

TYGODNIK EKONOMICZNY

15 – 21 lutego 2016

Kondycja polskiej gospodarki na koniec 2015 r. pozostawała solidna, co potwierdziły publikowane z mienionym tygodniem dane o PKB, eksporcie i kredytach dla przedsiębiorstw. Spodziewamy się, że te trendy będą kontynuowane w tym roku (wzrost PKB na poziomie ok. 3,5%) i publikowane w tym tygodniu dane o produkcji, sprzedaży detalicznej i z rynku pracy będą sugerowały dalszą poprawę tych tendencji na początku 2016 r. Globalne nastroje wciąż pozostaną istotne dla sytuacji na polskim rynku finansowym. Głównym czynnikiem ryzyka dla gospodarki Polski pozostają zawirowania na rynkach zagranicznych oraz obawy, że mogą one przełożyć się na spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro, co byłoby negatywne dla perspektyw polskiego eksportu. Czynniki globalne będą wciąż kluczowe dla EURPLN, który może pozostać w dość szerokim przedziale 4,36-4,51.

Obawy o globalny wzrost gospodarczy sprawiły, że rynek zaczął wyceniać dalsze poluzowanie polityki pieniężnej przez główne banki centralne (a nawet obniżki stóp Fed) i doprowadziły do wypłaszczenia krzywych rentowności. W takich okolicznościach inwestorzy mogą zacząć ponownie oczekiwać obniżek stóp także w Polsce. Inflacja (a właściwie deflacja) jest czynnikiem sprzyjającym, a styczniowa roczna dynamika CPI ponownie była niższa od oczekiwań (-0,7% r/r). Wygląda na to, że deflacja może utrzymać się do niemal końca roku. Nowi członkowie RPP wyglądają na zwolenników kontynuacji polityki pieniężnej, ale podkreślają jednocześnie istotność nowej projekcji inflacyjnej (publikowanej w marcu) przy podejmowaniu kolejnych decyzji. W tym tygodniu poznamy zapewne ostatniego kandydata PiS-u do RPP z Sejmu i dwóch kandydatów wskazanych przez prezydenta Dudę.

W czwartek odbędzie się aukcja obligacji, na której oferowana może być 5-latką. Dwie ostatnie aukcje po obniżeniu ratingu przez S&P były udane, a ostatnie notowania polskiego długu pokazują, że tym razem z uplasowaniem oferty również nie powinno być problemu.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (15 lutego)							
Brak publikacji ważnych danych							
WTOREK (16 lutego)							
9:00	CZ	Pierwszy szacunek PKB	IV kw.	% r/r	4,5	-	4,7
11:00	DE	Indeks ZEW	II	pkt	56,5	-	59,7
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	I	% r/r	3,4	3,8	3,1
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	I	% r/r	1,5	1,6	1,4
ŚRODA (17 lutego)							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	2,9	1,7	6,7
14:00	PL	Produkcja budowlana	I	% r/r	-3,2	-5,4	-0,3
14:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	I	% r/r	5,4	6,9	7,0
14:00	PL	PPI	I	% r/r	-0,7	-0,5	-0,8
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	I	tys.	1175	-	1149
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	I	tys.	1205	-	1204
15:15	US	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	0,4	-	-0,4
20:00	US	Minutes FOMC					
CZWARTEK (18 lutego)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	269
14:30	US	Indeks Philly Fed	II	pkt	-2,9	-	-3,5
PIĄTEK (19 lutego)							
14:30	US	CPI	I	% m/m	-0,1	-	-0,1

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 Luźniński 22 534 18 85

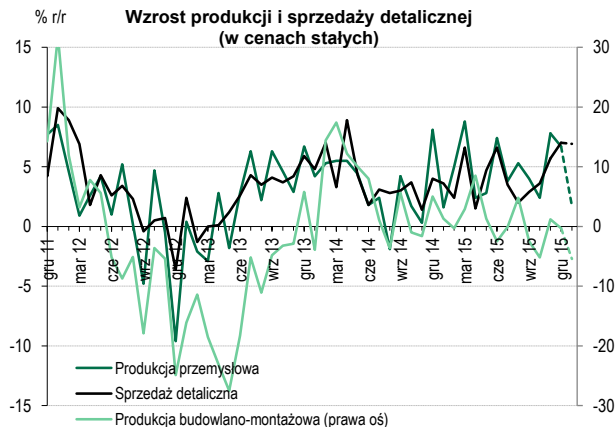
Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

