

TYGODNIK EKONOMICZNY

14 – 20 marca 2016

Pomimo tego, że w zeszły czwartek Europejski Bank Centralny zaskoczył, ogłaszając luzowanie polityki pieniężnej na wyższą skalę, niż oczekiwano, reakcja rynków była daleka od entuzjazmu, a na rynkach długu nastąpiła realizacja zysków. Tymczasem w Polsce mieliśmy do czynienia z odwrotną sytuacją – po bardziej niż oczekiwano jastrzębim komunikacie Rady Polityki Pieniężnej nie zanotowano znaczącej korekty, a rentowności pozostały na niskim poziomie. Uważamy jednak, że rynek przestanie wyceniać obniżkę stóp procentowych w Polsce w najbliższych miesiącach.

W tym tygodniu uwaga nadal pozostanie skupiona na bankach centralnych, jako że decyzje ogłoszą m.in. Fed, Bank Japonii i Bank Anglii. W Polsce pojawi się dużo ważnych publikacji. Sądzymy, że większość danych potwierdzi solidną aktywność gospodarczą i powoli słabnącą deflację. Raport NBP o inflacji (wtorek) oraz minutes z ostatniego posiedzenia RPP (czwartek) również mogą być ważne z punktu widzenia oczekiwań nt perspektyw polityki pieniężnej w Polsce.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (14 marca)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	1,7	-	-1,0
14:00	PL	Podaż pieniądza	II	% r/r	10,0	10,2	10,2
WTOREK (15 marca)							
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	1,0	-	0,7
13:30	US	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	-0,1	-	0,2
14:00	PL	CPI	II	% r/r	-0,7	-0,6	-0,7
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	I	mln €	389	1398	-410
14:00	PL	Eksport	I	mln €	13733	13609	13 849
14:00	PL	Import	I	mln €	12872	12424	13 476
ŚRODA (16 marca)							
13:30	US	Rozpoczęte budowy domów	II	tys.	1150	-	1099
13:30	US	Pozwolenia na budowę domów	II	tys.	1200	-	1202
13:30	US	CPI	II	% m/m	-0,2	-	0,0
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	II	% r/r	3,9	4,3	4,0
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	II	% r/r	2,4	2,4	2,3
14:00	PL	Inflacja bazowa	II	% r/r	0,1	0,1	-
14:15	US	Produkcja przemysłowa	II	% m/m	-0,3	-	0,9
19:00	US	Decyzja FOMC		%	0,25-0,50	-	0,25-0,50
CZWARTEK (17 marca)							
11:00	EZ	HICP	II	% r/r	-0,2	-	0,3
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-266	-	259
13:30	US	Indeks Philly Fed	III	pkt	-1,7	-	-2,8
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	5,5	5,3	1,4
14:00	PL	Produkcja budowlana	II	% r/r	-5,5	-6,1	-8,6
14:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	II	% r/r	5,4	5,4	3,1
14:00	PL	PPI	II	% r/r	-1,3	-1,4	-1,2
14:00	PL	Minutes RPP					
PIĄTEK (18 marca)							
15:00	US	Wstępny Michigan	III	pkt	92,2	-	91,7

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:

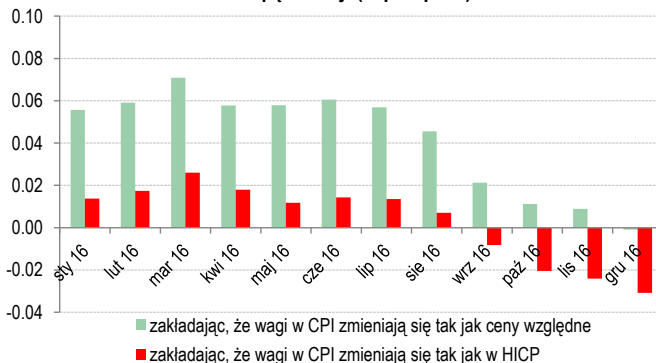
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

