

TYGODNIK EKONOMICZNY

12 – 18 lutego 2018

Ostatni tydzień przyniósł gwałtowny wzrost zmienności na globalnych rynkach akcji i obligacji. Indeksy giełdowe silnie spadały a rentowności papierów pięły się coraz wyżej. Ucierpiały też waluty wschodzące, w tym złoty. Jak się spodziewaliśmy, RPP potwierdziła swoje gołębie nastawienie, co dołożyło się do presji spadkowej na złotym oraz skłoniło nas do zmiany prognozy dla ścieżki stóp procentowych. Zakładamy, że pierwsza podwyżka stóp o 25 pb przesunie się z listopada br. na początek 2019 r.

W tym tygodniu poznamy wiele danych z Polski i USA. Z tych krajowych największe znaczenie dla rynków może mieć inflacja za styczeń. Szacujemy, że dynamika CPI spadła do 1,8% r/r, choć dopiero co, w listopadzie, wynosiła 2,5%. Taki odczyt powinien wzmocnić gołębie nastawienie RPP, odbić się negatywnie na złotym i pozytywnie na krajowych obligacjach.

Globalne trendy nadal wyznaczać będą kierunek dla polskich aktywów. Kontynuacja wyprzedzaży na giełdach może wzmocnić dolara, a to oznaczałoby dalszą negatywną presję na złotego.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	BZWBK	OSTATNIA WARTOŚĆ
W-WA							
PONIEDZIAŁEK (12 lutego)							
Brak ważnych wydarzeń							
WTOREK (13 lutego)							
09:00	HU	Inflacja	I	% r/r	2.0		2.1
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	XII	mln €	-500	15	233
14:00	PL	Bilans handlowy	XII	mln €	-464	-200	109
14:00	PL	Eksport	XII	mln €	15950	15 802	18243
14:00	PL	Import	XII	mln €	16361	16 002	18134
ŚRODA (14 lutego)							
09:00	CZ	Inflacja	I	% r/r	2.2	-	2.4
09:00	HU	PKB	IV kw.	% r/r	4.2	-	3.9
10:00	PL	PKB	IV kw.	% r/r	5.1	5.1	4.9
11:00	EZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	2.7	-	2.7
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	-0.2	-	1.0
14:30	US	Inflacja	I	% m/m	0.4	-	0.2
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	I	% m/m	0.3	-	0.4
CZWARTEK (15 lutego)							
10:00	PL	Inflacja	I	% r/r	1.8	1.8	2.1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	221
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	I	% m/m	0.2	-	0.9
PIĄTEK (16 lutego)							
09:00	CZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	1.0		5.0
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	I	% r/r	3.1	3.7	4.6
10:00	PL	Płace	I	% r/r	6.9	7.3	7.3
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	I	% m/m	2.8	-	-8.2

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg, Parkiet

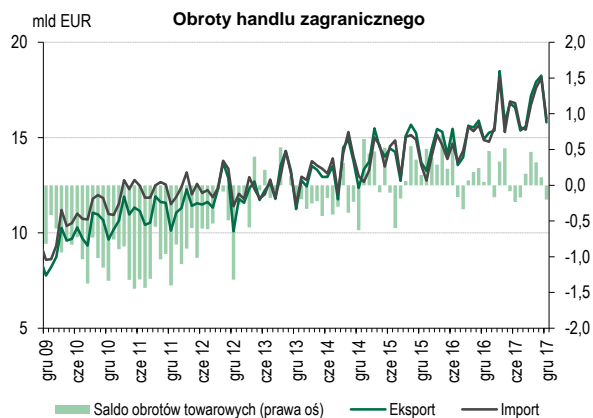
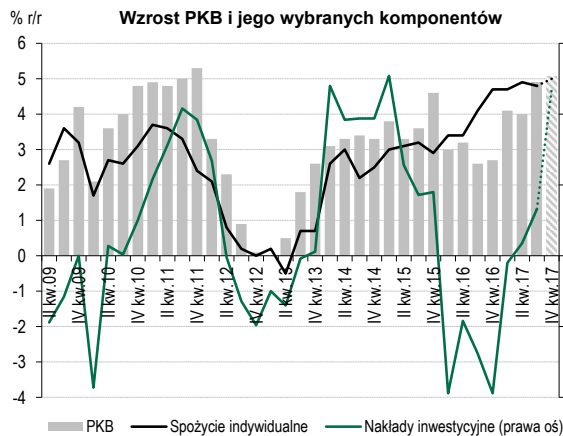
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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 SKARBURU:

