

TYGODNIK EKONOMICZNY

4 – 10 kwietnia 2016

Nastroje rynkowe poprawiły się znacząco w minionym tygodniu po relatywnie stabilnym okresie przed Wielkanocą. Był to efekt gołębiej wypowiedzi szefowej Fed Janet Yellen, która zasugerowała, że podwyżki stóp procentowych będą następowały stopniowo w nadchodzących latach. W efekcie apetyt na ryzykowne aktywa, w tym na polskie, wzrósł znacząco. Złoty umocnił się wobec głównych walut, w tym kurs USD/PLN osiągnął najniższy poziom od października 2015 r. Wstępny CPI za marzec pokazał głębszą deflację, podczas gdy indeks PMI dla polskiego przemysłu osiągnął najwyższy od ośmiu miesięcy poziom na 53,8 pkt w wyniku szybszego wzrostu produkcji, nowych zamówień, eksportu oraz zatrudnienia. Ponadto wstępny deficyt sektora finansów publicznych za 2015 r. obniżył się do 2,5% PKB (najniżej od 2007), co było również pozytywne dla wyceny krajowych aktywów.

W tym tygodniu, globalne banki centralne będą prawdopodobnie wciąż wyznaczały kierunek dla rynków, gdyż poznamy opisy dyskusji z marcowych posiedzeń FOMC i EBC. Złoty i rynek stopy procentowej powinny zyskać jeśli Fed i EBC potwierdzą łagodne nastawienie w polityce monetarnej. Z drugiej strony, ten tydzień będzie wypełniony wieloma wystąpieniami przedstawicieli Fed, które, podobnie jak w poprzednich tygodniach, mogą ustalić kierunek rynku w krótkim terminie. Odnosząc się do krajowych wydarzeń, RPP zadecyduje o stopach. Powszechnie oczekuje się, że Rada pozostawi stopy stabilne i, w naszej ocenie, konferencja prasowa nie przyniesie znaczących zmian w retoryce. Czwartkowa aukcja OK1018 i DS0726 będzie z uwagą obserwowana, tym bardziej, że ostatnie dane Ministerstwa Finansów pokazały, że w lutym zagranica zwiększyła swoje ryzyko na polskiej krzywej poprzez wydłużenie duration swojego portfela. Warunki rynkowe, w naszej ocenie, są wciąż sprzyjające emisji obligacji.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (4 kwietnia)							
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	II	% m/m	-1,7	-	1,6
WTOREK (5 kwietnia)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	II	% m/m	0,5	-	-0,1
9:55	DE	PMI – usługi	III	pkt	55,5	-	55,3
10:00	EZ	PMI – usługi	III	pkt	54,0	-	53,2
14:30	US	Bilans handlowy	II	mld \$	-46,3	-	-45,7
16:00	US	ISM – usługi	III	pkt	54,0	-	53,4
ŚRODA (6 kwietnia)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,5	1,5	1,5
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	II	% m/m	-2,0	-	3,3
20:00	US	Minutes FOMC	III				
CZWARTEK (7 kwietnia)							
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	5,3	-	1,0
11:30	PL	Aukcja obligacji					
13:30	EZ	Minutes EBC					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tydz.	tys.			276
PIĄTEK (8 kwietnia)							
8:00	DE	Eksport	II	% m/m	0,1	-	-0,5
9:00	HU	CPI	III	% r/r		-	0,3
16:00	US	Zapasy hurtowników	II	% m/m	-0,3	-	0,3

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

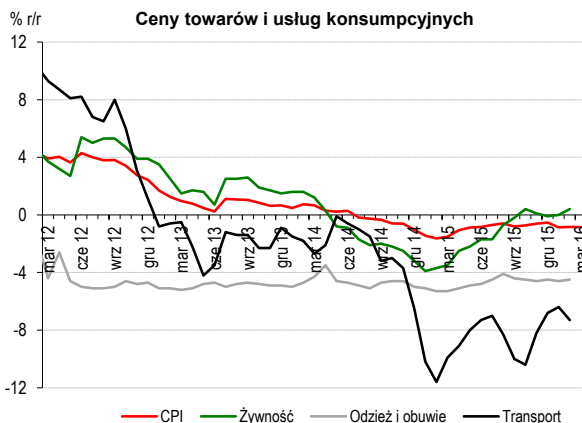
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

