

TYGODNIK EKONOMICZNY

16 – 22 stycznia 2017

Inflacja w Polsce zaczęła rosnąć i wygląda na to, że w tym roku będzie wyższa niż się spodziewano, sięgając 2% w marcu/kwietniu. Jednak to nie oznacza, że bank centralny zacznie wkrótce myśleć o podwyżkach stóp – oczekujemy stabilnych stóp w 2017 r.

Dziś wieczorem agencje ratingowe Fitch i Moody's, mają ogłosić wynik cyklicznych przeglądów polskiego ratingu i te decyzje będą kluczowe dla rynku na początku nowego tygodnia. Pisaliśmy wcześniej, że widzimy argumenty za tym, że agencje mogą zdecydować się na obniżkę perspektywy (Fitch) i/lub ratingu (Moody's) - głównie obniżkę wieku emerytalnego i pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego. Przypomnijmy, że Fitch od wyborów 2015 nie zmienił jeszcze ani jednego (A-, stabilna), podczas gdy Moody's w maju 2016 obniżył perspektywę (A2, negatywna). Jednak wczorajsza wypowiedź premier Beaty Szydło, która spodziewa się „dobrych wiadomości” z agencji ratingowych sugeruje raczej, że zmian może nie być (rząd zwykle wie o decyzji dzień wcześniej). Konsensus rynkowy zdecydowanie opowiada się za utrzymaniem ocen bez zmian, więc w przypadku negatywnej decyzji którejkolwiek z agencji dość prawdopodobne jest wyraźne osłabienie polskich aktywów po weekendzie.

Wtorek będzie ciekawy dla rynku walutowego, bo tego dnia premier Wlk. Brytanii Theresa May ma przedstawić rządowe plany dot. Brexitu – to może rozchwiać kurs GBP i ewentualnie też inne waluty, w zależności od tego jak te plany zinterpretują inwestorzy. Publikacje danych za granicą w kolejnych dniach mogą mieć wpływ na oczekiwania dot. polityki Fed. Nie spodziewamy się za to wiele nowego ze strony posiedzenia EBC.

W czwartek krajowe dane – produkcja w przemyśle i budownictwie, sprzedaż detaliczna. Sprzedaż będzie zapewne bardzo dobra (gwiazdkowe zakupy pierwszy raz z programem 500+). Za to w produkcji spodziewamy się znowu słabego wyniku (blisko zera) po lepszym od oczekiwań listopadzie. Taki odczyt potwierdziłby nasze prognozy wzrostu PKB w IV kw. nieco poniżej 2% r/r i mógłby być lekkim wsparciem dla krótkiego końca krzywej.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS W-WA | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | PROGNOZA | | OSTATNIA WARTOŚĆ | |
|-----------------------------------|------|---|-------|----------|-------|---------------------|-------|
| | | | | RYNEK | BZWBK | | |
| PONIEDZIAŁEK (16 stycznia) | | | | | | | |
| | US | Dzień wolny | | | | | |
| 14:00 | PL | Inflacja bazowa | XII | % r/r | 0,0 | 0,0 | -0,1 |
| WTOREK (17 stycznia) | | | | | | | |
| 11:00 | GE | Indeks ZEW | I | pkt | 65,1 | - | 63,5 |
| ŚRODA (18 stycznia) | | | | | | | |
| 11:00 | EZ | HICP | XII | % r/r | 1,1 | - | 1,1 |
| 14:00 | PL | Płace w sektorze przedsiębiorstw | XII | % r/r | 4,0 | 3,7 | 4,0 |
| 14:00 | PL | Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw | XII | % r/r | 3,1 | 3,1 | 3,1 |
| 14:30 | US | CPI | XII | % m/m | 0,3 | - | 0,2 |
| 15:15 | US | Produkcja przemysłowa | XII | % m/m | 0,7 | - | -0,4 |
| CZWARTEK (19 stycznia) | | | | | | | |
| 13:45 | EZ | Decyzja EBC | | | 0,0 | - | 0,0 |
| 14:00 | PL | Produkcja przemysłowa | XII | % r/r | 1,6 | -0,3 | 3,3 |
| 14:00 | PL | Produkcja budowlana | XII | % r/r | -13,3 | -14,6 | -12,8 |
| 14:00 | PL | Sprzedaż detaliczna realna | XII | % r/r | 6,7 | 7,1 | 7,4 |
| 14:00 | PL | PPI | XII | % r/r | 2,6 | 3,0 | 1,7 |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | tyg. | tys. | - | - | 247 |
| 14:30 | US | Rozpoczęte budowy domów | XII | tys. | 1195 | - | 1090 |
| 14:30 | US | Pozwolenia na budowę domów | XII | tys. | 1220 | - | 1201 |
| 14:30 | US | Indeks Philly Fed | I | pkt | 15 | - | 21,5 |
| PIĄTEK (20 stycznia) | | | | | | | |
| Brak publikacji ważnych danych | | | | | | | |

