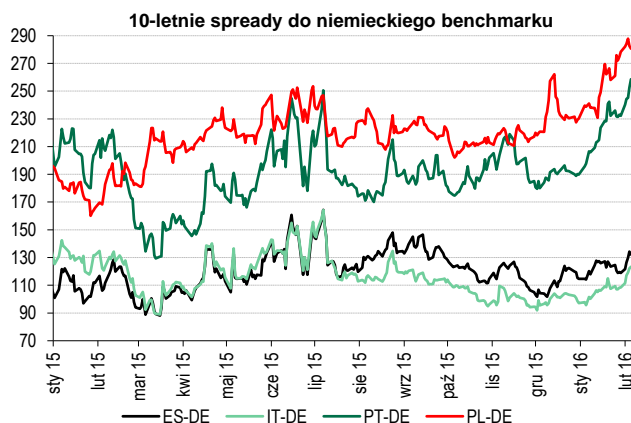
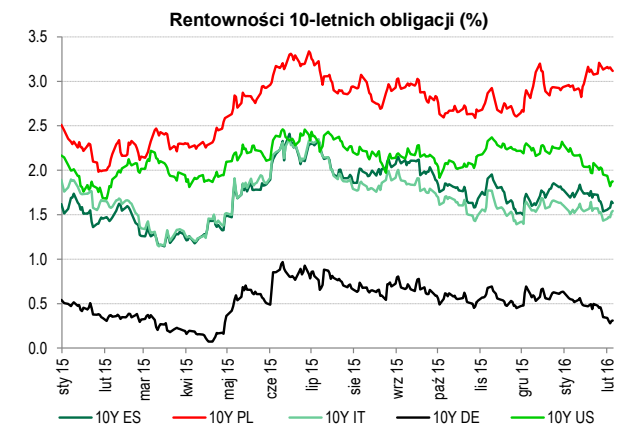
▪ Obecnie rynek nie widzi zbyt dużych szans na podwyżki stóp Fed w tym roku (poniżej 30% szans na podwyżkę o 25 pb do czerwca, poniżej 50% do grudnia). Wycena ta może się jeszcze zmienić w tym tygodniu pod wpływem wystąpienia szefowej Fed. W naszej ocenie, nawet jeśli podwyżki staną się jeszcze mniej prawdopodobne, to czynnik ten będzie miał już coraz mniejszą siłę działającą w kierunku wzrostu EURUSD. Dodatkowo, przedstawiciele EBC mogą próbować werbalnie interweniować aby osłabić euro, więc w naszej ocenie jest szansa na korektę spadkową w tym tygodniu. Jednocześnie, stabilizacja EURUSD zakończyła się po przebiegu 1,10 i w perspektywie średnioterminowej są raczej większe szanse na dalsze zwyżki. Kolejny ważny opór to 1,135.

Forint dalej zyskuje

▪ Rubel pozostał stabilny w okolicy 77,5 za dolara po ostatnim odreagowaniu dzięki stabilizacji cen ropy nieco powyżej wieloletnich minimów.

▪ Forint tymczasem umacniał się do euro już czwarty tydzień z rzędu i EURHUF spadł do 309 (najniżej od listopada) z 312. Węgierska waluta korzysta ze stabilniejszego globalnego nastroju (dzięki EBC i Bankowi Japonii) i być może także z obniżce ratingu Polski. W tym tygodniu poznamy dane o inflacji. Węgierski CPI rośnie od stycznia 2015 i uważamy, że nie wpłynie zbyt negatywnie na forinta jeśli w tym tygodniu zaskoczy w dół.

Rynek stopy procentowej – Czas na realizację zysków?



