

TYGODNIK EKONOMICZNY

18 – 24 kwietnia 2016

Globalne nastroje inwestycyjne były raczej słabe w zeszłym tygodniu, co odbiło się negatywnie na walutach gospodarek wschodzących i długu, pomimo publikacji Beżowej Księgi Fed, której wydźwięk na temat gospodarki amerykańskiej był dość pozytywny, co wsparło wycenę dolara. Dane z Chin również były całkiem niezłe, ograniczając obawy o chińską gospodarkę. Polskie aktywa osłabiły się wyraźnie, co wynikało zarówno z globalnych jak i z lokalnych czynników. Rezolucja Parlamentu Europejskiego i dalsza eskalacja konfliktu wokół Trybunału Konstytucyjnego nie pozwoliły na spadek wyceny ryzyka politycznego. Ponadto, krajowe dane gospodarcze również nie były zbyt sprzyjające, jako że saldo obrotów bieżących okazało się gorsze od oczekiwań w lutym.

W kalendarzu na ten tydzień znaleźć można całkiem sporo danych ze strefy euro i USA. Posiedzenie EBC i wstępne odczyty PMI będą zapewne najważniejszymi informacjami. Nie spodziewamy się zmian parametrów polityki pieniężnej EBC w kwietniu, ale słabe dane ze strefy euro mogłyby rozbudzić oczekiwania na dalsze obniżki stóp w unii walutowej. Na początek tygodnia zaplanowane jest kilka wystąpień członków Fed (Dudley, Rosengren, Kashkari) i mogą one okazać się ważne w kontekście perspektyw polityki pieniężnej FOMC. W Polsce na publikację czeka sporo ważnych danych z gospodarki (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, rynek pracy). Nasze prognozy są powyżej konsensusu i oczekujemy, że te statystyki potwierdzą siłę wzrostu gospodarczego w Polsce pod koniec I kw. 2016. Dobre fundamenty makro będą wsparciem dla wyceny polskich aktywów, choć naszym zdaniem obecnie rynek mocniej koncentruje się na polityce fiskalnej i percepcji ryzyka politycznego, więc informacje dotyczące tych zagadnień mogą okazać się ważniejsze.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (18 kwietnia)							
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	III	% r/r	2,5	2,6	2,5
14:00	PL	Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw	III	% r/r	3,4	3,7	3,9
WTOREK (19 kwietnia)							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	III	% r/r	3,9	4,4	6,7
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	III	% r/r	-8,7	-12,8	-10,5
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	III	% r/r	5,8	6,8	6,2
10:00	PL	PPI	III	% r/r	-1,4	-1,3	-1,4
11:00	DE	Indeks ZEW	III	pkt	-	-	50,7
14:30	US	Rozpoczęcie budowy domów	III	tys.	1165	-	1178
14:30	US	Pozwolenia na budowę	III	tys.	1200	-	1177
ŚRODA (20 kwietnia)							
16:00	US	Sprzedaż domów	III	mln	5,25	-	5,08
CZWARTEK (21 kwietnia)							
13:45	EZ	EBC – decyzja na temat stóp	IV	%	0,00	0,00	0,00
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Indeks Philly Fed	IV	% m/m	7	-	12,4
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	253
PIĄTEK (22 kwietnia)							
9:30	DE	Wstępny PMI - przemysł	IV	pkt	51	-	50,7
10:00	EZ	Wstępny PMI - przemysł	IV	pkt	51,8	-	51,6

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzbwbk.pl Web site: <http://www.bzbwbk.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

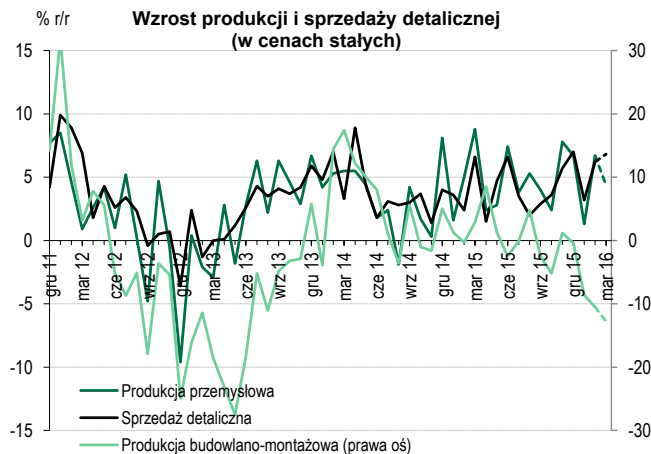
Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