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

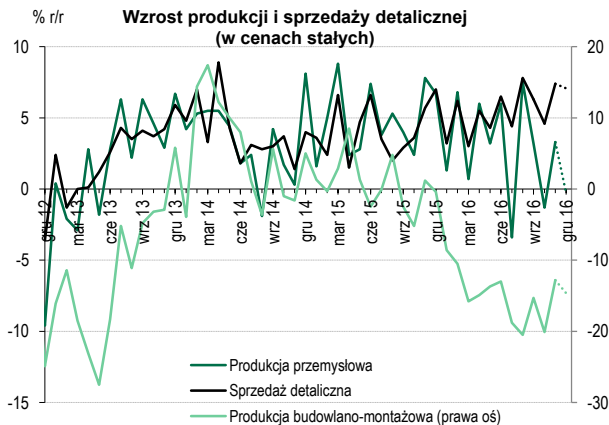
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

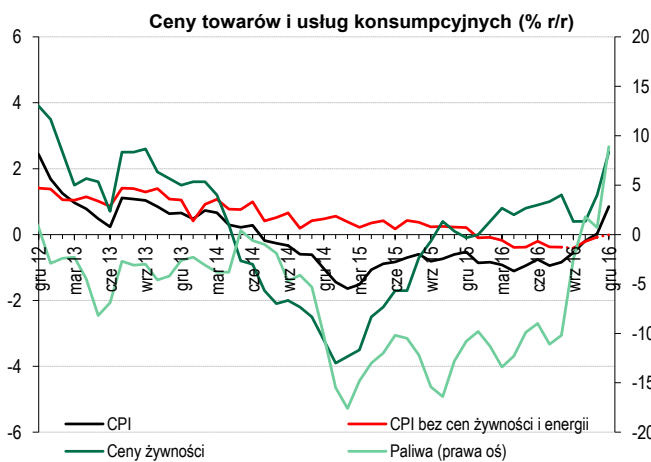
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia nowego tygodnia – Słodko-gorzki zestaw danych makro