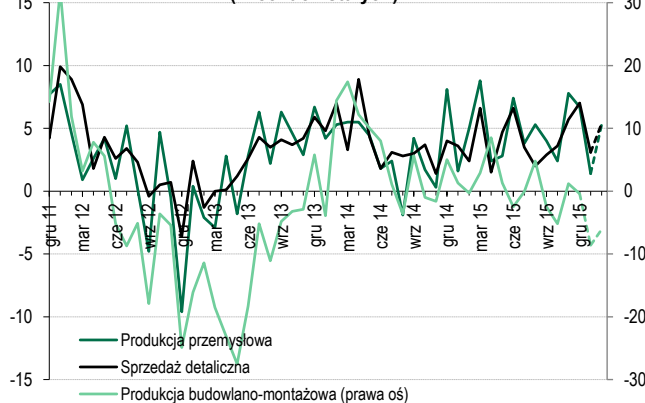
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Tydzień pełen ważnych publikacji i wydarzeń

Oszacowany wpływ zmiany wag w koszyku CPI na stopę inflacji (w pkt. proc)



Wzrost produkcji i sprzedaży detalicznej (w cenach stałych)



■ Jak zawsze o tej porze roku, przy okazji publikacji danych o inflacji za luty, GUS poda nowe wagi w koszyku CPI i zrewiduje inflację za styczeń. Według naszych szacunków (opartych na założeniu, że struktura wydatków gospodarstw domowych w 2015 r. zmieniła się zgodnie ze zmianami cen relatywnych), zmienione wagi CPI mogą nieznacznie podwyższyć inflację w pierwszych trzech kwartałach 2016 r., chociaż wpływ ten powinien być mniejszy niż 0,1 pp. Zmiana wag CPI zgodna ze zmianą w koszyku HICP (którą już znamy) miałaby jeszcze mniejszy wpływ, jednak w ubiegłych latach nie była to dobra wskazówka dla rewizji wag CPI.

■ Nasza prognoza CPI za luty wynosi -0,6% r/r (wzrost z -0,7% r/r w styczniu), ale dla obu miesięcy dostrzegamy asymetryczne ryzyko w górę (wynik będzie zależny od efektów zaokrąglenia). Szacujemy, że inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii wyniosła 0,1% r/r zarówno w styczniu, jak i w lutym.

■ Przewidujemy dużą nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących w styczniu, znacznie powyżej oczekiwań rynkowych, jednak uważamy, że wzrost eksportu i importu prawdopodobnie zwolnił z powodu mniejszej aktywności w przemyśle i niższego popytu krajowego.

■ Inne wskaźniki opublikowane w tym tygodniu powinny potwierdzić, że w porównaniu ze styczniem aktywność gospodarcza odbiła. Szacujemy, że produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna powinny przyspieszyć, częściowo z uwagi na większą liczbę dni roboczych niż w 2015 r. Zatrudnienie i płace również powinny kontynuować wyraźne wzrosty, co potwierdzi dalszy silny popyt na siłę roboczą.

■ Wszystkie publikacje danych mogą zostać przyćmione przez środowowe posiedzenie FOMC i jego wpływ na oczekiwania rynkowe dotyczące perspektyw globalnej gospodarki.

Ostatni tydzień w gospodarce – EBC zrobił więcej niż oczekiwano, w odróżnieniu od RPP

Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB			
	Mar 15	Lip 15	Lis 15	Mar 16
2016	2,2÷4,4	2,3÷4,5	2,3÷4,3	3,0÷4,5
2017	2,4÷4,6	2,5÷4,7	2,4÷4,6	2,6÷4,8
2018	-	-	-	2,1÷4,4
	Inflacja CPI			
	Mar 15	Lip 15	Lis 15	Mar 16
2016	-0,1÷1,8	0,7÷2,5	0,4÷1,8	-0,9÷0,2
2017	0,1÷2,2	0,5÷2,6	0,4÷2,5	0,2÷2,3
2018	-	-	-	0,4÷2,8

■ RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, mimo znacznie niższej ścieżki inflacyjnej w nowej projekcji NBP. Środek przedziału prognozy inflacji na 2016 r. został obniżony o ponad 1 punkt procentowy, a na 2017 r. o 0,2 punktu. NBP spodziewa się, że inflacja wróci do dolnej granicy pasma odchyłeń od celu (czyli 1,5%) dopiero pod koniec 2017 r. Środek przedziału prognozowanej inflacji na 2018 r. wynosi zaledwie 1,6%.

