

TYGODNIK EKONOMICZNY

25 kwietnia – 1 maja 2016

Globalne nastroje pogorszyły się na koniec tygodnia, co było głównie widoczne na rynku giełdowym, a także w osłabieniu wielu walut krajów rozwijających się, w tym złotego. Pomimo, że spotkanie producentów ropy naftowej nt zamrożenia produkcji zakończyło się fiaskiem, ceny ropy kontynuowały wzrost, osiągając tegoroczne maksimum. EBC, zgodnie z oczekiwaniami, nie zmienił parametrów polityki monetarnej oraz zapewnił że użyje wszystkich instrumentów (w tym stóp procentowych) jeśli będzie taka potrzeba. Retoryka EBC była umiarkowanie gołębia biorąc pod uwagę, że EBC widzi wzrost inflacji w drugiej połowie roku. Jeśli chodzi o dane krajowe, statystyki z rynku pracy pokazały dalszą poprawę, w szczególności jeśli chodzi o zatrudnienie, podczas gdy marcowe odczyty produkcji przemysłowej i sprzedaży rozczarowały. Tymczasem minutes z kwietniowego posiedzenia RPP wskazują, że Rada jest zgodna, iż zwiększona niepewność dotycząca krajowych i zewnętrznych uwarunkowań polityki pieniężnej sprzyja stabilizacji stóp NBP. Jednak większość członków Rady nie wykluczała możliwości obniżenia stóp procentowych w przypadku osłabienia wzrostu gospodarczego w kraju, a także pogłębienia się deflacji. Ogólnie, wzrost awersji do ryzyka pchnął EURPLN do ok. 4,35 (najwyżej od lutego) i rentowność 10L powyżej 3% (najwyżej od początku marca).

W tym tygodniu kalendarz jest dość bogaty w wydarzenia - liczne amerykańskie dane makro oraz decyzję FOMC w sprawie stóp. Marcowy komunikat był zaskakująco gołębi i przyczynił się do umocnienia ryzykownych aktywów. Nastroj na globalnym rynku poprawił się od tamtego czasu (indeksy giełdowe są wyższe), więc tym razem nie oczekujemy gołębiej niespodzianki, która mogłaby umocnić polskie obligacje i złotego. Wygląda więc na to, że dane z USA i ich interpretacja w kontekście polityki pieniężnej Fed powinny grać główną rolę. Na polskim rynku, wstępne dane inflacji za kwiecień zostaną opublikowane w piątek i w naszym zdaniem deflacja pogłębiła się. Jeśli nasze oczekiwania się zmaterializują, to będzie to negatywne dla złotego i wspierające krótki koniec krajowych krzywych.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS W-WA | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | PROGNOZA | | OSTATNIA WARTOŚĆ | |
|-----------------------------------|------|-------------------------------------|-------|----------|-----------|---------------------|-----------|
| | | | | RYNEK | BZWBK | | |
| PONIEDZIAŁEK (25 kwietnia) | | | | | | | |
| 10:00 | PL | Stopa bezrobocia | III | % | 10,0 | 10,0 | 10,3 |
| 10:00 | DE | Indeks Ifo | IV | pkt | | - | 106,7 |
| 16:00 | US | Sprzedaż nowych domów | III | tys. | 522 | - | 512 |
| WTOREK (26 kwietnia) | | | | | | | |
| 14:00 | HU | Decyzja banku centralnego | | % | 1,05 | - | 1,20 |
| 14:30 | US | Zamówienia na dobra trwałego użytku | III | % m/m | 1,7 | - | -3,0 |
| 16:00 | US | Indeks nastroju konsumentów | IV | pkt | 96,0 | - | 96,2 |
| ŚRODA (27 kwietnia) | | | | | | | |
| 16:00 | US | Niezakończona sprzedaż domów | III | % m/m | 0,1 | - | 3,5 |
| 20:00 | US | Decyzja FOMC | | % | 0,25-0,50 | - | 0,25-0,50 |
| CZWARTEK (28 kwietnia) | | | | | | | |
| 14:30 | US | Pierwszy szacunek PKB | I kw. | % r/r | 0,7 | - | 1,4 |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | tyg. | tys. | - | - | |
| PIĄTEK (29 kwietnia) | | | | | | | |
| 11:00 | EZ | Wstępny HICP | IV | % r/r | | - | -0,1 |
| 11:00 | EZ | PKB | I kw. | % r/r | | - | 1,6 |
| 14:00 | PL | Wstępny CPI | IV | % r/r | | -1,2 | -0,9 |
| 14:00 | PL | Oczekiwania inflacyjne | IV | % r/r | | 0,2 | 0,2 |
| 14:30 | US | Dochody osobiste | III | % m/m | | - | 0,2 |
| 14:30 | US | Wydatki konsumentów | III | % m/m | | - | 0,1 |
| 16:00 | US | Indeks Michigan | IV | pkt | | - | 89,7 |