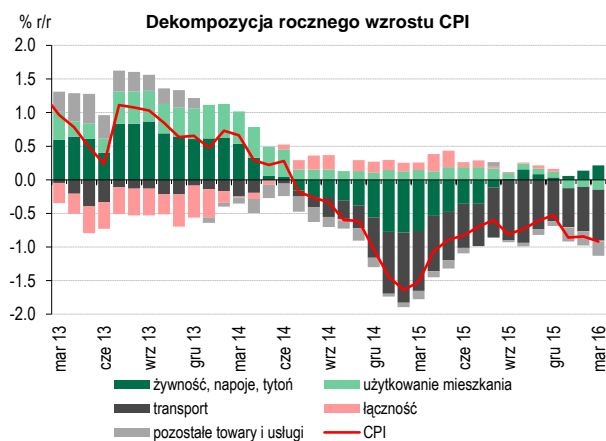
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Rynek pracy, produkcja w przemyśle i budownictwie, sprzedaż detaliczna

▪ Oczekujemy dobrych danych z rynku pracy, podobnie jak miało to miejsce w poprzednich miesiącach. Jesteśmy nieco bardziej optymistyczni od rynku, zarówno jeśli chodzi o zatrudnienie jak i płace.

▪ Produkcja przemysłowa i budowlana zapewne nieco spowolni wobec lutego, głównie ze względu na negatywny efekt dni roboczych. Uważamy, że tendencje w przemyśle pozostaną pozytywne, a naszą prognozę wspierają dobre odczyty indeksów aktywności w przetwórstwie. Budownictwo będzie dalej notowało mocne spadki ze względu na spowolnienie inwestycji publicznych.

▪ Prognozujemy mocny wzrost sprzedaży detalicznej w marcu. Wsparciem dla sprzedaży, zwłaszcza żywności, była Wielkanoc. Naszym zdaniem pozostałe kategorie również pokażą porządną sprzedaż, np. dane o rejestracji samochodów sugerują solidną sprzedaż aut w marcu.

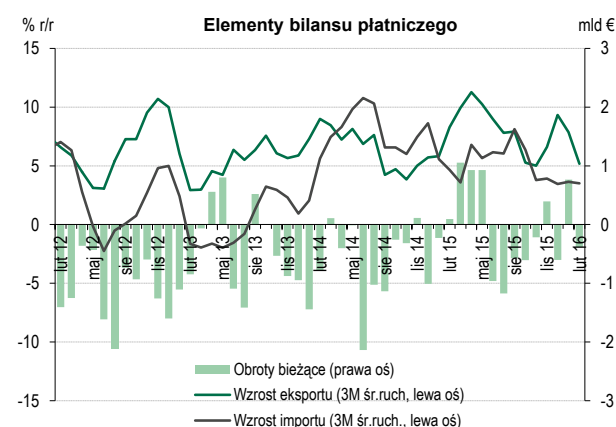
Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja, bilans płatniczy, podaż pieniądza i deficyt finansów publicznych

▪ Inflacja CPI wyniosła w marcu -0,9% r/r. W skali miesiąca ceny wzrosły o 0,1% m/m. Pogłębienie deflacji wynikało przede wszystkim ze zmian cen w ramach kategorii bazowych a inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii spadła do -0,2% r/r z -0,1% r/r z lutym. Spodziewamy się, że roczny wzrost wskaźnika CPI utrzyma się poniżej zera do IV kw. 2016 r., a pod koniec roku wyniesie ok. 0,5% r/r. Naszym zdaniem przedłużająca się deflacja mogłaby skłonić RPP do obniżki stóp gdyby nastąpiło poważne pogorszenie perspektyw wzrostu PKB lub znaczące umocnienie złotego, co jednak nie jest naszym bazowym scenariuszem.

▪ Saldo obrotów bieżących w lutym było gorsze od oczekiwań – zanotowano deficyt 383 mln €, wobec oczekiwanej nadwyżki ponad 400 mln €. Eksport był bliski naszej prognozy, rosnąc o niemal 5% r/r, natomiast sporym zaskoczeniem było mocne przyspieszenie importu (6,5% r/r). Głębszy niż oczekiwaliśmy był również deficyt na rachunku dochodów. Spodziewamy się dalszego przyspieszenia wzrostu eksportu, czemu będzie sprzyjać ożywienie gospodarcze w strefie euro. Wzrost importu też raczej przyspieszy, m.in. za sprawą wyższych wydatków konsumentów. Jednak jego wzrost może ograniczać dość słaby złoty oraz ogólnie niższa importochłonność popytu krajowego w ostatnim okresie. W sumie, spodziewamy się, że eksport netto będzie miał pozytywny wpływ na wzrost PKB, przynajmniej w pierwszym półroczu 2016.

