

TYGODNIK EKONOMICZNY

5 – 11 lutego 2018

W ostatnim tygodniu poznaliśmy trochę dobrych danych z Polski. Wstępne dane o PKB w 2017 r. zaskoczyły w górę, a w IV kw. wzrost gospodarczy prawdopodobnie przekroczył 5% r/r. Badanie koniunktury NBP pokazało z kolei, że polskie firmy pozostają optymistyczne co do swojej sytuacji na początku 2018 r. Indeks PMI dla przetwórstwa nieco rozczarował ale pozostał powyżej 50 pkt, sugerując dobry klimat gospodarczy. Tym statystykom towarzyszyły gołębie wypowiedzi polskich bankierów, które nieco osłabiły złotego i wsparły polskie obligacje.

Na świecie miało miejsce pogorszenie nastrojów rynkowych. Indeksy giełdowe oddały część zysków a dochodowości obligacji ruszyły w górę po tym jak komunikat FOMC wybrzmiał bardziej jastrzębio niż w poprzednim miesiącu.

Mało w tym tygodniu publikacji danych. Naszym zdaniem wpływ na złotego (negatywny) będzie za to miało posiedzenie RPP. Jeśli chodzi o obligacje, ich zachowanie determinowane będzie gwałtownymi zmianami na globalnych rynkach.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	OSTATNIA			
				RYNEK	BZWBK	WARTOŚĆ	
PONIEDZIAŁEK (5 lutego)							
02:45	CH	PMI-usługi	I	pkt	53,5	-	53,9
09:55	DE	PMI-usługi	I	pkt	57,0	-	57,0
10:00	EZ	PMI-usługi	I	pkt	57,6	-	57,6
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	XII	% m/m	-1,0	-	1,5
16:00	US	ISM-usługi	I	pkt	56,5	-	56,0
WTOREK (6 lutego)							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	XII	% m/m	0,5	-	-0,4
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	3,3	-	8,5
ŚRODA (7 lutego)							
	PL	Decyzja NBP		%	1,50	1,50	1,50
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	XII	% m/m	-0,6	-	3,4
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	5,1	-	3,4
CZWARTEK (8 lutego)							
08:00	DE	Eksport	XII	% m/m	-0,7	-	4,1
11:30	PL	Aukcja obligacji					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	235	-	230
PIĄTEK (9 lutego)							
Brak ważnych wydarzeń							

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg, Parkiet

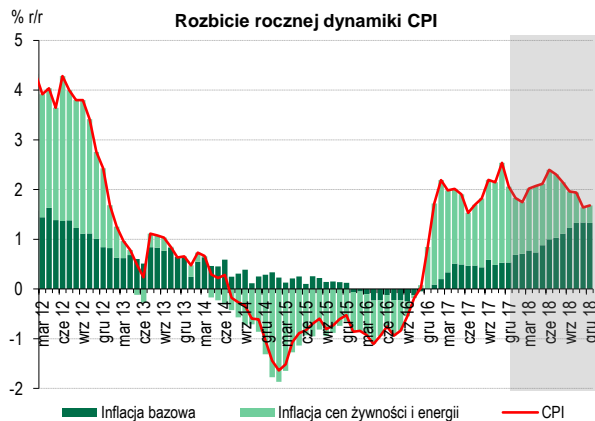
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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:

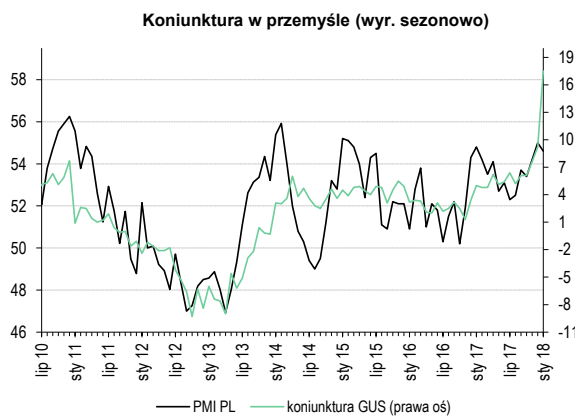
Poznań 61 856 5814/30
 Warszawa 22 586 8320/38
 Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – Czy przegapiliśmy zmianę nastawienia RPP?



