

TYGODNIK EKONOMICZNY

8 – 14 stycznia 2018

W ostatnich tygodniach nastrojów na globalnym rynku był dość pozytywny, z silnym popytem na ryzykowne aktywa i rosnącymi cenami akcji. Trend ten umocnił złotego do 4,14 za euro, najmocniejszego poziomu od sierpnia 2015, CHF/PLN spadł poniżej 3,55, najniższej od stycznia 2015. W grudniu inflacja w Polsce spadła do 2,0% r/r pod wpływem efektu wysokiej bazy, podczas gdy PMI zaskoczył na plus sugerując silny wzrost gospodarczy. Dane ze świata też miały pozytywny wydźwięk.

Kalendarz na najbliższy tydzień jest dość skromny – w poniedziałek poznamy wskaźniki aktywności gospodarczej ESI publikowane przez Komisję Europejską, które potwierdzą zapewne pozytywne tendencje. Sejm będzie pracował nad tegorocznym budżetem. Po Święcie Trzech Króli miała mieć miejsce kontynuacja rekonstrukcji rządu, ale wydaje się, że na jej wynik trzeba będzie poczekać na zakończenie prac budżetowych. Za granicą poznamy trochę niezbyt ważnych danych.

Ze strony RPP nie należy oczekiwać wiele nowego. Retoryka prezesa Głapińskiego pozostanie zapewne łagodna, tym bardziej, że ostatnie dane makro nie dały mu powodów do zmiany stanowiska (spadek inflacji w grudniu, niższa dynamika płac w listopadzie). Ogólnie, nie spodziewamy się nowych impulsów dla rynku, a jednocześnie widzimy, że trwające trendy powoli tracą na sile. Nie ma wg nas już dużego potencjału do dalszego umocnienia złotego i długoterminowych obligacji. Krótki koniec krzywej rentowności może być z kolei wspierany przez gołębią retorykę RPP i wykup obligacji planowany na drugą połowę miesiąca.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | | RYNEK | BZWBK | LAST |
|----------------------------------|-----------|----------------------------|---------|----------|-------------|-------------|-------------|
| W-WA | | | | | | | VALUE |
| PONIEDZIAŁEK (8 stycznia) | | | | | | | |
| 08:00 | DE | Zamówienia przemysłowe | XI | % m/m | -0,2 | - | 0,5 |
| 09:00 | CZ | Produkcja przemysłowa | XI | % r/r | 5,5 | - | 10,5 |
| 11:00 | EZ | Sprzedaż detaliczna | XI | % m/m | 1,3 | - | -1,1 |
| WTOREK (9 stycznia) | | | | | | | |
| 08:00 | DE | Eksport | XI | % m/m | 1,2 | - | -0,3 |
| 08:00 | DE | Produkcja przemysłowa | XI | % m/m | 1,8 | - | -1,4 |
| 11:00 | EZ | Stopa bezrobocia | XI | % | 8,7 | - | 8,8 |
| ŚRODA (10 stycznia) | | | | | | | |
| | PL | Decyzja RPP | | % | 1,50 | 1,50 | 1,50 |
| 09:00 | CZ | PKB | III kw. | % r/r | 5,0 | - | 5,0 |
| 09:00 | CZ | CPI | XII | % r/r | 2,4 | - | 2,6 |
| CZWARTEK (11 stycznia) | | | | | | | |
| 11:00 | EZ | Produkcja przemysłowa | XI | % m/m | 0,7 | - | 0,2 |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | tyg. | tys. | 248 | - | 250 |
| PIĄTEK (12 stycznia) | | | | | | | |
| 09:00 | HU | CPI | XII | % r/r | 2,2 | - | 2,5 |
| 14:30 | US | CPI | XII | % m/m | 0,2 | - | 0,4 |
| 14:30 | US | Sprzedaż detaliczna | XII | % m/m | 0,4 | - | 0,8 |

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

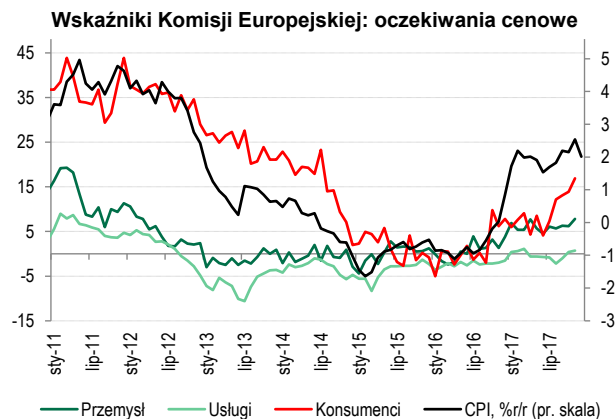
DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

