

TYGODNIK EKONOMICZNY

29 lutego – 6 marca 2016

Nastroje na rynkach światowych pozostają zmienne, ale polska waluta i obligacje umocniły się w minionym tygodniu dzięki nadziejom na złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC i mniejszym obawom o politykę polskiego rządu, a pomimo kolejnym słabszym wskaźnikom aktywności gospodarczej z Niemiec. Kurs EURPLN kilkakrotnie testował 4,36, a rentowność obligacji 10L zeszła wyraźnie poniżej 3%.

Dane z USA będą głównymi czynnikami wpływającymi na nastroje globalne w tym tygodniu. Szanse na podwyżki stóp przez Fed wzrosły w ostatnich tygodniach po lepszych od oczekiwań danych z USA i osłabieniu obaw o Chiny. Styczeniowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem oraz indeks ISM w przemyśle będą najpilniej śledzonymi wskaźnikami. Naszym zdaniem przestrzeń do bardziej znaczącej i trwałej przeceny na rynkach długu będzie ograniczona przez silne oczekiwania na rozluźnienie polityki pieniężnej przez EBC w kolejnym tygodniu. Szczególnie, gdyby nowe dane z Europy (m.in. wstępna inflacja HICP dla strefy euro) zaskoczyły niższym odczytem. Jeśli chodzi o dane z Polski, nie spodziewamy się aby dane o PKB za IV kw. 2015 r. miały istotny wpływ na rynek, ale indeks PMI może mieć znaczenie dla krótkiego końca krzywej, jeśli ponownie rozczaruje, co może zwiększyć oczekiwania na obniżki stóp procentowych. Jednocześnie, kurs EURPLN jest blisko ważnego wsparcia i spadek poniżej 4,36 może oznaczać, że przed nami bardziej trwale umocnienie złotego.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (29 lutego)							
10:00	PL	PKB	IV kw.	% r/r	3,9	3,9	3,5
10:00	PL	Spożycie indywidualne	IV kw.	% r/r	3,2	3,2	3,1
10:00	PL	Inwestycje	IV kw.	% r/r	4,9	5,0	4,6
11:00	EZ	Wstępny HICP	II	% r/r	0,0	-	0,3
14:00	PL	Oczekiwania inflacyjne	II	% r/r	0,2	0,2	0,2
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	I	% m/m	0,6	-	0,1
WTOREK (1 marca)							
2:45	CN	PMI – przemysł	II	pkt	48,4	-	48,4
9:00	PL	PMI – przemysł	II	pkt	50,5	50,6	50,9
9:55	DE	PMI – przemysł	II	pkt	50,2	-	52,3
10:00	EZ	PMI – przemysł	II	pkt	51,0	-	52,3
16:00	US	ISM – przemysł	II	pkt	48,5	-	48,2
ŚRODA (2 marca)							
14:15	US	Raport ADP	II	tys.	180	-	205
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
CZWARTEK (3 marca)							
9:55	DE	PMI – usługi	II	pkt	55,1	-	55,0
10:00	EZ	PMI – usługi	II	pkt	53,0	-	53,6
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	272
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	2,0	-	-2,9
16:00	US	ISM – usługi	II	pkt	53,0	-	53,5
PIĄTEK (4 marca)							
9:00	CZ	PKB	IV kw.	% r/r	3,9	-	4,7
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	II	tys.	188	-	151
14:30	US	Stopa bezrobocia	II	%	4,9	-	4,9

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

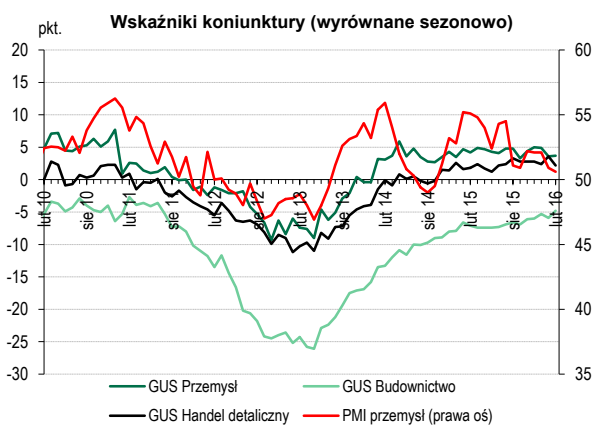
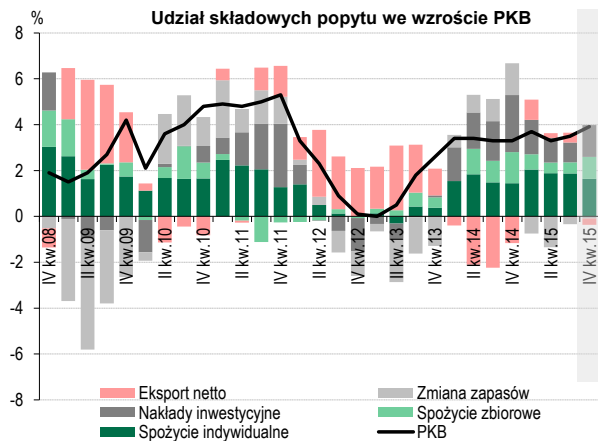
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – PKB i PMI