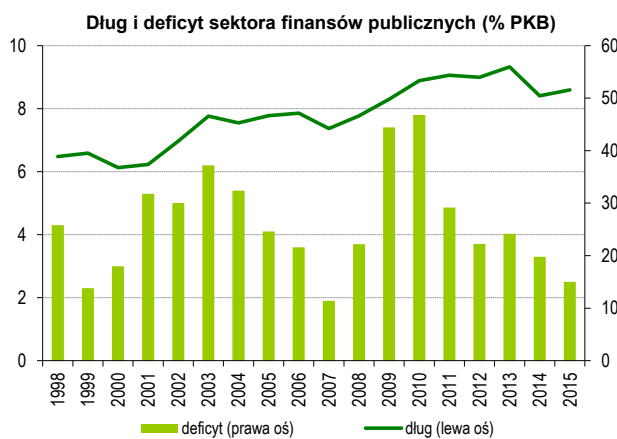
Wydarzenia nowego tygodnia – Globalne banki centralne ważniejsze od RPP



■ Inflacja ponownie zaskoczyła w dół (szczegóły poniżej) ale naszym zdaniem nie wpływa to na perspektywy polityki pieniężnej. Wygląda na to, że Rada Polityki Pieniężnej akceptuje fakt, że inflacja będzie poniżej celu nawet do 2018 r. i chce zbudować swoją wiarygodność na jastrzębiej (chyba bardziej niż tego potrzeba) retoryce. Dlatego nie spodziewamy się zmian stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu w kwietniu.

■ Polityka pieniężna będzie prawdopodobnie głównym tematem tego tygodnia, gdyż zobaczymy publikację minutes FOMC oraz EBC, a dodatkowo wielu członków Fed ma zaplanowane wystąpienia. Minutes z marcowego posiedzenia FOMC może pokazać uzasadnienie dla decyzji o obniżeniu oczekiwań liczby podwyżek stóp procentowych w 2016 r. z czterech do dwóch.

Ostatnie dwa tygodnie w gospodarce – Deficyt finansów publicznych i CPI poniżej prognoz, PMI w górę



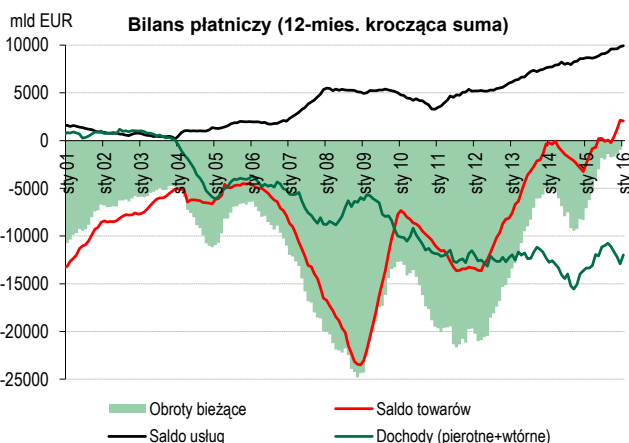
■ Deficyt sektora finansów publicznych obniżył się do 2,5% PKB w 2015 r. z 3,3% w 2014 r. (najniższy od 2007 r.), a dług wzrósł do 51,5% PKB w 2015 r. z 50,5% w 2014 r., jak podał we wstępnym szacunku GUS. Deficyt jest niższy od oczekiwań a dane wskazują na to, że sektory samorządowy i funduszu ubezpieczeń społecznych pokazały nadwyżkę ok. 0,1% PKB. Spodziewamy się wzrostu deficytu do ok. 3% w 2016 r.

