

TYGODNIK EKONOMICZNY

12 – 18 grudnia 2016

Rada Polityki Pieniężnej dała jasno do zrozumienia, że nie zbliżyła się nawet o krok do rozważań o obniżkach stóp procentowych, pomimo znacznie słabszych od oczekiwań danych z gospodarki. Uważamy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian przynajmniej do końca 2017 r. Tymczasem EBC przedłużył program QE do grudnia 2017, zmniejszając jednocześnie kwotę skupu aktywów do 60 mld €/mies. Prezes Draghi starał się przekonać rynek, że nie oznacza to początku wygaszania QE i najwyraźniej mu się udało, ponieważ rentowności Bundów obniżyły się po początkowym wzroście.

W tym tygodniu uwaga przesunie się z EBC na Fed, którego decyzję poznamy w środę. Podwyżka stóp o 25pb wydaje się niemal przesądzona i wyceniona przez rynek. Kluczowe będzie to, czy Fed zasugeruje coś nt tempa kolejnych podwyżek, np. zmieniając tzw. dot-plot lub prognozy ekonomiczne. W tej chwili bazowym scenariuszem są dwie kolejne podwyżki stóp w 2017 r. Jeśli pojawi się sugestia że zacieśnienie polityki może być większe/szybsze, wówczas możliwa jest dalsza wyprzedaż na rynkach długu i rynkach wschodzących; gołębie sygnały to reakcja w przeciwną stronę. Raczej nie spodziewamy się dużego zaostrzenia tonu komunikatu Fed, dlatego wydaje nam się, że PLN i obligacje mają szansę na dalsze odreagowanie do końca grudnia, po niedawnej mocnej przecenie. Publikacje krajowych danych w tym tygodniu powinny być naszym zdaniem neutralne dla rynku.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS W-WA | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | PROGNOZA | | OSTATNIA WARTOŚĆ | |
|----------------------------------|------|---|-------|----------|--------|---------------------|-----------|
| | | | | RYNEK | BZWBK | | |
| PONIEDZIAŁEK (12 grudnia) | | | | | | | |
| 14:00 | PL | CPI | XI | % r/r | 0,0 | 0,0 | -0,2 |
| WTOREK (13 grudnia) | | | | | | | |
| 11:00 | GE | Indeks ZEW | XII | pkt | 59,0 | - | 58,8 |
| 14:00 | PL | Inflacja bazowa | XI | % r/r | -0,1 | 0,0 | -0,2 |
| ŚRODA (14 grudnia) | | | | | | | |
| 11:00 | EZ | Produkcja przemysłowa | X | % m/m | 0,2 | - | -0,8 |
| 14:00 | PL | Saldo obrotów bieżących | X | mln € | -751 | -910 | -999 |
| 14:00 | PL | Eksport | X | mln € | 15 368 | 15 190 | 15 312 |
| 14:00 | PL | Import | X | mln € | 15 487 | 15 336 | 15 512 |
| 14:00 | PL | Podaż pieniądza | XI | % r/r | 8,5 | 8,6 | 8,7 |
| 14:30 | US | Sprzedaż detaliczna | XI | % m/m | 0,3 | - | 0,8 |
| 15:15 | US | Produkcja przemysłowa | XI | % m/m | -0,3 | - | 0,0 |
| 20:00 | US | Decyzja FOMC | | % | 0,75 | - | 0,25-0,50 |
| CZWARTEK (15 grudnia) | | | | | | | |
| 9:55 | GE | Wstępny PMI – przemysł | XII | pkt | 54,5 | - | 54,3 |
| 10:00 | EZ | Wstępny PMI – przemysł | XII | pkt | 53,7 | - | 53,7 |
| 11:00 | PL | Aukcja obligacji | | | | | |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | tyg. | tys. | 256 | - | 258 |
| 14:30 | US | CPI | X | % m/m | 0,2 | - | 0,4 |
| 14:30 | US | Indeks Philly Fed | XII | pkt | 9,0 | - | 7,6 |
| PIĄTEK (16 grudnia) | | | | | | | |
| 11:00 | EZ | HICP | XI | % r/r | 0,6 | - | 0,5 |
| 14:00 | PL | Płace w sektorze przedsiębiorstw | XI | % r/r | 3,9 | 3,4 | 3,6 |
| 14:00 | PL | Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw | XI | % r/r | 3,0 | 3,0 | 3,1 |
| 14:30 | US | Rozpoczęte budowy domów | XI | tys. | 1230 | - | 1323 |
| 14:30 | US | Pozwolenia na budowę domów | XI | tys. | 1240 | - | 1229 |