■ Widzimy dwa czynniki, które mogą w przyszłości spowodować zmianę polityki pieniężnej (obniżkę stóp): 1. Istotne spowolnienie gospodarki, 2. Konsekwencje decyzji EBC dla polskiego rynku finansowego (mocniejszy złoty, który obniżyłby perspektywy inflacji). Jako że wciąż spodziewamy się solidnego wzrostu PKB (co jest zgodne z projekcją NBP) i nie widzimy zbyt wiele miejsca dla dalszej aprecjacji złotego, w związku z tym nie spodziewamy się zmiany nastawienia RPP w kolejnych miesiącach.

Cytat tygodnia – Dobrze mieć amunicję

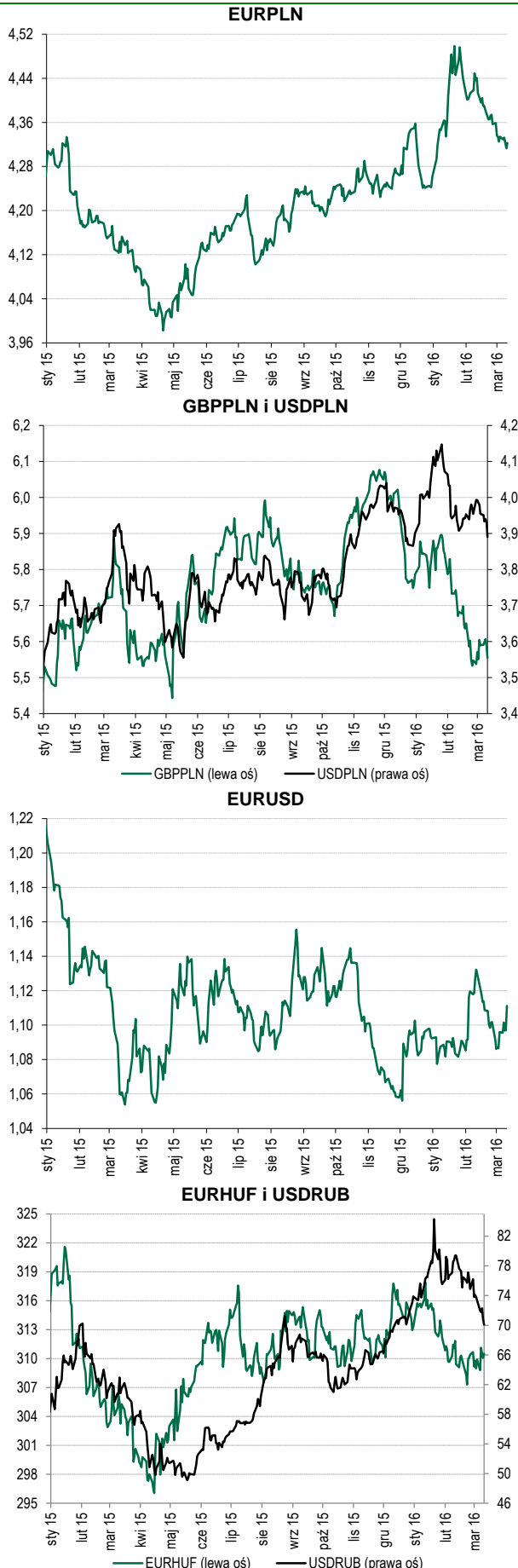
Marek Belka, prezes NBP, PAP, 11.03

To stanowisko które przedstawiałem parę miesięcy temu, podczas kadencji poprzedniej Rady, jest w 100% popierane przez nową Radę. Wzmagają się pewne ryzyka. Nie można wykluczyć pojawienia się zjawisk kryzysowych i dobrze mieć amunicję, takie stopy, aby na gwałtowne pogorszenie sytuacji reagować. Scenariusz utrzymania stóp jest najbardziej prawdopodobny.

Obniżka stopy rezerw obowiązkowych nie była rozważana – miałoby to sens tylko, gdyby sektor bankowy nie był nadpłynny.