■ Marcowy PMI dla polskiego przemysłu zaskoczył w górę i wynikiem 53,8 pkt. osiągnął ośmiomiesięczne maksimum. Lepszy od oczekiwań odczyt wynikał przede wszystkim z szybszego wzrostu nowych zamówień. Wzrost został jednak zaobserwowany także w innych głównych komponentach indeksu: produkcji i zatrudnienia.

■ Wstępny odczyt marcowej inflacji dla Polski zaskoczył w dół i wyniósł -0,9% r/r wobec -0,8% r/r w lutym i konsensusu -0,8% r/r. Szczegółowe dane zostaną opublikowane w połowie kwietnia.

■ Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w lutym 10,3%, tyle co w styczniu. Na uwagę zwraca znaczny wzrost liczby ofert pracy (z 87 tys. do 130 tys., z czego ponad 105 tys. z sektora prywatnego, najwięcej od czerwca). Sądzymy, że rosnący popyt na pracę i kurczące się zasoby wykwalifikowanych pracowników mogą w najbliższym czasie powodować wzrost presji płacowej.

■ NBP opublikował dane o bilansie płatniczym za IV kw. 2015 r. Dane miesięczne, opublikowane wcześniej, zostały nieznacznie zweryfikowane, m. in. podwyższono szacunek importu, co miało negatywny wpływ na saldo obrotów bieżących, które pokazało deficyt 424 mln €. Cały 2015 r. zamknął się deficytem 967 mln €, co stanowi 0,2% PKB (najniższy od kiedy dostępne są porównywalne dane). Z kolei pozycja inwestycyjna netto Polski osiągnęła -260 mld €, czyli 60,8% PKB (najniższy od 2011 r.) z 67,1% PKB w 2014 r.



Cytat tygodnia – Łagodzenie obietnic wyborczych?