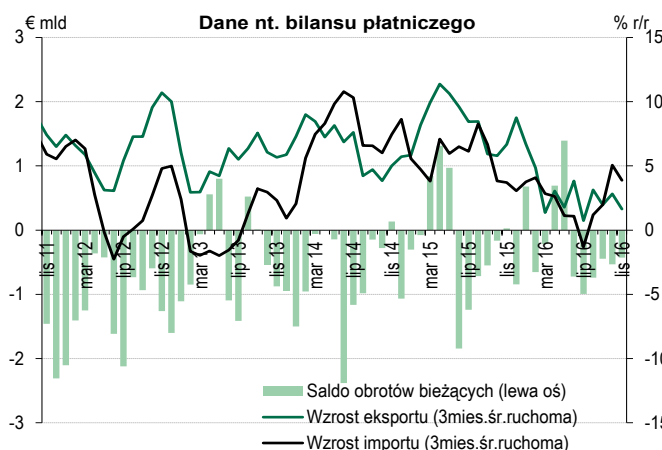


- Szacujemy, że inflacja bazowa pozostała niemal stabilna w grudniu i wyniosła 0,0% r/r, ponieważ mocny wzrost CPI wynikał głównie z podwyżek cen żywności i paliw.
- Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło wg nas ok. 3% r/r w grudniu, podczas gdy dynamika płac spowolniła do poniżej 4% (ze względu na efekt kalendarzowy).
- Oczekujemy mocnego wzrostu sprzedaży detalicznej, gdyż prawdopodobnie program 500+ wsparł świąteczne zakupy, nawet jeśli gospodarstwa domowe dość niechętnie wydawały te środki w poprzednich miesiącach.
- Po lepszych od oczekiwań danych o produkcji przemysłowej w listopadzie, sądzimy, że grudzień przyniósł spadek dynamiki r/r głównie w wyniku niższej liczby dni roboczych. To samo będzie dotyczyło budowlanki. Takie wyniki potwierdzą naszą prognozę wzrostu PKB poniżej 2% r/r w IV kw.

Ostatni tydzień w gospodarce – RPP bardziej gołębia mimo odbicia CPI



- RPP utrzymała stopy bez zmian, w tym stopę referencyjną na 1,5%. Rada wciąż uważa, że spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce jest przejściowe. W jej ocenie, inflacja może jeszcze wzrosnąć, ale zostanie umiarkowana. Podsumowując, retoryka banku centralnego była neutralna, a może nawet lekko gołębia – nadal nie ma powodów do zmian w polityce pieniężnej w tym roku, a jej zacieśnienie w 2018 będzie możliwe jedynie w przypadku odbicia inflacji wynikającego z szybszego wzrostu gospodarczego.
- Inflacja odbiła w grudniu do 0,8% r/r z 0,0% r/r w listopadzie, potwierdzając wstępny szacunek GUS. Głównym źródłem mocnego wzrostu CPI były podwyżki cen paliw i żywności. W pozostałych kategoriach ceny towarów i usług były względnie stabilne, dlatego szacujemy, że mimo mocnego wzrostu CPI inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii zmieniła się niewiele i wyniosła 0,0% r/r (wobec -0,1% r/r w listopadzie). Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach wzrost inflacji będzie kontynuowany dzięki efektowi bardzo niskiej bazy z początku 2016 r. i podwyżek w niektórych kategoriach (energia elektryczna, papierosy). Wzrostowy trend cen żywności też jest bardzo oczywisty. Nawet niespodziewana decyzja URE o obniżeniu od lutego cen gazu (o ok. 6%) nie powstrzyma naszym zdaniem inflacji przed wzrostem do ok. 2% r/r w marcu/kwietniu. W kolejnych miesiącach spodziewamy się stabilizacji, a potem powrotu CPI w okolice 1,5% w grudniu 2017 (m.in. za sprawą wysokiej tym razem bazy).
- Deficyt na rachunku obrotów bieżących był w listopadzie większy od oczekiwań, a dodatkowo odczyt za październik zrewidowano w górę. Import i eksport odbiły w listopadzie, ale wg nas głównie dzięki większej liczbie dni roboczych. Sygnały z zagranicy wskazujące na ożywienie gospodarcze powinny wspierać polski eksport w 2017. Import też przyspieszy dzięki solidnej konsumpcji krajowej.



