

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 15 – 21 stycznia 2018

Mijający tydzień obfitował w ważne krajowe i zagraniczne wydarzenia. W Polsce ogłoszone zostały długo oczekiwane zmiany w rządzie. Wymieniono wielu ministrów, ale brak istotnej reakcji rynku wskazuje, że inwestorzy nie postrzegają tego kroku jako czynnika, który mógłby zagrozić finansom publicznym. RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, a wydźwięk konferencji po posiedzeniu był jeszcze bardziej gołębi niż w poprzednich miesiącach, co wsparło obligacje w trakcie globalnej wyprzedaży.

Za granicą podwyższoną zmienność zawdzięczaliśmy doniesieniom medialnym mówiącym o tym, że Chiny mogą przestać kupować obligacje USA, jastrzębiemu tonowi protokołu z ostatniego posiedzenia EBC oraz wzrostowi szans na utworzenie nowego rządu w Niemczech. Wszystkie te czynniki pchnęły EURUSD powyżej 1,20, do najwyższego poziomu od początku 2015, i wywołały nagły wzrost rentowności obligacji na świecie.

W tym tygodniu poznamy ważne dane z Polski oraz z USA. W piątek opublikowana zostanie grudniowa produkcja przemysłowa, która naszym zdaniem może trochę rozczarować i dołączyć do gołębiego zestawu w składzie grudniowy CPI oraz wydźwięk posiedzenia RPP i w efekcie lekko ciężać złotemu oraz korzystnie wpływać na obligacje. Biorąc pod uwagę ostatnie wzrosty EURUSD, sądzimy, że jest większy potencjał do spadku kursu po silnych danych niż do dalszego wzrostu w reakcji na odczyty poniżej konsensusu.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	BZWBK	LAST
W-WA							VALUE
<b>PONIEDZIAŁEK (15 stycznia)</b>							
14:00	PL	Inflacja	XII	% r/r	2,0	2,0	2,0
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	XI	mln €	693	881	575
14:00	PL	Eksport	XI	mln €	17 884	17 985	17 914
14:00	PL	Import	XI	mln €	17 289	17 377	17 317
<b>WTOREK (16 stycznia)</b>							
14:00	PL	Inflacja bazowa	XII	% r/r	0,8	0,8	0,9
<b>ŚRODA (17 stycznia)</b>							
11:00	EZ	HICP	XII	% r/r	1,4	-	1,4
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	XII	% r/r	4,5	4,6	4,5
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	XII	% r/r	6,9	7,5	6,5
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	XII	% m/m	0,4	-	0,2
<b>CZWARTEK (18 stycznia)</b>							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	245	-	261
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	XII	% m/m	-2,1	-	3,3
<b>PIĄTEK (19 stycznia)</b>							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	2,8	2,2	9,1
14:00	PL	Produkcja budowlana	XII	% r/r	10,1	10,2	19,8
14:00	PL	PPI	XII	% r/r	0,6	0,6	1,8
14:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	XII	% r/r	5,8	10,0	8,8
16:00	US	Indeks Michigan	I	pkt	97,0	-	95,9

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

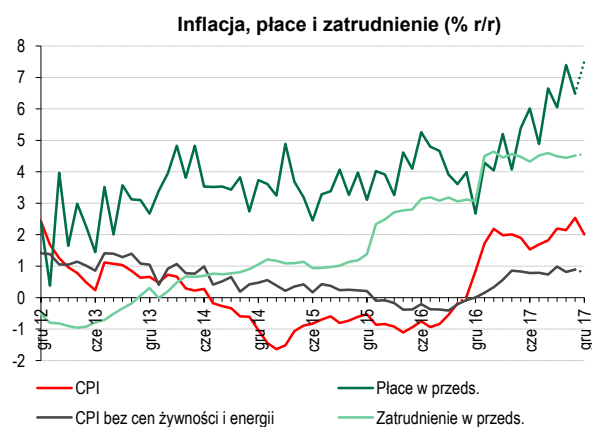
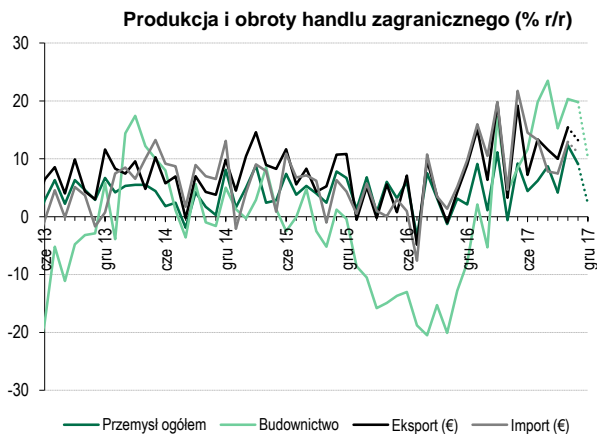
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia najbliższego tygodnia – CPI, produkcja, płace i nie tylko