Beata Szydło, Prezes Rady Ministrów, Polskie Radio, 31.03

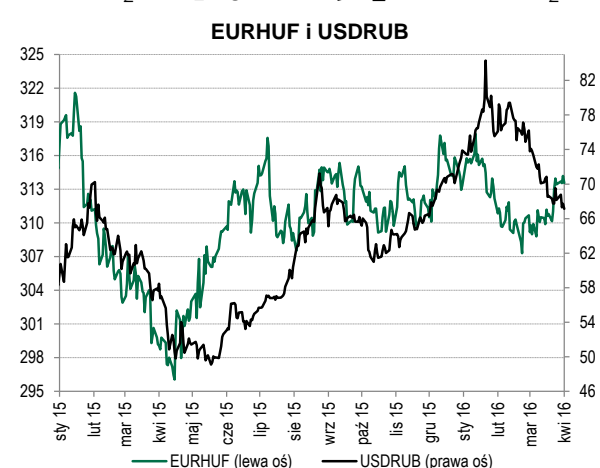
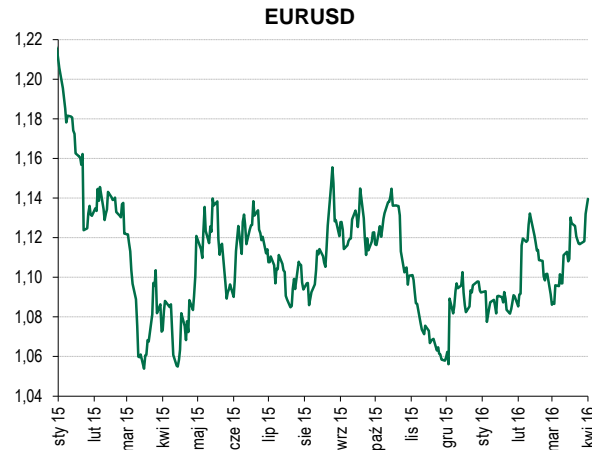
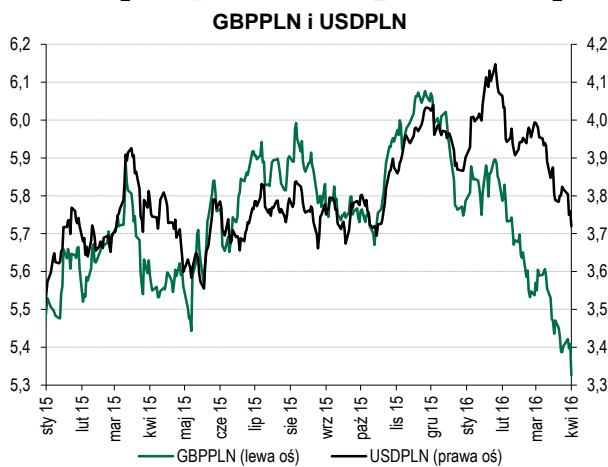
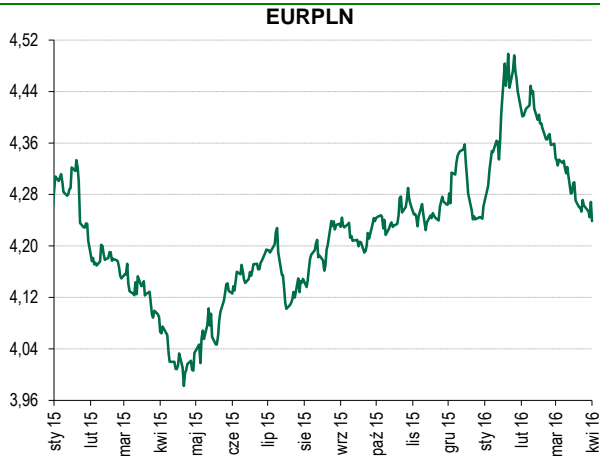
[Projekt ustawy o obniżeniu wieku emerytalnego] jest już w komisji w Sejmie i po pierwszym czytaniu i sądzę, że w najbliższym czasie komisja będzie się nim zajmowała. Jeżeli Sejm będzie pracował zgodnie z przyjętym harmonogramem, to po wakacjach ten projekt ustawy powinien zostać przyjęty

Jeżeli chodzi o podniesienie kwoty wolnej od podatku, to my zaproponujemy prawdopodobnie rozłożenie w czasie, na raty tej kwoty. Uważam, że w tej chwili w pierwszym rządzie powinniśmy podwyższyć kwotę wolną od podatku osobom, które mają najniższe dochody.

Chciałabym poznać też uzasadnienie i opinię ekspertów na temat tej opinii KNF-u [o projekcie ustawy o przewalutowaniu kredytów frankowych], bo wydaje mi się, że ona troszeczkę chyba była zbyt ostra, ale tak jak mówię, wolałabym, żeby tutaj eksperci się wypowiedzieli.

W kwietniu rząd zaprezentuje nową wersję Programu Konwergencji (PK). Wyższy wzrost gospodarczy (wg mediów ok. 4% w latach 2017-2019) sprawi, że łatwiej będzie utrzymać deficyt poniżej 3% PKB w średnim terminie (dzięki wyższemu dochodom). W każdym razie, w tym celu w 2017 r. potrzebne będzie ok. 12 mld zł, co jest związane z potrzebą sfinansowania wydatków w ramach programu 500+, na który zabraknie tym razem jednorazowych wpływów. Ministerstwo Finansów prawdopodobnie zaproponuje w PK pokrycie tej dziury wyższą efektywnością poboru podatków (wymagana kwota to ok 1/3 szacowanego niedoboru w dochodach z VAT). Jeśli zaś chodzi o obietnicę wyższej kwoty wolnej od dochodu, Beata Szydło jasno zasugerowała, że będzie ona wprowadzana stopniowo (nawet w ciągu 5 lat) i będzie dotyczyła przede wszystkim rodzin o najniższych zarobkach. Obniżenie wieku emerytalnego to naszym zdaniem najbardziej ryzykowny pomysł, którego rozwój należy bacznie obserwować (np. czy wprowadzony zostanie warunek długości okresu opłacania składek, co może złagodzić negatywne skutki).