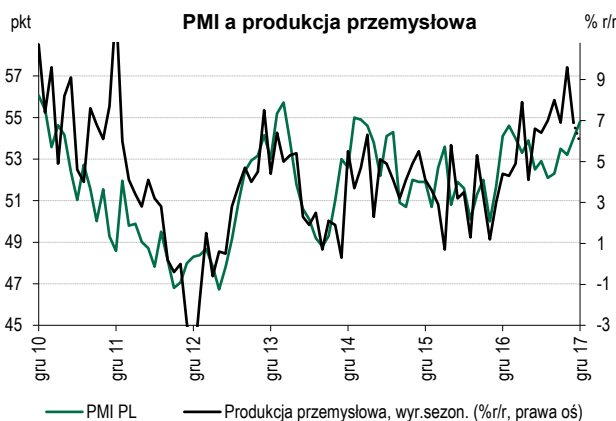
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – RPP pozostanie przy gołębim stanowisku



- W środę decyzja RPP. Ze strony Rady nie należy się spodziewać wiele nowego. Retoryka prezesa A.Głapińskiego pozostanie zapewne łagodna, tym bardziej, że ostatnie dane makro nie dały mu powodów do zmiany stanowiska (spadek inflacji w grudniu, niższa dynamika płac w listopadzie). Na konferencji obok prezesa powinni się w końcu pojawić jastrzębie – E.Gatnar i K.Zubelewicz, którzy ostatnio byli obecni na konferencji w lipcu. Nie podejrzewamy, aby ich wypowiedzi przysłoniły gołębi przekaz firmowany przez prezesa.
- Wskaźniki ESI powinny potwierdzić wysoki poziom optymizmu w krajowej gospodarce. Dla nas najciekawsze będą oczekiwania inflacyjne. Ostatnio mocno poszły one w górę.
- W tym tygodniu Sejm zajmie się projektem budżetu na 2018 r. a rekonstrukcja rządu najprawdopodobniej ma mieć miejsce dopiero po ukończeniu tych prac parlamentarnych.

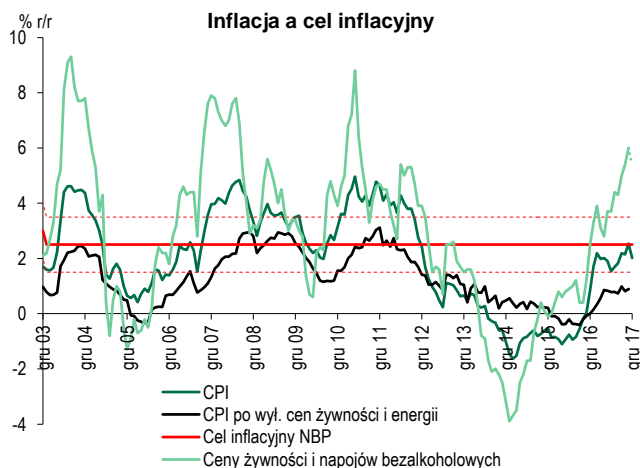
Ostatni tydzień w gospodarce – Wskaźniki koniunktury i niższa inflacja



- PMI dla polskiego przetwórstwa wzrósł w grudniu z 54,2 pkt do 55 pkt, co jest najlepszym odczytem od blisko trzech lat. Optymizm oparty jest na dużym tempie sptywania nowych zamówień, zwłaszcza krajowych i wysokiej bieżącej skali produkcji i przełożył się na najszybszy wzrost zatrudnienia od siedmiu miesięcy. Badanie sugeruje, że polska gospodarka pozostaje w dobrym stanie i korzysta z ożywienia w strefie euro oraz siły rynku krajowego. Zaskakująco wysoki PMI sugeruje ryzyko w górę dla naszej prognozy produkcji przemysłowej w grudniu na 2,2% r/r (konsensus to 3,1% r/r).

- Tak jak oczekiwaliśmy, stopa inflacji spadła w grudniu do 2,0% r/r z 2,5% r/r w listopadzie. Głównym źródłem niższego odczytu był efekt bazy, pochodna mocnego wzrostu cen paliw w grudniu 2016 r. Sądzymy, że za niższym odczytem inflacji stoją także rosnące wolniej ceny żywności. Według naszych szacunków, w grudniu mieliśmy do czynienia z nieznacznym spadkiem inflacji bazowej do 0,8% r/r. Kompletnie dane na temat inflacji w grudniu poznamy 15 stycznia. Wg naszych prognoz CPI pozostanie blisko 2,0% r/r do lutego, wzrośnie powyżej 2,5% w połowie roku, by spaść ponownie do 2,0% w grudniu br. Jednocześnie, inflacja bazowa powinna stopniowo piąć się w górę, do ok. 2% na koniec roku.