▪ Podaż pieniądza M3 zwiększyła się o 9,0% r/r wobec 10,1% r/r w lutym. Spowolnienie wynikało przede wszystkim z mocnego spadku depozytów firm (o 4,6 mld zł lub 2% m/m), co naszym zdaniem mogło wynikać z jednorazowej transakcji.

▪ Deficyt finansów publicznych wyniósł 2,6% PKB w 2015 r. Spodziewamy się wzrostu deficytu do ok. 3,0% PKB w 2016 r.

**Cytat tygodnia – Obniżka pożądana, ale nie będzie konieczna w najbliższych miesiącach**

Grażyna Ancyparowicz, członkini RPP, PAP, 14.04

Obniżka może być konieczna gdyby silny strumień "gorącego pieniądza" zagroził stabilności systemu finansowego. Wydaje się to mało prawdopodobne.

Eryk Łon, członek RPP, PAP, 11.04

W sytuacji uporczywej presji deflacyjnej możliwe jest poparcie przeze mnie jeszcze w tym roku co najmniej jednego wniosku o obniżenie stóp.

Jerzy Osiatyński, członek RPP, PAP, 12.04

Nie chodzi o to, aby Rada w najbliższych miesiącach miała zdecydować o podniesieniu stóp, ale, czy nie powinniśmy pilnie obserwować barometry, które mogą nas z wyprzedzeniem skłaniać do takiego ruchu. Albo szukać rozwiązań w innych obszarach polityki gospodarczej, które hamowałyby inflacyjny nacisk płac na ceny.

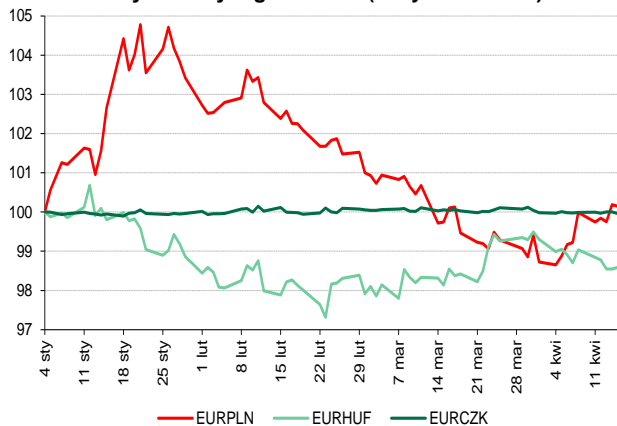
Jerzy Żyżyński, członek RPP, Bloomberg, 11.04

Obniżka jest pożądana, ale nie uważam żeby wniosek o obniżkę stóp był potrzebny w najbliższych miesiącach.

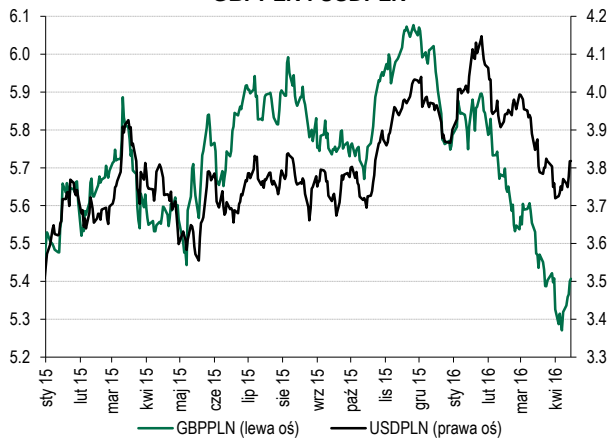
Coraz wyraźniej zarysowują się różnice w poglądach członków RPP. J. Osiatyński zastanawia się nad podwyżkami. Jego zdaniem wzrost jednostkowych kosztów pracy to sygnał, który może skłaniać do zacieśnienia polityki pieniężnej. Osiatyński dostrzega jednak miejsce na obniżkę stóp, o ile nie zagrazi to stabilności finansowej a wzrost płac będzie ograniczony. Mocny napływ kapitału portfelowego byłby z kolei argumentem do obniżenia stóp dla G. Ancyparowicz, ale ona sama uważa to za mało prawdopodobne. E. Łon uważa z kolei że przedłużająca się deflacja to argument za obniżką, w dodatku jest zwolennikiem niestandardowych instrumentów w polityce pieniężnej. J. Żyżyński chciałby obniżyć stopy, ale woli z tym poczekać. Ogólnie, wszyscy czworo widzą powody dla obniżki, przy czym Osiatyński i Ancyparowicz są bardziej jastrzębi, Łon i Żyżyński gołębi. Ogólnie, dominuje opinia, że RPP powinna poczekać by zobaczyć chociażby efekty ekspansji fiskalnej. To wspiera naszą prognozę braku zmian stóp w tym roku.