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

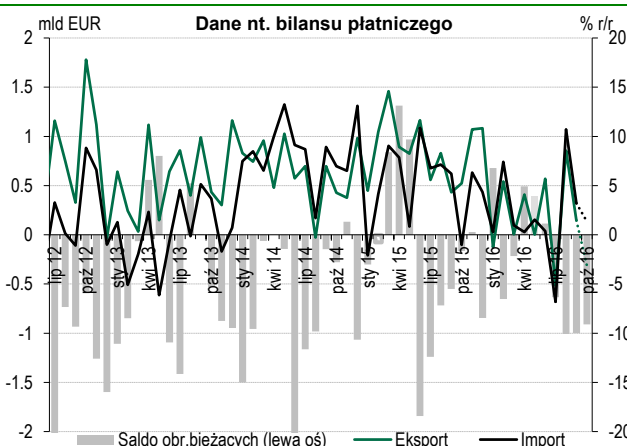
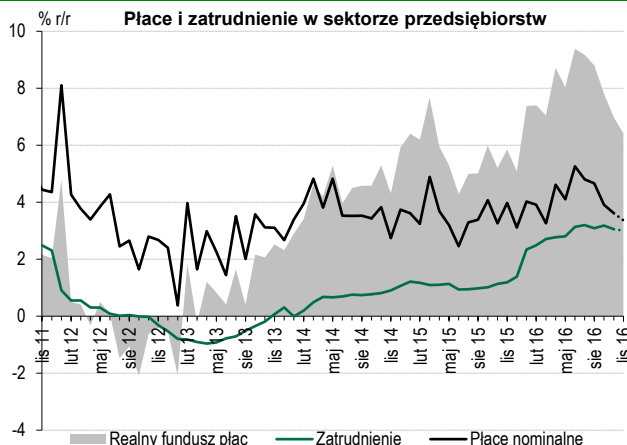
Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

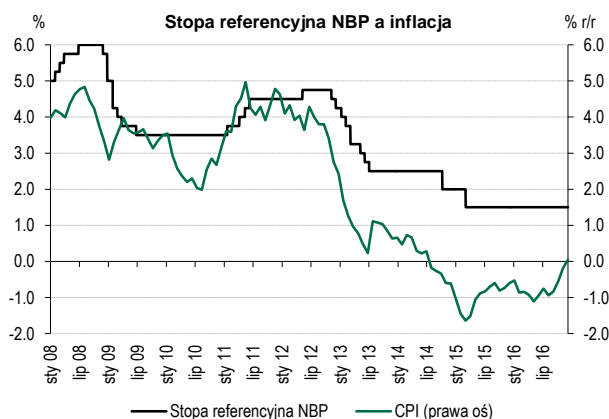
Wydarzenia nowego tygodnia – Zerowa inflacja, eksport słabnie

■ Wg wstępnego odczytu inflacja CPI wzrosła w listopadzie do 0,0% r/r, kończąc 28-miesięczny okres deflacji w Polsce. Spodziewamy się potwierdzenia tej wartości w finalnym odczycie. Według naszych prognoz, inflacja bazowa również wzrosła do 0,0% r/r. Wzrost CPI wynikał przede wszystkim z efektu bazy (ceny paliw i żywności, które wcześniej ciągnęły CPI w dół, już nie spadają). CPI może wzrosnąć nieco wyraźniej powyżej zera w grudniu, a w styczniu prawdopodobnie podskoczy w okolice 1% r/r. Nie spodziewamy się jednak mocnego trendu w górę w kolejnych miesiącach, ale raczej wolnego wzrostu w kierunku 1,5% r/r pod koniec 2017 r.

■ Naszym zdaniem deficyt obrotów bieżących w październiku będzie bardzo podobny do tego z września. Jednak stopa wzrostu eksportu będzie prawdopodobnie ujemna a naszą prognozę wspierają słabe wyniki produkcji przemysłowej oraz niemieckiego eksportu. Ogólnie spodziewamy się, że IV kw. 2016 będzie najsłabszym kwartałem w roku jeśli chodzi o wzrost eksportu, nawet pomimo wsparcia ze strony słabszego złotego.