Rynek walutowy – Czy aprecjacja złotego będzie powstrzymana?

**Złoty zyskuje do euro, dolara, franka, funta...**

▪ Złoty wciąż korzystał z gołych sygnałów z banków centralnych (i zostającej na tym tle wyraźnej w retoryce RPP) jak też spadku ryzyka związanego z krajowymi czynnikami. EURPLN ustanowił nowe roczne minimum na nieco poniżej 4,23 i był to już piąty z rzędu tydzień spadków. Marzec przyniósł największy miesięczny spadek od stycznia 2015 (-2,25%). Złoty zyskał też znacznie do dolara – USDPLN osiągnął 3,70, najniższy poziom od połowy października, a miesięczny spadek był największy od lipca 2010. Krajowa waluta dalej korzystała też w relacji do funta, który pozostaje pod presją pod wpływem perspektywy głosowania na „Brexitem” – GBPPLN spadł czwarty tydzień z rzędu i osiągnął 5,30, najniższy od grudnia 2014.

▪ Jednym z czynników napędzających ostatnią aprecjację złotego były gołe sygnały z banków centralnych, głównie z Fed – po gołym komentarzu z ostatniego posiedzenia FOMC w tym tygodniu Janet Yellen wygłosiła ostrożny komentarz ws. podwyżek stóp. W kalendarzu na ten tydzień jest tylko kilka publikacji danych, ale ponownie jest szansa na sporo sygnałów z banków centralnych. Opublikowane zostaną minuty z ostatnich posiedzeń EBC oraz Fed i inwestorzy będą starali się dowiedzieć co przekonało amerykańskich bankierów centralnych do ograniczenia skali podwyżek stóp w tym roku i ocenić czy uzasadnione jest oczekiwanie na dalsze luzowanie polityki pieniężnej w strefie euro w najbliższym czasie. Dodatkowo, wypowiadać się będzie sporo członków FOMC i chociaż większość z nich nie ma teraz prawa głosu, to rynek pokazał już, że i na takie wypowiedzi może zareagować. Jeśli sygnały z banków centralnych pozostaną gołe, EURPLN i USDPLN mogłyby pozostać blisko lokalnych minimum.

▪ Uważamy jednocześnie, że potencjał do umocnienia złotego może być ograniczony bowiem czynniki krajowe ponownie zaczynają zyskiwać coraz większe zainteresowanie. W szczególności, kwestia kredytów walutowych jest wciąż otwarta. W ostatnich tygodniach media cytowały przedstawicieli rządu (także premier Szydło i szefa jej kancelarii) kwestionujących jakość raportu KNF i sugerujących, że potrzebna będzie jego kolejna wersja. Na 18 kwietnia zaplanowano spotkanie Komitetu Stabilności Finansowej, który będzie analizował ten temat. Wygląda więc na to, że prace nad propozycją (starą lub nową) będą kontynuowane i trudno ocenić co i kiedy będzie zaproponowane.

Dolar pod presją wypowiedzi szefowej Fed Yellen

▪ EUR/USD wzrósł powyżej 1,14, osiągając najwyższy poziom od połowy października 2015 r. w wyniku gołych sygnałów płynących z Fed, a w szczególności szefowej Fed Janet Yellen.

▪ W tym tygodniu sygnały z banków centralnych znów mogą mieć największy wpływ na rynek walutowy ze względu na brak istotnych publikacji makro. EURUSD jest coraz bliżej strefy oporu na 1,15-1,17 i w naszej ocenie przedstawiciele EBC będą starali się słownie interweniować w celu zapobieżenia dalszej aprecjacji wspólnej waluty.