▪ W tym tygodniu poznamy dużo danych i zobaczymy jak poradziły sobie z wysoką bazą grudnia 2016 (kiedy ceny ropy podbiły inflację, a aktywność ekonomiczna istotnie przyspieszyła) i efektem mniejszej liczby dni roboczych.

▪ Wstępny odczyt grudniowej inflacji pokazał spadek do 2% r/r z 2,5% r/r i przekonamy się jeszcze czy inflacja bazowa spadła do 0,8% r/r z 0,9% r/r, tak jak prognozujemy. Efekty bazy mogą trzymać inflację nisko w I kw. 2018.

▪ Prognozujemy, że produkcja przemysłowa wzrosła tylko o 2,2% r/r wobec 9,1% r/r w listopadzie, ale spowolnienie to wynika z ww. efektów statystycznych. Po uwzględnieniu czynników sezonowych, wzrost pozostanie zapewne blisko 6-7% r/r. PPI spadł wg nas do 0,6% r/r z 1,8% r/r podkreślając spowolnienie inflacji pod wpływem efektu bazy.

▪ Szacujemy, że produkcja budowlana wzrosła o 10,2% r/r w grudniu. Rok temu, produkcja wzrosła o 34,8% m/m, podczas gdy średnia miesięczna dynamika dla grudnia z poprzednich lat to 26,2%. Wiemy już jednak, że budowlanka dobrze poradziła sobie z efektem bazy w listopadzie bijąc konsensus (19,8% r/r wobec oczekiwanych 14%). Pewne spowolnienie wydaje się być nieuniknione, ale poprzedni odczyt potwierdził już, że w IV kw. 2017 miała miejsce kumulacja aktywności inwestycyjnej, co powinno być też widoczne w danych o PKB (wstępny odczyt za cały 2017 poznamy pod koniec stycznia i z nieco będzie można wywnioskować o wyniku w IV kw.).

▪ Nasza prognoza sprzedaży detalicznej jest dość wysoka z powodu danych wskazujących na rosnącą skłonność konsumentów do zakupów. Nasza prognoza płac (7,5%) też jest powyżej konsensusu (7,1%). W listopadzie eksport mógł wzrosnąć o 13,2% r/r przyczyniając się do możliwej pozytywnej niespodzianki w całym bilansie płatniczym.

## Ostatni tydzień w gospodarce – optymizm wciąż rośnie, rekonstrukcja rządu



▪ Rekonstrukcja rządu była dość głęboka, ale nie musi oznaczać zmian w polityce gospodarczej. Większy nacisk został położony na pobudzenie inwestycji sektora prywatnego a zmiany personalne dają nadzieje na poprawę relacji z UE.

▪ Ministerstwo Pracy podało, że stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w grudniu 6,6% (wobec 6,5% poprzednio) po wzroście liczby bezrobotnych o 15,4 tys. Był to najmniejszy przyrost w tym miesiącu od 1994 r.

▪ W grudniu wzrosły wszystkie sektorowe wskaźniki koniunktury dla Polski publikowane przez Komisję Europejską. Szczególnie dobrze na tle historycznych wartości wypadły indeksy nowych zamówień, w tym zamówień z zagranicy i indeks zatrudnienia – osiągający najwyższy poziom od stycznia 2008 r. Oczekiwania inflacyjne konsumentów narastały nieprzerwanie przez ostatnie sześć miesięcy i osiągnęły poziom najwyższy od połowy 2014 r.

## Cytat tygodnia – Możemy używać określenia „wait and support”

**Adam Głapiński, prezes NBP, konferencja prasowa RPP, 10 stycznia**  
Do końca 2018 r. stopy prawdopodobnie pozostaną takie same. Z zaskoczeniem czytam, że analitycy spodziewają się podwyżek stóp pod koniec roku. Okres stabilnych stóp może przedłużyć się na 2019 r. Możemy używać określenia „wait and support” [„czekaj i wspieraj”], żeby opisać nasze podejście.

**Eugeniusz Gatnar, członek RPP, konf. prasowa RPP, 10 stycznia**  
O podwyżce w I kw. 18 mówiłem w trybie warunkowym. Procesy cenotwórcze chwilowo straciły siłę. Spadek inflacji był głębszy niż nam się wydawało, co każe mi poczekać na inflację marcową. Perspektywa inflacji 2,0-3,5% nie niepokoi mnie.

**Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, konf. prasowa RPP, 10 stycznia**  
Okazuje się, że wszystko jest umiarkowane [jeśli chodzi o procesy na rynku pracy], wzrost płac nie nadąża za efektywnością pracy.

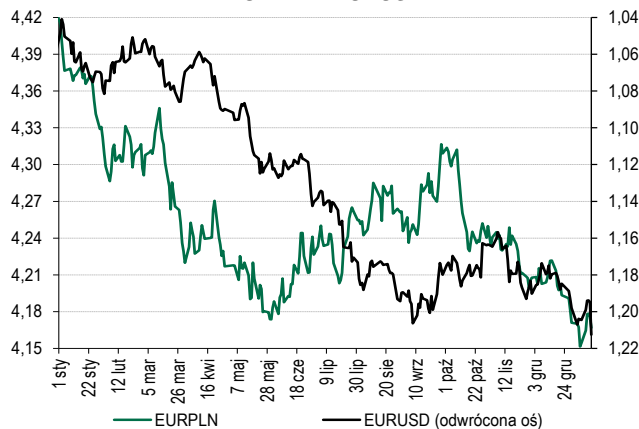
Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, w tym stopę referencyjną na 1,50%. Komunikat z posiedzenia nie uległ znaczącym zmianom. W dalszym ciągu głosi, że inflacja pozostanie blisko celu w horyzoncie projekcji i obecny poziom stóp „sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną”.

Eugeniusz Gatnar zaprezentował dość gołębie poglądy, pozostające w kontraście do jego wcześniejszych jastrzębich wypowiedzi. Uwaga Jerzego Kropiwnickiego, że wzrost płac jest teraz wolniejszy niż wzrost wydajności pracy kłóci się z danymi. Na konferencji miało miejsce dalsze złagodzenie języka polityki pieniężnej.

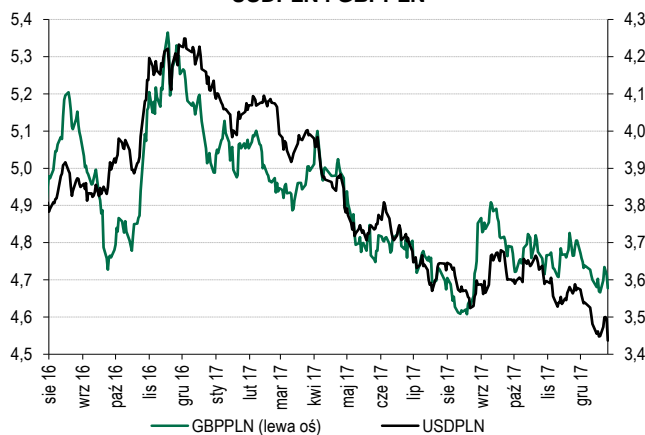
Inflacja będzie w 2018 r. w większym stopniu oparta na inflacji bazowej, ale sam jej poziom nie będzie raczej dawał powodów do szybkich podwyżek stóp.

## Rynek walutowy – Uwaga na dane z Polski i USA

EURPLN i EURUSD



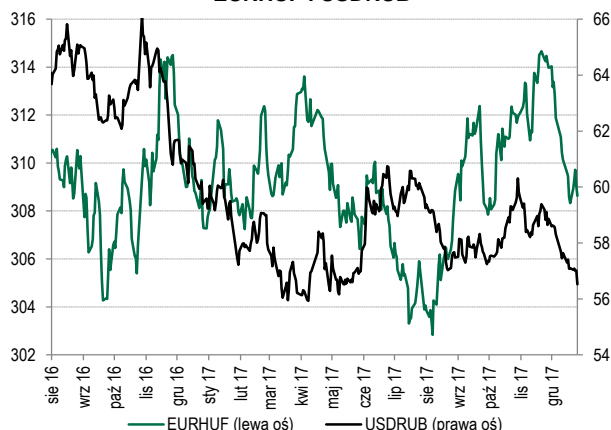
USDPLN i GBPPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



## Kolejne gołębie dane z Polski na horyzoncie

- EURPLN wzrósł po trzech kolejnych tygodniach spadków i odbił przejściowo powyżej 4,19. Rynek nie zareagował ani na zmiany w rządzie, ani na wydzwięk posiedzenia RPP i wygląda na to, że kluczowy wpływ na wzrost EURPLN miało umocnienie dolara w pierwszej części tygodnia. USDPLN nie uległ zmianie w tygodniowym rozrachunku – wzrost do 3,52 został zniwelowany i kurs powrócił do ok. 3,43.
- W zeszłym tygodniu korelacja EURPLN i EURUSD pozostała silna i zakładamy, że w najbliższych tygodniach sytuacja nie ulegnie zmianie.
- W tym tygodniu poznamy ważne dane z Polski oraz z USA. Nasza prognoza nadwyżki na rachunku obrotów bieżących w listopadzie jest wyższa od konsensusu, ale w ostatnim czasie odczyt ten stracił na znaczeniu i nie sądzimy, by wpłynął trwale na rynek. Z drugiej strony, w piątek opublikowana zostanie grudniowa produkcja przemysłowa, która naszym zdaniem może trochę rozczarować i dołączyć do gołębiego zestawu w składzie grudniowy CPI oraz wydzwięk posiedzenia RPP i w efekcie lekko ciężcy złotemu. Dodatkowo, jeśli kolejne dane z USA będą mocne, to dolar mógłby się umocnić wywierając presję na waluty z rynków wschodzących, w tym złotego.
- W zeszłym tygodniu EURPLN testował pierwszy opór na 4,19 i naszym zdaniem jest to pierwszy poziom do obserwacji.

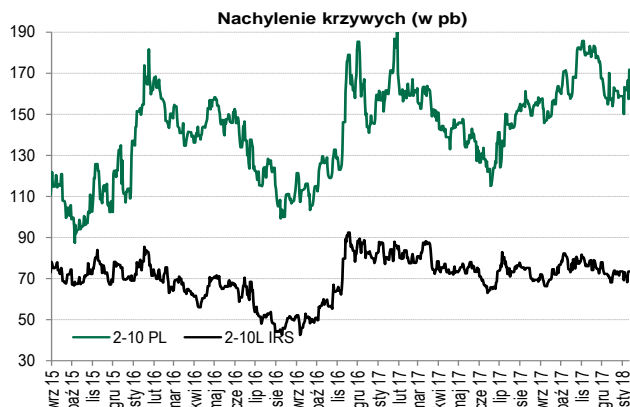
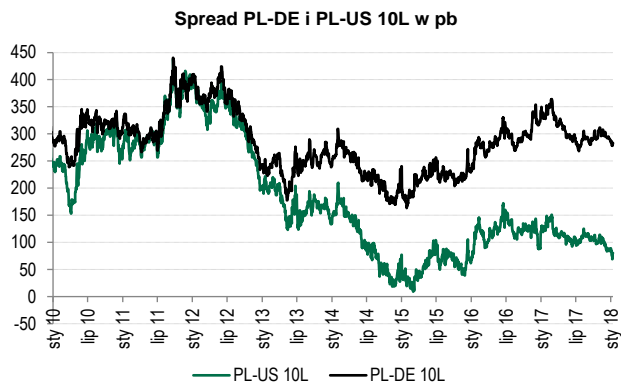
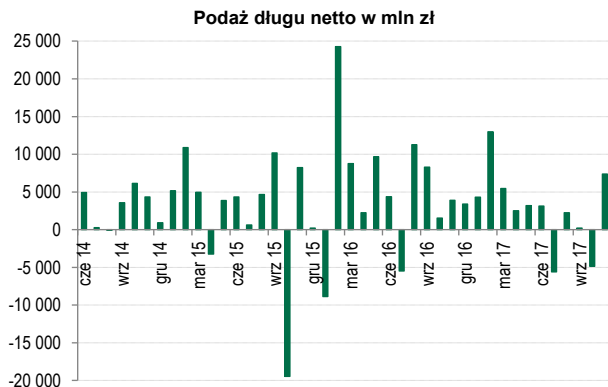
## Euro najmocniejsze do dolara od 2015

- EURUSD rósł czwarty tydzień z rzędu. Mocne dane ze strefy euro, doniesienia mediów odnośnie do możliwego wzrostu udziału euro w rezerwach walutowych Chin, jastrzębi ton protokołu z ostatniego posiedzenia EBC oraz wzrost szans na utworzenie nowego rządu w Niemczech pchnęły EURUSD do 1,213, tj. najwyższego poziomu od początku 2015.
- W tym tygodniu uwaga inwestorów może się zwrócić w stronę danych z USA. Biorąc pod uwagę ostatnie wzrosty EURUSD, sądzimy, że jest większy potencjał do spadku kursu po silnych danych niż do dalszego wzrostu w reakcji na odczyty poniżej konsensusu.