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

Wydarzenia najbliższego tygodnia – Ważne dane w kalendarzu



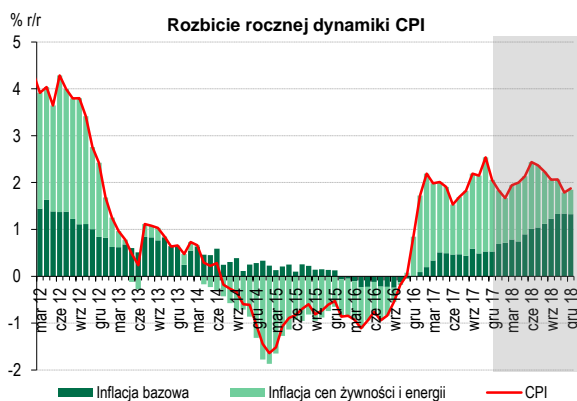
■ CPI to kluczowa statystyka tygodnia. Nasze prognozy wskazują na dalszy spadek CPI w styczniu, do 1,8% r/r z 2,1% r/r. Uważamy, że wzrost cen żywności był wyjątkowo niski ze względu na spadki cen jajek i masła. Wcześniej też produkty poszły mocno w górę. W dół CPI ciągnąć będzie wysoka baza cen energii. Inflacja bazowa z kolei naszym zdaniem poszła w górę do 1,1% r/r - najwyższego poziomu od 2014 r. W kolejnych miesiącach inflacja może wahać się w pobliżu 2,0% r/r i tymczasowo osiągnąć 2,5% w połowie roku przy istotnych zmianach zachodzących w jej strukturze - z malejącym udziałem żywności oraz paliw i rosnącym składników bazowych (prognozujemy, że na koniec 2018 inflacja bazowa wyniesie 2%).

■ Na podstawie rocznych danych o PKB szacujemy wzrost w IV kw. na 5,1-5,3% r/r. Pod wpływem wyższego od oczekiwań wzrostu i optymistycznych wyników badań koniunktury w styczniu podnieśliśmy naszą prognozę na 2018 r. do 4,3% z 4,0%, ale wciąż trzymamy się spowalniającego profilu.

■ Spodziewamy się zbilansowanego salda obrotów bieżących w grudniu. Zwykle w tym miesiącu pojawia się deficyt, ale tym razem polski rząd zapłacił dość małą składkę do UE (ok. 60 mln € wobec 320 mln € średnio w styczniu-listopadzie). Spodziewamy się wyraźnego spowolnienia wzrostu eksportu i importu wobec listopada, co jednak będzie głównie skutkiem mniejszej liczby dni roboczych. Ogólnie, dobra koniunktura w strefie euro będzie wsparciem dla popytu na polskie produkty.

■ W styczniu GUS rewiduje badaną populację firm zatrudniających ponad 9 osób. Naszym zdaniem dobra koniunktura w 2017 r. sugeruje, że do próby wejdą nowe firmy i nastąpi skokowy wzrost zatrudnienia. Spodziewamy się stabilizacji płac na 7,3% r/r pod wpływem podwyżek w sprzedaży detalicznej i nieco słabszego efektu dni roboczych.

Ostatni tydzień w gospodarce – RPP jeszcze bardziej gołębia



■ Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami. Stopa referencyjna NBP nadal wynosi 1,50%. Oficjalny komunikat RPP niewiele różni się od poprzedniego a głównym przesłaniem jest wciąż to, że inflacja w średnim okresie prawdopodobnie utrzyma się blisko celu NBP a obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu gospodarki na ścieżce równoważonego wzrostu i zachowaniu równowagi makroekonomicznej.