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

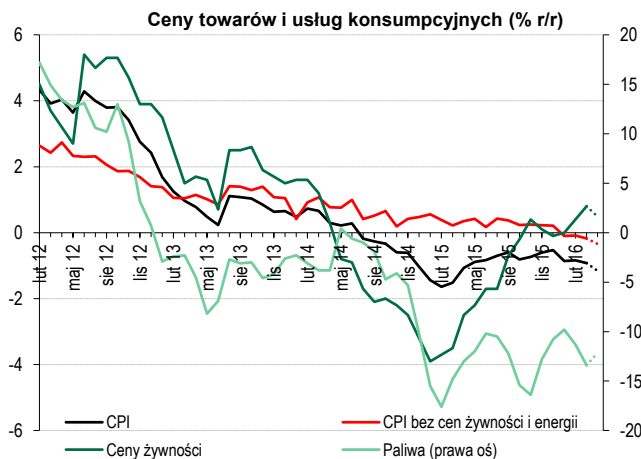
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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 Luziński 22 534 18 85
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30
 Warszawa 22 586 8320/38
 Wrocław 71 369 9400

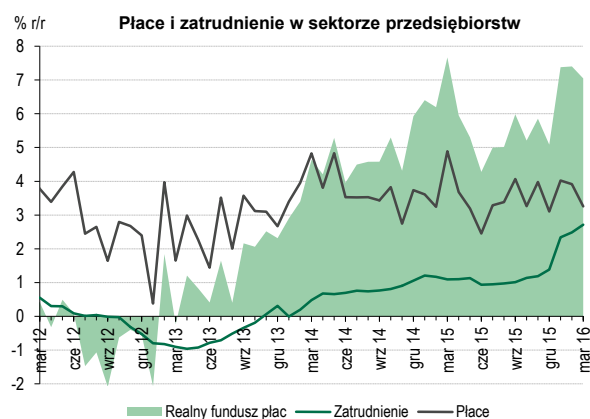
Wydarzenia nowego tygodnia – Stopa bezrobocia i wstępny odczyt CPI



■ Według naszych prognoz, stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w marcu do 10,0% z 10,3% w lutym, najniższego poziomu w tym miesiącu od 1991 r. Wsparciem dla naszej prognozy jest szacunek Ministerstwa Pracy. Oczekujemy dalszych spadków stopy bezrobocia w nadchodzących miesiącach.

■ Spodziewamy się spadku stopy inflacji CPI do -1,2% r/r z -0,9% r/r w lutym. Będzie to przede wszystkim skutek obniżki cen gazu (o 5% m/m dla gospodarstw domowych) i wysokiej bazy w cenach żywności. Naszym zdaniem, kwiecień wyznaczy dołek inflacji w tym roku, a w kolejnych miesiącach wskaźnik CPI będzie rósł i osiągnie dodatni poziom w IV kw. Mimo wszystko, tak niski odczyt (najniższy od marca 2015 r.) może ponownie rozbudzić oczekiwania na obniżkę stóp w Polsce w tym roku (obecnie rynek widzi wysoką szansę obniżki w ciągu 6-9 miesięcy).

