

TYGODNIK EKONOMICZNY

18 – 24 grudnia 2017

W tym tygodniu złoty stracił do euro pod wpływem gołębich wypowiedzi członków RPP i zmiennego nastroju na świecie. IRS i rentowności obligacji pozostały nisko także dzięki gołębiej podwyżce stóp Fed. Zmiany na polskiej scenie politycznej nie miały istotnego wpływu na krajowe aktywa.

W przyszłym tygodniu poznamy krajowe dane o listopadowej produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Nasze prognozy są nieco powyżej konsensusu, ale jak już pisaliśmy w poprzednich tygodniach, wygląda na to, że sporo dobrych wiadomości z krajowej gospodarki zostało już wycenionych przez rynek walutowy. Ostatnie gołębie wypowiedzi członków RPP powinny z kolei uodpornić rynek stopy procentowej na ewentualne pozytywnie niespodzianki. Na świecie, poznamy sporo danych z USA, ale będą one publikowane pod koniec tygodnia, więc ich wpływ na notowania nie będzie zapewne istotny.

W środę Komisja Europejska może uruchomić przeciwko Polsce procedurę a Artykułu 7 traktatu UE. Wpływ tego wydarzenia na krajowy rynek powinien być ograniczony, bowiem ryzyko sankcji jest wciąż niewielkie.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (18 grudnia)							
11:00	EZ	HICP	XI	% r/r	-	-	1,5
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	XI	% r/r	4,4	4,3	4,4
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	XI	% r/r	6,9	7,1	7,4
WTOREK (19 grudnia)							
10:00	DE	Ifo	XII	pkt	-	-	117,5
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,9	-	0,9
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	XI	% r/r	9,0	10,1	12,3
14:00	PL	Produkcja budowlana	XI	% r/r	14,1	11,2	20,3
14:00	PL	PPI	XI	% r/r	2,1	1,9	3,0
14:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	XI	% r/r	6,4	7,2	7,1
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	XI	% m/m	-3,1	-	13,7
ŚRODA (20 grudnia)							
16:00	US	Sprzedaż domów	XI	% m/m	0,7	-	2,1
CZWARTEK (21 grudnia)							
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,5	-	0,5
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	PKB	III kw.	% k/k	3,3	-	3,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	236,0	-	236,0
PIĄTEK (22 grudnia)							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	XI	%	6,5	6,6	6,6
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	XI	% r/r	-	4,6	5,7
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	XI	% m/m	1,6	-	-0,8
14:30	US	Wydatki osobiste	XI	% m/m	0,4	-	0,3
14:30	US	Dochody osobiste	XI	% m/m	0,4	-	0,4
16:00	US	Indeks Michigan	XII	pkt	97,3	-	96,8
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	XI	% m/m	-5,1	-	6,2

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg, Parkiet

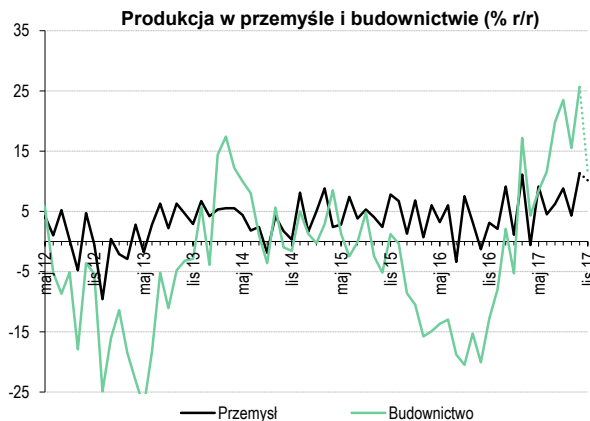
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40
 email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Marcin Luziński 22 534 18 85
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
 Konrad Soszyński 22 534 18 86
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

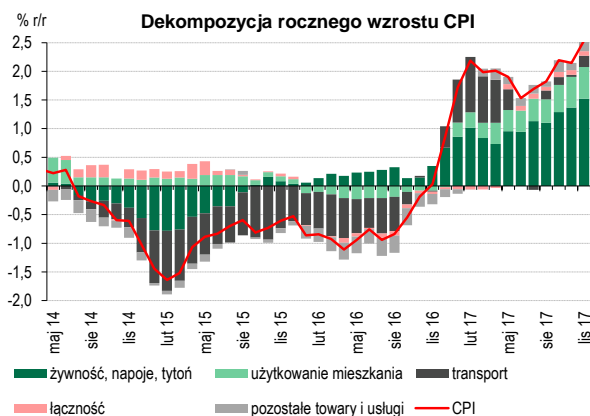
Poznań 61 856 5814/30
 Warszawa 22 586 8320/38
 Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – Oswojeni z dobrymi danymi

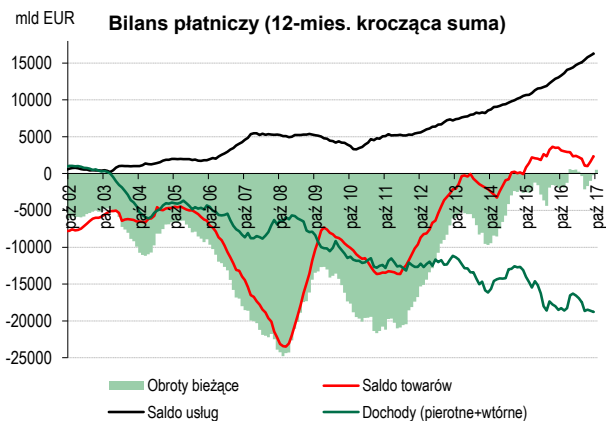


- Niektóre odczyty danych za listopad mogą sugerować, że wkroczyliśmy w okres stabilizacji wzrostu na wysokim poziomie. Wrażenie takie wzmacnia jest przez pozytywne zaskoczenia w danych za październik (tempo wzrostu płac było wyższe od oczekiwań o 1 pkt. proc., a produkcji przemysłowej o 2,4 pp).
- Sytuacja na rynku pracy uzasadnia oczekiwania wzrostu płac o 8-10% w kolejnych miesiącach wobec ok. 7% z listopada. Spodziewamy się relatywnie słabego wyniku produkcji budowlanej za listopad z powodu wysokiej bazy z zeszłego roku.
- Od ostatniego posiedzenia RPP, jej jastrzębi członkowie byli zaskakująco milczący, co może sugerować, że są teraz mniej przekonani co do swojego nastawienia. Minutes RPP pokażą czy faktycznie nieco stracili animusz czy był to tylko zbieg okoliczności, że na konferencji prasowej i w mediach pojawili się tylko członkowie o opiniach zbieżnych z opinią prezesa.

Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja, witaj w domu!



- W listopadzie inflacja powróciła do celu NBP 2,5% r/r po pięciu latach wędrówki poniżej tego ważnego poziomu. Wzrost dynamiki CPI wynikał głównie ze wzrostu cen żywności (1% m/m, w tym jaja +30% m/m). Inflacja bazowa wzrosła tylko nieznacznie, do 0,9% r/r z 0,8% w październiku. Spodziewamy się spadku inflacji w grudniu do ok. 2% r/r i potem stopniowego wzrostu powyżej celu w połowie roku. Powrót inflacji do celu powinien wzbudzić zainteresowanie RPP, ale struktura wzrostu CPI nie stanowi argumentu za podwyżkami stóp – zdaniem wielu członków polityka pieniężna ma minimalny wpływ na ceny żywności i paliw.
- Rachunek obrotów bieżących był w październiku w nadwyżce (575 mln €) bardziej niż zakładał rynek (210 mln €), ale mniej niż prognozowaliśmy (720 mln €). Dodatni efekt dni roboczych podbił dynamikę eksportu z 10,2% r/r do 15,4% (to mniej niż sugerowała mocna produkcja przem.) i importu z 5,7% r/r do 12,9%.



- Rząd Beaty Szydło został zastąpiony nowym, pod wodzą Mateusza Morawieckiego. Nowy rząd otrzymał już votum zaufania parlamentu. Zmian personalnych było mało: była premier została wice-premier, ministrem bez teki, a Morawiecki, dotychczasowy minister finansów i minister rozwoju dodał premierostwo do swojej listy tytułów. Jego exposé nie zawierało wielu szczegółów, nowych pomysłów ani ram czasowych dla reform z zakresu polityki gospodarczej. Zapowiedział kontynuację programów socjalnych poprzedniczki oraz zwiększenie wydatków na służbę zdrowia do 6% PKB, nawiązał do kilku dużych projektów infrastrukturalnych i podkreślił potrzebę budowy nowych dróg. Jego zdaniem rola państw w gospodarce powinna być bardziej wyraźna, zwłaszcza z przemysłu, innowacji i mieszkalnictwie.

Cytat tygodnia – Sama stopa inflacji nie ma takiego znaczenia

Grażyna Ancyparowicz, członkini RPP, Reuters, 13 grudnia

Przyspieszenie inflacji powodują czynniki niezwiązane z polityką monetarną. Kredyt rośnie w bardzo umiarkowanym tempie. W takich warunkach studzenie gospodarki przez podnoszenie stóp wydaje się ze wszech miar niewskazane, szczególnie jeśli mamy wspierać inwestycje. Zgadzam się z prezesem Głapińskim i najwcześniej, kiedy trzeba będzie rozważyć podwyżkę, to koniec 2018 roku.