Rynek walutowy – Fundamenty polskiej gospodarki wspierają złotego

Złoty i waluty regionu CEE (4 stycznia = 100)



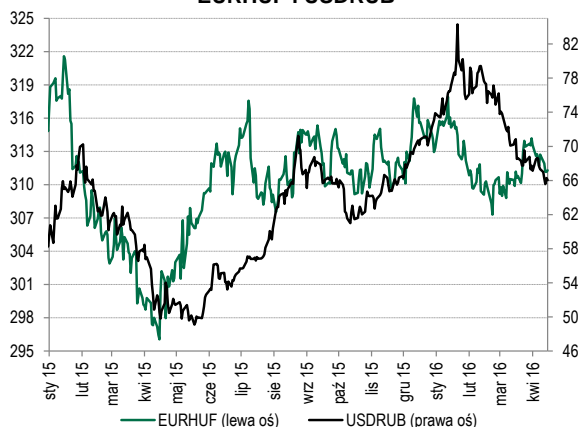
GBPPLN i USDPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



EUR/PLN blisko miesięcznego szczytu na 4,30

W ubiegłym tygodniu złoty pozostawał pod presją, tak jak oczekiwaliśmy. Kurs EUR/PLN zbliżył się do miesięcznego szczytu blisko 4,31 w wyniku utrzymującego się ryzyka politycznego, ale także słabszych od prognozowanych danych o bilansie płatniczym. Złoty stracił na wartości do USD z powodu spadku EUR/USD. USD/PLN czasowo zbliżył się do 3,835 tj. najwyższego poziomu od końca marca. W przypadku pozostałych walut, w skali tygodnia złoty stracił 1,7% wobec GBP, a kurs CHF/PLN był względnie stabilny.

Od początku kwietnia PLN radził sobie słabiej niż pozostałe waluty CEE. Inwestorzy realizowali zyski, po umocnieniu złotego ponieważ ryzyko polityczne w Polsce wzrosło. Z drugiej strony fundamenty makroekonomiczne w dalszym ciągu są pozytywne, mimo faktu że dane o bilansie płatniczym za luty nieznacznie rozczarowały. W tym tygodniu nastąpi publikacja najważniejszych danych ekonomicznych, w tym dot. produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Nasze prognozy ekonomiczne kształtują się powyżej konsensusu. Z tego powodu oczekujemy umocnienia złotego w krótkiej perspektywie. Naszym zdaniem komunikat EBC potwierdzający gołębia retorykę może także wspomóc złotego. W średniej perspektywie przewidujemy, że PLN w dalszym ciągu pozostanie pod presją czynników wewnętrznych, np.: obniżenia ratingu. Ponadto, projekt ustawy o konwersji kredytów walutowych również będzie miał wpływ na PLN w nadchodzących tygodniach, ponieważ kancelaria Prezydenta przedstawi poprawki do projektu ustawy na przełomie maja i czerwca. Dlatego też szacujemy, że EUR/PLN będzie wahał w przedziale 4,25-4,35 w nadchodzących tygodniach.

EUR/USD pozostaje blisko dolnej granicy pasma wahań.

W ubiegłym tygodniu USD widocznie się umocnił, EUR/USD przesunął się w dół w kierunku dolnej granicy pasma wahań między 1,12 i 1,16. Był to skutek jastrzębich danych i wypowiedzi członków Fed.

W tym tygodniu zostaną opublikowane istotne dane makro ze strefy ruro i USA. Jeśli dane ze strefy euro rozczarują, to mogą ponownie rozbudzić oczekiwania na obniżki stóp, co powinno osłabić euro. Kluczowy będzie wynik posiedzenia EBC. Uważamy, że EUR/USD pozostanie blisko dolnej granicy pasma wahań w przedziale 1,12-1,16 w perspektywie krótkoterminowej. Europejska waluta będzie pod presją w związku ze wzrastającym ryzykiem politycznym.