Ostatni tydzień w gospodarce – Rynek pracy wciąż silny, ale dane o aktywności rozczarowują

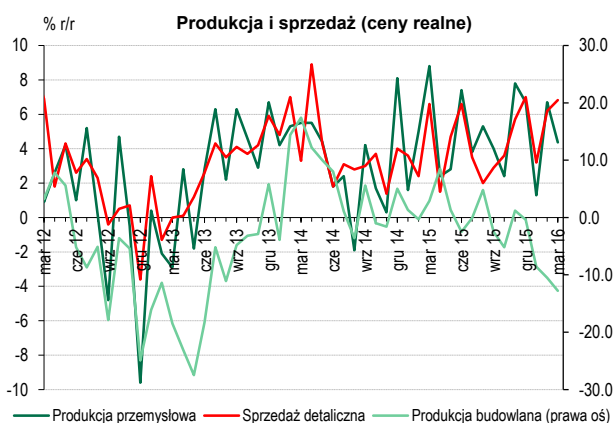


■ W marcu zatrudnienie w sektorze firm urosło o 2,7% r/r a płace wzrosły o 3,3% r/r. W ujęciu miesięcznym przybyło aż 15,5 tys. miejsc pracy i był to najlepszy marzec od 2007 r. Spowolnienie tempa wzrostu plac w porównaniu do lutego (3,9% r/r) prawdopodobnie wynikało głównie ze słabszego efektu dni roboczych. Sądzymy, że dobra koniunktura w krajowej gospodarce będzie dalej wspierała popyt na pracę, choć tempo wzrostu zatrudnienia może spowalniać pod wpływem wyczerpywania się zasobów wolnej siły roboczej.

■ Marcowe wzrosty sprzedaży detalicznej (3% r/r w cenach stałych) oraz produkcji w przemyśle (0,5% r/r) i budownictwie (-15,8% r/r) mocno rozczarowały. Trudno na razie wskazać na źródło tego spowolnienia (choć przemysłowi zaszkodził słaby efekt dni roboczych i wysoka baza w górnictwie), ponieważ zarówno sytuacja w kraju jak i za granicą wydają się sprzyjać utrzymaniu pozytywnych tendencji.

■ GUS podwyższył tempo wzrostu PKB w IV kw. 2015 do 4,3%, głównie za sprawą wyższego spożycia publicznego. Naszym zdaniem w pierwszych kwartałach 2016 raczej nie uda się utrzymać wzrostu gospodarczego powyżej 4% r/r, chociaż w od III kwartału dynamika PKB będzie wspierana przez wyraźnie wyższe tempo wzrostu konsumpcji prywatnej.

■ Wg nieopublikowanego jeszcze oficjalnie Programu Konwergencji tempo wzrostu PKB ma przyspieszyć z 3,8% w tym roku do 4,1% w 2019. W dokumencie założono też obniżenie się deficytu GG do PKB do 1,3% w 2019 (w poprzednim programie miało to nastąpić w 2018 r.). Większy udział w PKB stanowić też będzie zadłużenie – powyżej 50% w horyzoncie prognozy. Wydłużenie ścieżki konsolidacji finansów publicznych wynika ze wzrostu wydatków, które tylko w pewnej części mają zostać pokryte przez zwiększoną ściążalność podatków.



Cytat tygodnia – Ostateczne rozwiązanie nie będzie kataklizmem

Marek Belka, prezes NBP, Bloomberg, 18.04

Głównym argumentem za obniżką stóp byłoby znaczące osłabienie wzrostu w Polsce. Gdyby akcja kredytowa przestała rosnąć lub pojawiłaby się dziwna sytuacja na rynku walutowym, w którąkolwiek stronę, to strategia „wait-and-see” przestałaby być słuszną. W 2017 polityka fiskalna może być luźniejsza. Obniżki stóp nie są w takiej sytuacji rekomendowane.