Pomimo tego, że nowa projekcja NBP nie przewiduje powrotu inflacji do celu przed 2018 r., prezes NBP Marek Belka potwierdził, że RPP nadal stosuje strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Powiedział też, że dobrze, aby bank centralny miał amunicję na wypadek wystąpienia nagłego załamania wzrostu. Nie bardzo przekonuje nas ten argument – jeśli RPP obawia się globalnego szoku, to być może powinna działać wyprzedzająco, szczególnie biorąc pod uwagę bardzo niską inflację, która uzasadnia ruch stóp procentowych w dół. Prezes NBP wspominał, że większość banków centralnych nie trafia w ich cele inflacyjne, ale to raczej nie wydaje się dobrym usprawiedliwieniem dla RPP, ponieważ większość innych banków centralnych przynajmniej aktywnie próbuje coś z tym zrobić.

Rynek walutowy – Zmienność rośnie po EBC



Zmienność rośnie po EBC

Miniony tydzień stał pod znakiem wzrostu wahań EURPLN, ale nie przyniosły one żadnych przełomowych zmian i kurs pozostał blisko poziomów z poprzedniego piątku. Złoty najpierw umacniał się dzięki nadziejom na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC, ale po ogłoszeniu decyzji odnotowano realizację zysków i odbicie EURPLN przejściowo do 4,34 z 4,28. Kurs USDPLN tymczasem spadł drugi tydzień z rzędu i osiągnął prawie 3,85, najniższy poziom od końca grudnia.

Dane z Polski publikowane w tym tygodniu powinny być wg nas pozytywne dla złotego – produkcja przemysłowa powinna całkiem wyraźnie odbić, a nasza prognoza nadwyżki na rachunku obrotów bieżących jest wyraźnie powyżej oczekiwań rynku.

Nie sądzimy, aby wynik posiedzenia FOMC był przesadnie jastrzębi, ale zapewne będzie dość uspokajający jeśli chodzi o perspektywy dla amerykańskiej i światowej gospodarki. Powinno to korzystnie wpłynąć na ryzykowne aktywa. Jednocześnie, uważamy, że złotemu może być trudno utrzymać tempo aprecjacji z ostatnich tygodni. Jednym z czynników, który może ograniczać potencjał do umocnienia krajowej waluty może być niepewność związana z oczekiwaniami na dalsze decyzje w sprawie rozwiązania problemu kredytów walutowych. Przed końcem marca KNF ma opublikować swoje szacunki kosztów jakie mogą ponieść banki w wyniku wprowadzenia w życie propozycji zgłoszonej przez prezydenta Dudę. Inwestorzy będą wyczekiwać na kolejne sygnały jak ta kwestia może zostać rozwiązana.

Kolejny bank centralny w centrum uwagi

Różnica między tygodniowym maksimum i minimum była dla EURUSD największa od początku lutego, a czwartkowy zakres wahań największy od 3 grudnia, kiedy to EBC rozczarował rynki podjętymi wówczas działaniami.

Decyzja banku centralnego była kluczowym wydarzeniem tygodnia i podobnie może być w najbliższych dniach. W środę FOMC ogłosi decyzję ws. stóp i ani my ani rynek nie oczekuje zmian. Wg Bloomberg, szanse na podwyżki stóp Fed w drugiej połowie roku wzrosły w ostatnich tygodniach dzięki silnym danym z USA, ale szanse na taki ruch w marcu są blisko zera. Niezależnie, ton komunikatu może być wskazówką czy kolejnej podwyżki stóp Fed należy oczekiwać raczej w połowie roku czy dopiero pod koniec 2016 i dlatego nie sądzimy, by komunikat i wystąpienie szefowej Yellen były zbyt gołębie. W takim przypadku, dolar mógłby odrobić przynajmniej część ostatnich strat.

