

TYGODNIK EKONOMICZNY

22 – 28 lutego 2016

Chociaż atmosfera na światowych rynkach finansowych ogólnie pozostaje nerwowa, to w ostatnim tygodniu dominował raczej większy apetyt na ryzyko, czemu sprzyjały niezłe dane z amerykańskiej gospodarki i nadzieje na dalsze łagodzenie polityki przez EBC. Złoty i obligacje umocniły się w minionym tygodniu, a spread pomiędzy polskimi a niemieckimi rentownościami 10L zawężił się do niemal 270pb. Oprócz lepszych nastrojów za granicą pomogły w tym uspokajające wypowiedzi wicepremiera Mateusza Morawieckiego. I nie mamy w tym miejscu na myśli prezentacji jego „Planu odpowiedzialnego rozwoju”, tylko kilka kluczowych kwestii, które poruszył w różnych wywiadach w ostatnich dniach: (1) nie będzie presji na wprowadzenie prezydenckiej wersji ustawy o przewalutowaniu kredytów walutowych, (2) kwota wolna od podatku PIT będzie podnoszona stopniowo, tak aby nie zagrozić finansom publicznym, (3) nie było twardej obietnicy rządu nt obniżenia wieku emerytalnego.

Prezydent Andrzej Duda powołał dwóch członków Rady Polityki Pieniężnej (Łukasza Hardta i Kamila Zubelewicza), a na najbliższym posiedzeniu Sejm powoła zapewne zgłoszonego przez PiS Jerzego Żyżyńskiego. Jest dość prawdopodobne, że w najbliższych dniach pojawią się wywiady z nowymi członkami, które rzucą trochę światła na ich poglądy nt. perspektyw polityki pieniężnej. Do tej pory, kilku nowych członków wskazywało, że chociaż widzi przestrzeń do obniżek stóp, to należy zachować dużą ostrożność przy podejmowaniu takiej decyzji.

W tym tygodniu opublikowanych zostanie sporo ważnych danych z zagranicy, podczas gdy krajowe dane (stopa bezrobocia, wskaźniki koniunktury) zjeżdżają na drugi plan. Na początku tygodnia nastroje rynkowe mogą zależeć od reakcji inwestorów na wynik rozmów między Unią Europejską a Wielką Brytanią (mogą one zakończyć się w czasie weekendu).

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS W-WA | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | PROGNOZA | | OSTATNIA WARTOŚĆ | |
|---------------------------------|-----------|-------------------------------------|----------|-----------|-------------|---------------------|------------|
| | | | | RYNEK | BZWBK | | |
| PONIEDZIAŁEK (22 lutego) | | | | | | | |
| 9:30 | DE | Wstępny PMI – przemysł | II | pkt | 52,0 | - | 52,3 |
| 10:00 | EZ | Wstępny PMI – przemysł | II | pkt | 52,0 | - | 52,3 |
| WTOREK (23 lutego) | | | | | | | |
| 8:00 | DE | PKB | IV kw. | % r/r | 1,3 | - | 1,7 |
| 10:00 | PL | Stopa bezrobocia | I | % | 10,3 | 10,3 | 9,8 |
| 10:00 | DE | Indeks Ifo | II | pkt | 107,0 | - | 107,3 |
| 14:00 | HU | Decyzja banku centralnego | | % | 1,35 | - | 1,35 |
| 16:00 | US | Indeks nastroju konsumentów | II | pkt | 97,5 | - | 98,1 |
| 16:00 | US | Sprzedaż domów | I | mln | 5,40 | - | 5,46 |
| SRODA (24 lutego) | | | | | | | |
| 16:00 | US | Sprzedaż nowych domów | I | tys. | 520 | - | 544 |
| CZWARTEK (25 lutego) | | | | | | | |
| 11:00 | EZ | HICP | I | % r/r | 0,4 | - | 0,2 |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | tyg. | tys. | - | - | 262 |
| 14:30 | US | Zamówienia na dobra trwałego użytku | I | % m/m | 2,5 | - | -5,0 |
| PIĄTEK (26 lutego) | | | | | | | |
| 14:30 | US | Drugi szacunek PKB | IV kw. | % kw./kw. | 0,5 | - | 0,7 |
| 14:30 | US | Dochody osobiste | I | % m/m | 0,4 | - | 0,3 |
| 14:30 | US | Wydatki konsumentów | I | % m/m | 0,3 | - | 0,0 |
| 16:00 | US | Indeks Michigan | II | pkt | 91,0 | - | 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 Luzziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