Ryck Łon, członek RPP, Nasz Dziennik 18.04

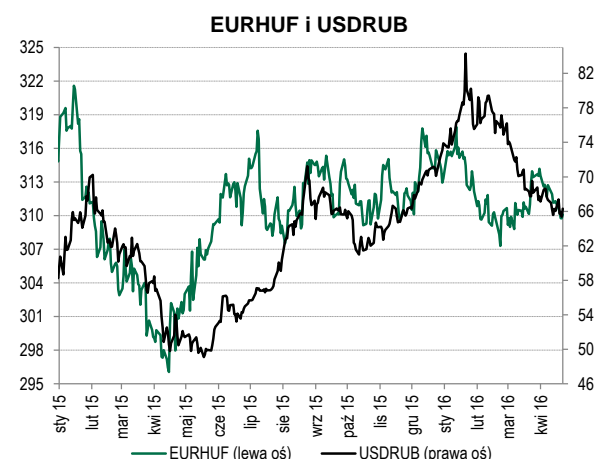
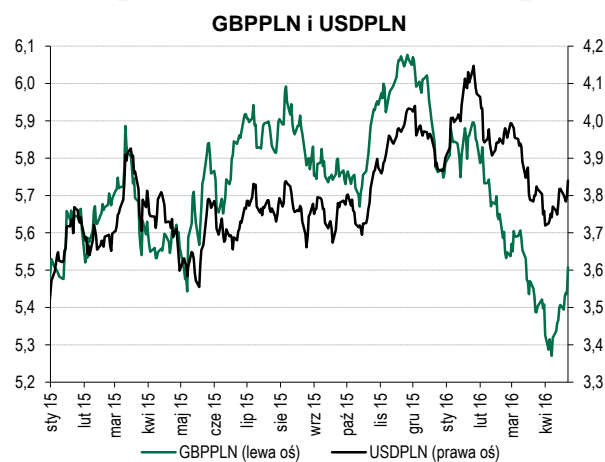
W razie pojawienia się ryzyka spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce należałoby poważnie rozważyć dokonanie kolejnej obniżki stóp procentowych. Jednak wydaje się, że bieżący poziom nie powinien być szybko zmieniany.

Adam Głapiński, członek Zarządu NBP, Reuters, 20.04

Największym wyzwaniem są walutowe kredyty mieszkaniowe. Chodzi o to, żeby tę kwestię jak najszybciej załatwić. Nie będzie to kataklizm (...) Wszyscy, którzy będą o tym decydować, mówią o stabilności sektora bankowego.

Minutes z ostatniego posiedzenia RPP i ostatnie komentarze członków Rady pokazują warunki, które muszą być spełnione, aby doszło do obniżki stóp w Polsce: wolniejszy wzrost, głębsza deflacja, zatrzymanie akcji kredytowej lub znaczne umocnienie złotego. Deflacja wciąż się pogłębia (spodziewamy się -1,2% r/r w kwietniu), ale naszym zdaniem jest to zjawisko przejściowe i wzrost CPI będzie dodatni pod koniec roku. Jeśli chodzi o wzrost gospodarczy, spodziewamy się pewnego spowolnienia wobec bardzo mocnego IV kw. (4,3% r/r), ale nie będzie ono duże (wciąż powyżej 3% r/r), a zatem nie będzie uzasadniać dalszego łagodzenia. Nie uważamy widocznego umocnienia złotego za prawdopodobne, gdyż ryzyko polityczne w kraju wciąż jest wysokie a kursowi szkodzić będzie kwestia kredytów w CHF. Wzrost kredytu również powinien pozostać solidny. Jak powiedział Adam Głapiński, prawdopodobny kandydat na prezesa NBP, rozwiązanie kwestii kredytów w CHF będzie uwzględniało stabilność finansową. A zatem, nie uważamy obniżek za prawdopodobne.