Cytat tygodnia – Nie ma żadnych powodów do zmian stóp

Adam Głapiński, prezes NBP, konferencja prasowa RPP; 11.01

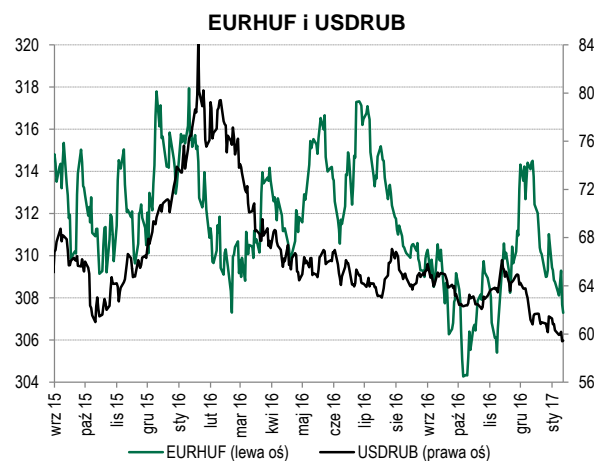
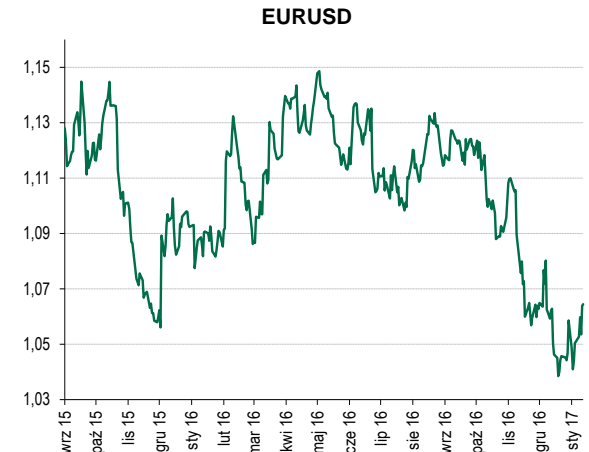
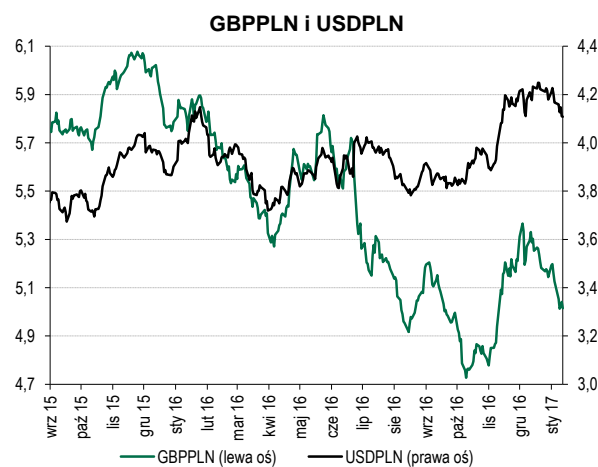
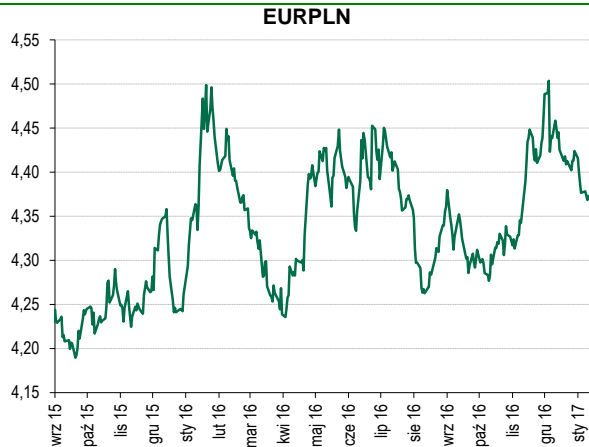
Wszystko na to wskazuje, że inflacja na pewno dotknie dolnego przedziału odchyłań od celu w tym roku (1,5%), ale nie samego celu. ... Mnie się wydaje, że wzrost cen ropy się zatrzymał, inflacja nie ma dużej przestrzeni do wzrostu... większy wzrost inflacji dopiero kiedy koniunktura by się poprawiła, a tymczasem na świecie mamy mizerny wzrost.

Na podstawie dzisiejszych danych absolutnie nie widzę powodu do podwyżek. Inflacja będzie wolno rosła, a stopy procentowe będą stabilne, więc realne stopy będą maleć i zachęcać do rozwoju. Jeśli ten rozwój nastąpi i spowoduje wzrost cen, to przyjdzie czas na podwyżki ... może w 2018, ale to tylko w pozytywnym scenariuszu.

Moim zdaniem konferencje prasowe RPP w najbliższych miesiącach będą koncentrowały się na kredytach w CHF.

Ton komunikatu RPP i szefa NBP stał się nieco bardziej gołębi. Może to wyglądać zaskakująco, że retoryka banku centralnego była bardzo w czasie głębokiej deflacji, a teraz kiedy inflacja zaczęła przyspieszać staje się bardziej gołębia. Trudno oprzeć się wrażeniu, że polityka banku to nie jest „czysta” strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (co wynikałoby z założeń polityki pieniężnej), ale realizuje wiele innych celów, w tym wzrost gospodarczy i stabilność systemu bankowego. Jest znamienne, że w momencie kiedy kwestia inflacji stała się bardziej interesująca (wg nas CPI osiągnie 2% r/r już w I połowie br.), szef NBP w trakcie wyjątkowo długiej konferencji prasowej poświęcił tak mało miejsca dynamice cen, a tak dużo innym tematom, wyrażając na koniec nadzieję, że to kwestia kredytów walutowych będzie głównym wątkiem następnych konferencji. To sugeruje wg nas, że RPP nie będzie się spieszyć z podwyżkami stóp.