Rynki bazowe, aukcja wspierają polski dług

W minionym tygodniu krajowy rynek stopy procentowej umocnił się dość znacząco. Obligacje skorzystały na poprawie globalnych nastrojów i umocnieniu rynków bazowych. Rentowność niemieckiej 10-latki spadła do ok. 0,25%, najniższego poziomu od kwietnia 2015 r. W tym samym czasie amerykańskie obligacje zyskały na wartości po serii słabych danych makro (ISM, zamówienia na dobra trwałego użytku), które pchnęły rentowność 10-latki amerykańskiej do 1,84%, najniższego poziomu od lutego 2015. Krajowy dług wsparły także bardzo dobre wyniki aukcji. W rezultacie na zamknięcie tygodnia rentowność 10-latki spadła do ok. 3,10% (najniżej od połowy stycznia) z prawie 3,20% na początku tygodnia.

W ujęciu tygodniowym krzywe rentowności i IRS przesunęły się w dół odpowiednio o 2-7pb i 3-8pb. Krzywa rentowności pozostała względnie stroma (spread 2-10L utrzymał się na ok. 164pb, blisko poziomu sprzed tygodnia). W tym samym czasie krzywa IRS nieco się wypłaszczyła, a spread 2-10L zawęził się do prawie 75pb. Co więcej, spread wobec Bunda w sektorze 10L wzrósł powyżej 280pb, co pokazuje, że inwestorzy wciąż żądają wysokiej premii za ryzyko wynikające z niepewności politycznej w Polsce.

Aukcją krajowego długu można uznać za bardzo udaną. Ministerstwo uplasowało 2-latkę OK1018 i 10-latkę DS0726 o łącznej wartości 9 mld zł (na aukcjach regularnej i uzupełniającej, więcej niż górna granica pierwotnie planowanej oferty). Popyt na aukcji był solidny i wyniósł prawie 15 mld zł na obu aukcjach (w tym ok. 3 mld zł na aukcji uzupełniającej). Znaczący popyt na 10-letni benchmark potwierdził, że obniżenie ratingu nie miało znaczącego wpływu na popyt na polski dług ze strony nierezydentów. Szacujemy, że po aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już sfinansowane w ok. 36%.

Na rynku pieniężnym nie zaszły istotne zmiany w minionym tygodniu. Stawki WIBOR 1M i 3M obniżyły się o 1pb, podczas gdy pozostałe pozostały stabilne. Natomiast stawki FRA nieznacznie obniżyły się, o 1-7pb wzdłuż krzywej. Mimo to oczekiwania rynku odnośnie przyszłej polityki monetarnej nie uległy zmianie.

Uwaga na krajowe czynniki

W tym tygodniu polski rynek stopy procentowej będzie pod wpływem krajowych czynników ze względu na brak istotnych wydarzeń czy też publikacji danych makro za granicą. Spośród krajowych publikacji danych makro (PKB za IV kw. 2015, wskaźnik inflacji, podaż pieniądza M3, bilans płatniczy) uwagę będą zwracały dane o PKB i inflacji. Nasze oczekiwania wzrostu PKB w IV kw. (3,8% r/r) i styczniowego wskaźnika inflacji (-0,5% r/r) są zgodne z konsensusem rynkowym. Dlatego też silniejszy odczyt o aktywności gospodarczej (bliżej 4%) może zmniejszyć oczekiwania rynku na szybkie obniżki stóp procentowych. Obecnie rynek FRA wycenia obniżkę stóp o 25 pb w perspektywie 6 miesięcy.

Za granicą uwagę może przykuć wystąpienie szefowej Fed przed Kongresem, w czasie którego przedstawi ona półroczny raport odnośnie do polityki pieniężnej. Sądzymy, że ogólny wydźwięk wystąpienia szefowej Fed będzie wskazywał na wyczerpującą postawę FOMC. Jednak jasne sygnały na temat marcowej decyzji będą miały istotny wpływ na zachowanie się rynków, w tym krajowych aktywów. Spodziewamy się asymetrycznej reakcji rynku. Uważamy, że większe jest prawdopodobieństwo wzrostu rentowności/stawek w przypadku zasygnalizowania szybszych podwyżek stóp przez Fed (niż oczekuje rynek) niż na dalsze umocnienie. W ostatnich dniach krajowy dług znacząco zyskał, więc nie można wykluczyć realizacji zysków w najbliższym czasie.

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