Rynek walutowy – Niewielki potencjał do umocnienia złotego



Niewielki potencjał do umocnienia złotego

▪ Złoty pozostał słaby i kontynuował osłabienie zainicjowane na początku tygodnia m.in. przez ostrzeżenie agencji Moody's o negatywny wpływ sytuacji politycznej na polski rating. Kurs EURPLN wzrósł w zeszłym tygodniu do 4,35, najwyższy od lutego na fali niespokojnego globalnego nastroju, istotnego osłabienia polskich obligacji, słabych danych z krajowej gospodarki i mimo gołębich sygnałów z EBC. Kurs USDPLN wzrósł do 3,87, a GBPPLN do 5,57. W zeszłym tygodniu złoty był najsłabszą walutą wschodzącą do euro, dolara, franka i funta.

▪ Sporo ważnych danych z USA (w tym pierwszy szacunek PKB za I kw.) poznamy w tym tygodniu, a FOMC ogłosi decyzję ws. stóp. W zeszłym miesiącu komunikat był zaskakująco gołębi, co było jednym z czynników wspierających wyraźne spadki EURPLN w kolejnych tygodniach. Nastrój na globalnym rynku poprawił się od tamtego czasu (indeksy giełdowe są wyżej niż w połowie marca), więc tym razem nie oczekujemy gołębiej niespodzianki, która mogłaby umocnić złotego. Wygląda więc na to, że dane z USA i ich interpretacja w kontekście polityki pieniężnej Fed powinny grać główną rolę.

▪ Miesiąc zbliża się do końca i warto zauważyć, że w ostatnich 10 latach złoty umocnił się w maju do euro tylko dwa razy – w 2008 (kiedy ryzykowne aktywa zyskiwały przed kryzysem finansowym w USA) i 2014 (dzięki oczekiwaniom na luźną politykę pieniężną w strefie euro). Średni majowy wzrost EURPLN za ostatnie 10 lat to ok. 2,3%. Wg nas nastrój na giełdach nie jest na tyle silny, aby zapewnić trwałe wsparcie dla złotego, a EBC powstrzyma się zapewne od dodatkowych działań w najbliższym czasie. Dlatego sądzimy, że potencjał do umocnienia złotego jest w krótkim terminie ograniczony.

Dane z USA kluczowe dla EURUSD

▪ Zeszły tydzień był dość spokojny mimo dużej liczby danych z USA i gołębiego wydzwieku posiedzenia EBC. EURUSD pozostał blisko 1,13 i jednocześnie w ramach zakresu wahań z poprzedniego tygodnia.

▪ Jak wspomnieliśmy powyżej, nie spodziewamy się gołębiej niespodzianki ze strony FOMC więc wydzwiek komunikatu powinien być co najmniej neutralny dla dolara. Kluczowe w tym tygodniu będą dane z USA.