■ Wzrost płac wyhamował nieznacznie w listopadzie wg naszych prognoz. Wynikało to naszym zdaniem z efektu bazy i mniejszej dynamiki wynagrodzeń w górnictwie, ale ogólnie trend w zakresie wynagrodzeń jest pozytywny, na co wpływ mają m.in. podwyżki w handlu detalicznym. Nadal spodziewamy się przyspieszenia wzrostu płac w kolejnych miesiącach. Wzrost zatrudnienia prawdopodobnie spowolnił w listopadzie do 3,0% r/r. Wydaje nam się, że wzrostowy trend zatrudnienia będzie tracił na sile ze względu na wyczerpywanie się zasobu wykwalifikowanych pracowników.

■ Wzrost podaży pieniądza powinien naszym zdaniem pozostać mniej więcej stabilny w listopadzie.

Ostatni tydzień w gospodarce – RPP wciąż optymistyczna co do perspektyw wzrostu

■ RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, stopa referencyjna nadal wynosi 1,50%. Rada przyznała w komunikacie, że wzrost PKB, po spowolnieniu do 2,5% w III kw., może zwolnić jeszcze bardziej w ostatnim kwartale tego roku, ale jednocześnie podkreśliła, że spodziewa się ożywienia wzrostu gospodarczego w przyszłym roku. Prezes NBP Adam Glapiński powiedział, że jego zdaniem główną przyczyną wyhamowania wzrostu gospodarczego jest niska absorpcja środków unijnych, ale jest optymistą i spodziewa się, że inwestycje współfinansowane z UE odbiją w górę w II kw. 2017, co powinno być impulsem do przyspieszenia wzrostu gospodarczego.

■ Podsumowując, nie wydaje się, aby Rada Polityki Pieniężnej zbliżyła się choć o krok do dyskusji o obniżkach stóp, pomimo dużo słabszych od oczekiwań danych o wzroście PKB w III kw. oraz pogarszających się perspektyw na IV kw.

Cytat tygodnia – Nie będzie dyskusji o obniżkach, kropka**Adam Glapiński, prezes NBP, 7 grudnia, konferencja RPP**

Podjezwamy, że w IV kw. wzrost będzie na jeszcze niższym poziomie. Działa efekt bazy. Odbicie ok. 2Q17 kiedy absorpcja [środków unijnych] się rozpędzi.

Jestem optymistą, uważam że tylko środki UE są problemem Nie ma żadnych przesłanek aby dyskutować [o obniżkach]. Mamy najniższe stopy w historii, właśnie pożegnaliśmy deflację. Nie będzie większej dyskusji o obniżkach w najbliższym roku.

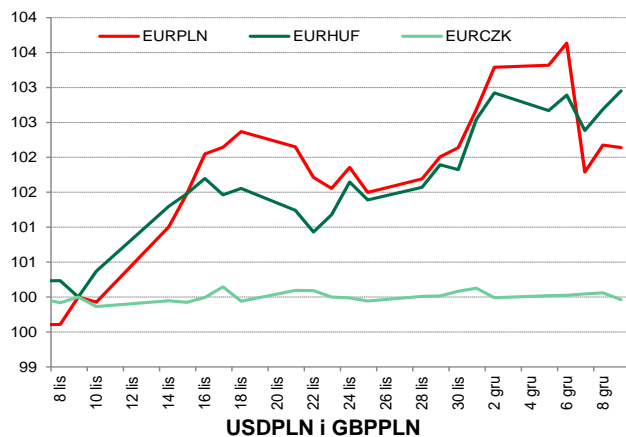
Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, 7 grudnia, konferencja RPP

W 2H17 powinien zadziałać efekt programu „Mieszkanie+”.