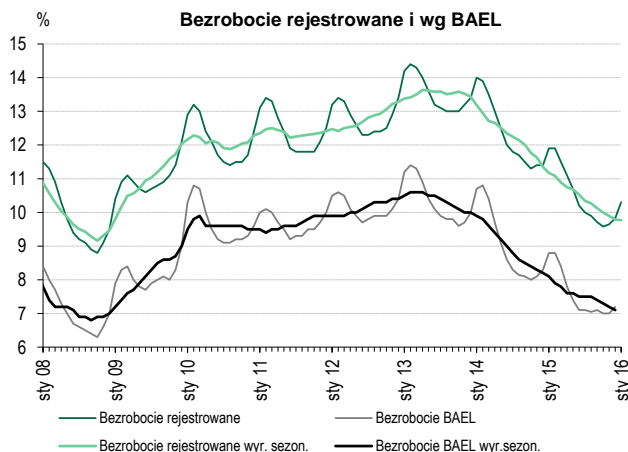
▪ W poniedziałek GUS opublikuje szczegółowe dane o strukturze wzrostu PKB w IV kw. 2015 r. Spodziewamy się, że wstępny odczyt 3,9% r/r nie zostanie zrewidowany. Naszym zdaniem struktura wzrostu nie zmieniła się zasadniczo w porównaniu do III kw., przy czym nieco mógł wzrosnąć wkład konsumpcji prywatnej i inwestycji przy niższym wkładzie eksportu netto.

▪ Jeśli chodzi o kolejne kwartały, spodziewamy się stabilnego wzrostu PKB w okolicach 3,5% r/r – podobnie jak w 2015 r. Naszym zdaniem konsumpcja prywatna przyspieszy pod wpływem dobrej sytuacji rynku pracy i wyższych transferów socjalnych (program 500+). Z drugiej strony, inwestycje mogą spowolnić wobec niższych nakładów publicznych i gorszych nastrojach przedsiębiorców, którym szkodzi niepewność w otoczeniu regulacyjnym.

▪ Przyspieszenie konsumpcji prywatnej wpłynie zapewne na wzrost importu. A co z eksportem? W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że ożywienie w strefie euro będzie istotnym wsparciem dla polskiego eksportu. Jednakże, ostatnie słabsze dane z Europy sugerują ryzyko dla takich założeń. Ogólnie zakładamy ujemny wkład eksportu netto we wzrost.

▪ Prognozujemy dalszy spadek indeksu PMI w lutym, jako że rosnąca niepewność odnośnie do otoczenia regulacyjnego i politycznego może mieć negatywny wpływ na nastroje firm. Wsparciem dla naszej prognozy są też obniżki indeksów PMI dla Niemiec i strefy euro. Aktywność gospodarcza powinna jednak utrzymać się na dobrym poziomie, co zostało niedawno odzwierciedlone przez rosnący wskaźnik optymizmu konsumentów (który osiągnął najwyższy poziom od 2008 r.) oraz GUSowskie wskaźniki koniunktury w przemyśle i budownictwie oraz obliczany przez Komisję Europejską indeks ESI dla Polski.

Ostatni tydzień w gospodarce – Dobre dane z rynku pracy



▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w styczniu 2016 r. do 10,3% (i obniżyła się do 9,8% po uwzględnieniu sezonowości wg naszych szacunków). Był to najniższy odczyt dla stycznia od 1991 r. Popyt na pracę pozostał mocny, liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych wyniosła 224 tys., co było najniższym odczytem w styczniu od 1998 r. Z kolei liczba osób wyrejestrowanych w związku z podjęciem pracy była wyższa niż przed rokiem. Spodziewamy się dalszych spadków stopy bezrobocia w tym roku, choć wolniejszych niż w 2015 r.