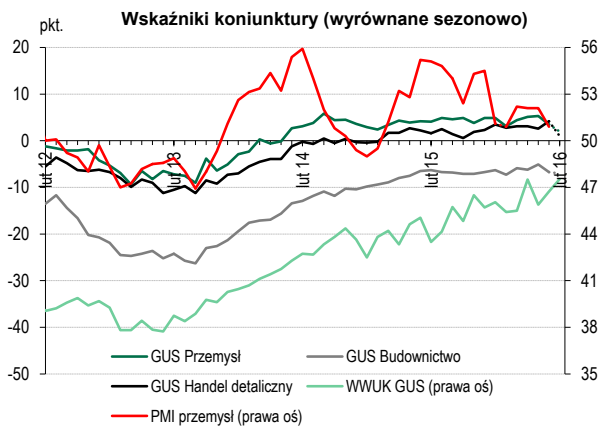
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Stopa bezrobocia i wskaźniki koniunktury

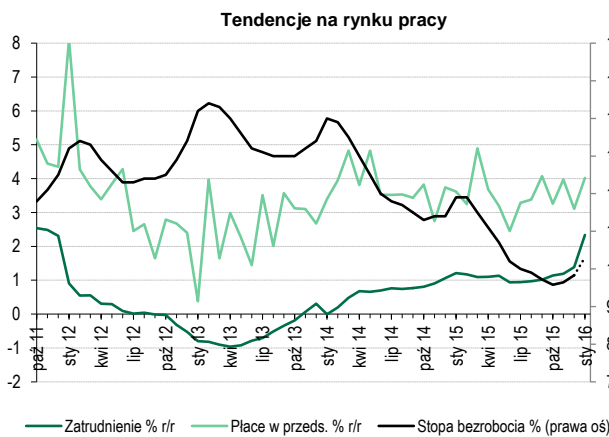


▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego za styczeń nie będzie raczej w centrum uwagi, zwłaszcza że znamy już wstępny szacunek Min. Pracy (10,3%, zgodnie z naszą prognozą). Nasz szacunek stopy odsezonowanej wskazuje na spadek do 9,8% - najniższy od 2009 r.

▪ W poniedziałek GUS opublikuje swoje wskaźniki koniunktury za luty. Mogą one być ciekawe, biorąc pod uwagę ich ostatnie spadki i obniżenie indeksu PMI. Mogą tu wystąpić efekty jednorazowe, związane z planami rządu dot. podatku od sprzedaży, co zapewne wpłynie na wskaźnik dla handlu. Potwierdzenie trendu spadkowego w nastrojach przedsiębiorców byłoby wsparciem dla naszych prognoz spowolnienia wzrostu PKB w I kw. 2016.

▪ Biuletyn Statystyczny pokaże więcej szczegółów na temat mocnego wzrostu zatrudnienia w styczniu.