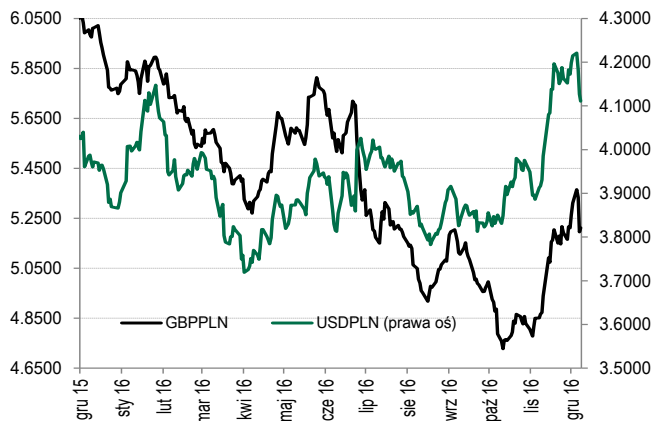
Glapiński mocno podkreślił, że nie ma żadnych przesłanek, aby rozważać obniżki stóp procentowych w Polsce i jego zdaniem również w przyszłym roku nie będzie powodów do rozpoczęcia takiej dyskusji. Z drugiej strony, podkreślił też, że nie będzie w przyszłym roku przestrzeni do rozważania podwyżek stóp procentowych. Niższe stopy procentowe nie są zdaniem szefa NBP potrzebne i, co więcej, nie ma powodów aby wierzyć, że byłyby one skuteczne w przyspieszeniu wzrostu gospodarczego i inwestycji. Argumentem przeciwko obniżaniu stóp jest też zdaniem Glapińskiego sytuacja małych banków, dla których taka decyzja oznaczałaby dalsze pogorszenie warunków funkcjonowania, a przecież bank centralny musi dbać o stabilność systemu finansowego. Prezes NBP dał do zrozumienia, że w tej sprawie nie ma znaczących różnic opinii wśród członków RPP.

Rynek walutowy – Wskazówki Fed kluczowe dla inwestorów

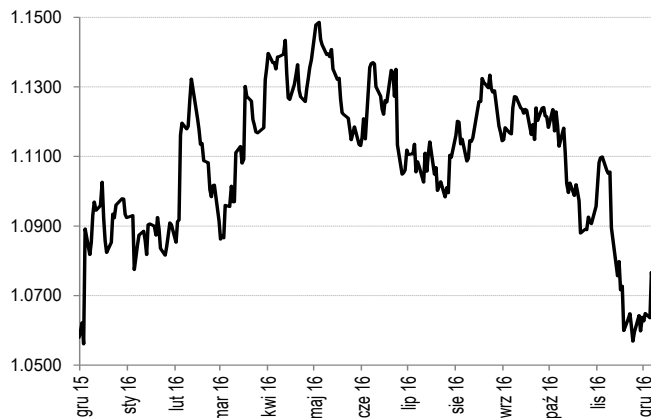
Złoty i pozostałe waluty CEE (8 listopada = 100)



USDPLN i GBPPLN



EURUSD



USDRUB



Podwyższona zmienność utrzymała się na złotym

■ Tak jak oczekiwaliśmy na krajowym rynku walutowym utrzymała się podwyższona zmienność. Złoty, podobnie jak pozostałe waluty krajów rozwijających się, stracił na wartości po referendum we Włoszech i mocnych danych z USA pomimo nieoczekiwanej decyzji S&P o podwyższeniu perspektywy ratingu Polski do stabilnego. W efekcie EURPLN wzrósł do ok. 4,50, a USDPLN do ok. 4,20. Umocnienie krajowego rynku długu pomogło złotemu zniwelować część strat i kurs tymczasowo sięgnął 4,42. To wynikało również z poprawy nastrojów na rynkach globalnych przed decyzją EBC. W pierwszej reakcji na decyzję EBC złoty osłabił się wobec głównych walut, a następnie nieznacznie zyskał, kończąc tydzień z kursem EURPLN na ok. 4,45. Tymczasem USDPLN ponownie wzrósł powyżej 4,22 w wyniku spadku EURUSD. W skali tygodnia złoty zachowywał się mocniej niż pozostałe waluty CEE, umacniając się po ostatniej dość znaczącej przecenie. Złoty zyskał średnio 1% wobec koszyka walut.

■ Ostatnie sesje wyraźnie pokazały, że globalne czynniki są kluczowe dla wyceny PLN. W tym tygodniu kalendarz jest pełen publikacji danych makro i wydarzeń na świecie. Najważniejszym wydarzeniem będzie jednak śródkowe posiedzenie Fed. Podwyżka stóp przez FOMC jest powszechnie oczekiwana, dlatego też inwestorzy skupią się na nowych prognozach CPI i PKB oraz tzw. kropkowym wykresie, który pokazuje oczekiwania nt. stopy bazowej Fed. Tam inwestorzy będą szukać wskazówek co do przyszłych działań FOMC. Dość ostrożna retoryka Fed odnośnie przyszłej ścieżki stóp powinna wspierać złotego. Analiza techniczna EURPLN wskazuje, że przestrzeń do dalszego wzrostu kursu jest ograniczona i bardziej prawdopodobnym scenariuszem jest spadek kursu do końca roku. Kluczowe poziomy dla EURPLN to 4,50 oraz 4,40. Tymczasem podwyższona zmienność może utrzymać się na USDPLN. Będzie ona zależała od zachowania EURUSD po Fed.