■ Ostatnie wypowiedzi prezesa Glapińskiego - te z Davos i z konferencji RPP – wydawały się być ze sobą niespójne. Naszym zdaniem najbliższe posiedzenie Rady rzuci więcej światła na ewolucję poglądów prezesa NBP. Uważamy, że jego poglądy pozostały gołębie i będzie on podkreślał warunkowość potencjalnych podwyżek stóp w 2019 r. Także styczniowy protokół z posiedzenia RPP był potwierdzeniem gołębości bankierów centralnych i osłabienia obozu jastrzębi. Zgadujemy, że na posiedzeniu 7 lutego pojawi się Kamil Zubelewicz (który zdaje się trwać przy swoich jastrzębich przekonaniach) oraz Grażyna Ancyparowicz lub Jerzy Osiatyński (oboje są postrzegani jako neutralni ale jesienią wydawało się że mogą poprzeć zacieśnienie polityki w 2018 r.). Na razie zbyt mało wiemy o odbiciu inwestycji w IV kw., by zakładać jego wpływ na członków RPP.

Ostatni tydzień w gospodarce – PKB kończy 2017 r. w pięknym stylu



■ Wstępne dane o PKB za 2017 r. pokazały wzrost o 4,6%, powyżej naszej prognozy i konsensusu na 4,5% oraz wyniku 2,9% za 2016 r. Oszacowana na tej podstawie dynamika PKB w samym IV kw. to nieco ponad 5% przy założeniu braku rewizji danych za I-III kw. Inwestycje mogły wzrosnąć o 11,8%, wobec 3,3% za III kw i konsensusu rynkowego rzędu 6-7%. Konsumpcja prywatna wzrosła w tempie ok. 5%, jak oczekiwano.

■ Polski indeks PMI dla przemysłu zaczął rok spadkiem do 54,6 pkt z 55 pkt, poniżej konsensusu i naszych oczekiwań. Nadal jest to jednak wynik powyżej długoterminowej średniej. Ruch w styczniu wynikał z wolniejszego wzrostu produkcji przemysłowej, podczas gdy nowe zamówienia rosły najszybciej od trzech lat. Za to styczniowe wskaźniki ESI dla Polski pokazały wyraźną poprawę nastrojów w przemyśle i usługach (tak samo jak wskaźniki koniunktury GUS). Sądzymy, że PMI zostanie powyżej 50 pkt w kolejnych miesiącach, ale dalsze mocne wzrosty są mało prawdopodobne bowiem wykorzystanie mocy jest na wysokim poziomie i rosną trudności w znalezieniu pracowników.

■ Szybki monitoring NBP ze stycznia 2018 r. wskazał, że polskie przedsiębiorstwa były ogólnie dość optymistyczne na przełomie 2017 i 2018 r., choć spodziewają się lekkiego pogorszenia swojej sytuacji finansowej. Coraz więcej firm raportuje o problemach ze znalezieniem pracowników i o rosnącej dynamice kosztów pracy. Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych jest bardzo wysoki, np. 70% firm budowlanych zgłasza aktywność bliską pełnemu wykorzystaniu swoich możliwości, a głównym sposobem radzenia sobie z tym problemem jest rezygnowanie z części zamówień. W górę poszły także prognozy cen własnych oraz cen materiałów i surowców. Przedsiębiorstwa planują zwiększenie inwestycji, choć dotyczy to przede wszystkim sektora publicznego i firm korzystających ze środków unijnych.

Wzrost PKB i jego składowe (% r/r)

	2015	2016	2017	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
PKB	3,8	2,9	4,6	4,1	4,0	4,9	5,1
Popyt krajowy	3,3	2,2	4,7	3,9	5,5	3,9	5,3
Spożycie ogółem	2,8	3,4	4,2	3,7	4,2	4,1	5,0
Spożycie indywidualne	3,0	3,9	4,8	4,7	4,9	4,8	5,0
Spożycie publiczne	2,4	1,7	2,6**	0,5	2,1	1,9	5,0
Akumulacja brutto	4,9	-1,9	6,4	5,1	11,6	3,3	6,1
Nakłady brutto na śr.trwałe	6,1	-7,9	5,4	-0,5	0,9	3,3	11,8
Eksport netto *	0,6	0,7	0,1**	0,4	-1,3	1,1	0,1

* wkład do wzrostu PKB (w pkt. proc.) ** Szacunki BZ WBK

Cytat tygodnia – Nie zawaham się przed zmianami stóp

Adam Glapiński, prezes NBP, DGP, 29 stycznia

Co do zasady nie mam żadnych uprzedzeń, jeśli chodzi o podnoszenie stóp procentowych. (...) Jeśli chodzi o przyszły rok, to nie będę wypowiadać się w sposób zdecydowany. Nie zdziwiłbym się jednak, jakby nawet do połowy 2019 r. stopy procentowe pozostały na obecnym poziomie, podobnie jak nie zdziwiłoby mnie, gdyby konieczne było ich podwyższenie. (...) Gdyby inflacja bazowa zaczęła znacznie szybciej rosnać, niż przewidują nasze prognozy, wówczas lampka ostrzegawcza oczywiście mi się zapali. Stabilność jest wartością, ale nie zawaham się przed zmianami stóp, jeśli będzie to konieczne. (...) W ostatnim czasie umocniło się euro, przez co – mimo dobrej koniunktury – EBC stał się dodatkowo niechętny do zacieśnienia polityki pieniężnej. Być może na długo będziemy funkcjonowali w świecie niskich stóp procentowych.

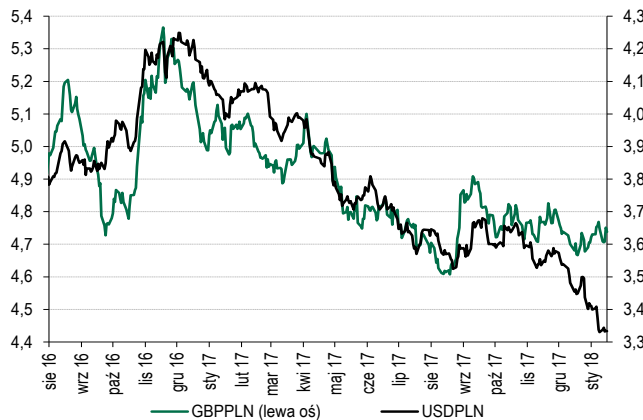
Doszliśmy do wniosku, że Adam Glapiński w rozmowie z Dziennikiem Gazetą Prawną starał się uporządkować swój przekaz rynkowy, ale wcale nie stał się zwolennikiem zacieśnienia polityki. Warunki, w których powstał wywiad (Forum Ekonomiczne w Davos) wymagały sformułowania myśli w nieco inny sposób niż dzieje się to podczas konferencji na żywo – czego skutkiem jest mocniejsze podkreślenie gotowości do dostosowania polityki w razie nieoczekiwanych zmian sytuacji gospodarczej oraz umiejętności rozważania licznych scenariuszy makro w banku centralnym. Warto odnotowania jest odniesienie do inflacji bazowej. Naszym zdaniem niektórzy członkowie RPP nie będą bardzo tolerancyjni w razie wzrostu tej miary w okolice 2% w 2018 r. i w którymś momencie zdecydują się, by zagłosować za podwyżką.

Rynek walutowy – Czynniki krajowe kluczowe dla złotego

EURPLN



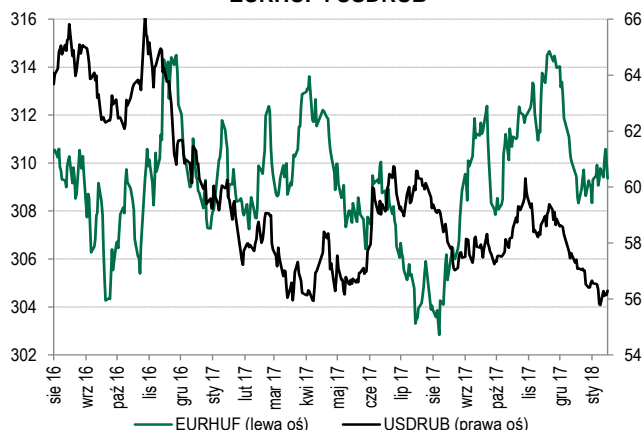
USDPLN i GBPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



Lokalne czynniki w centrum uwagi

Wygłąda na to, że największy wpływ na złotego w zeszłym tygodniu miały czynniki wewnętrzne, które pchnęły EURPLN do 4,16 z 4,13 zanotowanego w poprzedni piątek. Realizację zysków z ostatniego umocnienia złotego wywołały gołębie opinie niektórych członków RPP oraz ton minutes z ostatniego posiedzenia Rady, gorszy od prognoz styczniowy PMI oraz słabsze nastroje na światowych giełdach. USDPLN pozostał tymczasem nieco powyżej wieloletniego minimum wahając się blisko 3,33. Kurs CHFPLN wzrósł natomiast trzeci tydzień z rzędu zbliżając się do 3,60.

Sądzymy, że krajowe czynniki mogą w dalszym ciągu grać istotną rolę na polskim rynku walutowym. W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie RPP. Chociaż nie spodziewamy się zmian stóp, to wynik posiedzenia może być interesujący w kontekście ostatnich wypowiedzi prezesa Glapińskiego. Część inwestorów odebrała jego ostatni wywiad jako raczej jastrzębi, podczas gdy my zakładamy, że ton komunikatu i konferencji prasowej pozostanie raczej gołębi. Jeśli tak się stanie, wtedy złoty mógłby się osłabić pod wpływem wypowiedzi bankierów centralnych, tak jak to się stało w zeszłym tygodniu.

W zeszłym tygodniu wskazywaliśmy, że trendy na rynkach akcyjnych są ważne dla EURPLN i kolejne dni przyniosły zahamowanie trendu wzrostowego indeksów giełdowych. Jeśli przerwa we wzrostach będzie trwać dłużej, realizacja zysków z umocnienia złotego może przybrać na sile.

EURUSD blisko wieloletniego szczytu

W ostatnich dniach EURUSD wahał się między maksimum i minimum z poprzedniego tygodnia, oscylując nieco poniżej wieloletniego szczytu na ok. 1,254. Euro było wspierane przez nieźle odczyty indeksów PMI, a dolar był pod presją niektórych słabszych od prognoz danych z USA. Rentowności obligacji USA osiągnęły najwyższe poziomy od wielu lat, ale nie zdołało to pomóc amerykańskiej walucie.

Najbliższy tydzień jest raczej ubogi jeśli chodzi o publikację ważnych danych, ale wypowiadać się będzie sporo członków FOMC. Większość z nich nie ma jednak obecnie prawa głosu.

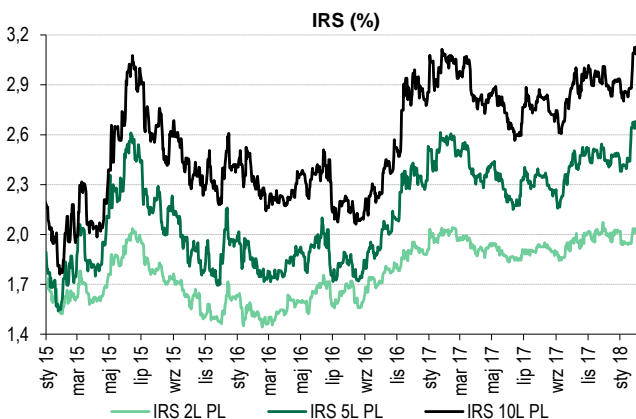
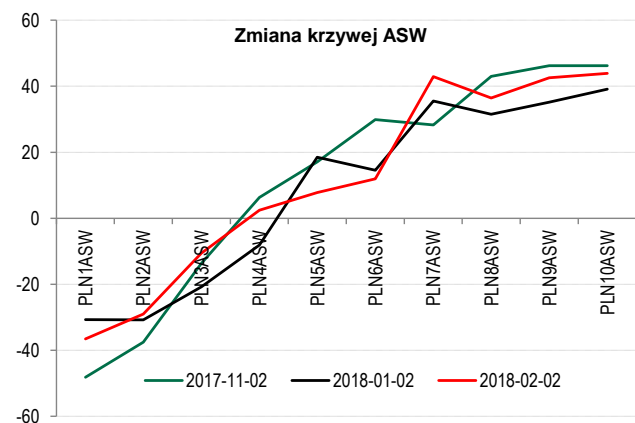
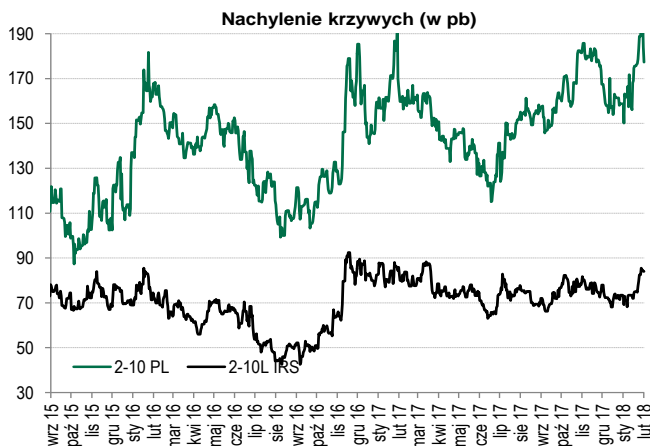
W naszej ocenie wzrosty EURUSD są przesadzone biorąc pod uwagę bardzo prawdopodobną marcową podwyżkę stóp w USA. W tym tygodniu nie poznamy żadnych ważnych danych, co może zachęcić do realizacji zysków z ostatnich wzrostów.

Korona zyskuje po podwyżce stóp

EURCZK pozostał w trendzie spadkowym dzięki podwyżce stóp o 25 pb przez czeski bank centralny. Jego szef Jiri Rusnok powiedział pod decyzji, że jeszcze jedna podwyżka jest możliwa w tym roku, co brzmiało raczej gołębie w świetle tego, że rynek FRA wycenia podwyżkę stóp o 25 pb w ciągu najbliższych trzech miesięcy i łącznie 75 pb w ciągu 12 miesięcy. Wygląda na to, że w tym kontekście potencjał do dalszego spadku EURCZK jest ograniczony, szczególnie biorąc pod uwagę trwający kryzys polityczny.

Kursy EURHUF oraz USDRUB nie zmieniły się istotnie w tygodniowym rozrachunku.

Rynek stopy procentowej – Banki centralne napędzają wyprzedzaże



Długi koniec rósł pod wpływem rynków bazowych

▪ Zeszły tydzień upłynął pod znakiem wzrostów dochodowości na bazowych i krajowym rynku długu. Źródłem wzrostów były reakcje rynków na odbywające się na przestrzeni ostatnich dwóch tygodni spotkania głównych banków centralnych (Fed i EBC). Proces ten koncentrował się na długim końcu i w środku krzywej dochodowości. W przypadku długu krajowego skala ruchów była istotnie mniejsza niż w przypadku rynków bazowych. Dla przykładu, dochodowości polskich papierów 10L wzrosły w skali tygodnia o 8 pb w porównaniu do 11 pb w przypadku papierów niemieckich czy 13 bp w przypadku amerykańskich. Końcówka tygodnia upłynęła pod znakiem pewnego uspokojenia, do czego przyczynił się interwencyjny zakup długich papierów przez japoński bank centralny, którego oficjalnym celem było obniżenie rentowności.

Oczekiwanie na konferencję RPP

▪ W tym tygodniu inwestorzy na lokalnym rynku długu będą skoncentrowani na konferencji RPP (w środę) oraz aukcji obligacji (czwartek). Oczekiwania na konferencję RPP mogą spowodować wzrost rentowności w krótkim końcu i środku krzywej dochodowości. Od jakiegoś czasu inwestorzy zaczynają zastanawiać się czy ostatni wywiad prezesa NBP Adama Glapińskiego nie oznacza jego przesunięcia się w stronę bardziej jastrzębią (więcej w dziale „Cytat tygodnia”). Ponadto wyższa podaż długu netto w lutym (6-12 mld zł wobec 4,5 mld zł w styczniu) będzie również wywierać presję na dług. Negatywnie mogą działać również trendy na bazowych rynkach, gdzie presja na wzrost rentowności utrzymuje się. Naszym zdaniem nawet w wypadku łagodnego tonu konferencji inwestorzy będą stać na swoim stanowisku, że rosnąca presja płacowa powinna w dłuższym okresie przełożyć się na wzrost inflacji i w konsekwencji wywierać presję na wzrost stawek IRS. W konsekwencji spodziewamy się dalszego spadku spreadów asset swap, silniejszego w długim końcu krzywej.

Aukcja

▪ Ministerstwo Finansów zapowiedziało, że 8 lutego zostanie przeprowadzona regularna aukcja papierów skarbowych. Planowana podaż to 3-6 mld zł. W ofercie mają znaleźć się papiery OK0720, PS0123, WS0428, WZ1122 i WZ0528.

W dłuższym horyzoncie korekta na długim końcu

▪ W dłuższym terminie spodziewamy się jednak korekty rentowności w dół (czemu sprzyjać powinien słabszy odczyt inflacji za styczeń), silniejszej na długim końcu krzywej. Naszym zdaniem, fakt że rentowności rynków bazowych rosną, a peryferyjne spadają, świadczy o tym, że inwestorzy mniej są zainteresowani aktywami typu „safe haven”. Ponadto w dalszym ciągu uważamy, że wysoka nadpłynność w krajowym sektorze bankowym, wyrażająca się w niskim poziomie stawki Polonia, powinna sprzyjać wzrostowi zainteresowania długiem skarbowym. Przy czym efekt ten powinien być widoczny tak w postaci większego zainteresowania długiem ze strony krajowych banków jak i finansowych instytucji niebankowych.

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