▪ Dane BAEL na temat rynku pracy pokazały spadek stopy bezrobocia do 6,9% w IV kw. 2015. Według BAEL, zatrudnienie osiągnęło 16,3 mln (najwięcej w historii) po wzroście o 1,6% r/r.

Cytat tygodnia – RPP powinna zostawić sobie pole manewru

Łukasz Hardt, członek RPP, Bloomberg, 23.02

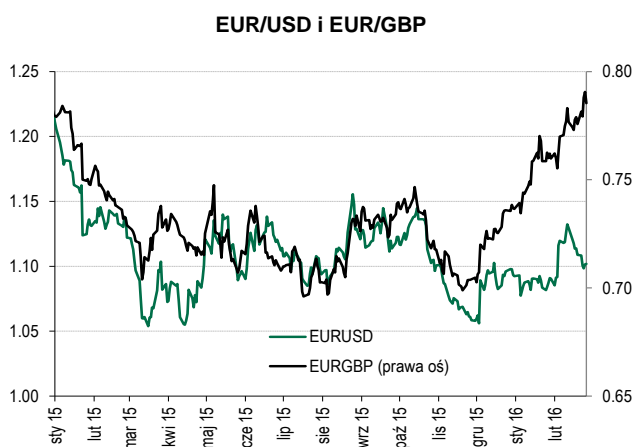
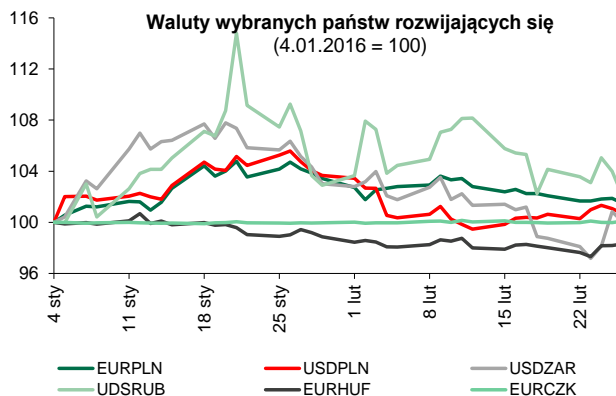
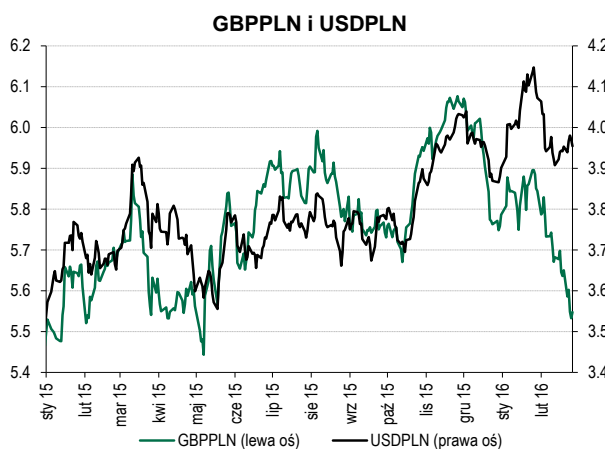
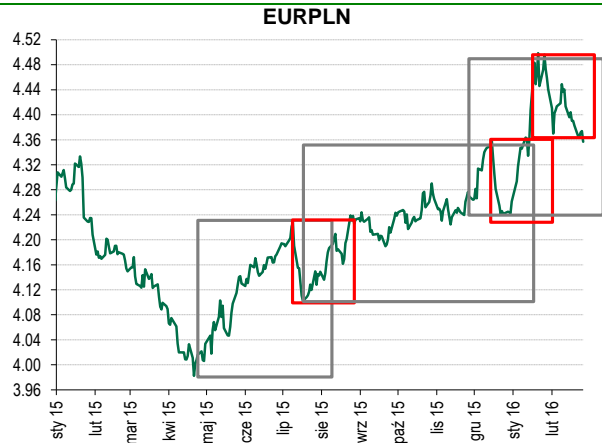
RPP powinna utrzymać stopy procentowe na obecnym poziomie, ponieważ nie ma powodów do ich obniżania. RPP powinna zostawić sobie "pole manewru" na wypadek, gdyby w przyszłości okazało się potrzebne. Przestrzeń do obniżek znacząco się zmniejszyła i jest niewielka.