EURUSD poniżej 1,06 przed grudniowym spotkaniem Fed

■ W minionym tygodniu EURUSD wahał się dość znacząco, a skala tych wahań była największa od ogłoszenia wyników wyborów prezydenckich w USA. Początkowo, EURUSD wzrósł do ok. 1,075 (z 1,05) a następnie ustabilizował się blisko 1,07 przed decyzją EBC. Kurs wzrósł do 1,087 w pierwszej reakcji rynku na decyzję EBC, a następnie spadł poniżej 1,06 na koniec tygodnia. Znaczna zmienność dotyczyła również funta brytyjskiego, który osłabił się wobec głównych walut w reakcji na słabe dane makro oraz wzrost ryzyka związanego z Brexit.

■ EURUSD może się obniżyć w kierunku grudniowego minimum na 1,05 w oczekiwaniu na wynik posiedzenia Fed. Rynek jest przygotowany na podwyżkę stóp o 25 pb, jednak ryzyka wciąż dotyczą przyszłej polityki FOMC. W efekcie retoryka FOMC w połączeniu z nowymi prognozami będą kluczowe dla rynku. Możliwy jest powrót kursu EURUSD do ok. 1,07 jeśli Fed będzie ostrożny z dalszymi podwyżkami stóp.

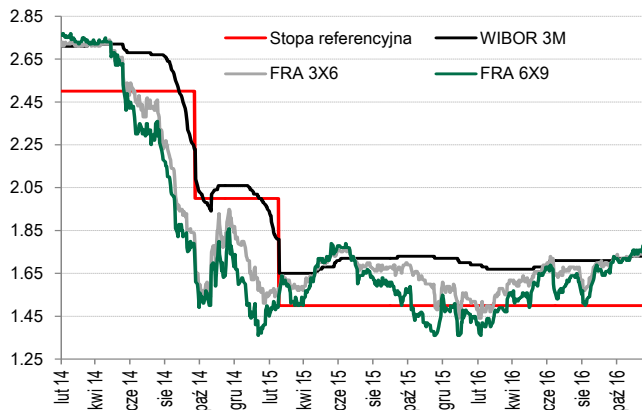
Nieznaczne odreagowanie na walutach CEE

■ Forint najmocniej stracił w minionym tygodniu spośród krajów CEE. EURHUF wzrósł do 315, najwyższego poziomu od lipca. W tym samym czasie rubel nieco się umocnił, wspierany przez wzrost cen ropy naftowej. USDRUB na chwilę spadł do 62,9 by zakończyć tydzień na 63,1.

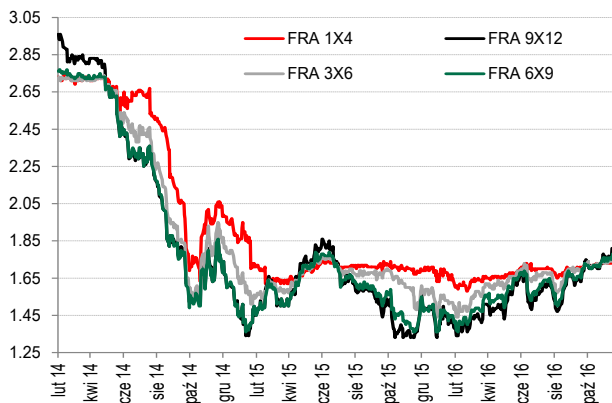
■ Sądzymy, że HUF, RUB oraz CZK pozostaną pod wpływem czynników globalnych, głównie działań Fed. Z czynników lokalnych w piątek (16 grudnia) odbędzie się posiedzenie banku centralnego Rosji. Spodziewamy się, że bank Rosji utrzyma stopy na niezmiennym poziomie w grudniu i to powinno być raczej neutralne dla kursu USDRUB.

Rynek stopy procentowej – Podwyżka stóp o 25 pb, ale co dalej?