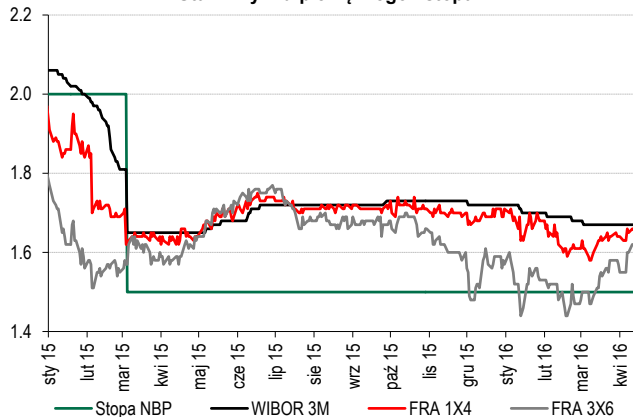
Waluty CEE nieco silniejsze

Waluty krajów środkowoeuropejskich pozostały raczej silne w ubiegłym tygodniu z powodu braku negatywnych wewnętrznych czynników. Zarówno HUF jak i CZK były raczej odporne na zmienne czynniki globalne. W ujęciu tygodniowym EUR/HUF spadł z ok. 313 do nieznacznie poniżej 311 pod koniec tygodnia wspierany przez silny popyt na węgierskie obligacje. Warto zauważyć, że HUF/PLN przejściowo osiągnął 1,382, najwyższy poziom od połowy marca. Jednocześnie USD/RUB osiągnął lokalne minimum 65 z powodu znaczących wzrostów cen ropy Brent. Jednak pod koniec tygodnia kurs wzrósł ponownie do 66 w związku ze spotkaniem w Dosze.

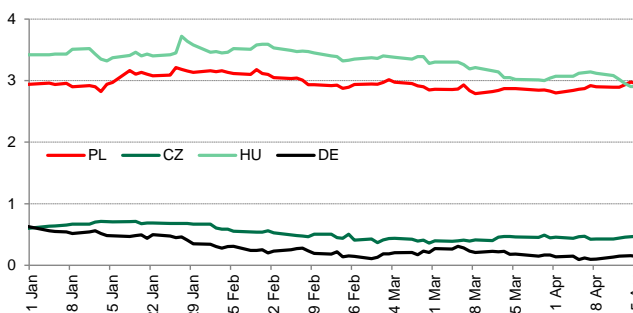
W tym tygodniu czynniki globalne będą dominować na rynku w CEE, wobec braku istotnych wydarzeń krajowych. W weekend w Dosze spotkają się główni producenci ropy, aby omówić ewentualne zamrożenie produkcji. Uzgodnienia na spotkaniu wpłyną na ceny ropy oraz kurs USD/RUB.

Rynek stopy procentowej – Polskie obligacje zachowują się słabiej niż dług CEE

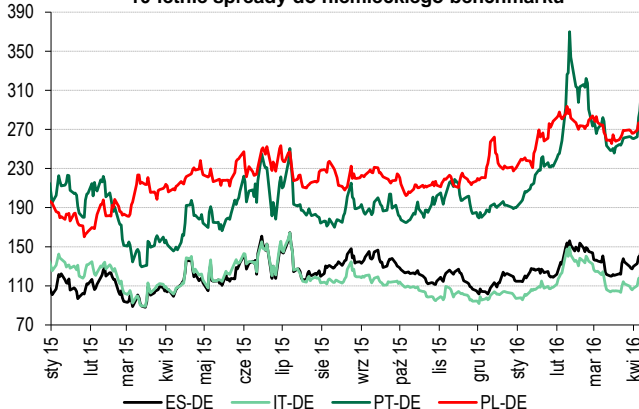
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



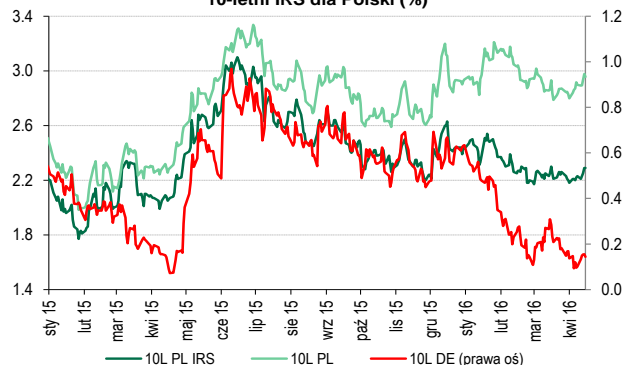
Rentowności 10-letnich obligacji (% , ostatnie 4 miesiące)