- Nadwyżka w obrotach bieżących w III kw. wyniosła 112 mln € wobec deficytu 799 mln € w II kw. Wynik ten to pochodna wyższego niż pierwotnie raportowano wzrostu eksportu (12% r/r, vs. wstępnego odczytu 11% r/r) oraz utrzymania dynamiki importu. Silniej skorygowano na plus dynamikę przychodów z usług niż rozchodów (+5pp, vs +3pp.). Korzystna z punktu widzenia bilansu była też korekta salda dochodów. Powyższe dane wbudowują się w scenariusz dalszej stopniowej poprawy salda obrotów bieżących napędzanej przez silny popyt zagraniczny i umiarkowane tempo importu.



Cytat tygodnia – UE to nie supermarket

Martin Schulz, szef SPD, PAP, 5 stycznia

Przy następnych wieloletnich perspektywach budżetowych UE Niemcy nie mogą po prostu nadal wpłacać do budżetu zwykłych sum, jeżeli kraje będące biorcami funduszy, jak Węgry czy Polska, nie przyczynią się do przyjęcia uchodźców.

Płacimy, ponosimy koszty związane z uchodźcami, a niektóre kraje nie biorą uchodźców; wodzą nas za nos. UE jest wspólnotą prawa, a nie supermarketem, w którym każdy wybiera to, co mu pasuje.

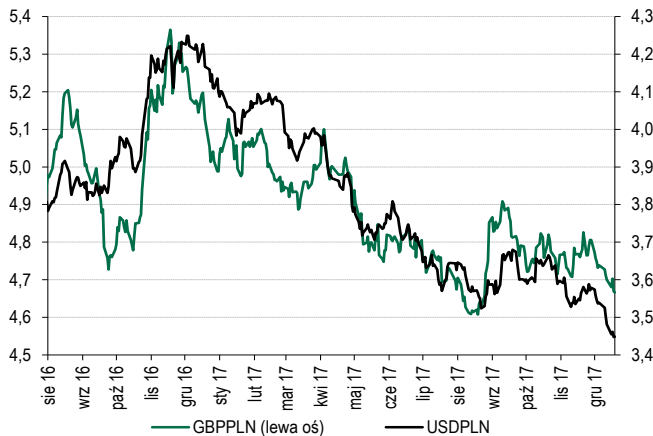
Niemcy są coraz bliżej utworzenia rządu koalicyjnego z udziałem SPD. Szef tej partii, Martin Schulz, wyrażał wielokrotnie niezadowolone z niestosowania się Polski i Węgier do polityki UE ws. uchodźców. Oznacza to, że mający się uformować niemiecki rząd może reprezentować twardą linię polityki wobec tych krajów. Zwiększa to ryzyko, że do kolejnego budżetu wieloletniego UE, po 2020 roku, zostaną dodane zapisy o warunkowości wyplat. Patrząc przez pryzmat obecnego sporu Polski z Komisją Europejską, który już dotarł do etapu rekomendacji przez Komisję uruchomienia artykułu 7.1 Traktatu o UE, rośnie ryzyko wyraźnego ograniczenia finansowania jakie Polska będzie otrzymywać z budżetu UE po 2020 roku.

Rynek walutowy – Złoty coraz mocniejszy...

EURPLN



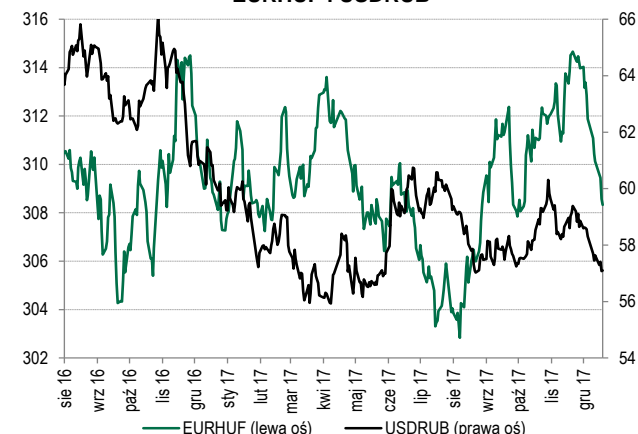
USDPLN i GBPPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



... ale potencjał do dalszego spadku EURPLN niewielki

Na przełomie roku EURPLN pozostał w trendzie spadkowym korzystając z dobrego nastroju na świecie i silnego popytu na ryzykowne aktywa. Dodatkowo, prasa pisała, że Ministerstwo Finansów było aktywne na rynku walutowym pod koniec roku sprzedając euro. W efekcie, EURPLN przebił majowy dołek na 4,16 i spadł chwilowo do 4,14, najniższego poziomu od sierpnia 2015. Dane o nieco niższej od prognoz wstępnej grudniowej inflacji nie miały istotnego wpływu na notowania. Tymczasem, USDPLN spadł do 3,44 (najniżej od końca 2014), a GBPPLN osiągnął 4,66 (ostatni raz widziane we wrześniu). CHFPLN z kolei obniżył się do 3,52, co oznacza że złoty odrobił już całość strat poniesionych 15 stycznia 2015 kiedy szwajcarski bank centralny przestał bronić poziomu 1,20 na kursie EURCHF.

Sądzymy, że potencjał do dalszej aprecjacji złotego jest już niewielki. Oscylatory analizy technicznej pokazują, że EURPLN jest już wyprzedany, a implikowane zmienności są najniżej od wielu miesięcy. Zmienność implikowana z 3-miesięcznej strategii 25 delta risk reversal jest najniżej od grudnia 2015, który z kolei jest najniższym poziomem od 2008, a początek 2016 przyniósł gwałtowny wzrost EURPLN do 4,50 z 4,20. Nie widzimy teraz żadnego czynnika, który mógłby wywołać tak silny wzrost, ale powyższe czynniki każą nam pozostać ostrożnymi jeśli chodzi o szanse na dalszą aprecjację złotego w krótkim terminie.

W tym tygodniu spotyka się krajowa RPP, ale nie sądzymy, by ton przekazu mienił się istotnie, szczególnie po ostatnich danych inflacyjnych.

EURUSD blisko ważnego poziomu

EURUSD wzrósł do 1,205 zbliżając się do szczytu z 2017 na ok. 1,21 wobec 1,175 w połowie grudnia. Euro zyskiwało dzięki dobrym danym makro, a dolar był pod presją sytuacji na scenie politycznej USA i nawet kolejne dobre dane z amerykańskiej gospodarki nie zatrzymały wzrostów EURUSD.

Kurs zbliżył się do ważnego oporu wyznaczonego przez szczyt z 2017 i wydarzenia najbliższego tygodnia mogą przesądzić czy zostanie on przebity, czy też EURUSD wróci do poprzedniego pasma wahań. Ostatnie tygodnie pokazały, że kluczowe dla inwestorów były zarówno dane, jak i polityka. W przyszłym tygodniu wypowie się sporo członków FOMC, więc uwaga rynku może zostać odwrócona od polityki. Jeśli kolejne dane z USA będą mocne, wtedy dolar mógłby odrobić część ostatnich strat.

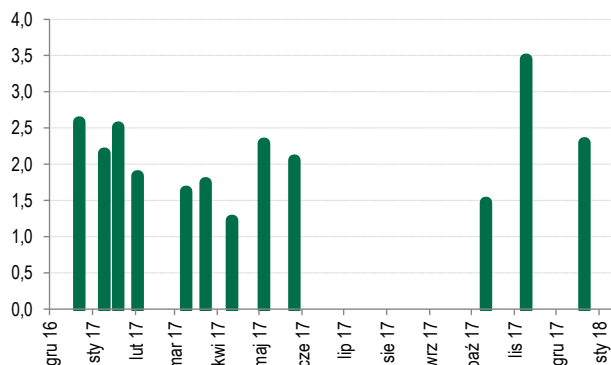
Waluty CEE mocne na przełomie roku

Forint skorzystał z dobrego nastroju panującego na rynku i EURHUF spadł do 308 z 315. Rosnące ceny ropy i słabość dolara na świecie pomogły kursowi USDRUB spaść do 56,8 z 58,5. EURCZK był dość zmienny pod koniec 2017, co wynikało z aktywności czeskich banków komercyjnych w związku z zarządzaniem bilansami.