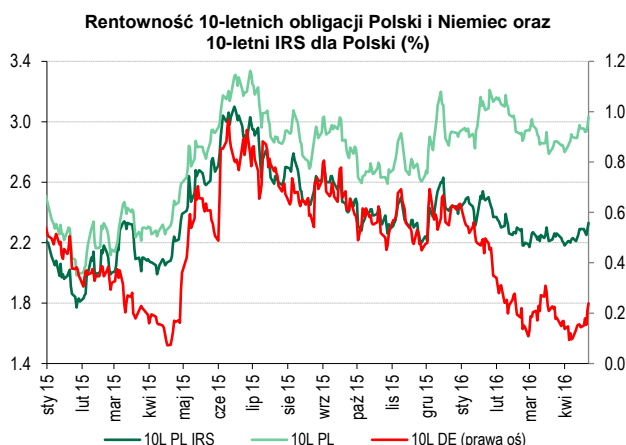
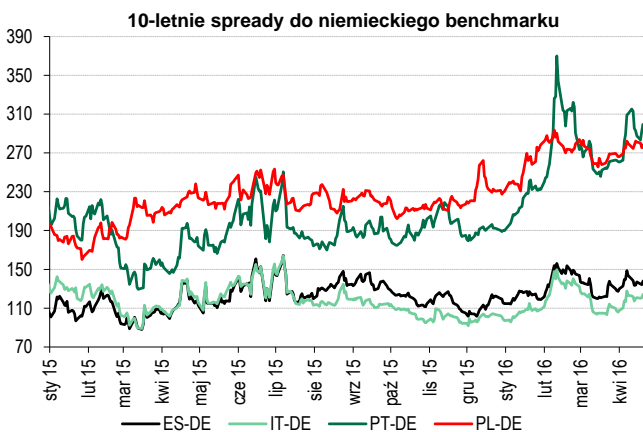
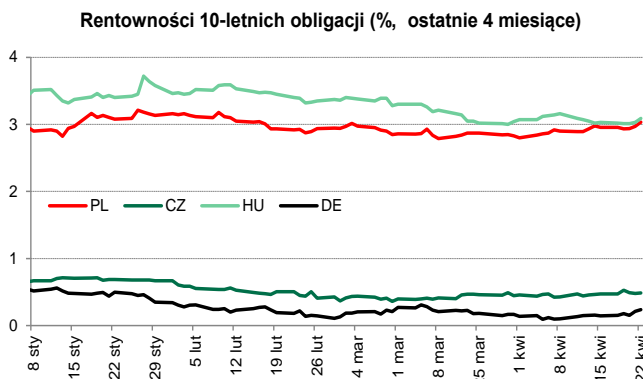
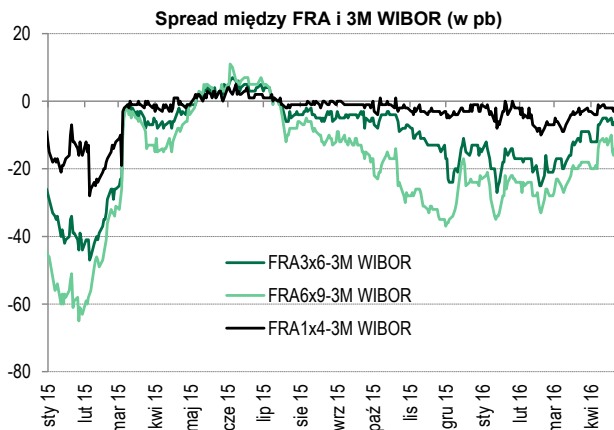
▪ Warto zauważyć, że każda kolejna korekta spadkowa we wzrostowym trendzie EURUSD trwającym od początku marca jest coraz głębsza, co sugeruje, że może być trudno euro w dalszym ciągu zyskiwać do dolara.

Banki centralne Węgier i Rosji nie powinny zaskoczyć

▪ Forint dalej zyskiwał do euro mimo perspektywy kolejnych cięć stóp przez węgierski bank centralny (MNB). W zeszłym tygodniu EURHUF spadł przejściowo do 308, najniższej od połowy marca. W tym tygodniu MNB ogłosi decyzję ws. stóp – rynek oczekuje obniżki o 15 pb.

▪ Dalszy wzrost cen ropy wciąż wspierał rubla i pchnął USDRUB do nowego tegorocznego minimum na 64,6, najniższego poziomu od końca listopada 2015. Także rosyjski bank centralny (CBR) podejmie w tym tygodniu decyzję ws. stóp. Główna stopa wynosi 11% i rynek nie oczekuje zmiany. Trendy inflacyjne i aktywność gospodarcza są kluczowe dla CBR, a te z kolei są mocno zależne od zmian na rynku surowców. W marcu bank centralny prognozował, zakładając średnią cenę ropy 30\$ za baryłkę, że PKB skurczy się o 1,3-1,5%, podczas gdy obecnie szacunki mówią o spadku o ok. 1% jeśli ropa utrzyma się blisko obecnych poziomów.

Rynek stopy procentowej – Odreagowanie po ostatnim osłabieniu?