Rynek walutowy – Uwaga na styczniowy wzrost wahań

**Czy wzrost zmienności znowu osłabi złotego?**

▪ Złoty zyskał w grudniu, a spadek EURPLN do 4,40 z 4,50 był najlepszym wynikiem krajowej waluty do euro dla ostatniego miesiąca roku od 2013 r. Koniec ub.r. był korzystny dla rynków giełdowych i wyższy popyt na ryzykowne aktywa wspierał też waluty CEE. Aprecjacja złotego była kontynuowana od początku 2017 r. i EURPLN testował wsparcie na 4,36, a USDPLN spadł przejściowo do 4,09.

▪ Przypominamy, że w ostatnim raporcie tygodniowym opublikowanym w 2016 wskazywaliśmy, że styczeń obfituje w wyższe wahania EURPLN niż inne miesiące roku, a dla walut z rynków wschodzących wzrost zmienności często oznacza deprecjacje. Impulsem, który mógłby wywołać podwyższone zmiany na polskich rynku walutowym mogłyby być decyzja agencji Moody's i/lub Fitch o pogorszeniu oceny wiarygodności polskiego długu. Argumentami za taką decyzją mogłyby być obniżenie wieku emerytalnego i słabsze perspektywy wzrostu gospodarczego.

▪ Rynek nie oczekuje zmiany ratingu i jego perspektywy, więc jeśli będzie na tym polu niespodzianka, to złoty może stracić, ale raczej mniej niż rok temu po nieoczekiwanej obniżce ratingu przez S&P. Jeśli agencje powstrzymają się tym razem ze zmianami, to nie oczekujemy żadnej wyraźnej reakcji rynku i nie będzie to zapewne impuls do aprecjacji krajowej waluty.

▪ Odnośnie perspektyw wzrostu, w tym tygodniu poznamy dane o grudniowej sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej. Nasza prognoza sprzedaży jest nieco powyżej konsensusu, ale spodziewamy się znacznie słabszego wyniku produkcji niż oczekuje rynek. Po zaskakująco mocnym odbiciu PMI dla przemysłu zanotowanym w grudniu, odczyt produkcji poniżej zera mógłby być mocnym rozczarowaniem.

▪ Obok czynników, które mogą wywołać wzrost wahań EURPLN, sądzimy że w tym tygodniu podwyższoną zmienność zanotować może też GBPPLN kiedy we wtorek premier Wielkiej Brytanii przedstawi strategię dotyczącą wyjścia z UE. Ostatnio powiedziała, że gotowa jest zrezygnować z dostępu do wspólnego rynku za cenę większej kontroli granic. Komentarz ten był negatywny dla funta i pomógł kursowi GBPPLN spaść przejściowo poniżej 5,0, najniższej od połowy listopada.

Sygnaly z USA kluczowe dla EURUSD

▪ W grudniu EURUSD utrzymał się blisko 1,04, ale początek 2017 r. przyniósł zaskakująco szybki wzrost do prawie 1,07. Głównymi czynnikami wspierającymi euro były realizacja zysków z ostatniej aprecjacji dolara przy braku kolejnych wspierających impulsów, rozczarujące wystąpienie Donalda Trumpa (który nie zdradził szczegółów planów pobudzenia gospodarki) i minutes EBC, które pokazały, że grudniowa decyzja o rozszerzeniu programu skupu aktywów nie była jednorodna.