Eryk Łon, członek RPP, Reuters, 23.02

Polska polityka pieniężna ma obecnie charakter ekspansywny i taki jej charakter powinien być moim zdaniem raczej utrzymany w najbliższych kilku miesiącach. Gdyby doszło do dalszych spadków cen akcji na dojrzałych rynkach akcji, mogłoby to także jeszcze bardziej pogorszyć prognozy wzrostu gospodarczego na świecie. Sytuacja na rynkach akcji będzie prawdopodobnie jedną z przesłanek, na podstawie których będą wypowiadał swe opinie podczas posiedzeń Rady Polityki Pieniężnej.

Łukasz Hardt, nominowany przez prezydenta Andrzeja Dudę do RPP, jest sceptyczny co do dalszych obniżek stóp w Polsce. Inny członek RPP, Eryk Łon, wymienił sytuację na rynku akcji jako jeden z ważnych czynników, które mogą wpłynąć na jego poglądy na temat stóp procentowych. Przypominamy, że jego ostatnie komentarze na temat zmian stóp były dość ostrożne, chociaż nie wykluczył on takiego ruchu. Obniżka o 25 pb w marcu wciąż pozostaje naszym bazowym scenariuszem, gdyż spodziewamy się mocnej rewizji w dół ścieżki inflacyjnej NBP (prawdopodobnie do 2018 r. nie osiągniemy celu) a wyraźne rozluźnienie polityki pieniężnej w strefie euro dzień przed decyzją RPP (rynek spodziewa się mocnego ruchu ze strony EBC) zmieni krajobraz rynkowy i może przekonać członków Rady do działania. Naszym zdaniem, nawet jeśli RPP nie obetnie stóp, to może obniżyć stopę rezerwy obowiązkowej.

Rynek walutowy – Złoty może jeszcze się umocnić



Złoty umocnił się dzięki poprawie nastrojów ...

▪ Krajowa waluta umocniła się w minionym tygodniu, co wynikało ogólnie z poprawy nastrojów na światowych rynkach. Kurs EUR/PLN testował wsparcie na 4,35, najniższej od początku stycznia. Reakcja rynku na znaczące spadki na chińskiej giełdzie okazała się być krótkotrwała; EUR/PLN tymczasowo wzrósł nieznacznie powyżej 4,38. Złoty zyskał również wobec amerykańskiej waluty. USD/PLN stabilizował się nieco powyżej 3,98, po osiągnięciu tygodniowego minimum w okolicach 3,93 (efekt tymczasowego wzrostu EUR/USD do 1,114). W tym samym czasie CHF/PLN spadł poniżej 4,00, po osiągnięciu tygodniowego maksimum na 4,03. Podsumowując ubiegły tydzień był szóstym z rzędu tygodniem, kiedy złoty umocnił się.

▪ Złoty złapał nieco oddechu po tym jak obawy związane z konwersją kredytów walutowych nieco osłabły. Obecnie inwestorzy czekają na informacje z Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) odnośnie strat jakie poniósłby sektor bankowy przy założeniu wejścia w życie projektu ustawy o przewalutowaniu kredytów przygotowanej przez Prezydenta Andrzeja Dudę. KNF swoje wyliczenia ma przedstawić w marcu, jednak póki nie zostaną one opublikowane złoty pozostanie pod wpływem publikowanych danych makro z kraju (PKB, indeks PMI dla przemysłu) i zagranicy (indeksów PMI dla strefy euro i dla Chin, miesięczne dane z rynku pracy w USA). EUR/PLN oscyluje blisko silnego wsparcia na 4,36 i uważamy, że inwestorzy czekają na dodatkowy impuls aby ten poziom przełamać trwale. W krótkim terminie napływające dane makro powinny być wspierające (z możliwością zejścia EURPLN w kierunku 4,34). Niemniej, obawy o sektor bankowy mogą ograniczać umocnienie złotego dopóki kwestia przewalutowania kredytów nie zostanie wyjaśniona.

... i zachowywał się lepiej niż inne waluty CEE

▪ W skali tygodnia złoty zachowywał się lepiej niż pozostałe waluty region CEE. Jednak analizując sytuację od początku roku złoty tracił mocniej niż tamte waluty. Węgierski forint i rosyjski rubel podlegały znacznym wahaniom, podczas gdy czeska korona poruszała się w trendzie bocznym. EURHUF wzrósł powyżej 311, w wyniku m.in. gołębiej retoryki banki centralnego Węgier. W tym samym czasie USD/RUB spadł do ok. 75 (po krótkotrwałym wzroście w okolice 78) w wyniku wzrostu cen ropy naftowej.