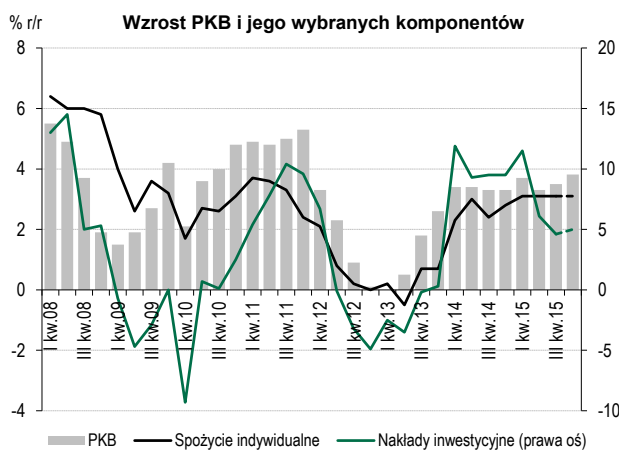
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Produkcja, sprzedaż detaliczna i dane z rynku pracy

■ W tym tygodniu zostaną opublikowane kolejne istotne dane makro za styczeń z polskiej gospodarki, które pomogą w ocenie sytuacji gospodarczej na początku 2016 r.

■ Styczeniowy odczyt indeksu PMI zaskoczył spadkiem, więc w danych o produkcji inwestorzy mogą szukać oznak spowolnienia. Dynamika produkcji w styczniu, w naszej ocenie, była niższa niż w grudniu ze względu na efekt dni roboczych, podczas gdy ogólny trend powinien pozostać silny. W naszej ocenie dynamika sprzedaży detalicznej powinna pozostać również silna, podczas gdy produkcja budowlana może pokazać spadek, biorąc pod uwagę słabe trendy w tym sektorze oraz warunki pogodowe w styczniu.

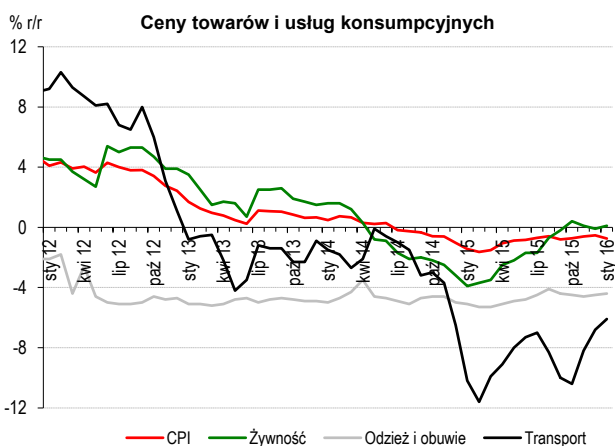
■ Dane z rynku pracy będą pod wpływem styczniowej zmiany próby. Spodziewamy się wzrostu zatrudnienia oraz umiarkowanego wzrostu płac.

Ostatni tydzień w gospodarce – PKB wyżej, deflacja głębsza (i dłuższa), mocny handel zagraniczny

■ Wzrost gospodarczy wyniósł 3,9% r/r w IV kw. 2015, nieco więcej od oczekiwań rynkowych. Wzrost dostosowany sezonowo osiągnął 1,1% kw/kw, najszybciej od IV kw. 2014. Ogólnie dane potwierdzają, że polska gospodarka była w dobrej formie pod koniec 2015 r., pomimo niepewnego otoczenia globalnego. Spodziewamy się utrzymania wzrostu na poziomie ok. 3,5% r/r w 2016 r. Spożycie indywidualne prawdopodobnie przyspieszy pod wpływem mocnego rynku pracy i programu dodatków na dzieci 500+, podczas gdy wzrost inwestycji może spowolnić (zwłaszcza w sektorze publicznym).