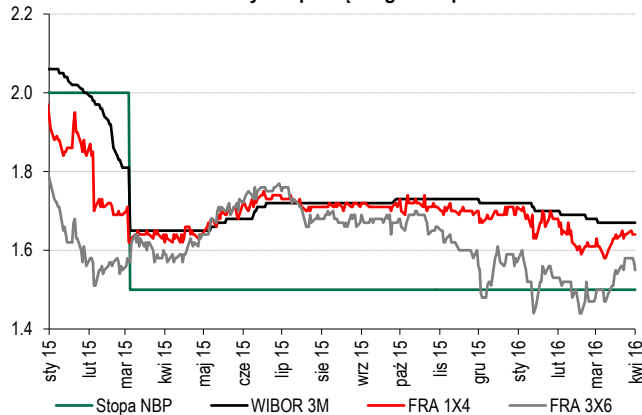
Forint w dół, rubel w górę

▪ W regionie CEE, forint znalazł się pod presją ostatniej decyzji banku centralnego Węgier, który obniżył stopy procentowe (w tym stopę depozytową poniżej zera). EUR/HUF tymczasowo wzrósł powyżej ubiegłotygodniowego szczytu do prawie 315, najwyższego poziomu od końca stycznia.

▪ Ceny ropy Brent pozostają blisko ostatniego maksimum na 40 USD za baryłkę. To umożliwiło rosyjskiej walucie nieznacznie zyskać wobec dolara – kurs USD/RUB obniżył się tymczasowo poniżej 67, najniższego poziomu od początku grudnia 2015 r.

Rynek stopy procentowej – Banki centralne wciąż będą napędzać rynki

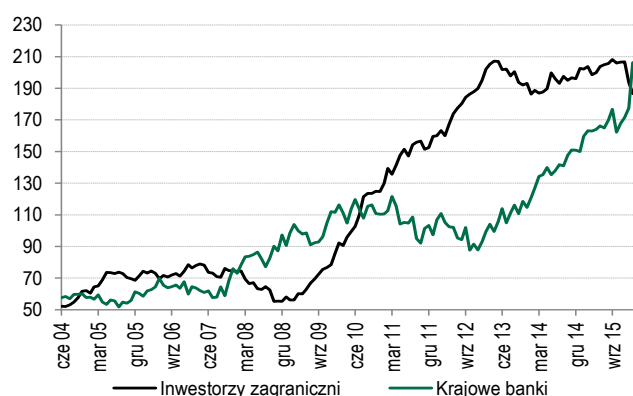
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



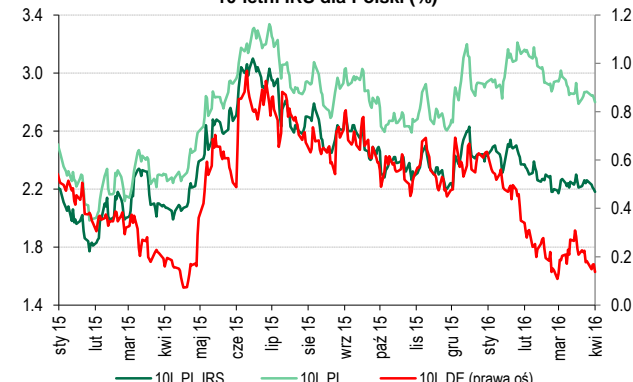
10-letni spread asset swap



Zaangażowanie głównych inwestorów w rynkowe SPW (w mld zł)



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



Rentowności w górę przed Wielkanocą, a następnie w dół

Przez ostatnie dwa tygodnie sytuacja na rynku stopy procentowej była zmienna. IRS były względnie stabilne, podczas gdy rentowności obligacji skarbowych wyraźnie wzrosły z powodu realizacji zysków przed Wielkanocą. Następnie rynek obligacji nieznacznie odbił ze względu na sytuację na rynku bazowym. Wstępne odczyty CPI za marzec i deficytu sektora finansów publicznych za 2015 r. lekko wspierały krajowe krzywe. Rynek obligacji nie zareagował natomiast na informację o ofercie obligacji skarbowych w II kw. 2016 r.