Ostatni tydzień w gospodarce – Dobre dane z rynku pracy, słabe z przemysłu



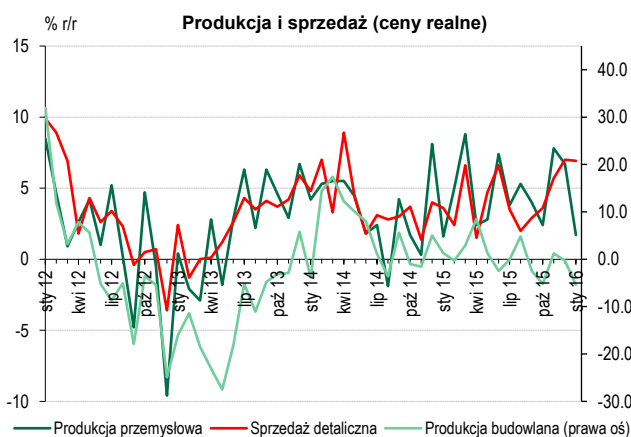
▪ Dane z rynku pracy zaskoczyły w górę. Tempo wzrostu zatrudnienia wyniosło 2,3% r/r w styczniu wobec 1,4% r/r w grudniu, a wzrost płac przyspieszył do 4,0% r/r z 3,1% r/r. Przypominamy, że GUS zawsze w styczniu koryguje próbę badanych firm i dodaje do niej te, które w poprzednim roku przekroczyły próg zatrudnienia 9 osób. Tym razem zatrudnienie wzrosło o 77 tys. w skali miesiąca – jest to najlepszy wynik w styczniu od 2011 r. Tempo wzrostu płac odbiło, naszym zdaniem, głównie ze względu na to, że grudniowy odczyt był zaniżony przez niskie wypłaty w górnictwie.

▪ Wzrost produkcji przemysłowej spowolnił w styczniu do 1,4% r/r z 6,8% r/r w grudniu 2015. Na wynik przemysłu w znacznym stopniu wpłynęła mniejsza niż przed rokiem liczba dni roboczych. Jednak nawet po uwzględnieniu różnic w czasie pracy dane wskazują na pewne spowolnienie dynamiki produkcji. Wg GUS po wyeliminowaniu czynników sezonowych wzrost produkcji wyniósł 3,3% r/r, najmniej od 10 miesięcy.

▪ Dość dużą negatywną niespodzianką był spadek produkcji budowlano-montażowej o 8,6% r/r (po wyeliminowaniu czynników sezonowych o 7% r/r). Być może częściowo przyczyniło się do tego pogorszenie warunków atmosferycznych, ale niewykluczone, że za takim wynikiem stoi również m.in. dalsze hamowanie inwestycji sektora publicznego (które w danych o rachunkach narodowych widoczne było od połowy ub. roku).

▪ Sprzedaż detaliczna w styczniu była słabsza od oczekiwań i wzrosła o 3,1% r/r w ujęciu realnym. Podejrzewamy, że konsumenci mogli przesunąć część zakupów ze stycznia na grudzień, stąd słaby wynik na początku 2016 r. i bardzo dobry pod koniec 2015 r. (7,0% r/r – najwyższy od kwietnia 2014 r.). Kolejne miesiące będą kluczowe dla weryfikacji tej tezy.

▪ W styczniu inflacja PPI obniżyła się do -1,2% r/r pod wpływem dalszej obniżki cen surowców.



Cytat tygodnia – Jest przestrzeń do obniżek, ale RPP musi być ostrożna

Eryk Łon, członek RPP, PAP, 15.02

Przestrzeń do obniżek stóp procentowych w naszym kraju występuje, ale nie jest ona znaczna. Obniżka stóp nie miałaby w obecnej sytuacji raczej istotnego znaczenia dla procesów realnych w naszej gospodarce. Oczywiście można ją rozważyć. Należy zachować jednak ostrożność. Gdyby złoty silnie się umacniał, wówczas obniżenie stóp byłoby bardziej prawdopodobne niż w sytuacji osłabienia kursu naszej waluty.