■ Inflacja po raz kolejny zaskoczyła odczytem poniżej prognoz – w styczniu ceny towarów i usług konsumpcyjnych były o 0,7% niższe niż przed rokiem. Zaskoczyła nas skala spadku cen w kategoriach zdrowie (-1,9% m/m, prawdopodobnie w efekcie zmian na liście leków refundowanych) i transport (-4,2% m/m, obok znacznych obniżek cen paliw, również obniżki cen usług transportowych). Dane styczniowe zostaną przeliczone jeszcze raz za miesiąc, po uwzględnieniu zmienionego systemu wag w koszyku CPI, więc niewykluczone, że ostateczny odczyt może być nieco inny. Wg naszych szacunków inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii spadła w styczniu do zera (najniżej od 2006 r.).

■ Deficyt obrotów bieżących wyniósł w grudniu 2015 r. 410 mln €, czyli był wyraźnie mniejszy od naszych oczekiwań (1144 mln €). Eksport zaskoczył w górę i wyniósł 13,8 mld € (wzrost o 12,1% r/r), a import był poniżej prognoz i wyniósł 13,5 mld €, czego skutkiem jest nadwyżka salda towarowego 373 mln €. Saldo usług pokazało nadwyżkę 835 mln €, mniej więcej zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Ogólnie dane o bilansie płatniczym za grudzień oceniamy pozytywnie ze względu na bardzo dobry wynik w handlu towarowym. Naszym zdaniem polskiej wymianie zagranicznej służy słaby złoty oraz niskie ceny surowców.

**Cytat tygodnia – Obecny poziom stóp gwarantuje równowagę makroekonomiczną****Marek Chrzanowski, członek RPP, Reuters, 8 lutego**

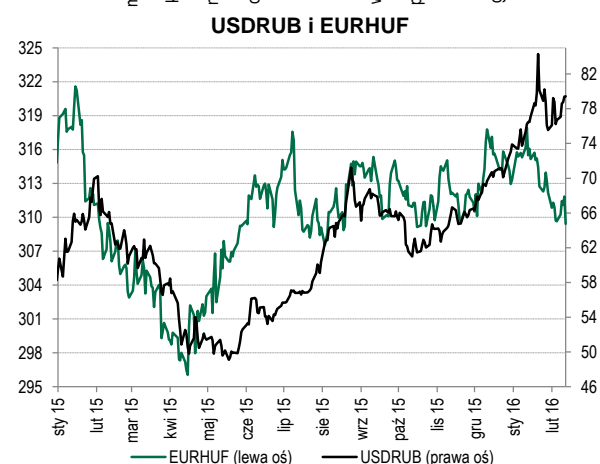
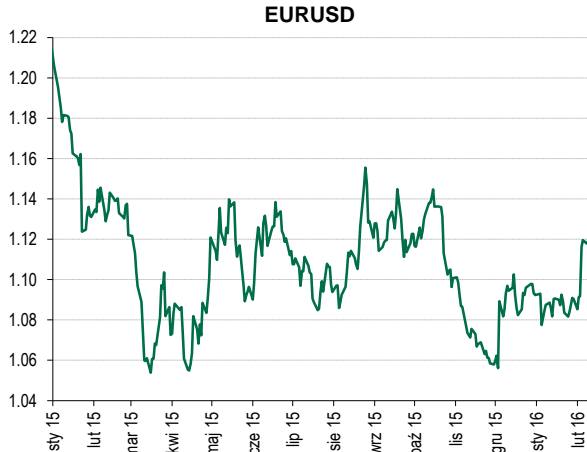
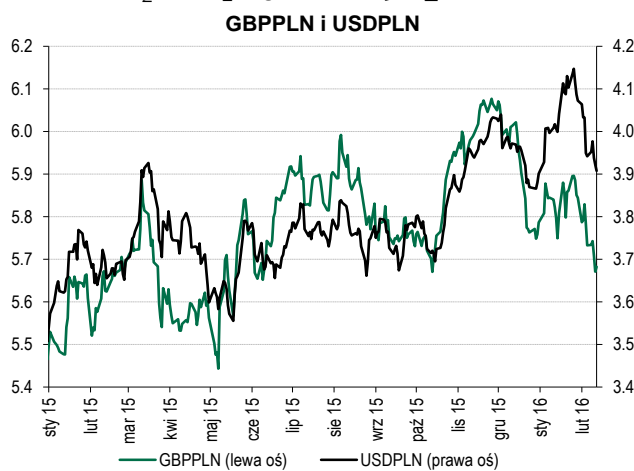
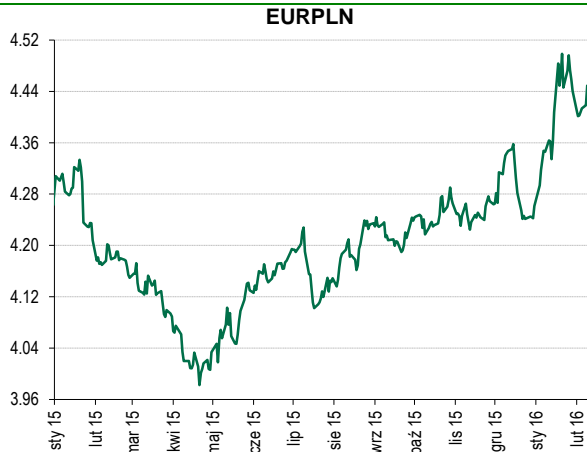
Obecny poziom stóp procentowych gwarantuje równowagę makroekonomiczną i sprzyja stabilności polskiej gospodarki. Gdyby teraz RPP dokonała zmian w poziomie stóp naruszyłaby tę równowagę. Powinniśmy kontynuować dotychczasową politykę pieniężną.