Obie krzywe IRS i obligacji nieznacznie się wystromiły, gdyż długi koniec krzywych zachowywał się słabiej niż krótki. Ponadto, rentowności wzrosły bardziej niż stawki IRS, wskutek czego asset swap spread rozszerzył się do prawie 65 pb dla sektora 10L. Zauważyliśmy również, że polski rynek radził sobie gorzej niż rynki innych krajów CEE oraz peryferie strefy euro. W rezultacie spread do niemieckiego Bunda rozszerzył się do 270 pb na chwilę, by tydzień zakończyć nieco poniżej tego poziomu.

Ostatnie dwa tygodnie nie przyniosły istotnych zmian na rynku pieniężnym. Stopy WIBOR były stabilne, natomiast FRA stopniowo rosły. Rynek zmniejszył swoje oczekiwania dotyczące dalszego luzowania polityki pieniężnej, ale nadal wycenia cięcie stóp o 25 pb w ciągu 12 miesięcy.

Potrzeby pożyczkowe brutto sfinansowane w ponad 50%

Polska pomyślnie przeprowadziła aukcje obligacji zarówno na rynku krajowym, jak i międzynarodowym. Ministerstwo Finansów sprzedało na aukcji zamiany obligacje (PS0721 i obligacje zmiennokuponowe) o wartości 8,6 mld PLN. Wyceniło również 10-letnią obligację denominowaną w USD o terminie zapadalności 6.04.2026 i wartości nominalnej 1,75 mld USD (vs zgłoszony popyt na 3,6 mld USD). W efekcie ministerstwo sfinansowało 52% potrzeb pożyczkowych brutto na 2016 r.

Plan emisji na II kw. 2016 r. jest umiarkowany. Ministerstwo planuje pięć-sześć aukcji o łącznej wartości 20-30 mld PLN, w tym w kwietniu za 7-15 mld PLN. Zakładając maksymalny poziom sprzedaży zaplanowany na II kw. 2016 r. (30 mld PLN), szacujemy, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe zostaną sfinansowane w ok. 70%.

Z danych Ministerstwa Finansów wynika, że w lutym nieresydenci zmniejszyli swoje zaangażowanie o 7 mld PLN do 186,5 mld PLN (najniższy poziom od stycznia 2014). O ile sprzedaż koncentrowała się na krótkim końcu krzywej (obligacje zapadające w 2016-2017), to zagraniczni inwestorzy wykorzystali okazję na wydłużenie „duration” swojego portfela poprzez zakup średnio- i długoterminowych obligacji (głównie PS0421 i DS0726). To oznacza, że w lutym ich ekspozycja na ryzyko na polskiej krzywej stopy procentowej wzrosła.

Centralne banki i aukcja w centrum uwagi

W tym tygodniu inwestorzy skupią się na bankach centralnych (posiedzenie RPP, *minutes* FOMC oraz EBC) oraz krajowej aukcji obligacji ze względu na brak istotnych publikacji makro. Powszechnie oczekuje się że RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian. Prawdopodobnie również konferencja prasowa nie będzie ważnym wydarzeniem. Tego samego dnia FOMC opublikuje *minutes* z marcowego spotkania. Publikacja ta może wyznaczyć krótkoterminowy kierunek dla rynku, jeśli FOMC podtrzymał gołębią retorykę.

Na początku tygodnia poznamy ostateczną ofertę obligacji na czwartkową aukcję. Ministerstwo planuje ofertę OK1018 i DS0726 o wartości 3-6 mld PLN. Resort nie będzie miał problemów ze sprzedażą obligacji biorąc pod uwagę bieżące warunki rynkowe (ekspansywną politykę EBC, gołębi 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