10-letnie spready do niemieckiego benchmarku



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



Rentowności krajowych obligacji powyżej węgierskich

▪ Krajowy rynek stopy procentowej osłabił się w minionym tygodniu głównie w wyniku utrzymujących się ryzyk politycznych oraz wzrostu rentowności na rynkach bazowych. W konsekwencji rentowność 10-letniego benchmarku tymczasowo wzrosła powyżej 2,96%, kończąc tydzień w okolicach 2,95%. Obie krzywe, obligacyjna i IRS wystromiły się w minionym tygodniu gdyż środek i długi koniec krzywych stracił mocniej niż krótki koniec. Co więcej, spread wobec niemieckich obligacji w sektorze 10 lat rozszerzył się dość znacząco i ponownie wzrósł powyżej 280 pb.

▪ Warto zwrócić uwagę, że w ubiegłym tygodniu rentowność obligacji węgierskich, dla których rating jest obecnie śmieciowy, spadła poniżej rentowności polskich obligacji po raz pierwszy od 2002 r. To wynikało m.in. z dysparytetu stóp procentowych - o ile na Węgrzech bank centralny będzie kontynuował cykl obniżek stóp procentowych (w tym miesiącu może nastąpić dalsze poluzowanie polityki monetarnej), to w Polsce raczej należy oczekiwać stabilnych stóp w najbliższych miesiącach.

▪ Z drugiej strony Ministerstwo Finansów z sukcesem ponownie otworzyło emisję 20-letnich obligacji nominowanych w euro. Wartość sprzedaży wyniosła 750 mln €, przy popycie 1,1 mld €. Łączna wartość nominalna emisji tej obligacji wynosi 1,5 mld €. Obligacje wyceniono na 125pb powyżej średniej stopy swap, czyli przy rentowności 2,275%. Szacujemy, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już sfinansowane w 58%. Wiceminister finansów Piotr Nowak powiedział, że resort finansów już zaspokoił potrzeby walutowe na ten rok, dlatego też nie planuje więcej emisji na rynku dolara i euro, choć całkowicie takiej możliwości nie wyklucza. W połowie kwietnia planowane są spotkania z inwestorami w Chinach odnośnie do emisji obligacji „panda” – pilotażowa wartość emisji tych obligacji ma wynieść mniej więcej 300-500 mln \$.

▪ Na rynku pieniężnym stawki WIBOR pozostały stabilne, podczas gdy FRA3x6 oraz FRA6x9 wzrosły o 2pb w skali tygodnia. Pomimo to, inwestorzy wciąż widzą ok. 65% szans na obniżkę stóp NBP o 25 pb w perspektywie 9 miesięcy.

Posiedzenie EBC w centrum uwagi

▪ W tym tygodniu kalendarz krajowych publikacji danych makro jest bardzo bogaty – zostaną opublikowane wszystkie najważniejsze wskaźniki z gospodarki realnej. Dane te powinny potwierdzić solidne fundamenty krajowej gospodarki (nasze prognozy produkcji i sprzedaży detalicznej są wyższe niż konsensus rynkowy). Wyższe czynniki mogą generować presję na dalszy wzrost FRA.

▪ Odnosząc się do rynku stopy procentowej, uważamy, że krótki koniec krzywych jest dobrze zakotwiczony i w najbliższym czasie spodziewamy się nieznacznych zmian rentowności/stawek IRS. W przypadku środka i długiego końca krzywych, krajowe publikacje mogą pozostać w cieniu wydarzeń zagranicznych, głównie posiedzenia EBC. W naszej ocenie potwierdzenie, że EBC będzie kontynuował swoje działania w celu podwyższenia inflacji będzie wspierające krajowy dług w najbliższych tygodniach.

▪ Wciąż widzimy miejsce dla nieznacznego spadku rentowności/stawek IRS w krótkim terminie po dość szybkiej i gwałtownej przecenie w ostatnich dniach. W naszej ocenie bieżące poziomy rentowności są atrakcyjne dla inwestorów biorąc pod uwagę, że wciąż obowiązująca jest strategia „poszukiwania stóp zwrotu”. Jednak skala umocnienia jest ograniczona oczekiwaniami na decyzję Moody's odnośnie do ratingu Polski, która ma zostać ogłoszona 13 maja.

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