■ Bank centralny wprost sygnalizuje, że podwyżki stóp procentowych w tym roku są coraz mniej prawdopodobne (nawet jastrzębi członkowie RPP zbliżają się w poglądach do prezesa Głapińskiego). Sądzymy, że CPI wahający się przez większą część tego roku w trendzie horyzontalnym, nie przekraczając celu 2,5% r/r, da RPP dostatecznie dużo argumentów za utrzymaniem stóp na bieżącym poziomie do końca 2018 roku.

Cytat tygodnia – Niższe szanse na podwyżki stóp w 2018

Adam Głapiński, prezes NBP, konferencja RPP, 7 lutego

[Moje ostatnie wypowiedzi] były trochę nadinterpretowane. Unikam wypowiadania się na temat 2019 r., to jest bardzo długa perspektywa. Stopy bez zmian do końca 2018 to maksimum co można powiedzieć. O 2019 powiedziałem z sarkazmem i przekąsem.

Jerzy Osiatyński, członek RPP, konferencja RPP, 7 lutego

Inwestycje w sektorze prywatnym powinny się przenosić na wzrost wydajności pracy. Gdyby tak było to napięcie między dynamiką płac a wydajności powinna się zmniejszać, więc czuję się trochę bardziej bezpiecznie.

Łukasz Hardt, członek RPP, konferencja RPP, 7 lutego

Wydaje mi się, że prawdopodobieństwo scenariusza braku konieczności zmiany stóp do końca bieżącego roku jest wyższe teraz niż było jakiś czas temu.

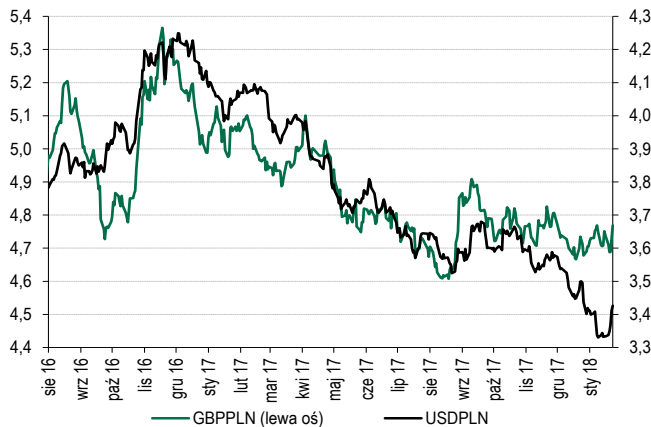
Można było odnieść wrażenie, że wywiad Adama Głapińskiego z Davos pokazał inne, bardziej jastrzębie nastawienie prezesa niż to z poprzedniej konferencji prasowych RPP. Lutowe posiedzenie potwierdziło jednak nasz pogląd, że jego stanowisko pozostało gołębie. Choć zaczął od stwierdzenia, że zbyt wcześnie, aby wiarygodnie wypowiadać się o przyszłym roku, później przyznał, że wciąż nie wyklucza stabilizacji stóp procentowych nawet do połowy 2019. Ciekawa była reakcja RPP na silne odbicie inwestycji w IV kw. (12% r/r implikowane z danych za cały rok). O ile wcześniej potrzeba wspierania mizernych inwestycji była argumentem za gołębim nastawieniem, to teraz spodziewane ożywienie inwestycji przedsiębiorstw zostało zaprezentowane jako czynnik, który zwiększy wzrost produktywności, ograniczając problem z rosnącą dynamiką płac, czyli także wesprze gołębią retorykę. Obóz jastrzębi zdaje się być w rozsypce wobec spadku CPI i braku wzrostu inflacji bazowej.

Rynek walutowy – Awersja do ryzyka osłabia złotego i umacnia dolara

EURPLN



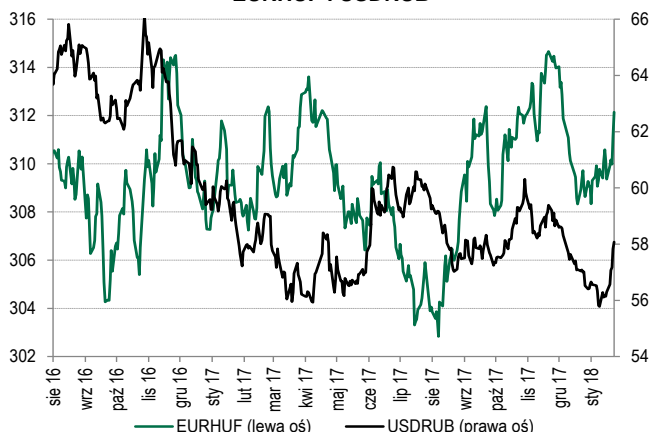
USDPLN i GBPPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