Jerzy Żyżyński, członek RPP, Reuters, 8 grudnia

Sama stopa inflacji nie ma takiego znaczenia. Chodzi o to, czy źródłem inflacji jest nadmiar popytu generowany przez działalność kredytową. Tego nie ma. Inflacja lekko dotknęła środka celu inflacyjnego. Nie ma żadnego specjalnego zagrożenia. Inflacja bazowa jest nadal niska. Jak byśmy się zbliżali do górnej granicy przedziału inflacyjnego (3,5%), to trzeba by się zastanawiać co dalej. Będzie stabilizacja w przedziale 2,0-2,5% w najbliższych miesiącach.

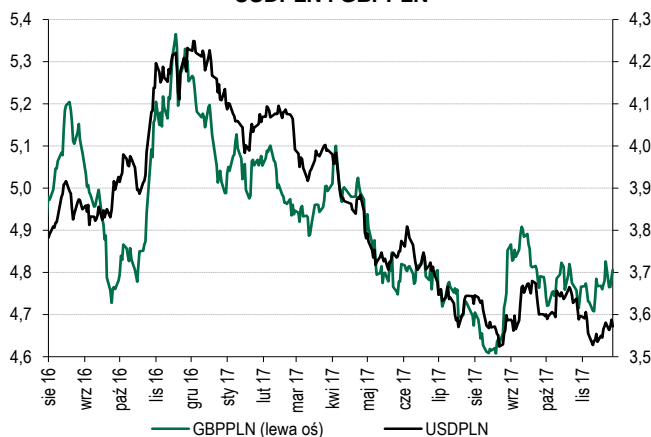
Sugerowaliśmy w naszym [komentarzu na gorąco](#) do listopadowej inflacji, że członkowie Rady nieskorzy do zacieśniania polityki pieniężnej mogą wskazywać na strukturę CPI, mocno opartą na elementach nie-bazowych (żywność, paliwa, energia), które są poza obszarem oddziaływania RPP, jako powód do nieprzejmowania się faktem dotarcia inflacji do celu. Wypowiedź Ancyparowicz to potwierdza, jak również to, że nie należy jej wliczać do grona jastrzębi pomimo wcześniejszych wypowiedzi dopuszczających podwyżkę stóp w trakcie 2018 r. Podobny zabieg – przekierowanie uwagi z pełnej miary inflacji na miarę okrojonej (inflację bazową) – został użyty przez EBC na przełomie 2016/2017, gdy dynamika HICP ruszyła dość szybko w stronę celu, a bank nie był przekonany o trwałości tego odbicia. Nasze prognozy CPI na 2018 r. nie pokazują niekontrolowanej ucieczki w górę, dlatego nie zakładamy pośpiechu ze strony RPP przy podnoszeniu stóp.

Rynek walutowy – EURPLN lekko w górę

EURPLN



USDPLN i GBPPLN

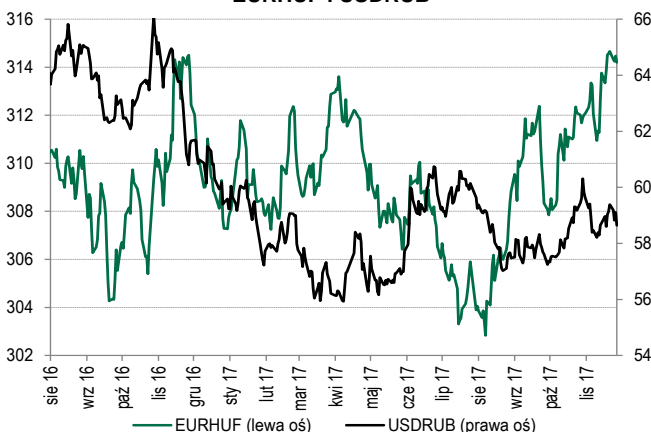


— GBPPLN (lewa oś) — USDPLN

EURUSD



EURHUF i USDRUB



— EURHUF (lewa oś) — USDRUB (prawa oś)

Złoty nieco słabszy do euro

W tym tygodniu złoty oddał część ostatnich zysków do euro. EURPLN wzrósł powyżej 4,22 pod wpływem gołębih sygnałów z RPP i niestabilnego nastroju na globalnym rynku. USDPLN pozostał stabilny w tygodniowym rozrachunku, a zmienność była podobna do obserwowanej ostatnio. GBPPLN został w pobliżu 4,78, a kurs CHFPLN wzrósł chwilowo do 3,63 z 3,58. Wbrew naszym oczekiwaniom, rynek odebrał ton komunikatu FOMC i konferencji prasowej jako niezbyt jastrzębi, ale nie pomogło to złotemu w relacji do euro.