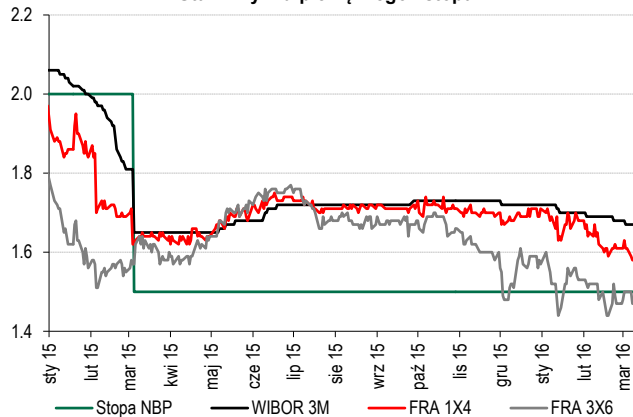
Rubel zyskuje przed decyzją banku centralnego

Rubel w dalszym ciągu korzystał z rosnącej ceny ropy Brent (USDRUB spadł poniżej 70, najniżej od końca grudnia), podczas gdy forint oddał zeszlotygodniowe zyski (EURHUF odbił powyżej 311 z 307,5).

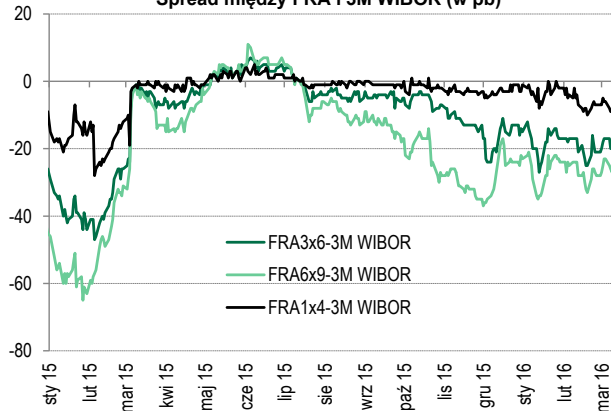
W tym tygodniu w piątek decyzję ws. stóp podejmie bank centralny Rosji. Retoryka CBR zmieniła się w kierunku bardziej jastrzębiej, ale sądzimy, że w marcu stopy pozostaną bez zmian. Co prawda cena ropy wzrosła dość wyraźnie od końca lutego, ale rubel zyskał w tym czasie neutralizując wzrostowy wpływ cen surowców na rosyjską inflację.

Rynek stopy procentowej – W oczekiwaniu na decyzję Fed

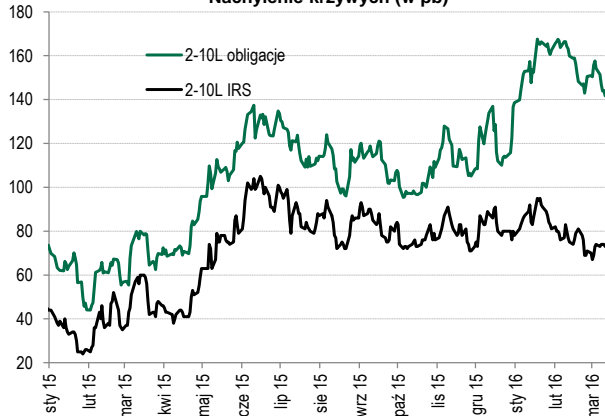
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



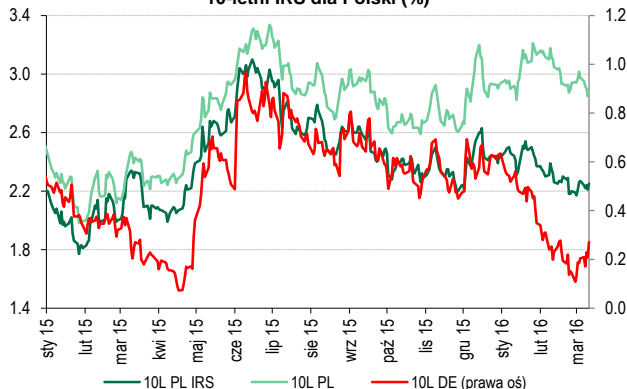
Spread między FRA i 3M WIBOR (w pb)



Nachylenie krzywych (w pb)



Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)