Eugeniusz Gatnar, członek RPP, Bloomberg, 8 lutego

Musimy poczekać do nowej projekcji inflacji NBP, która będzie w marcu. Będziemy się jej przyglądać i ją analizować. Musimy też poczekać na efekty stymulacji fiskalnej, którą zapowiedział rząd. (...) Podażowy charakter deflacji w Polsce sprawia, że nie jest ona szkodliwa dla gospodarki, a wskaźniki dotyczące sprzedaży detalicznej, wzrostu kredytu i produkcji przemysłowej są dowodami na to, że koszt pieniądza jest właściwy. Nie ma potrzeby niestandardowych działań NBP.

Trzech nowych członków RPP wybranych przez Senat – Marek Chrzanowski, Eugeniusz Gatnar i Jerzy Kropiwnicki – wzięło udział w lutowym posiedzeniu Rady. Pozostałych dwoje członków – Eryk Łon i Grażyna Ancyparowicz, wybrani przez Sejm – zostali zaprzysiężeni po lutowym posiedzeniu. Trzeci kandydat z Sejmu miał być wybrany przed końcem kadencji Anny Zielińskiej-Głębockiej (9 lutego), ale nieoczekiwanie PiS wycofał poparcie dla Henryka Wnorowskiego. Najbardziej prawdopodobnym kandydatem w jego miejsce jest Jerzy Żyżyński, poseł PiS. Jak dotąd, nie ma żadnych informacji nt. kandydatów prezydenta Andrzeja Dudy (termin upływa 19 lutego). Wszyscy nowi członkowie powinni być jednak wybrani do marcowego posiedzenia. Chrzanowski, Gatnar i Kropiwnicki wydają się być zgodni, że polityka pieniężna powinna być prowadzona podobnie jak przez poprzednią Radę (brak potrzeby zmiany celu inflacyjnego, stopy na odpowiednim poziomie). Jednakże, podkreślają jednocześnie istotność nowej projekcji NBP przy podejmowaniu decyzji odnośnie do polityki pieniężnej.