W przyszłym tygodniu poznamy krajowe dane o listopadowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej. Nasze prognozy są nieco powyżej konsensusu, ale jak już pisaliśmy w poprzednich tygodniach, wygląda na to, że sporo dobrych wiadomości z krajowej gospodarki zostało już wycenionych przez rynek. Najbliższe dane powinny być naszym zdaniem neutralne dla złotego.

Zbliża się koniec roku, więc płynność na polskim rynku walutowym będzie powoli spadać. Z jednej strony, może to zniechęcić inwestorów do zajmowania dużych pozycji. Z drugiej jednak strony, niespodziewane wydarzenie może wywołać duży ruch kursu. Przeanalizowaliśmy dwutygodniowe okresy od 2009 i wyszło nam, że jedynie w dwóch przypadkach różnica pomiędzy szczytem i dołkiem dla ostatnich dwóch tygodni roku była większa od średniej dla dwutygodniowych okresów z całego roku. Do tej pory, średnia różnica między szczytem i dołkiem dwutygodniowych okresów za ten rok to 6 groszy, co nadal pozostawia przestrzeń do zaobserwowania nieco większych zmian w horyzoncie do końca roku.

Ważne poziomy dla EURPLN to 4,22 (kurs testował już ten poziom w tym tygodniu, kolejny opór to 4,25) i 4,187.

Gołębia podwyżka stóp Fed uderza w dolara

Dolar stracił do euro po dwóch tygodniach umocnienia, co w głównym stopniu było reakcją na gołębią podwyżkę stóp Fed. W efekcie, EURUSD wzrósł powyżej 1,18. Prognozę wzrostu PKB dla USA na przyszły rok podniesiono z 2,1% do 2,5%. Jednocześnie, perspektywy dla inflacji i stóp procentowych pozostały w ocenie członków FOMC w zasadzie bez zmian. Z wykresu przedstawiającego oczekiwany przez członków Fed poziom stóp procentowych w przyszłości wynika, że możliwe są jeszcze trzy podwyżki w 2018 r. i dwie w 2019 r. (tak samo, jak w poprzedniej projekcji).

W tym tygodniu poznamy sporo danych z USA, ale naszym zdaniem perspektywa końca roku ograniczy wahania kursu.

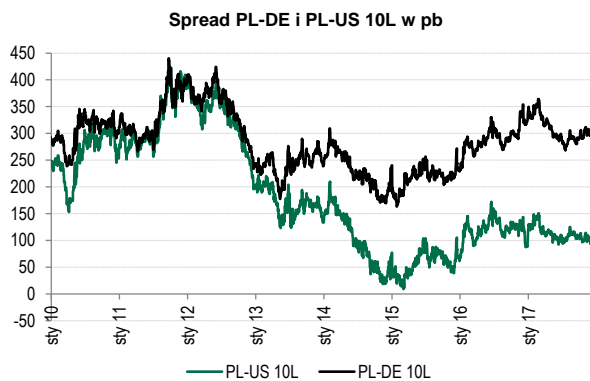
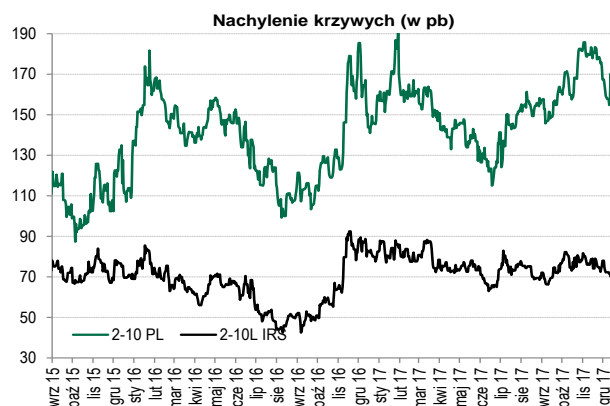
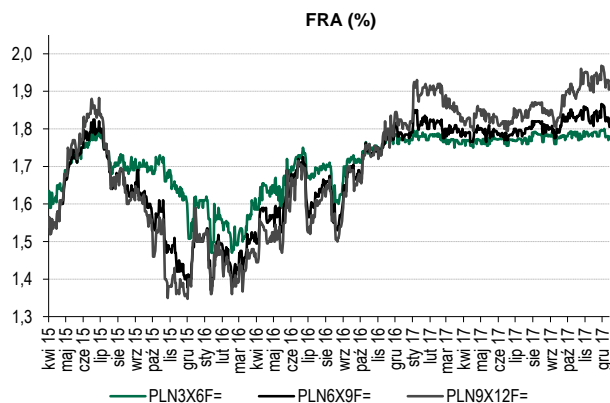
Mieszane zmiany walut CEE