Umocnienie w oczekiwaniu na banki centralne

▪ Posiedzenia banków centralnych (EBC, krajowej RPP) były istotne dla rynków w minionym tygodniu. Rentowności i stawki IRS spadły nieznacznie, w ślad za rynkami bazowymi, w oczekiwaniu, że EBC znacząco poluzuje politykę pieniężną. Jednak inaczej niż w grudniu, EBC nie tylko spełnił, ale i przekroczył oczekiwania rynkowe co znacząco umocniło globalne rynki w pierwszej reakcji na decyzję. Jednak sugestia szefa EBC Mario Draghiego, że stopy pozostaną stabilne biorąc pod uwagę bieżące uwarunkowania spowodowała realizację zysków. W konsekwencji rentowność niemieckiej 10-latkii wzrosła chwilowo nieco powyżej 0,30%, najwyższej od lutego, powodując presję na krajowe krzywe. Decyzja krajowej RPP utrzymująca stabilne stopy NBP (jak oczekiwał rynek) nie miała znaczącego wpływu na rynek stopy. Na zamknięcie tygodnia rentowności i stawki IRS były niższe o 1-12 pb niż tydzień wcześniej.

▪ Rynek obligacji zyskał mocniej niż IRS, co spowodowało, że spread asset swap zawężił się dla sektora 10L. Co więcej, krzywa rentowności wyplaszczyła się, gdyż spadki rentowności na środku i długim końcu krzywej okazały się większe niż na krótkim końcu. Premia za ryzyko dla krajowych obligacji również zmniejszyła się na co wskazuje zawężenie spreadu wobec niemieckich obligacji dla sektora 10L (do nieco poniżej 260 pb z ok. 280 pb tydzień wcześniej).

▪ Sytuacja na rynku pieniężnym nie uległa większym zmianom w minionym tygodniu. Stawki WIBOR pozostały stabilne, podczas gdy FRA nieco spadły przed RPP. Utrzymanie przez Radę stóp na stabilnym poziomie było zgodne z oczekiwaniami. Wpływ tej decyzji póki co nie był znaczący i rynek utrzymał oczekiwania na dalsze poluzowanie polityki monetarnej w najbliższych miesiącach (FRA6x9 na poziomie 1,42%).

Fed i krajowe dane makro kluczowe dla rynku

▪ W tym tygodniu jest wiele istotnych wydarzeń i publikacji danych makro. Posiedzenie FOMC będzie kluczowe i może wyznaczyć kierunek rynku na najbliższe dni/tygodnie. Powszechnie oczekuje się, że Fed utrzyma stopy na niezmiennym poziomie, jednak inwestorzy będą starali się odgadnąć kiedy nastąpi kolejny ruch na podstawie komunikatu (który będzie zawierał nowe prognozy makro i długoterminową projekcję stóp Fed) i konferencji prasowej szefowej Fed Janet Yellen. Po ostatnich nieco lepszych danych makro z USA ponownie wzrosło prawdopodobieństwo podwyżek stóp w II połowie 2016 r. Jednak utrzymanie wciąż gołębiej retoryki przez FOMC miałoby korzystny wpływ na rynek długu jak to miało miejsce w grudniu.

▪ Inwestorzy z uwagą będą również śledzili krajowe publikacje danych (w tym CPI, PPI, dane z rynku pracy, produkcję przemysłową, sprzedaż detaliczną). Spodziewamy się przyśpieszenia wzrostu produkcji i sprzedaży detalicznej po słabych danych za styczeń. Oczekujemy także nieznacznego odbicia inflacji CPI w lutym (do -0,6% r/r z -0,7% r/r miesiąc wcześniej). Podsumowując, najbliższe dane powinny potwierdzić przyzwoity wzrost gospodarczy w Polsce i brak presji inflacyjnej.

▪ Podczas gdy oczekiwania na kolejne redukcje stóp NBP mogą się osłabić, to krótki koniec krzywych powinien być wspierany przez wpływ podatku bankowego (tworzącego zachętę dla banków do zmniejszania zaangażowania w bonach NBP i wzrost popytu na krótkoterminowe papiery rządowe). Środek i długi koniec krzywych pozostanie pod wpływem czynników globalnych, dlatego też decyzja Fed i dane makro za granicą będą istotne. Widzimy miejsce do zawężenia spreadu wobec Bundów dla 10L, w szczególności jeśli pozytywne nastroje utrzymają się po decyzjach EBC i Fed.

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