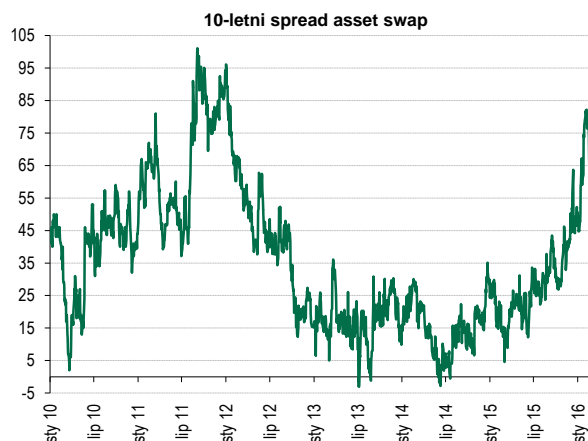
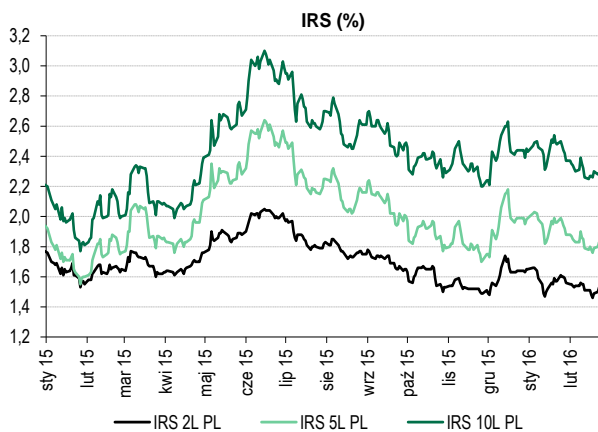
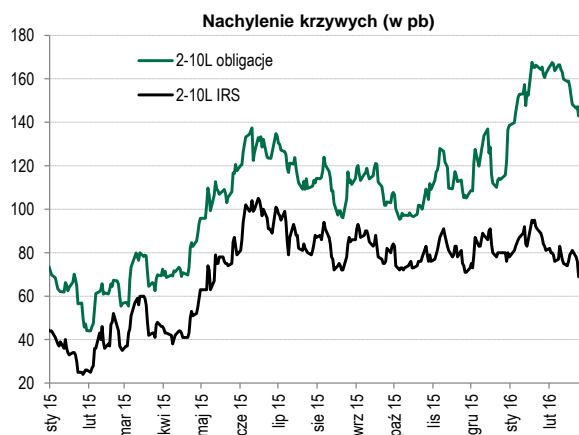
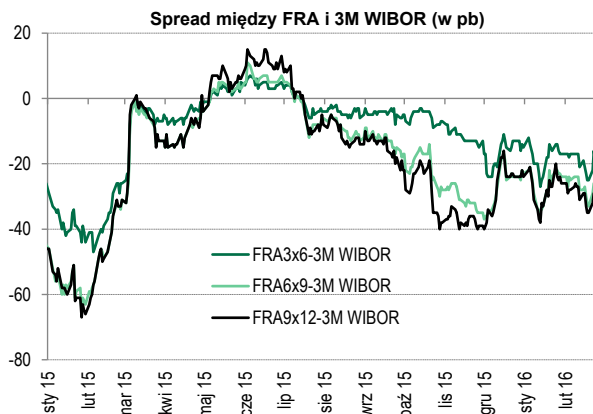
▪ Waluty regionu, podobnie jak złoty, pozostaną pod wpływem czynników krajowych i globalnych nastrojów. Spodziewamy się, że EUR/CZK pozostanie względnie stabilny, nieznacznie powyżej poziomu referencyjnego banku centralnego na 27. Natomiast zmienność na rynku forinta i rubla utrzyma się, w szczególności rosyjska waluta może szybko osłabić się jeśli ceny ropy ponownie spadną.

Funt pod presją wzrostu oczekiwań na „Brexit”

▪ Brytyjska waluta osłabiła się gwałtownie na fali wzrostu ryzyka tzw. „Brexit”-u. W efekcie kurs EUR/GBP wzrósł powyżej 0,79, najwyższego poziomu od grudnia 2014 r., podczas gdy funt był najstarszy od siedmiu lat wobec dolara amerykańskiego (1,393). W tym samym czasie, kurs EUR/USD wrócił do trendu spadkowego, co wiązało się ze wzrostem oczekiwań na znaczące poluzowanie polityki monetarnej przez EBC. Kurs spadł do ok. 1,096, z lokalnego maksimum na 1,114 na początku tygodnia.