Czeska korona straciła do euro i EURCZK odbił do 25,68 zbliżając się do lokalnego szczytu na 25,7. Korona oddaje w ostatnich dniach część wcześniejszych zysków bowiem nadal niepewna jest trzecia w tym roku podwyżka stóp (decyzja w przyszłym tygodniu).

Rubel zyskał do dolara dzięki gołębiej podwyżce stóp i mimo niższych cen ropy. W ten piątek bank centralny Rosji obniży zapewne stopy procentowe. Gołębia retoryka banku ciążyła w ostatnich tygodniach rublowi.

Forint ustabilizował się do euro po siedmiu kolejnych tygodniach deprecjacji. Kurs EURHUF pozostał poniżej najwyższego poziomu od końca 2016 na nieco powyżej 315, ale sądzimy, że po krótkiej korekcie trend wzrostowy może zostać wznowiony. W przyszłym tygodniu posiedzenie ma bank centralny Węgier i jeśli podtrzyma gołębie nastawienie, wtedy forint może być pod presją.

Rynek stopy procentowej – Zły news to dobry news, dobry news to nie news



Ostatni tydzień na rynku długu

W ostatnim tygodniu krzywa rentowności przesunęła się w dół o 1-6 pb. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych spadły o 1 pb., przy tygodniowej zmienności na poziomie 2-3 pb. W segmencie 2L-5L również obserwowaliśmy spadek dochodowości, silniejszy w środku krzywej. Krzywa IRS zsunęła się niemal równoległe o 3-4 pb. Zmiany te miały miejsce w sytuacji gdy amerykańska krzywa powróciła do poziomu z końca poprzedniego tygodnia przy sporym zakresie wahań, zaś niemiecka przesunęła się w górę. Środowa gołębia podwyżka stóp Fed, a także czwartkowa konferencja EBC, zostały zignorowane przez inwestorów na rynku krajowym.

Spokojnie na rynku przed Świętami

W tygodniu przed Świętami Bożego Narodzenia nie spodziewamy się wielkich zmian na krajowym rynku stopy procentowej. Na rynkach bazowych czeka nas publikacja kilku ważnych danych: inflacja w Eurostrefie, dane z rynku nieruchomości, o zamówieniach na dobra trwałe czy wskaźnika nastrojów konsumentów Michigan z USA. Jednak większość z nich nie będzie istotna dla rynku stopy procentowej. Najważniejsze z punktu widzenia analizy dalszych ruchów Fed będą dane o dochodach i zakupach konsumentów, jednak ich publikacja w piątek przed świątecznym weekendem oznacza, że inwestorzy nie będą mieli okazji, by skonsumentować te dane. W Europie pewne zmiany może wywołać zapowiedziana na wtorek publikacja danych Ifo. Jednak tu jedynie negatywne zaskoczenie (a tego się nie spodziewamy) mogłoby zepchnąć krzywe rentowności w dół. Sądzymy, że każde pozytywne zaskoczenie będzie zignorowane przez graczy rynkowych. Podobnego zachowania oczekujemy w przypadku reakcji na krajowe dane (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna – obie prognozujemy powyżej rynkowych konsensusów). Jedynie silne negatywne zaskoczenie mogłoby pomóc krajowym papierom. Reakcja inwestorów po ostatniej konferencji RPP sugeruje, że uwierzyli oni prezesowi NBP, że jest on zdeterminowany by utrzymać stopy na bieżącym poziomie do końca roku bez względu na wpływające dane, zaś RPP nie będzie się temu sprzeciwiać.

Aukcja wyciągnię w górę krótki koniec

Spodziewamy się utrzymania dochodowości na bieżącym poziomie w segmencie 5L-10L. Nieznaczny wzrost rentowności może mieć miejsce jedynie w przypadku krótkiego końca krzywej, gdzie zapowiadana na piątek 15 grudnia aukcja może podbić rentowności o 2-3 pb. W pespektywie końca roku nie powinny już spotkać nas żadne zmiany. Wyjątkiem mogą być ostatnie dwa dni przed zakończeniem roku, kiedy to możemy mieć do czynienia z przesuwaniem wycen przy niskiej płynności, ze względu na zamknięcie roku.

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., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl