

TYGODNIK EKONOMICZNY

22 – 28 stycznia 2018

Najważniejszym ruchem na rynkach w ostatnim tygodniu był wzrost dochodowości długich papierów na rynkach bazowych, który przeniósł się też na Polskę. Inwestorzy zostali zaskoczone sygnałami z EBC nt. możliwej zmiany komunikacji zapowiadającej przyszły kształt polityki pieniężnej, zawartymi w grudniowych minutes. EURUSD pozostał powyżej 1,22, pomimo wypowiedzi ze strony członków EBC w stronę ograniczenia siły euro. Obfity zestaw polskich danych opublikowany w ubiegłym tygodniu nie wpłynął na złotego. Odczyty eksportu, importu oraz produkcji budowlanej okazały się lepsze od oczekiwań, podczas gdy produkcja przemysłowa i szczególnie sprzedaż detaliczna rozczarowały. W sumie grudniowe dane wspierają naszą prognozę mocnego wzrostu PKB w IV kw. 2017 r. (4,8% r/r). Place znów przyspieszyły powyżej 7% r/r potwierdzając narastanie presji na rynku pracy. Mimo to nie wydaje nam się, aby RPP była pod wrażeniem, a retoryka podczas ostatnich konferencji prasowych była raczej gołębia. Zakładamy, że narastanie inflacji bazowej w trakcie 2018 r. przywróci temat podwyżki stóp.

W tym tygodniu uwaga rynków skupi się na Europie: wstępnych wskaźnikach PMI za styczeń i posiedzeniu EBC. Minutes z poprzedniego posiedzenia zawierały jastrzębie akcenty i zapowiedź zmian w forward guidance już na początku 2018 r, mimo że program QE ma potrwać jeszcze do września. Wypowiedzi członków EBC pośrednio potwierdziły wolę przeformułowania pewnych zapisów. Posiedzenie EBC może podnieść zmienność na rynkach w tym tygodniu. Danych z Polski będzie mało i nie wpłyną one raczej na polskie aktywa i walutę.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	OSTATNIA		
				RYNEK	BZWBK	WARTOŚĆ
WTOREK (23 stycznia)						
11:00	DE	ZEW	I	pkt	-	89,3
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	XII	% r/r	4,4	4,2
ŚRODA (24 stycznia)						
09:30	DE	Wstępny PMI-przemysł	I	pkt	-	63,3
09:30	DE	Wstępny PMI-usługi	I	pkt	-	55,8
10:00	EZ	Wstępny PMI-przemysł	I	pkt	-	60,6
10:00	EZ	Wstępny PMI-usługi	I	pkt	-	56,6
10:00	PL	Stopa bezrobocia	XII	%	6,5	6,6
14:00	PL	Wskaźniki koniunktury GUS	I	pkt	-	6,5
16:00	US	Sprzedaż domów	XII	% m/m	-2,3	5,6
CZWARTEK (25 stycznia)						
PL Wykup obligacji WZ0118 (8,6 mld PLN)						
10:00	DE	Ifo	I	pkt	-	117,2
13:45	EZ	Decyzja EBC	25/01/2018	%	-	0,0
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	XII	% m/m	-7,9	17,5
PIĄTEK (26 stycznia)						
11:30	PL	Aukcja obligacji (5-9 mld PLN)			-	
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	XII	% m/m	0,9	1,3
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	IV kw.	% k/k	3,0	3,2

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

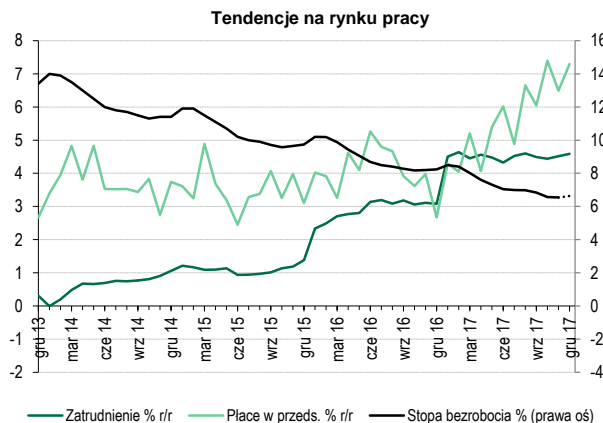
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

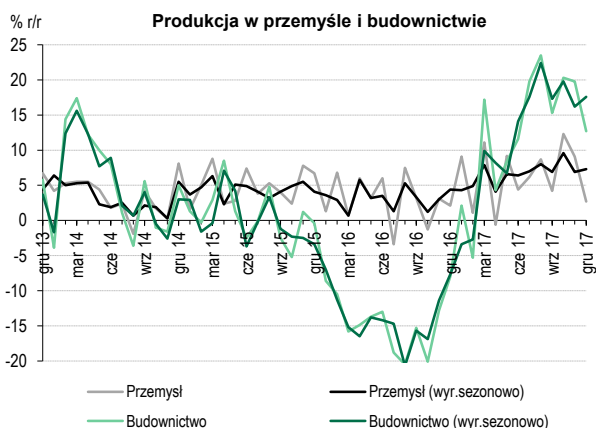
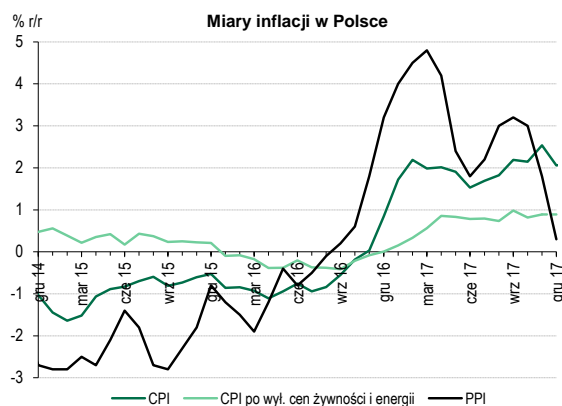
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – Podaż pieniądza, bezrobocie i wskaźniki koniunktury



- Kalendarz makro dla Polski jest dość lekki. Jest w nim kilka ciekawych pozycji, ale raczej bez znaczenia dla rynku.
- Wzrost pieniądza M3, depozytów i kredytów w grudniu nieco zapewne spowolnił. Był to głównie efekt walutowy. Oczekujemy szybszego wzrostu w kolejnych kwartałach.
- Naszym zdaniem stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w grudniu do 6,6%. Sądzymy, że przyrost liczby bezrobotnych był dla tego miesiąca najniższy od kiedy dostępne są porównywalne dane (początek lat 90-tych), co jest pochodną popytu na pracę i obniżki wieku emerytalnego. Nasza prognoza jest zgodna z danymi Ministerstwa Pracy, więc niespodzianka jest mało prawdopodobna.
- Spodziewamy się dalszej poprawy wskaźników koniunktury GUS. Biuletyn Statystyczny pozwoli z kolei przyrzeć się szczegółowym danym z rynku pracy.

Ostatni tydzień w gospodarce – Grudniowe dane wspierają prognozę silnego wzrostu PKB w IV kw.



- CPI wyniósł w grudniu 2,1% r/r wobec 2,0% r/r we wstępnym odczycie. Spadek wobec listopadowego 2,5% r/r wynikał przede wszystkim z wysokiej bazy w żywności i paliwach. Inflacja bez cen żywności i energii wyniosła 0,9% r/r. Według nas, w nadchodzących miesiącach inflacja pozostanie w przedziale 2,0-2,5% r/r przy istotnych zmianach strukturze – z malejącym udziałem żywności oraz paliw i rosnącym składników bazowych (prognozujemy, że na koniec 2018 inflacja bazowa wyniesie 2%).
- Dane o rynku pracy były powyżej prognoz. Wzrost płac przyspieszył w grudniu do 7,3% r/r z 6,5% r/r a zatrudnienia do 4,6% r/r z 4,5%. Przyspieszenie płac miało miejsce pomimo niższej liczby dni roboczych w ujęciu r/r i było zgodne z naszą tezą, że sytuacja rynku pracy generuje presję płacową.
- Wynik rachunku C/A był dodatni w listopadzie. Import i eksport rosły w szybszym niż oczekiwano tempie, ale to głównie wysoki import był niespodzianką. 12-miesięczny deficyt C/A ustanowił nowy rekord: 0,3% PKB.
- W grudniu sprzedaż detaliczna wzrosła o 5,2% r/r, wyraźnie poniżej prognoz. Naszym zdaniem, spowolnienie wobec listopada (8,8% r/r) wynikało głównie z efektu dni roboczych (-2 r/r). Spowolnienie dóbr trwałego użytku wynika z faktu, że wiele osób mogło korzystać z listopadowych wyprzedaży.
- Produkcja przemysłowa urosła w grudniu o 2,7% r/r, nieco niżej od oczekiwań (3,5%), ale lepiej od naszej prognozy (2,2%). Produkcja odsezonowana wzrosła o 7,3% r/r, zgodnie z trendem z II poł. 2017 i potwierdza solidne tempo wzrostu w sektorze. Budownictwo zaskoczyło w górę wynikiem 12,7% r/r wobec oczekiwań 11,6% r/r i naszej prognozy 10,2%. Uważamy ten wynik za potwierdzenie przyspieszenia inwestycji w IV kw.
- Grudniowe dane wspierają naszą prognozę mocnego wzrostu PKB w IV kw. 2017 r. (4,8% r/r).

Cytat tygodnia – Niższa inflacja zabiera argumenty

Grażyna Ancyparowicz, członkini RPP, Reuters, 17 stycznia

Jeżeli nie pojawiają się żadne sygnały, że mamy wybujałą akcję kredytową, a nie na to nie wskazuje, i w tej chwili wszystkie impulsy inflacyjne będą albo efektem bazy, albo efektem działania czynników niezależnych (...), to jest bardzo prawdopodobne, że te stopy będą jeszcze przez cały ten rok na tym poziomie mniej więcej, co są.

Eugeniusz Gatnar, członek RPP, Reuters, 17 stycznia

Moje argumenty przemawiające za zaostrzeniem polityki monetarnej już w I kw. 2018 osłabły w związku z głębszym niż zakładałem wyhamowaniem inflacji w grudniu. Jeżeli ścieżka marcowej projekcji potwierdzi, że w 2019 będziemy mieli spowolnienie PKB i wzrost inflacji, to moim zdaniem na podwyżkę stóp należałoby się zdecydować w tym roku. Jeśli natomiast pokaże, że PKB wcale nie hamuje, a inflacja nie przyspiesza, to uważam, że z decyzją o podwyżkach stóp można poczekać np. na kolejną projekcję. Choć faktycznie gospodarka wygląda na zrównoważoną, to musimy uważać, żeby nie przeoczyć momentu, kiedy trzeba będzie podjąć decyzje o zaostrzeniu polityki monetarnej

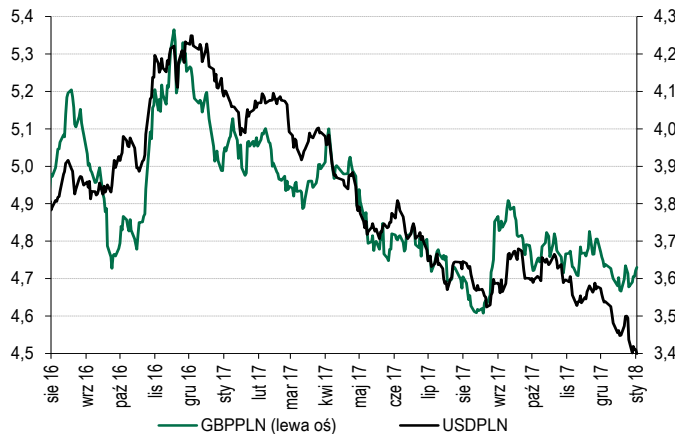
Sądzymy, że przy inflacji oscylującej przez większą część roku poniżej 2,5% r/r RPP jeszcze długo może trzymać się nastawienia „wait-and-see”. Choć w trakcie ostatniej konferencji prasowej Eugeniusz Gatnar powiedział, że jest gotowy tolerować wzrosty CPI powyżej 3%, to było to obarczone warunkiem, że struktura inflacji nie ulegnie zmianie (tj. wkład komponentów bazowych pozostanie niski). Naszym zdaniem, udział czynników bazowych będzie jednak stopniowo rósł w 2018 r., dzięki czemu w połowie roku „jastrzębie” mogą ponownie próbować zbudować większość za podwyżką. Jeśli ceny ropy nie cofną się z 3-letnich szczytów, zmiana nastawienia może nastąpić wcześniej. Biorąc jednak pod uwagę gołębią retorykę RPP na ostatniej konferencji, wygląda na to, że jedynie duży zestaw bardzo pozytywnych danych mógłby zmienić nastawienie Rady. Podtrzymujemy naszą prognozę, że pod koniec 2018 możliwa jest podwyżka stóp NBP o 25 pb.

Rynek walutowy – Czekając na EBC

EURPLN



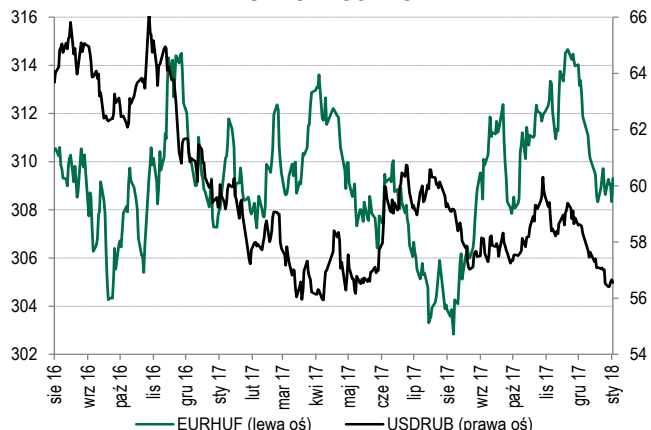
USDPLN i GBPPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



EURPLN w ślad za EURUSD

W zeszłym tygodniu EURPLN nie uległ istotnym zmianom i wahał się wokół 4,17. Polskie dane miały mieszany wydźwięk – nadwyżka na rachunku obrotów bieżących rozczarowała, a dynamika płac i zatrudnienia zaskoczyła na plus. Nastrój na globalnym rynku był pozytywny, ale przejściowe umocnienie dolara na świecie powstrzymało złoto przed skorzystaniem z podwyższonego popytu na ryzykowne aktywa. Kurs USDPLN spadł piąty tydzień z rzędu, ale skala ruchu była mniejsza niż w poprzednich tygodniach. GBPPLN oraz CHFPLN pozostały relatywnie stabilne.

W tym tygodniu uwaga inwestorów może przenieść się na wydarzenia europejskie – poznamy wstępne styczniowe PMI dla przemysłu, a EBC zdecyduje o stopach procentowych.

Ton protokołu z ostatniego posiedzenia EBC był jastrzębi, ale nie wpłynęło to negatywnie na notowania walut CEE i korelacja EURPLN z EURUSD okazała się istotniejsza. Jak piszemy poniżej, sądzimy że wynik posiedzenia EBC może wyrzucić presję na spadek EURUSD, co z kolei mogłoby pchnąć EURPLN w górę przy założeniu, że korelacja utrzyma się.

Nie sądzimy, by w tym tygodniu pojawiły się jakieś czynniki wewnętrzne, które mogłyby być ważne dla złota.

EBC może pchnąć EURUSD w dół

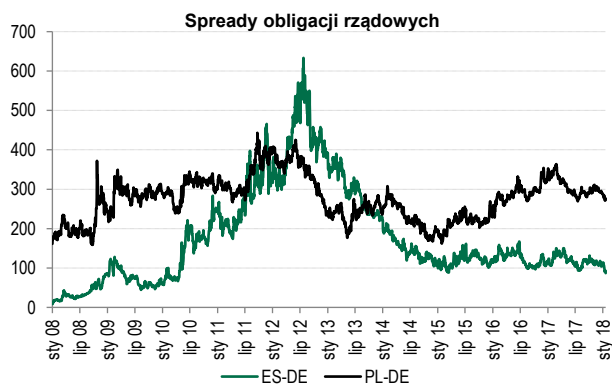
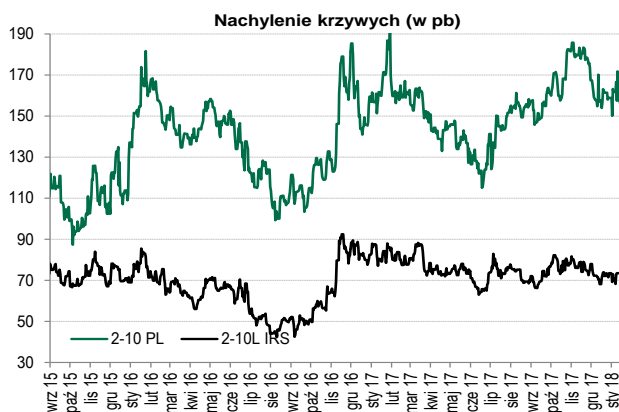
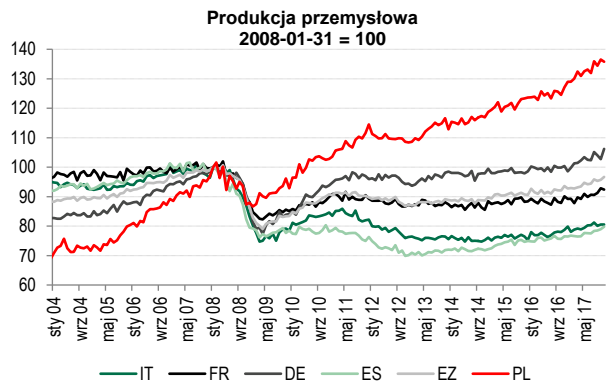
EURUSD przebił przejściowo 1,23 w reakcji na doniesienia o postępie w rozmowach koalicyjnych w Niemczech i słowa kilku członków EBC. Euro nie zdołało jednak utrzymać zysków, bowiem inni przedstawiciele banku centralnego werbalnie starali się osłabić wspólną walutę mówiąc, że wpływa ona na inflację. W efekcie, EURUSD zakończył tydzień blisko 1,22.

Zeszłotygodniowe próby werbalnych interwencji zmierzających do zatrzymania aprecjacji euro sprawiają, że zakładamy, że ton komunikatu i przekaz na konferencji prasowej nie będą zbyt jastrzębi. W efekcie, wynik posiedzenia EBC może pchnąć EURUSD w dół. Dodatkowo, indeksy PMI dla przemysłu strefy euro i Niemiec są na rekordowo wysokich poziomach i rynek wycenił już dużą część z poprawy sytuacji gospodarczej. W rezultacie, ewentualna korekta PMI – która nie powinna być zaskoczeniem po tak silnym odbiciu koniunktury obserwowanym w poprzednich miesiącach – może być impulsem do spadku EURUSD. W naszej ocenie, spadek kursu może być większy w przypadku rozczarowania, niż wzrost w przypadku odczytu powyżej konsensusu.

Korona zyskuje dzięki perspektywie podwyżek stóp

W przypadku innych walut CEE, forint pozostał stabilny do euro, rubel osłabił się nieznacznie do dolara po umocnieniu amerykańskiej waluty na świecie i przerwie we wzrostach cen ropy. Tymczasem korona zyskała do euro i EURCZK spadł do 25,36 przebijając dołek z 2017 i osiągając najniższy poziom od marca 2013. Korona zignorowała brak uzyskania wotum zaufania przez nowy mniejszościowy rząd (czego wszyscy się spodziewali) i skorzystała z jastrzębiej wypowiedzi członka tamtejszego banku centralnego, Wojtecha Bendy, który powiedział, że możliwe są szybsze podwyżki stóp.

Rynek stopy procentowej – Nowe nastawienie w polityce pieniężnej



Krzywa rentowności stromiej w ślad za rynkami bazowymi

Na przestrzeni ostatniego tygodnia mieliśmy do czynienia z przeceną długiego końca i środka krzywej oraz spadkiem dochodowości krótkiego końca krzywej. Źródłem przeceny długu w segmencie 5-10L były rynki bazowe długu, gdzie dochodowości rosły (warto zauważyć, że jednocześnie rosły ceny obligacji krajów peryferii strefy euro). W przypadku krótkiego końca zniżki były reakcją na spodziewany w tym tygodniu wykup obligacji WZ0118.

EBC w centrum uwagi

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem będzie konferencja EBC, na której inwestorzy oczekują wskazania kierunku dla kolejnych działań banku po ostatnich wypowiedziach jego przedstawicieli. W końcówce tygodnia uwaga inwestorów będzie koncentrować się na wykupie i aukcji długu.

11 stycznia zostały opublikowane minutes z grudniowego spotkania EBC, gdzie bank sugerował konieczność dostosowania języka komunikacji z rynkami do lepszych danych makro. Jednocześnie słyszeliśmy wypowiedzi niektórych członków EBC, które sugerowały, że na styczniowej konferencji bank dokona zmiany języka dotyczącego przyszłego nastawienia w polityce pieniężnej na mniej gołębi.

Naszym zdaniem możemy mieć do czynienia z podobną sytuacją jak we wrześniu zeszłego roku, gdy umacniający się EURUSD zmusił EBC do złagodzenia jastrzębiego komunikatu gołębim komentarzem na konferencji prasowej. Tym samym uważamy, że wysoko ustawione oczekiwania w postaci podwyższonych dochodowości długu ulegną po konferencji EBC korekcie, która dotknie dług krajów Eurostrefy i w konsekwencji polskie obligacje z długiego końca krzywej.

Aukcja obligacji

W czwartek czeka nas wykup obligacji WZ0118 w kwocie 8,61 mld PLN. W piątek będzie miała miejsce druga w tym roku regularna aukcja długu z zapowiedzianą podażą na poziomie 5-9 mld PLN. Na aukcji ministerstwo zamierza sprzedać papiery zerokuponowe OK0720, stało-kuponowe PS0123 i WS0428 oraz zmienno-kuponowe WZ1122 i WZ0528. MF zastrzega sobie możliwość wystawienia na aukcji innych serii WS lub IZ (indeksowane inflacją). Spodziewamy się, że około 50% sprzedaży będą stanowiły papiery serii WS.

Efekt netto tej operacji powinien dać nie więcej niż dodatkowe 0,4 mld PLN obligacji na rynku (przy założeniu, że ministerstwo dotrzyma deklaracji maksymalnej oferty na aukcji tj. 9 mld PLN). W konsekwencji spodziewamy się korekty krzywej dochodowości w dół na całej jej długości, silniejszej w krótkim końcu i środku krzywej.

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