Rynek walutowy – Wysoka zmienność utrzyma się



Złoty pozostaje pod wpływem czynników globalnych

W minionym tygodniu złoty podlegał znacznym wahaniom wobec głównych walut. Ostabienie złotego było wynikiem wzrostu awersji do ryzyka na rynkach globalnych oraz obaw inwestorów o konsekwencje rządowych programów (włączając podatek bankowy, konwersję kredytów hipotecznych w CHF), w szczególności po negatywnej ich ocenie przez NBP. Publikacja krajowych danych makro nie miała większego przełożenia na notowania złotego. W konsekwencji w skali tygodnia EURPLN wahał się w dość szerokim przedziale 4,398-4,472 i na koniec tygodnia kształtował się nieco powyżej 4,40 (na zbliżonym poziomie do zamknięcia tygodnia wcześniejszego), wspierany poprawą nastrojów na globalnych rynkach. W tym samym czasie kurs USDPLN pozostawał poniżej 4,00. W skali tygodnia kurs osiągnął lokalne minimum na 3,88, po raz pierwszy od końca grudnia.

Na wykresie kursu EURPLN nie zaszły istotne zmiany w minionym tygodniu i kurs pozostaje w szerokim przedziale konsolidacji 4,36-4,51. W tym tygodniu zostaną opublikowane kolejne dane z krajowej gospodarki, a także dane z USA i te ostatnie mogą mieć istotny wpływ na notowania złotego. Sądzymy, że reakcja złotego na napływające informacje będzie asymetryczna. Złoty może osłabić się bardziej jeśli utrzyma się awersja do ryzyka oraz w związku z niepewnością odnośnie polityki rządu, podczas gdy umocnienie na poprawie globalnego nastroju na rynkach będzie ograniczone. W związku z tym kanał konsolidacji, o którym pisaliśmy wyżej jest wciąż obowiązujący.

EURUSD kontynuuje trend wzrostowy

W ubiegłym tygodniu kurs EURUSD wzrósł znacząco w wyniku spadku prawdopodobieństwa podwyżek stóp w USA w nadchodzących miesiącach pomimo wypowiedzi szefowej Fed Janet Yellen. Kurs tymczasowo wzrósł powyżej 1,137, najwyższego poziomu od połowy października. Dolar również stracił wobec japońskiej waluty, która zyskiwała na wartości w wyniku wzrostu popytu na bezpieczne aktywa.

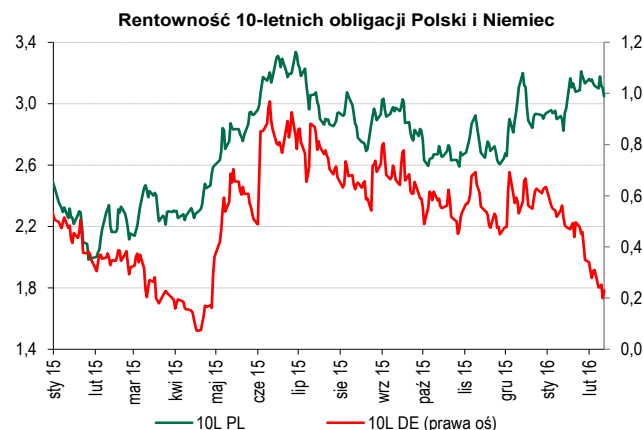
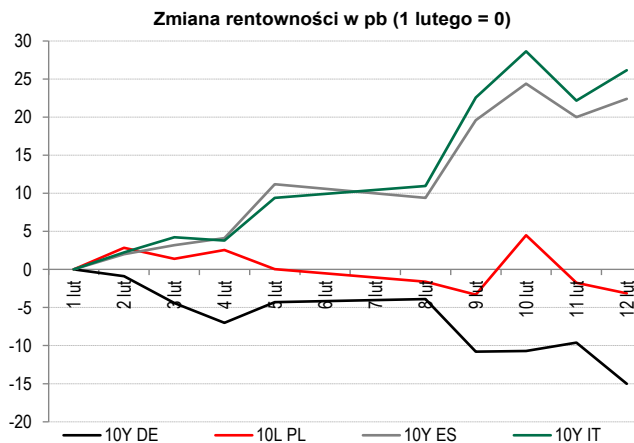
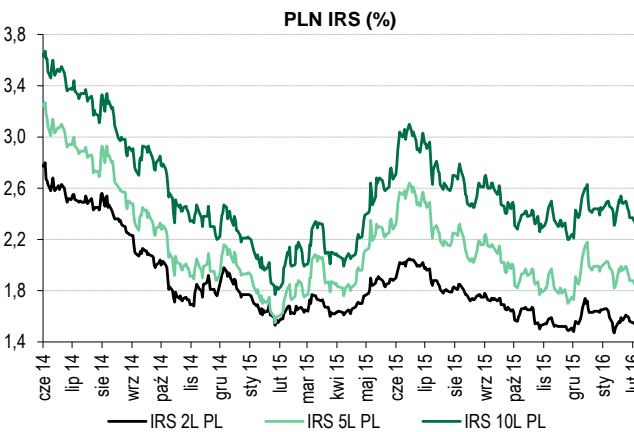
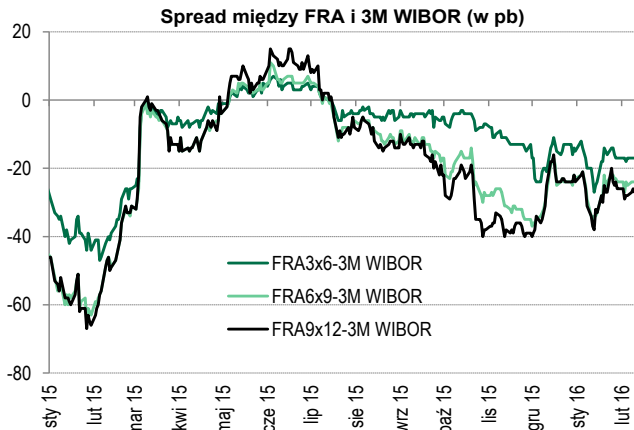
Dane makroekonomiczne z USA (m.in. inflacja, produkcja) oraz wydarzenia (opis dyskusji FOMC), które będą miały miejsce w tym tygodniu będą istotne dla rynku. Oczekujemy raczej mieszanych danych z USA oraz dość gołębiego nastawienia FOMC w polityce monetarnej. Dane z Niemiec (publikacja indeksu ZEW) również znajdą się w centrum uwagi. Uwzględniając powyższe publikacje spodziewamy się, że kurs EURUSD pozostanie w przedziale 1,108-1,14.

Mieszane nastroje wśród walut CEE

W minionym tygodniu rosyjska waluta ponownie traciła na wartości wobec dolara w wyniku spadku cen ropy naftowej i wzrostu awersji do ryzyka. Kurs USDRUB wzrósł do prawie 80, by zakończyć tydzień blisko 79. Natomiast węgierska waluta była pod presją gołębiej retoryki banku centralnego przedstawionego w opisie dyskusji tamtejszej Rady, które wskazywały na możliwość dalszego poluzowania monetarnego jeśli zajdzie taka konieczność. Ten czynnik w połączeniu z wyższą awersją do ryzyka pchnęły kurs do 313. Ten wzrost okazał się krótkotrwały i kurs spadł nieco poniżej 310 na koniec tygodnia. W tym samym czasie EURCZK, podobnie jak w poprzednich tygodniach, wykazywał dużą odporność na zmiany globalnego nastroju, poruszając się w wąskim przedziale 27-27,06.

Uważamy, że czynniki globalne będą miały wciąż istotne przełożenie na wycenę walut CEE. Sądzymy, że zmienność na HUF i RUB pozostanie wysoka. Natomiast istotny wpływ na notowania EURCZK może mieć publikacja danych o PKB za IV kw. 2015 r.

Rynek stopy procentowej – (Niezbýt wysoka) awersja do ryzyka byłaby pomocna



Stawki w dół po zmiennym tygodniu

▪ Polskie IRS oraz rentowności były dość zmienne w zeszłym tygodniu. Na początku rynek był pod presją silnego pogorszenia globalnego nastroju, ale wkrótce obligacje odbiły i rentowności spadły nawet poniżej zamknięcia z poprzedniego tygodnia. To samo dotyczyło IRS. Na koniec tygodnia 2-letni IRS był bliski 1,50%, 5-letni ok. 1,80%, a 10-letni ok. 2,25%. W ostatnim tygodniu zmiany zanotowały też stawki WIBOR 6M, 9M i 12M (spadek o 1 pb).

(Niezbýt wysoka) awersja do ryzyka byłaby pomocna

▪ Od początku lutego DAX stracił 11%, S&P500 7%, a szanse na podwyżki stóp Fed o 25 pb spadły wg agencji Bloomberg z 18% do 0% dla marca i z 60% do 11% dla grudnia. Jak widać na trzecim wykresie, rynki peryferyjne strefy euro znacznie tracą w tym miesiącu z powodu rosnących obaw o kondycję banków i wzrost gospodarczy. Jednocześnie rentowność 10-letniego Bunda zbliżyła się do rekordowego minimum ok. 0,05% osiągniętego w kwietniu 2015 i wygląda na to, że umocnienie niemieckiego długu było dla polskich obligacji ważniejsze, niż wyprzedaż w Hiszpanii czy we Włoszech.

▪ W tym tygodniu w USA opublikowane zostaną ważne dane, a także minutes z FOMC. Rentowności niemieckich obligacji są już blisko rekordowo niskich poziomów, co może sugerować, że potrzeba może być silnego sygnału, który pchnąłby je jeszcze niżej. Jednocześnie, w przypadku akcji jest jeszcze potencjał dalszej zniżki i jeśli chińska giełda otworzy się w poniedziałek nisko („nadrabiając” ostatnie spadki w Europie i w USA), to Bund może pozostać mocny. Dla polskiego rynku kluczowa jest skala ewentualnej awersji do ryzyka – zbyt wysoka mogłaby wzmocnić popyt na bezpieczne aktywa i pchnąć polskie IRS/rentowności w górę, ale tylko umiarkowane pogorszenie nastrojów mogłoby wesprzeć polski dług. Uważamy też, że na polskim rynku przestrzeń do umocnienia jest mniejsza niż do realizacji zysków.

▪ Według nas polskie dane będą miały raczej mieszany wydźwięk. Wydaje nam się, że w styczniu produkcja przemysłowa może rozczarować, ale nasza prognoza realnej sprzedaży detalicznej jest powyżej konsensusu. Z drugiej strony, najbliższe dane makro raczej nie zmienią oczekiwań rynku dot. polityki pieniężnej. Uwaga inwestorów może raczej skierować się na proces formowania nowej RPP – PiS ma przedstawić nowego kandydata (po wycofania poparcia dla Wnorowskiego), a prezydent Andrzej Duda również może wskazać swoich dwóch kandydatów. Rynek wycenia tylko 50% szans na obniżkę stóp o 25 pb w ciągu trzech miesięcy i pełną obniżkę o 25 pb w ciągu sześciu miesięcy, dlatego uważamy, że łagodniejsze komentarze w tym tygodniu mogą pchnąć dłuższe stawki FRA w górę.

▪ W czwartek odbędzie się aukcja obligacji. W lutym Ministerstwo Finansów wyemitowało już 2- i 10-latkę, dlatego sądzimy, że teraz może zaoferować 5-latkę albo obligacje zmiennokuponowe. Wg ostatnich danych, na koniec grudnia w rękach krajowych inwestorów było ok. 75% PS0421 wyemitowanej na koniec roku, z czego 70% należało do banków. Dwie ostatnie aukcje po obniżeniu ratingu przez S&P były udane, a ostatnie notowania polskiego długu pokazują, że tym razem z uplasowaniem oferty również nie powinno być problemu.

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