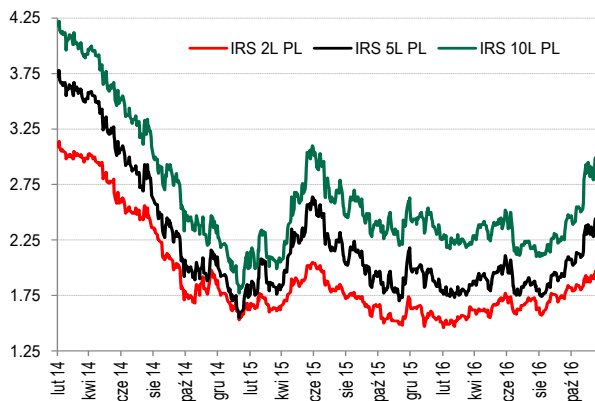
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



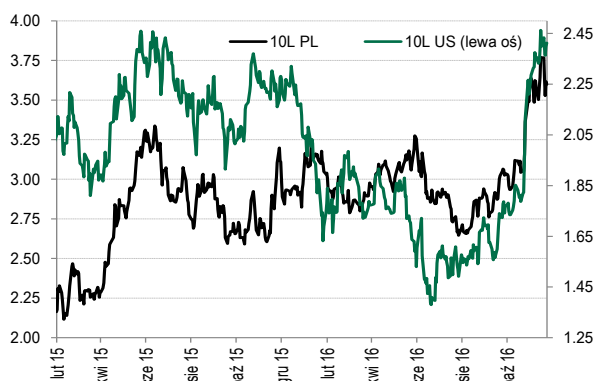
Stawki FRA



Stawki IRS



Rentowność polskiego i amerykańskiego 10-letniego benchmarku



Rentowności na środku i długim końcu w dół

Wynik włoskiego referendum miał jedynie przejściowy negatywny wpływ na rynek i silniejsze oczekiwania na większe poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC szybko pchnęły rentowności w dół. Choć decyzja banku centralnego raczej rozczarowała (rentowności odbiły wyraźnie w górę po posiedzeniu), to polski dług zyskał w tygodniowym rozrachunku. Znaczny spadek rentowności na środku i długim końcu sprawił, że krzywa się wypłaszczyła.

Na koniec tygodnia, 2-letni IRS był blisko 1,95% (-3 pb od zeszłego piątku), 5-letni osiągnął 2,42 (-2 pb), a 10-letni wyniósł 2,96% (-3 pb). Stawki IRS były mniej zmienne niż rentowności, w efekcie czego 10-letni spread asset swap zwężił się do 64 pb z 78 pb.

Stawki WIBOR od 1 do 12 miesięcy nie zmieniły się.

FOMC wyznaczy kierunek

W tym tygodniu poznamy sporo danych z kraju, ale głównym wydarzeniem będzie i tak decyzja FOMC. Powszechnie oczekuje się, że amerykańscy bankierzy centralni podniosą stopy procentowe o 25 pb, co wydaje się, że jest już w cenach. We wrześniu, mediana prognoz stóp procentowych przedstawiona przez członków FOMC obniżyła się do 1,13% z 1,63% na 2017 i do 1,88% z 2,38% na 2018. Rynek wycenia już też 50 pb podwyżki w 2017, co jest też naszym bazowym scenariuszem, więc wydaje się, że reakcja inwestorów będzie większa jeśli wydzwięk posiedzenia FOMC będzie bardziej gołębi, niż jastrzębi.

Wskazywaliśmy już też na wysoką korelację między polskim 10-letnim benchmarkiem i jego amerykańskim odpowiednikiem utrzymującą się od wyborów prezydenckich w USA. Wg nas, reakcja globalnego rynku długu na decyzję FOMC wyznaczy kierunek dla polskiej obligacji przynajmniej w krótkim terminie.

W czwartek Ministerstwo Finansów przeprowadzi aukcję zamiany obligacji. Resort odkupi WZ0117, PS0417 i DS1017. Według najnowszych danych, na koniec października niezydenci posiadali 13,2 mld zł, a polskie banki 25,8 mld zł obligacji przedstawionych do odkupu. Biorąc pod uwagę taką dużą różnicę i fakt, że po zapadnięciu OK1016 na rynku są już tylko dwie serie OK oraz to, że polskie banki zwiększają zaangażowanie w krótkoterminowy dług sądzymy, że Ministerstwo Finansów może zaoferować nową obligację OK. Zaoferowanie krótkoterminowej obligacji WZ też byłoby zgodne z retoryką resortu sugerującą, że zaoferowane zostaną mogą obligacje z krótkiego końca.

Finalny CPI za listopad nie powinien się istotnie różnić od wstępnego szacunku, więc odczyt ten będzie raczej neutralny dla rynku. Inne dane z Polski – październikowy bilans płatniczy i listopadowe płace oraz zatrudnienie – nie powinny mieć dużego znaczenia dla rynku.

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., Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl