

TYGODNIK EKONOMICZNY

29 stycznia – 4 lutego 2018

Nastroje rynkowe były dość dobre w zeszłym tygodniu: giełdy dalej zyskiwały, waluty gospodarek wschodzących umacniały się, a ceny instrumentów dłużnych spadały. EURUSD wzrósł do 1,25, najwyższego poziomu od grudnia 2014. Wsparciem dla euro był EBC, który nie okazał się gołębi i nie zmienił swojej komunikacji z rynkiem. Z kolei dolar osłabił się ze względu na komentarz Stevena Mnuchina, który podkreślił korzyści ze słabszej waluty, oraz rozczarowujące dane o wzroście PKB w USA. W Polsce złoty zyskał dzięki dobrym nastrojom i komentarzowi Adama Glapińskiego, które naszym zdaniem zostały błędnie odczytane jako jastrzębie.

W tym tygodniu poznamy trochę ważnych danych: ostateczne odczyty PMI, zatrudnienie poza rolnictwem w USA i krajowy PKB za 2017 r. Wstępne PMI dla Niemiec i strefy euro obniżyły się i rynek będzie bacznie obserwował czy finalny odczyt potwierdzi ten ruch. Słabe dane z Europy mogłyby opóźnić zacieśnienie polityki przez EBC. Polski roczny PKB pozwoli zrewidować prognozy na IV kw. 2017 r., kiedy wzrost gospodarczy był bliski 5%. Posiedzenie FOMC to kolejne ważne wydarzenie. O ile nie spodziewamy się istotnych zmian, to będzie to pożegnalne spotkanie Janet Yellen. Dobre dane makro z Polski mogą być wsparciem dla krajowych aktywów.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	BZWBK	OSTATNIA WARTOŚĆ
PONIEDZIAŁEK (29 stycznia)							
14:30	US	Wydatki osobiste	XII	% m/m	0,5	-	0,6
14:30	US	Dochody osobiste	XII	% m/m	0,3	-	0,3
WTOREK (30 stycznia)							
10:00	PL	Wstępny PKB	2017	% r/r	4,5	4,5	2,9
11:00	EZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	2,7	-	2,8
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,9	-	0,9
16:00	US	Indeks Conference Board	I	pkt	123,1	-	122,1
ŚRODA (31 stycznia)							
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	I	% r/r	1,2	-	1,4
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	XII	%	8,7	-	8,7
14:15	US	Raport ADP	I	tys.	190	-	250
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	XII	% m/m	0,5	-	0,2
20:00	US	Decyzja FOMC		%	1,25-1,50	-	1,25-1,50
CZWARTEK (1 lutego)							
09:00	PL	PMI przemysł	I	pkt	55,2	55,4	55,0
09:55	DE	PMI przemysł	I	pkt	61,2	-	61,2
10:00	EZ	PMI przemysł	I	pkt	59,6	-	59,6
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,8	-	0,5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	235	-	233
16:00	US	ISM przemysł	I	pkt	59,0	-	59,7
PIĄTEK (2 lutego)							
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	I	tys.	187	-	148
14:30	US	Stopa bezrobocia	I	%	4,1	-	4,1
16:00	US	Indeks Michigan	I	pkt	95,0	-	94,4
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	XII	% m/m	0,5	-	1,3

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

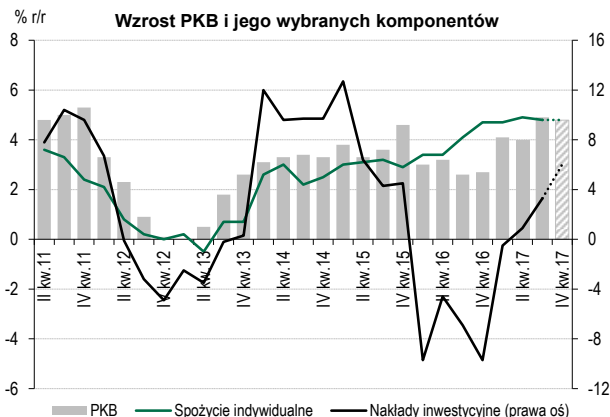
DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

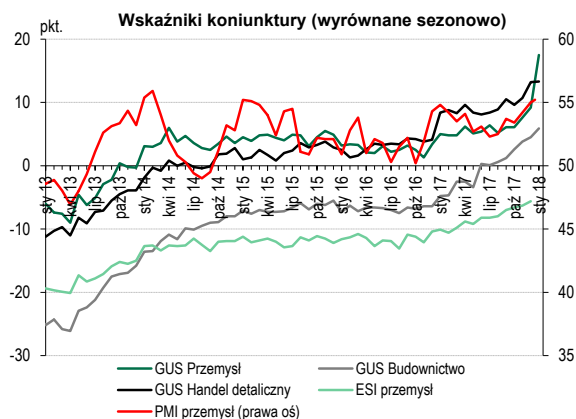
Wydarzenia najbliższego tygodnia – Roczny PKB i indeks PMI



- Roczne dane o PKB będą szansą aby dowiedzieć się więcej o wzroście gospodarczym w IV kw. 2017 r. Spodziewamy się rocznego wyniku 4,5%, z czego będzie wynikać odczyt dla IV kw. na poziomie 4,7-5,0% r/r. Ważną statystyką będą inwestycje. Roczny wzrost powyżej 2,5% będzie oznaczał, że pod koniec roku ożywienie w inwestycjach zyskało na sile. Wynik powyżej 3,5% będzie wskazaniem już dość wyraźnego odbicia. Naszym zdaniem koniunktura gospodarcza pozostanie korzystna także w 2018 r.

- Wskaźniki koniunktury GUS zanotowały w styczniu skok w wartości zamówień i wzrost presji na rynku pracy (patrz poniżej). Niemiecki Ifo wzrósł do rekordowego poziomu 117,6 pkt. Z drugiej strony wstępne indeksy PMI dla Niemiec i strefy euro obniżyły się. W związku z tym spodziewamy się jedynie lekkiego wzrostu PMI dla Polski w styczniu 2018 r.

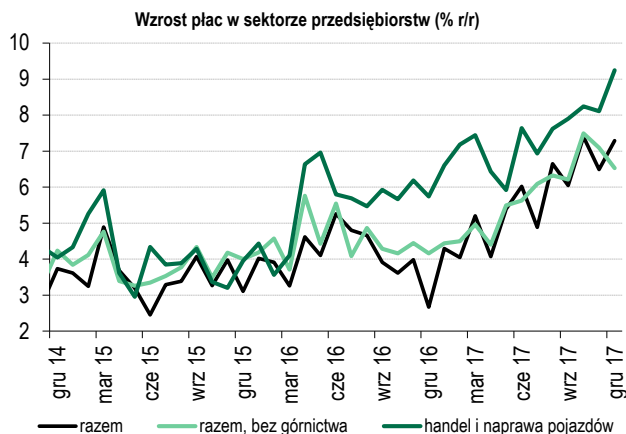
Ostatni tydzień w gospodarce – Skok ocen koniunktury, płace podbite przez górnictwo



- Podaż pieniądza M3 wzrosła w grudniu o 4,6% r/r wobec 4,5% r/r w listopadzie. Dane z rynku depozytów pokazały kontynuację lekkiego spowolnienia. Wyjątkiem były depozyty niemonetarnych instytucji finansowych, które urosły o ok. 3 mld zł m/m. Po stronie kredytów na uwagę zasługuje przyspieszenie kredytów konsumpcyjnych do ok. 8% r/r oraz spadek kredytów hipotecyjnych o 1,5% r/r, co jednak jest spowodowane głównie umocnieniem złota pod koniec roku (wzrost oczyszczony z efektów kursowych to ok. 3,5% r/r – podobnie jak wcześniej). Kredyty dla firm zanotowały przyspieszenie w segmencie bieżącym (do 8,4% r/r) i inwestycyjnym (12,6% r/r).

- W styczniu 2018, wyrównane sezonowo wskaźniki koniunktury GUS zanotowały poprawę we wszystkich sektorach, przy czym w przetwórstwie i w branży hotelowo-gastronomicznej były to jedne z najsilniejszych wzrostów w historii. Wskaźnik koniunktury w przemyśle podskoczył z 9,2 do 17,5 pkt., najwyższego poziomu od kwietnia 2008, przy mocnej poprawie wszystkich komponentów. Wysokie odczyty wskazują na mocny początek roku pod względem aktywności w krajowej gospodarce, pomimo narastających problemów z niedoborem pracowników. Należy się zatem spodziewać, naszym zdaniem, mocnych odczytów produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej w styczniu.

- Szczegółowe dane o płacach pokazały, że wyniki za grudzień (7,3% r/r) zostały podbite przez wypłaty okolicznościowe w górnictwie. Górnictwo wniosło do wzrostu płac 1,3 punktu procentowego – najwięcej od lutego 2013 r. Wzrost płac w pozostałych sektorach wyniósł średnio 6,5% r/r, czyli mniej niż w listopadzie (7,1% r/r). Spowolnienie to nie oznacza jednak naszym zdaniem spadku presji płacowej, a raczej jest związane z ujemnym efektem dni roboczych, który obniżył płace w sektorach częściej wykorzystujących pracę na akord (np. w przetwórstwie). Na uwagę zasługuje wzrost płac w handlu, który przyspieszył do 9,2% r/r i był najwyższy od połowy 2008 r.



Cytat tygodnia – Nie rozmawiamy o stopach procentowych

Adam Glapiński, prezes NBP, PAP, 23 stycznia

Od Narodowego Banku Polskiego nikt niczego nie chce. Członkowie Rady Polityki Pieniężnej spotykają się i rozmawiają o światowej biedzie, o globalnej sytuacji. Ale w ogóle nie rozmawiamy o stopach procentowych.

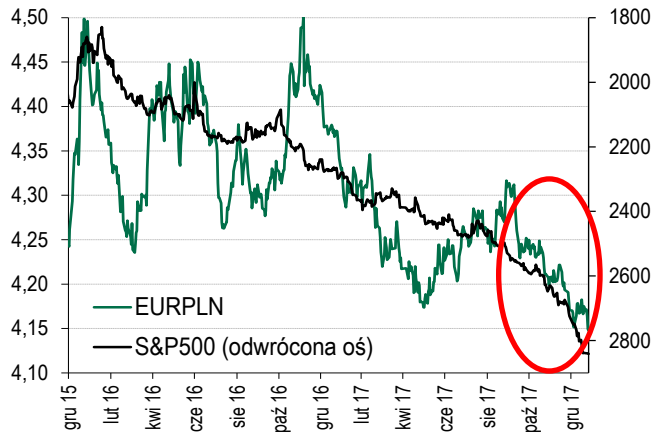
PAP, 24 stycznia

Przewiduję, że do końca 2018 roku stopy proc. nie będą musiały być podnoszone. Jeśli w przyszłości, w przyszłym roku, będą podnoszone, to znaczy, że gospodarka będzie się dobrze rozwijać i że nastąpi pewna sytuacja - czy to wzrost płac będzie za szybki ze względu na pewne elementy czy wzrost cen nastąpi z innych powodów kosztowych, bo np. niepokojąco zaczyna rosnąć cena ropy. Tylko takie powody, ale wewnętrznych przyczyn istotnych nie ma. Oczywiście jak się okaże, że sytuacja tego wymaga, za kilka kwartałów, bo tak to planujemy, to nie będziemy się wahać zmieniać poziomu stóp.

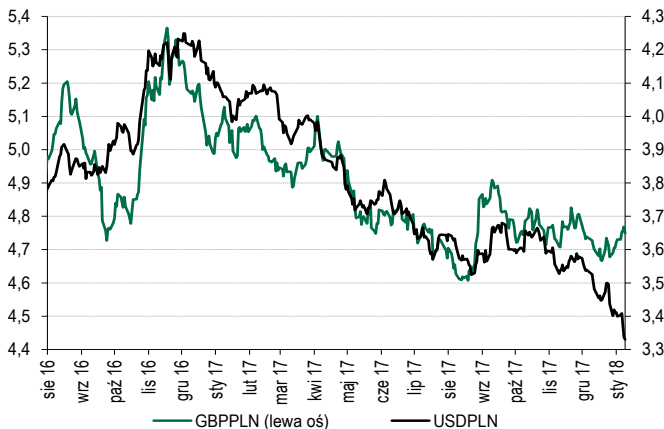
Adam Glapiński, prezes NBP, powiedział na konferencji w Davos, że członkowie RPP w ogóle nie rozmawiają o stopach procentowych. O ile naszym zdaniem jest to oczywiście hiperbola, to jednak dobrze obrazuje przekonanie prezesa Glapińskiego, że stóp w Polsce nie należy zmieniać w horyzoncie kilku kwartałów. Kolejny komentarz prezesa Glapińskiego o możliwych podwyżkach w 2019 r. może zdawać się sprzeczny z wcześniejszą wypowiedzią i został przez inwestorów odebrany jastrzębio, ale naszym zdaniem tak nie jest. Zwłaszcza w zestawieniu w oczekiwaniach rynku, który wycenia pierwszą podwyżkę w styczniu 2019 r. i drugą w lipcu 2019 r. Jesteśmy w każdym razie zaskoczeni argumentacją prezesa NBP, który sugeruje, że wzrost płac to nie jest wewnętrzna przyczyna inflacji. Spodziewamy się, że szybki wzrost płac oraz wzrost inflacji bazowej przekonają bankierów centralnych do podwyżek stóp na przełomie 2018 i 2019 r.

Rynek walutowy – Uwaga zwraca się na USA

EURPLN i S&P500



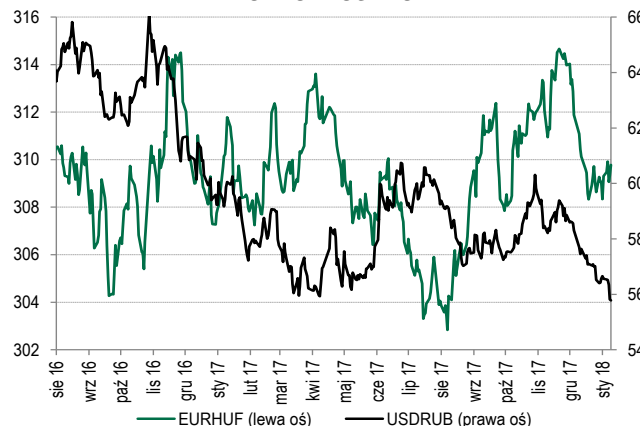
USDPLN i GBPPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



EURPLN w ślad za EURUSD i cenami akcji

W zeszłym tygodniu złoty zyskał do euro i dolara oraz stracił do funta i franka szwajcarskiego. EURPLN spadł do ok. 4,14 (testując tegoroczny dołek) w reakcji na jastrzębią wypowiedź prezesa NBP, wzrosty EURUSD oraz dobry nastrój na świecie. USDPLN spadł do 3,31, najniższej od października 2014.

Ostatnie tygodnie pokazały, że wzrosty EURUSD i indeksów giełdowych istotnie wpływają na EURPLN. Do tej pory, ok. 25% spótek z indeksu S&P500 opublikowało wyniki finansowe za IV kw. 2017, z czego 75% zaskoczyło pozytywnie. Nic dziwnego więc, że indeksy giełdowe w USA pozostają blisko rekordowych poziomów. Trend na tych rynkach pozostanie zapewne jednym z kluczowych czynników wpływających na EURPLN.

W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA, w tym raport z rynku pracy za styczeń, a FOMC ogłosi decyzję ws. stóp. Tak jak piszemy poniżej, sądzimy, że EURUSD jest za wysoko i w kolejnych tygodniach kurs może spadać.

Odnosnie krajowych danych, pokażą one naszym zdaniem pozytywny obraz polskiej gospodarki. Odczyt wstępnego PKB za 2017 powyżej konsensusu nie zaskoczy nas, a indeks PMI może odbić podążając za pozostałymi miarami nastroju jakie poznaliśmy w mijającym tygodniu. Sygnały z kraju mogą więc wyrzucić presję na spadek EURPLN jeśli dobry nastrój utrzyma się na globalnym rynku.

EURUSD w górę szósty tydzień z rzędu

Mijający tydzień będzie zapewne szóstym z rzędu kiedy kurs EURUSD wzrośnie. Głównymi czynnikami pchającymi go w ostatnich dniach powyżej 1,25 były wypowiedzi polityków oraz wynik posiedzenia EBC.

EBC nie zmienił parametrów polityki pieniężnej i „forward guidance”. W porównaniu do poprzedniego komunikatu, pojawiło się stwierdzenie, że zmiany na rynku walutowym rodzą niepewność co do średnioterminowych perspektyw dla inflacji. Wydaje się, że po znacznej aprecjacji euro jaka miała miejsce w ostatnich tygodniach rynek oczekiwał bardziej zdecydowanego odniesienia do sytuacji na rynku walutowym. W efekcie, jedynie zwrócenie uwagi na umocnienie wspólnej waluty połączone z nadal pozytywnymi perspektywami gospodarczymi pchnęło EURUSD w górę. Sekretarz Skarbu USA Steven Mnuchin powiedział z kolei, że słaby dolar jest dobry dla amerykańskiej gospodarki.

W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA, w tym raport z rynku pracy za styczeń, a FOMC ogłosi decyzję ws. stóp. Kurs EURUSD rośnie już szósty tydzień z rzędu, a od początku listopada tylko trzy tygodnie zakończył spadkiem. 6- oraz 12-tygodniowe procentowe zmiany EURUSD osiągnęły poziomy w przeszłości zbiegające się przerwą/korektą w trwającym trendzie. Sądzimy, że EURUSD jest zbyt wysoko i w kolejnych tygodniach dolar może odrabiać straty.

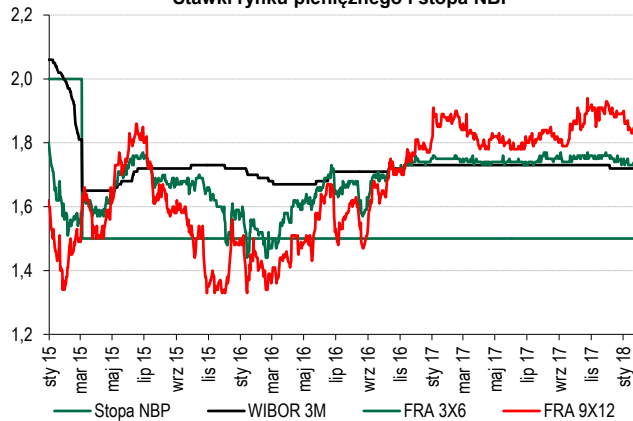
Czeskie wybory i decyzja banku centralnego Węgier

W ostatni weekend stycznia odbędzie się druga tura czeskich wyborów prezydenckich. Prezydent M.Zeman i J.Drahos mają podobne poparcie, a wynik wyborów istotnie wpłyną na premiera A.Babisa, którego mniejszościowy rząd nie otrzymał wotum zaufania i ma czas na poszukiwanie koalicjanta. Zeman ma zamiar ponownie wyznaczyć Babisa na premiera, ale Drahos jest przeciwko tej kandydaturze. Wygrana Drahosy mogłaby skomplikować tworzenie nowego rządu. Wydarzenia polityczne mogą przesłonić kolejną podwyżkę stóp, której rynek oczekuje w tym tygodniu.

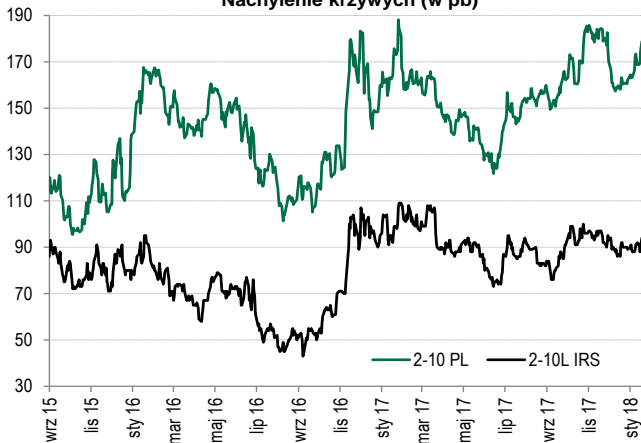
We wtorek decyzję ws. stóp podejmie bank centralny Węgier. Sądzimy, że ostatnia wyraźna aprecjacja forinta może skłonić tamtejszych bankierów centralnych do złagodzenia retoryki.

Rynek stopy procentowej – Uwaga na dane z Polski i USA

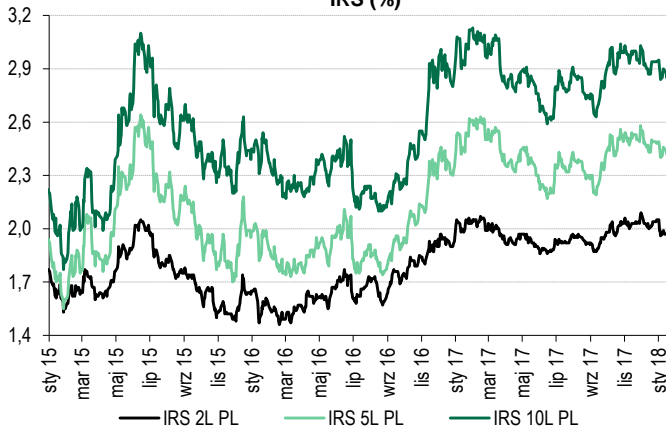
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



Nachylenie krzywych (w pb)



IRS (%)



EBC pchną rentowności w górę

Na przestrzeni ostatniego tygodnia mieliśmy do czynienia z wyprzedzą segmentu 5-10L (wzrost rentowności o 7-9 pb), oraz poprawą wycen w krótkim końcu krzywej (spadek rentowności o 3 pb). Jednocześnie krzywa IRS podniosła się o 15 pb w segmencie 5-10L i 6 pb w krótkim końcu krzywej. Zmiany te były pochodną wzrostów dochodowości na rynkach bazowych w oczekiwaniu na i w reakcji na konferencję EBC. Inwestorzy odebrali jej ton jako nie dość „gołębi” po tym jak w bieżącym i ostatnich tygodniach doszło do silnego umocnienia euro do dolara.

Aukcja

Na piątkowej aukcji Ministerstwo Finansów sprzedało dług za niespełna 7 mld zł, z czego niemal 47% stanowiły obligacje zmienokuponowe serii WZ1122 oraz WZ0528. Najwyższe wskaźniki popyt/podaż zarejestrowaliśmy dla zerokuponowych OK0720 1,7 i WZ0528 – 1,6. Średnia dla aukcji wyniosła 1,5, wobec 2,3 na poprzedniej aukcji.

PMI i PKB w centrum uwagi

W tym tygodniu kluczowe dla rynku długu będą publikacje danych o zatrudnieniu w sektorze pozarolniczym w USA oraz krajowe dane PMI za styczeń i wstępny odczyt PKB w 2017 roku.

Sądzymy, że w przypadku danych krajowych jest duża szansa na pozytywne zaskoczenie. W danych o PKB widzimy ryzyko wyższej niż oczekiwana dynamiki konsumpcji prywatnej, zaś w przypadku PMI silnych wzrostów nowych zamówień. Naszym zdaniem realizacja takiego scenariusza może oznaczać ryzyko dalszej przeceny segmentu 5-10L. Ponadto także w przypadku danych z USA powinniśmy mieć do czynienia z wynikiem nie gorszym od konsensusu. Zaplanowane na środę posiedzenie FOMC nie powinno wpłynąć na rynek (będzie to ostatnie spotkanie przed zmianą steru w Fed z Janet Yellen na Jerome'a Powella).

Nieco mniej miejsca na negatywnie zaskoczenie widzimy w przypadku najkrótszych papierów. Oczekujemy tu minimalnej przeceny, za sprawą spodziewanego przez nas wyższego niż poprzednie (i sugerującego utrzymywanie się napięć na rynku pracy) odczytu indeksu PMI. Wzrosty rentowności wspierać powinno też uzupełnienie wolumenu obligacji przez piątkową aukcję (7 mld zł), po czwartkowym wykupie WZ0118 (8,6 mld zł). Niskie poziomy Polonii oraz rosnący udział depozytów bieżących w sektorze bankowym powinien jednak stanowić skuteczny hamulec przed zbyt silnymi wzrostami.

W perspektywie najbliższych tygodni spodziewamy się kontynuacji przeceny długu, silniejszej w segmencie 5-10L. Sprzyjać temu powinna wyższa niż w styczniu podaż netto długu i nastroje na globalnych rynkach. Krótki koniec powinien pozostać względnie nisko wobec objawiającej się w niskich stawkach Polonii nadpłynności w sektorze bankowym.

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