## Korona i forint stabilne, rubel zyskuje do dolara

- EURCZK i EURHUF nie uległy dużym zmianom, a USDRUB spadł poniżej wrześniowego dołka na 56,7 osiągając 56,5, tj. najniższy poziom od czerwca. Rubel umocnił się do dolara dzięki drożejącej ropie i wzrostowi EURUSD.
- W tym tygodniu nie poznamy żadnych ważnych danych z Węgier i Czech, w Rosji opublikowane zostaną inflacja oraz dane o handlu zagranicznym. Wydaje się jednak, że kluczowe dla USDRUB pozostaną trendy na rynkach surowców oraz notowania dolara na świecie. Dołek z 2017 na ok. 55,66 to ważny poziom dla USDRUB na najbliższe tygodnie.

## Rynek stopy procentowej – BoJ i EBC pchnęły krzywe w górę



### Banki centralne pchnęły rentowności w górę

Miniony tydzień upłynął pod znakiem wzrostów dochodowości na globalnych i krajowym rynku długu. Za większą część ruchu w górę odpowiadały informacje płynące z banków centralnych. Na początku tygodniu przysłała informacja o ograniczeniu zakupów obligacji przez Bank Japonii (BoJ). W drugiej części tygodnia presję na wzrost rentowności wywierał jastrzębi ton minutes EBC. W efekcie, dochodowości 10L papierów niemieckich i amerykańskich wzrosły po około 7 pb. W przypadku krajowego długu ruch był nieco większy i wyniósł 10 pb w segmencie 5-10L. Krótki koniec krzywej praktycznie nie zareagował (przesunięcie wyniosło 2 pb w górę), co było pochodną bardzo łagodnego tonu konferencji RPP.

### Krajowa krzywa będzie spychana w dół

W tym tygodniu spodziewamy się presji na spadki dochodowości obligacji, silniejszej na krótkim końcu i w środku krzywej. Wsparciem dla tych zmian powinna być spodziewana seria słabszych danych z kraju. Inwestorzy z uwagą będą obserwować dane inflacyjne, które powinny potwierdzić wciąż niski poziom inflacji bazowej w grudniu. W dalszej części tygodnia poznamy dane o produkcji przemysłowej, które także nie powinny zachęcać do wyprzedzenia krajowego długu. Według naszych prognoz, dynamika produkcji przemysłowej wyhamowała w grudniu do 2,2% r/r (wobec konsensusu 2,8% r/r). Dodatkowo, na inwestorów powinien zadziałać efekt „nominalnego” spadku dynamiki produkcji z 9,1% w listopadzie. Efekt ten w większości wynika z różnicy w liczbie dni roboczych, jednak dla części „mniej zorientowanych” inwestorów może być powodem do zignorowania uwag S&P o przegrzaniu polskiej gospodarki. Wraz z danymi o produkcji przemysłowej poznamy odczyt sprzedaży detalicznej, który może nie być już tak wspierający dla obligacji. Spodziewamy się bowiem wyraźnie wyższej niż konkurencja dynamiki sprzedaży w grudniu (10,0% r/r, vs. średnia oczekiwań rynkowych 5,8%).

### Długi koniec pozostanie na podwyższonym poziomie

W dalszym ciągu sądzimy, że krótki koniec krzywej wspierany przez niską podaż obligacji netto, której można spodziewać się w drugiej połowie miesiąca. Zgodnie z deklaracją Ministerstwa Finansów, na aukcji na koniec stycznia zostaną zaoferowane obligacje za maksymalnie 9 mld zł wobec styczniowych wykupów na poziomie 8,6 mld zł. Pomimo to, długi koniec będzie poddany presji wzrostowej, z powodu wysokich poziomów rentowności na rynkach bazowych, po publikacji serii dobrych danych makro z Europy oraz wystaniu przez banki centralne z Europy i Azji jastrzębich sygnałów.

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 istnieje 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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)