▪ W tym tygodniu zostanie opublikowanych szereg danych makro, w tym uwaga skoncentruje się na indeksach wyprzedzających koniunkturę (PMI, ISM), wstępnych danych inflacyjnych dla strefy euro i danych z rynku pracy w USA. Wzrost ryzyka deflacji oznacza umocnienie oczekiwań na znaczące poluzowanie monetarne przez EBC w marcu co może ciążyć wspólnej walucie.

Rynek stopy procentowej – Stawki pozostaną nisko

**Stawki w dół, krzywe mniej strome**

▪ Zeszły tydzień był korzystny dla obligacji i polskie rentowności obniżyły się o 2-5 pb, a stawki IRS nawet o 10 pb. 10-letni benchmark spadł przejściowo do 2,90%, a 5-letni zbliżył się chwilowo do 2,15%, w obu przypadkach osiągając najniższe poziomy od połowy stycznia. Tymczasem 10-letni IRS spadł do 2,20%, najniżej od kwietnia, a 5-letni do 1,75% i jest już tylko nieco powyżej lokalnego dołka na 1,70% z końca listopada. Obie krzywe nieco się wypłaszczyły, spread 2-10 dla obligacji obniżył się o 2 pb a dla IRS o 10 pb. 10-letni spread asset swap spadł o 10 pb do 70 pb, ale nadal pozostaje blisko lokalnego szczytu na 80 pb, najwyższego poziomu od końca 2012.

▪ Stawki WIBOR 1M i 3M spadły w zeszłym tygodniu o 1 pb mimo zachowawczych wypowiedzi członków nowej RPP.

Stawki powinny zostać nisko w oczekiwaniu na EBC

▪ Wiele ważnych publikacji zaplanowano na najbliższy tydzień. Uważamy, że polski PMI może mieć wpływ na krótkich koniec krzywych, szczególnie jeśli znowu rozczaruje, co w ocenie rynku może zwiększyć szanse na poluzowanie polityki pieniężnej. FRA wycenia mniej niż 25 pb obniżki w ciągu miesiąca i trzech, więc jest jeszcze potencjał do spadku stawek rynkowych jeśli aktywność w przemyśle będzie słabsza od oczekiwań. Poznamy także szczegółowe dane o PKB za IV kw. 2015 r., ale naszym zdaniem nie powinny one mieć dużego wpływu na notowania.

▪ Dla środka oraz długiego końca krzywych istotniejsze będą zapewne dane z USA. Szanse na podwyżki stóp Fed wzrosły w ostatnich tygodniach dzięki niezłym danym z amerykańskiej gospodarki i słabszym obawom o Chiny. Obecnie rynek daje ok. 25% szans na podwyżkę o 25 pb w lipcu (vs. mniej niż 10% wycenianych w połowie lutego). Styczniowy przyrost zatrudnienia poza rolnictwem rozczarował po trzech miesiącach pozytywnych niespodzianek, a ISM dla przemysłu wzrósł na początku roku dopiero pierwszy raz od maja i wydaje się, że te dane będą najbardziej śledzone w tym tygodniu. Wg nas potencjał do trwalszego i wyraźniejszego osłabienia jest ograniczony przez oczekiwania na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC w marcu. Mogą się one jeszcze wzmocnić jeśli wstępny lutowy HICP dla strefy euro zaskoczy w dół.

▪ W poniedziałek Ministerstwo Finansów ogłosi miesięczny plan podaży obligacji. Wiceminister finansów, Piotr Nowak, powiedział, że po ostatniej aukcji resort pokrył już ok. 39% tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto. Jego zdaniem pokrycie 50% potrzeb do końca I kw. jest możliwe, ale „nie na siłę”. W planie na I kw. Ministerstwo założyło sprzedaż obligacji za łączną kwotę 28-38 mld zł. Do tej pory wyemitowało już dług za ok. 29 mld zł, więc podaż na marzec nie powinna przekroczyć 10 mld zł. Poza tym, na koniec I kw. nie ma żadnych istotnych wykupów czy płatności kuponowych, więc sytuacja płynnościowa również nie będzie wspierać ambitnych planów emisyjnych.

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