Rynek stopy procentowej pod presją

▪ Krajowe obligacje i IRS osłabiły się w minionym tygodniu, co było przede wszystkim wynikiem wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowym oraz peryferyjnym strefy euro. Rentowność niemieckiej 10-latki wzrosła o prawie 9pb w skali tygodnia, osiągając najwyższy poziom od ponad miesiąca. W efekcie rentowność krajowej 10-latki wzrosła powyżej 3% na koniec tygodnia (najwyższy poziom od początku marca) w wyniku słabszych danych makro i pomimo bardzo dobrych wyników aukcji długu.

▪ Wyniki aukcji krajowego długu można uznać za duży sukces. Ministerstwo Finansów uplasowało obligacje o zmiennym oprocentowaniu (WZ0120, WZ0126) oraz 5-letni benchmark PS0721 o łącznej wartości 8,5 mld zł (włączając sprzedaż na aukcji dodatkowej), więcej niż maksymalny poziom planowanej oferty (8 mld zł). Środki z wykupu obligacji PS0416 oraz odsetek (łącznie ok. 16,4 mld zł) wspierały popyt, który głównie koncentrował się na PS0721. Podsumowując, po kwietniowych aukcjach długu, tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w ponad 60%.

▪ Krajowe krzywe obligacji i IRS wystromiły się nieznacznie w minionym tygodniu, w ślad za rynkami bazowymi, gdyż długi koniec stracił mocniej niż krótki. W tym samym czasie premia za ryzyko nieco spadła o czym świadczy zawężenie spreadu wobec niemieckich obligacji dla sektora 10L do poniżej 280 pb, podobnie jak to miało miejsce dla długu pozostałych krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

▪ W tym samym czasie stawki WIBOR pozostały stabilne a stawki FRA nieznacznie spadły, głównie po danych o produkcji i sprzedaży detalicznej. Oczekiwania na obniżki stóp nieco się wzmocniły – rynek widzi 80% szans (wobec 60% szans na początku tygodnia), że stopy zostaną obniżone o 25 pb w perspektywie dziewięciu miesięcy.

Tydzień bogaty w wydarzenia istotne dla obligacji

▪ W tym tygodniu będzie miało miejsce wiele globalnych (m.in. posiedzenia banków centralnych Węgier i USA) i krajowych (naliczenie podatku bankowego, plan emisji SPW na maj) wydarzeń, a także publikacji danych makro (włączając wstępne szacunki PKB dla strefy euro i USA, wstępną CPI w Polsce). Podobnie jak w poprzednich miesiącach posiedzenie Fed będzie w centrum uwagi. Jednak uważamy, że retoryka FOMC nie ulegnie zmianie w porównaniu do marcowej, niemniej utrzymanie łagodnego nastawienia w polityce powinno wesprzeć obligacje globalnie, ale tylko w krótkim terminie. Po posiedzeniu Fed zostaną bowiem opublikowane dane o PKB w USA, które mogą wpłynąć na oczekiwania inwestorów dotyczące przyszłej polityki monetarnej w USA.

▪ W tym tygodniu przypada termin naliczenia podatku bankowego za kwiecień. Podobnie jak w poprzednich dwóch miesiącach możemy zobaczyć dość znaczące wahania krótkich stawek WIBOR oraz stawki POLONIA. Nie wykluczamy również zwiększenia aktywności krajowych banków na rynku długu, głównie na krótkim końcu krzywej.

▪ Uwaga inwestorów skierowana będzie na wstępny szacunek krajowej inflacji za kwiecień. Oczekujemy pogłębienia deflacji, co powinno podwyższyć realne rentowności polskiego długu. Dane te mogą dać impuls do odreagowania ostatnich wzrostów rentowności, głównie na krótkim końcu krzywych.

▪ Ministerstwo Finansów poda informacje odnośnie do podaży SPW na maj. W naszej ocenie podaż na dwóch regularnych aukcjach nie przekroczy 8 mld zł. Spodziewamy się dość elastycznego podejścia do oferty i podaży SPW biorąc pod uwagę wysoka realizację tegorocznych potrzeb pożyczkowych.

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