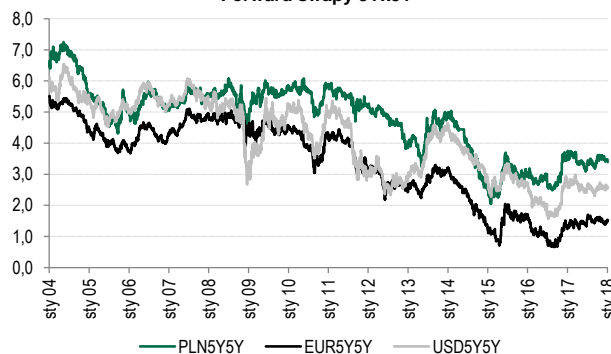
W tym tygodniu poznamy dane inflacyjne z Węgier i Czech za grudzień, ale w naszej ocenie odczyty te nie będą miały trwałego wpływu na rynek. Brak podwyżki stóp w Czechach w grudniu odczytany był jedynie jako przerwa w cyklu, a bank centralny Węgier nie sygnalizuje, aby w najbliższym czasie uległo zmianie jego gołębie nastawienie.

Rynek stopy procentowej – Dług zyskuje po udanej aukcji

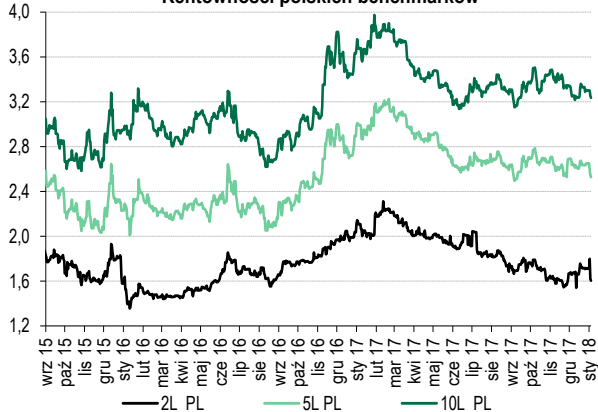
Relacja popyt/podaż na regularnych aukcjach długu



Forward swapy 5Yx5Y



Rentowności polskich benchmarków



Dobre wyniki aukcji zepchnęły krzywą w dół

W ostatnim tygodniu obserwowaliśmy umocnienie krajowego długu. Pierwszy impuls dla poprawy wycen dał wstępny odczyt inflacji za grudzień (2,0% r/r, wobec oczekiwanego 2,1% i poprzedniego odczytu 2,5%). W końcówce tygodnia napęd dla długu pochodził ze sporego popytu i dobrych wyników regularnej aukcji. Na czwartkowej aukcji MF sprzedało 5 mld zł obligacji i 1 mld zł na aukcji dodatkowej. Relacja popytu do podaży wyniosła 2,3 (na poprzedniej aukcji 3,4), przy czym największym zainteresowaniem cieszyły się papiery serii WZ1122 (popyt/podaż 3,0), których sprzedano 1,08 mld zł. Kolejną była seria WZ0528 (2,5) – sprzedano 0,64 mld zł. wśród papierów stało-kuponowych największe wzięcie miały PS0123 (popyt/podaż 2,3) – sprzedaż ich wyniosła 1,48 mld zł.

RPP pomoże utrzymać dobry nastrój

W tym tygodniu spodziewamy się kontynuacji umocnienia krajowego długu, na całej długości krzywej. Na dobre perspektywy dla obligacji wskazuje spory popyt na ostatniej aukcji. Pewne ryzyko dla tego scenariusza jest związane z publikacją danych o produkcji przemysłowej w Niemczech i danych inflacyjnych w USA.

Wsparcie dla krajowych obligacji powinna przynieść konferencja RPP, gdzie podobnie jak miało to miejsce na poprzednich konferencjach zostanie zapewne podkreślona determinacja NBP w utrzymaniu stóp na bieżącym poziomie co najmniej do IV kw. br. W uzasadnieniu tego stanowiska pomogą prezesowi ostatnie dane inflacyjne. Również globalne rynki długu nie powinny negatywnie wpływać na wyceny krajowych papierów. W tym tygodniu dane kalendarza bazowych rynków będą raczej zaskakiwać pozytywnie, jednak widać, że inwestorzy nie widzą już dużo miejsca dla wyraźnych wzrostów dochodowości. Ostatnie miesiące pokazały, że seria wzrostów wskaźników wyprzedzających oraz bardzo dobrych danych z rynku pracy nie były w stanie doprowadzić do trwałej przeceny amerykańskich lub niemieckich obligacji w segmencie 10L.

Perspektywa wykupów będzie ograniczać przeceny

Wysokie obecne wyceny prowokują do realizacji zysków. Mimo to sądzimy, że spodziewamy w końcu stycznia wykup 8,6 mld zł papierów serii WZ0118, których lwią część jest w posiadaniu krajowych banków zachęci je do uzupełniania pozycji w papierach zmiennokuponowych i w segmencie do 5L w najbliższych tygodniach. Powinno to silnie ograniczać miejsce dla potencjalnych przecen.

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