Jerzy Żyżyński, kandydat na członka RPP, PAP, 16.02

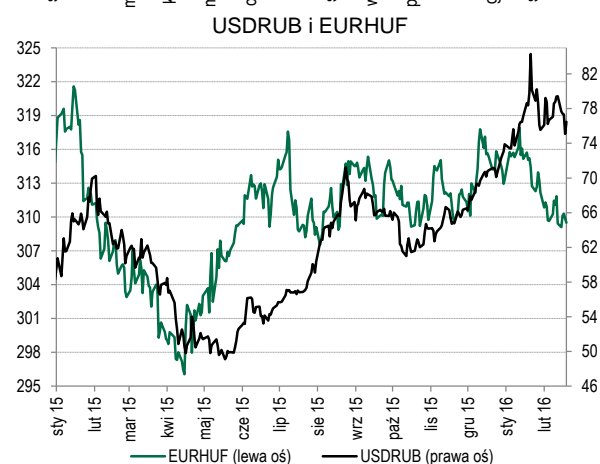
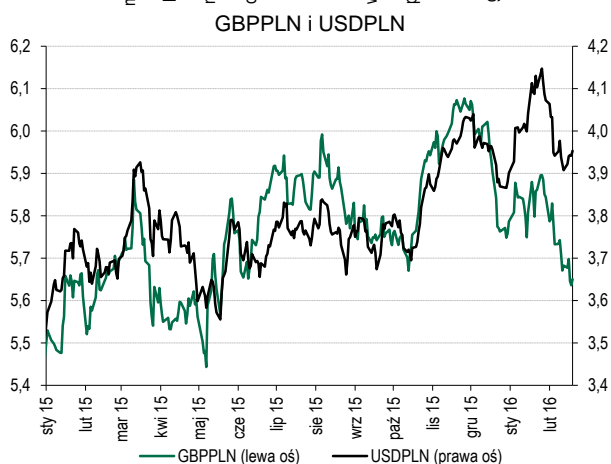
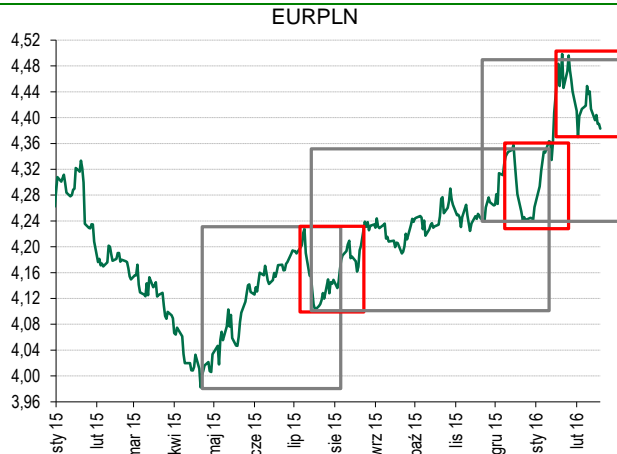
Generalnie byłbym za obniżeniem stóp, ale są też pewne przeciwwskazania. Jeśli chodzi o małe banki – spadek ich zysków. Trzeba być ostrożnym.

Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, Dziennik Gazeta Prawna, 17.02

W kwestii zmiany stóp procentowych nie warto się spieszyć z decyzją. Trzeba pamiętać, że czynniki deflacyjne leżą nieco poza obszarem, który podlega regulacji przez radę. Mamy tutaj także czynniki zewnętrzne.

Nowa RPP jest już prawie w komplecie po tym, jak prezydent Andrzej Duda nominował do tego ciała Łukasza Hardta i Kamila Zubelewicza. Obaj to dość młodzi ekonomiści ale bez doświadczenia w polityce pieniężnej. W Radzie jest jeszcze jeden wakat i zapewne zapełni go Jerzy Żyżyński. Najnowsze komentarze świeżo upieczonych członków RPP pokazują, że niektórzy z nich widzą przestrzeń do obniżek stóp (Żyżyński sprawa wrażenie najbardziej gołębiego), ale są ostrożni wobec słabości złotego i potencjalnego negatywnego wpływu obniżki na małe banki i skoki. Z drugiej strony, ostatnie minuty z posiedzenia RPP pokazały, że niektórzy bankierzy centralni uważają, iż dobra sytuacja rynku pracy i ryzyko w górę dla konsumpcji wskazują na potrzebę rozważenia podwyżki stóp. Na posiedzeniu w lutym nie było już dwóch najbardziej jastrzębich członków poprzedniej RPP, czyli Jana Winięckiego i Andrzeja Rzończy, zatem to ktoś inny podzielał taki pogląd.

Rynek walutowy – Globalny nastrój wciąż kluczowy



EURPLN blisko ważnego wsparcia

Miniony tydzień był najmniej zmiennym w wykonaniu EURPLN od końca listopada 2015, a przez większą jego część na rynku panował dobry nastrój. Złoty umocnił się przejściowo do 4,37 za euro w reakcji na słowa wicepremiera Morawieckiego, który powiedział że prezydent Duda nie będzie „forsował” swojej propozycji ustawy o przewalutowaniu kredytów hipotecznych. USDPLN pozostał tymczasem w trendzie bocznym w okolicy 3,93, nieco powyżej lokalnego minimum na 3,90.

EURPLN zbliżył się do lokalnego minimum z początku listopada i do ważnego wsparcia na 4,36, po którego przebicium trwająca fala spadkowa byłaby dłuższa od dwóch poprzednich korekt spadkowych (widać to na pierwszym wykresie). Obok czynników krajowych, istotnym wsparciem dla ostatniej aprecjacji złotego był pozytywny nastrój na globalnym rynku. Popyt na ryzykowne aktywa wspierany był przez m.in. niezłe dane z USA, których kolejną porcję poznamy w tym tygodniu.

Jeśli chodzi o wydarzenia krajowe, rynek zapewne zignoruje dane o stopie bezrobocia, ale pojawić się mogą wywiady z nowymi członkami RPP. W ich dotychczasowych wypowiedziach przedstawiali raczej ograniczoną szansę na obniżki stóp, co razem ze spekulacją że Rada może zamiast stóp NBP obniżyć wskaźnik rezerwy obowiązkowej może być korzystne dla złotego.

EURPLN jest blisko lokalnego minimum i spadek poniżej 4,36 może otworzyć drzwi do trwalszej aprecjacji złotego.

EURUSD w dół

Dolar odrobił część strat po trzech tygodniach deprecjacji dzięki lepszym od prognoz danym z USA i rosnącym szansom na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC w marcu. EURUSD spadł poniżej 1,11 i osiągnął najniższy poziom od początku lutego.

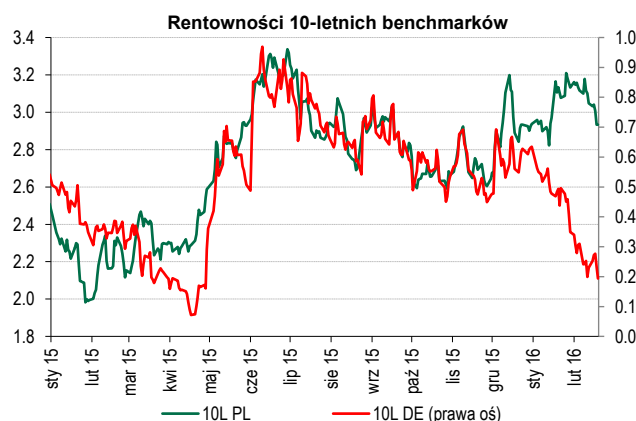
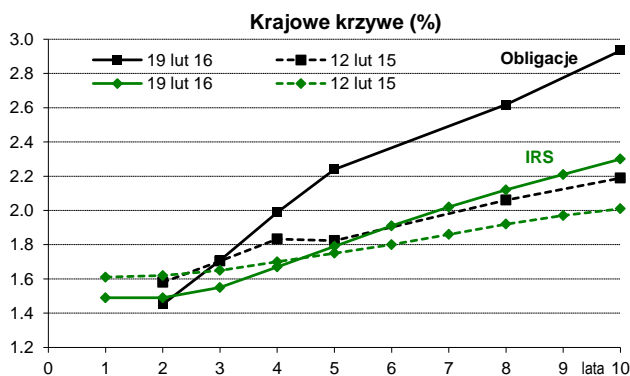
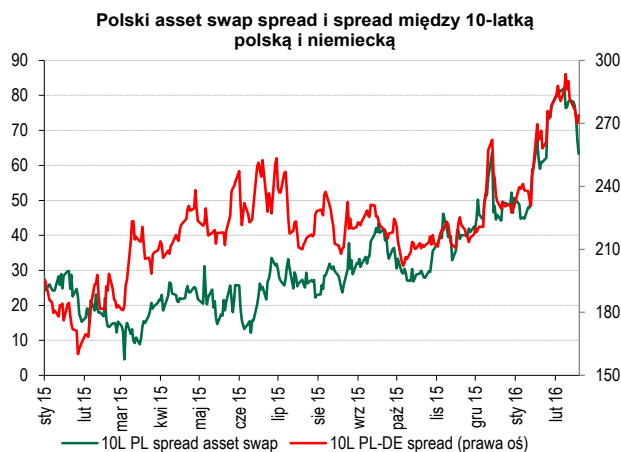
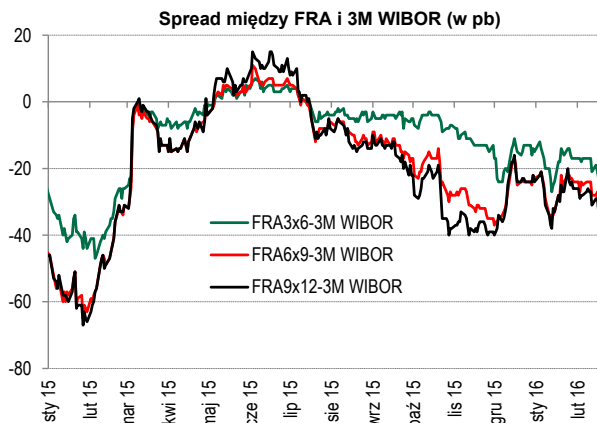
Dane z USA będą zapewne w dalszym ciągu miały istotny wpływ na rynek w tym tygodniu. Szanse na podwyżki stóp Fed są już bardzo niskie, więc kolejne pozytywne niespodzianki mogłyby doprowadzić do zmiany oczekiwań rynku i dalszej aprecjacji dolara. Jednocześnie, potencjał do zwwyżki EURUSD wydaje się być ograniczony przez możliwe kolejne werbalne interwencje przedstawicieli EBC.

Bez dużych zmian na rynku forinta i rubla

EURHUF pozostać dość stabilny w pobliżu 310 i nieco powyżej lokalnego minimum na ok. 308. Węgierska waluta skorzystała na aprecjacji złotego, ale nie zdołała utrzymać zysków. W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie banku centralnego Węgier. Ostatnie wypowiedzi bankierów centralnych dość jasno wskazywały na możliwość dalszego poluzowania polityki pieniężnej jeśli zajdzie taka potrzeba, ale nie przeszkodziło to forintowi zyskać 1,5% do euro od początku roku. Sądzymy, że mogą się pojawiać kolejne werbalne interwencje, ale nie spodziewamy się, aby już w tym tygodniu MNB podjął konkretne działania.

USDRUB spadł przejściowo do 75 z 79 i dzięki odbiciu ceny ropy Brent ustanowił nowe lutowe minimum. Kurs nie zdołał jednak przebić lokalnego dołka z końca stycznia na ok. 74,5. Notowania surowców pozostaną zapewne w najbliższej przyszłości głównym czynnikiem wpływającym na rubla.