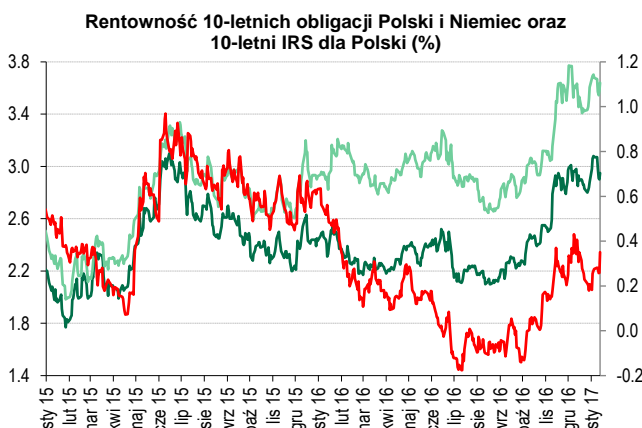
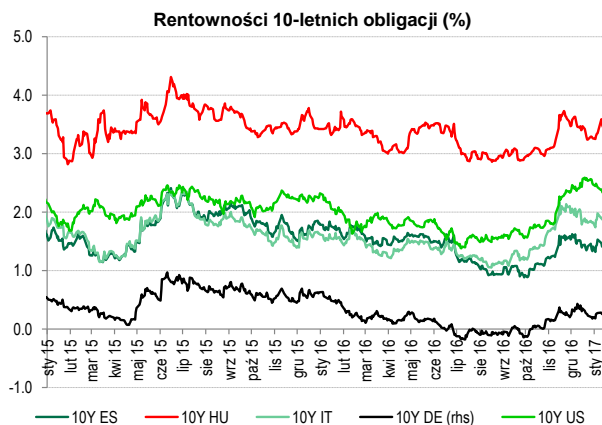
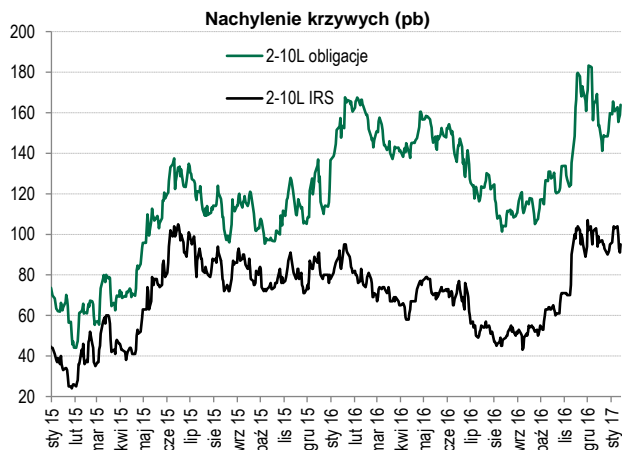
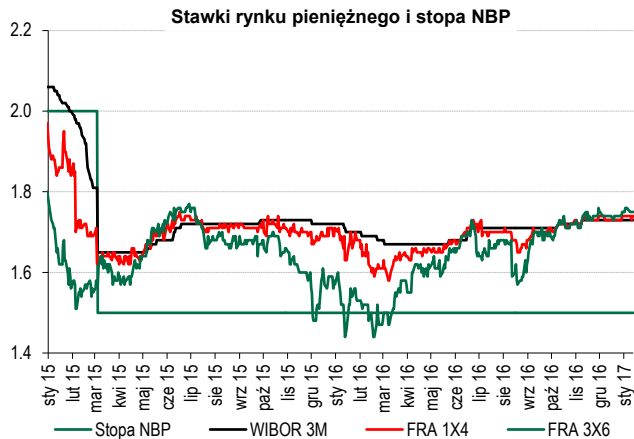
▪ EURUSD spadał przez ostatnie trzy miesiące. Ostatni raz podobna sytuacja miała miejsce w drugiej połowie 2015 i poprzedzała odbicie trwające pięć miesięcy.

▪ W tym tygodniu Donald Trump będzie miał szansę przedstawić więcej szczegółów nt. swojego programu gospodarczego. Jego wystąpienie, podobnie jak liczne komentarze członków FOMC i dane z USA mogą być kluczowe dla EURUSD w krótkim terminie.

▪ EBC nie dostarczy raczej nowych istotnych informacji po tym jak w grudniu rozszerzył swój program skupu aktywów.

▪ W naszym bazowym scenariuszu nie zakładamy wznowienia trendu spadkowego EURUSD.