Rynek stopy procentowej – Rynek powinien pozostać mocny



Krajowy dług coraz mocniejszy

▪ Krajowy rynek stopy procentowej umocnił się w minionym tygodniu. To wynikało z silnych oczekiwań na działanie EBC oraz spekulacji o możliwych decyzjach krajowej RPP. Pojawiły się spekulacje, wg których Rada zamiast obniżki stóp procentowych mogłaby rozważyć obniżenie stopy rezerw obowiązkowych. Sądzymy, że publikacje krajowych danych makro (w szczególności słabe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej) oraz bardzo dobre wyniki aukcji (szczegóły poniżej) również korzystnie wpłynęły na wycenę krajowych krzywych. W konsekwencji rentowność 10-latką tymczasowo spadła do około 2,90%, najniższego poziomu od miesiąca.

▪ W skali tygodnia krzywa obligacji przesunęła się w dół (o 1-11 pb) oraz spłaszczyła się nieznacznie, w ślad za rynkami bazowymi. Obligacje zyskały bardziej na poprawie nastrojów niż IRS (IRS dla 10L wzrósł o 4 pb w skali tygodnia), co w konsekwencji doprowadziło do zacieśnienia asset swap spreadów, w tym dla 10L do poniżej 70 pb z 80 pb na koniec poprzedniego tygodnia. Co więcej, spread do niemieckich obligacji zawężił się do ok. 270 pb.

▪ Ministerstwo Finansów z sukcesem uplasowało obligacje na krajowym rynku. Resort finansów sprzedał 5-letni benchmark PS0421 i obligacje o zmiennym oprocentowaniu WZ0120 o łącznej wartości 7,2 mld zł (na aukcji regularnej i uzupełniającej). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami popyt na aukcji był solidny i w naszej ocenie generowany głównie przez krajowe banki oraz zagranicznych inwestorów. Zgłoszony popyt wyniósł ok 12 mld zł na aukcji regularnej (relacja popytu do podaży wyniosła ok. 2 wobec 1,5 na poprzedniej aukcji) oraz 3,3 mld zł na aukcji uzupełniającej. Podsumowując, tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są sfinansowane w ok. 40%.

▪ Na rynku pieniężnym stawki FRA obniżyły o 3-10 pb wzdłuż krzywej. Na rynek ponownie powróciły oczekiwania na głębsze spadki stawki WIBOR 3M w nadchodzących miesiącach. Obecnie rynek widzi, że w perspektywie dziewięciu miesięcy stawka WIBOR może spaść o prawie 40 pb (FRA9x12 na 1,34%).

Ciekawy tydzień przed nami

▪ W tym tygodniu nie ma wielu krajowych publikacji (tylko stopa bezrobocia), więc uwaga inwestorów będzie skierowana na publikacje zagraniczne (włączając wstępne PMI i inflację w strefie euro oraz PKB i indeksy zaufania w USA), a także na globalne nastroje. Dane inflacyjne mogą okazać się kluczowe biorąc pod uwagę obawy banków centralnych o znaczące obniżenie oczekiwań inflacyjnych. Uważamy, że publikowane w tym tygodniu dane z Europy i USA powinny wciąż wspierać oczekiwania inwestorów na działania banków centralnych (dalsze poluzowanie polityki monetarnej przez EBC oraz stabilne stopy procentowe Fed w marcu). Dalsze umocnienie na rynkach bazowych powinno być czynnikiem wspierającym krajowe krzywe.

▪ Podczas gdy na rynku obserwujemy umocnienie, nastroje globalne pozostają kruche i trend może szybko się odwrócić. Po ostatnim silnym umocnieniu ryzyko korekty wzrasta, biorąc pod uwagę, że rynek agresywnie wycenia poluzowanie przez EBC, a nawet przez RPP. Uważamy jednak, że rynek długu pozostanie silny do posiedzenia EBC. Pomimo to skala dalszego umocnienia pozostaje już niewielka.

▪ Wracając do krajowych czynników, nowo wybrani członkowie mogą przedstawić swoje poglądy odnośnie polityki monetarnej. Te wypowiedzi będą z uwagą śledzone i mogą wpłynąć na nastroje inwestorów. To będzie też ostatni tydzień w którym banki mogą optymalizować swoje portfele aktywów w związku z podatkiem. To może zwiększyć wahania na rynku.

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