Rynek stopy procentowej – Agencje ratingowe wyznaczą kierunek



Rentowności w dół na początku stycznia

▪ Sytuacja na krajowym rynku stopy procentowej była zmienna w ciągu pierwszych dwóch tygodni stycznia. Nieoczekiwany wzrost wstępnej inflacji oraz indeksu PMI dla przetwórstwa (obie dane za grudzień) przyczyniły się do dość znaczącego wzrostu rentowności, w tym rentowność 10-latków wzrosła w kierunku 3,80%. Jednakże umocnienie rynków bazowych, w połączeniu z bardzo dobrymi wynikami aukcji (szczególnie poniżej) oraz mniej jastrzębia niż oczekiwano retoryka RPP przyczyniły się do odreagowania na rynku. W efekcie wcześniejsze straty zostały całkowicie zniwelowane i rentowności obligacji na koniec tygodnia były na niższych poziomach niż na początku roku.

▪ Rynek długu zyskał mocniej niż IRS, co w efekcie przyczyniło się do zawężenia asset swap spreadów dla sektorów 5 oraz 10 lat. Spready 2-10 lat tak dla obligacji, jak i IRS nie zmieniły się znacząco w porównaniu do końca 2016 r. W tym samym czasie premia za ryzyko, odzwierciedlana przez spread wobec niemieckich obligacji oraz CDS, nieco spadła na co wskazuje zawężenie spreadów wobec Bundów oraz spadek CDS.

▪ Pierwsza aukcja w nowym roku okazała się sukcesem. Resort finansów uplasował obligacje o łącznej wartości 6 mld zł (na aukcji regularnej i dodatkowej), przy łącznym popycie na poziomie ok. 15 mld zł oraz z cenami bliskimi poziomów z rynku wtórnego. Wyniki aukcji (uwzględniając dość wysoką sprzedaż obligacji ziennokuponowych) sugerują, że krajowe banki komercyjne były jednym z głównych nabywców. Wiceminister finansów Piotr Nowak powiedział, że po aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już sfinansowane w 29%, co pozwala co pozwala resortowi „z dużym spokojem obserwować rozwój sytuacji na rynku w nadchodzących miesiącach”.

▪ Na rynku pieniężnym stawki WIBOR pozostały stabilne, podczas gdy stawki FRA nieznacznie spadły w wyniku poprawy nastrojów na rynku IRS. Po konferencji prasowej RPP oczekiwania inwestorów na podwyżki stóp nieco się schodzą. Obecnie rynek widzi ok. 70% szans na podwyżkę stóp o 25 pb w perspektywie roku.

Ciężki tydzień, ale agencje ratingowe wyznaczą kierunek

▪ Głównym driverem na rynku długu będą decyzje agencji ratingowych (Fitch, Moody's), które poznamy dziś wieczorem. Uważamy, że gdyby doszło do pogorszenia ratingu lub jego perspektywy, byłby to powód do wyprzedzaży polskich aktywów po weekendzie. W przeciwnym wypadku, jeśli Moody's i Fitch pozostawią ratingi na niezmiennym poziomie, rynek może nieco zyskać, jednak reakcja rynku może być ograniczona, gdyż takiej decyzji oczekują inwestorzy.

▪ W tym tygodniu kolejny zestaw krajowych publikacji (dane z rynku pracy sektora przedsiębiorstw, produkcja przemysłowa i budowlanka, sprzedaż detaliczna). Grudniowe dane o sprzedaży detalicznej powinny pokazać solidny wzrost, lecz dane o produkcji są pewną zagadką. Nasza prognoza jest znacząco poniżej oczekiwań rynkowych i słabe dane, w naszej opinii, powinny wesprzeć krótki koniec krzywych.

▪ Środek i długi koniec krzywych będą pod wpływem posiedzenia EBC, wypowiedzi członków FOMC oraz danych makro z Europy i USA. Tym razem decyzja EBC będzie neutralna, gdyż wszyscy oczekują stabilnych stóp. Jednak jastrzębie wypowiedzi członków Fed wraz z silnymi danymi z gospodarki mogą pchnąć rentowności amerykańskich obligacji w górę, co spowodowałoby wzrosty rentowności również na krajowym 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., 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