EURPLN rośnie do 4,20

EURPLN wzrósł drugi tydzień z rzędu pod wpływem zarówno czynników krajowych jak i zewnętrznych. Ceny akcji spadły na świecie, do tego trendu dołączyły w pewnym momencie także obligacje, co ciążyło na walutach z rynków wschodzących. W przypadku czynników krajowych, retoryka RPP była gołębia, tak jak zakładaliśmy, co wywarło dodatkową presję na złotego. Co więcej, Bank Anglii powiedział, że może podnieść stopy wcześniej niż do tej pory zakładał, co umocniło funta i było dodatkowym czynnikiem pchającym GBPPLN w górę do ok. 4,78. CHFPLN wzrósł tymczasem powyżej 3,65 z 3,56, a kurs USDPLN to 3,43 z 3,34. EURPLN przebił 4,20 i teraz ruch w górę obserwowany od końca stycznia jest największą korektą w trwającym od października trendzie spadkowym.

W tym tygodniu poznamy dane z Polski, z których PKB za IV kw. i CPI za styczeń mogą okazać się najważniejsze. Wynik za cały 2017 implikuje, że w ostatnim kwartale ub.r. PKB wzrósł prawdopodobnie o więcej niż 5% r/r, ale nie powinno to być dla nikogo zaskoczeniem. Tymczasem inflacja spowolniła w naszej ocenie w styczniu poniżej 2% r/r, podczas gdy jeszcze w listopadzie była w celu 2,5%. Sądzymy, że taki odczyt może wzmocnić gołębi przekaz z ostatniego posiedzenia RPP.

W tym tygodniu poznamy też sporo danych z USA. Korelacja EURPLN i EURUSD utrzymuje się na wysokim poziomie, więc najbliższe publikacje mogą wpłynąć na złotego przez kurs euro do dolara.

EURPLN przebił opór na 4,19 i z tego punktu widzenia drzwi do dalszych wzrostów do 4,22 są otwarte.

Dolar zyskuje do euro

EURUSD przerwał serię siedmiu kolejnych tygodni wzrostów i spadł do 1,22 pod wpływem wzrostu popytu na bezpieczne aktywa w wyniku podwyższonej awersji do ryzyka.

Kalendarz publikacji na najbliższy tydzień jest pełen publikacji danych z USA, które mogą wywołać większy ruch. Sądzymy, że wzrosty EURUSD obserwowane w poprzednich tygodniach były zbyt szybkie i zakładamy, że dolar może się umacniać w najbliższym czasie. Scenariusz taki wspiera może utrzymanie się słabego nastroju na rynkach i dobre dane z USA.

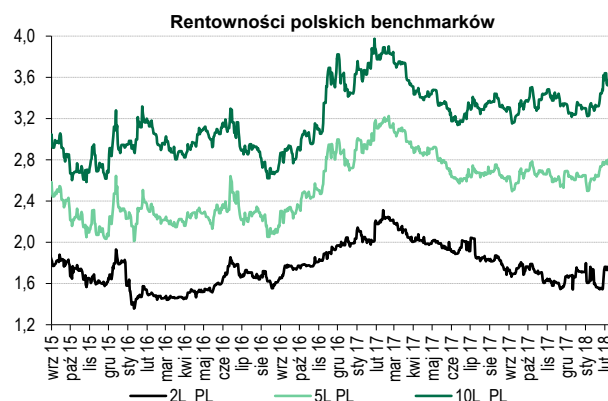
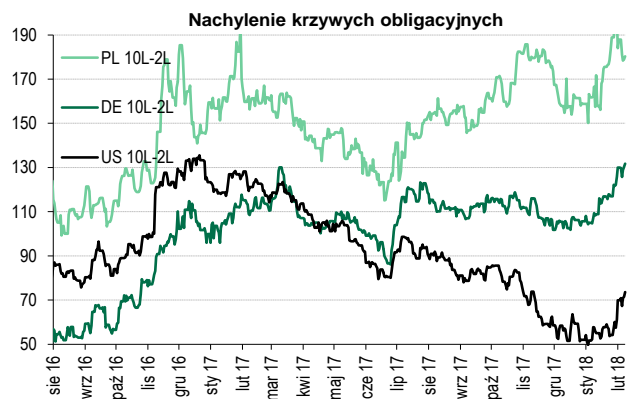
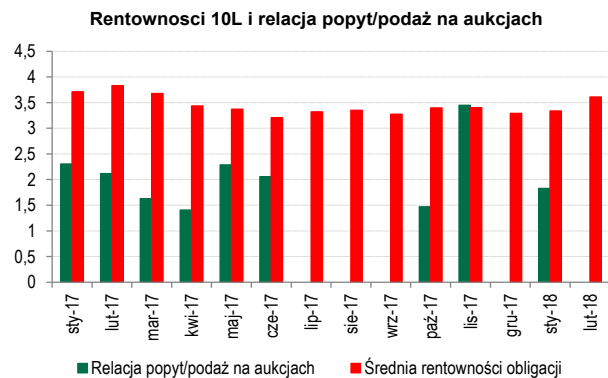
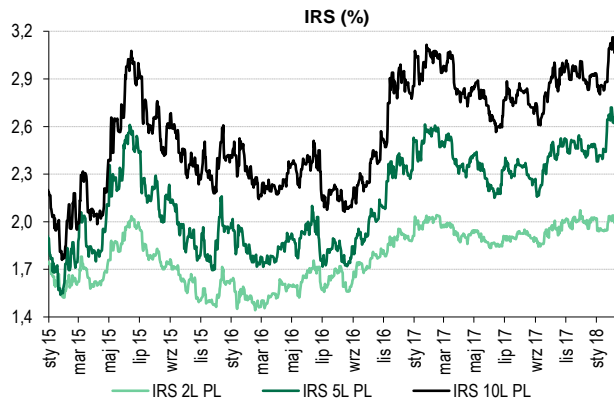
Waluty CEE pod presją

Pozostałe waluty CEE też straciły pod presją wyprzedzaży na globalnym rynku akcji. EURHUF odbił do 312,5 z 309, USDRUB do 58,5 z 56,5, a EURCZK do 25,38 z 25,12.

Bank centralny Rosji obniżył stopy procentowe o 25 pb w tym główną stopę do 7,50%. Inflacja wynosi 2,2% i jest poniżej celu 4%. Bank centralny zapowiedział, że pozwoli to na dalsze luzowanie polityki pieniężnej w tym roku. Decyzja nie miała wpływu na rubla.

W tym tygodniu poznamy dane inflacyjne z Czech i Węgier. W Czechach, inflacja pozostaje powyżej celu 2%, a inwestorzy oczekują, że w styczniu obniżyła się w kierunku tego poziomu. Rynek FRA wycenia podwyżkę stóp o 25 pb w ciągu trzech miesięcy, a szef banku centralnego Czech powiedział po styczniowej podwyżce o 25 pb, że jeszcze jedna jest możliwa w dalszej części roku. Biorąc pod uwagę jego zachowawcze stanowisko i scenariusz wyceniany przez rynek, sądzymy, że dane inflacyjne mogłyby ciążyć koronie w krótkim terminie.

Rynek stopy procentowej – Rynki bazowe będą kluczowe



BoE nasilił wyprzedaż

W zeszłym tygodniu mieliśmy do czynienia z wyprzedażą obligacji na bazowych rynkach oraz na rynku krajowym. Jej źródłem były obawy inwestorów o szybsze niż do tej pory sądzono zaostrzenie polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Obawy te nasiliły się po konferencji Banku Anglii, którego prezes powiedział, że spodziewa się szybszych i większych podwyżek stóp w przyszłości. W efekcie doszło do przesunięcia krajowej krzywej obligacji o 2-5 pb, najsilniej w środku krzywej. Na długim końcu ruchy te były jednak mniejsze niż miało to miejsce na rynkach bazowych.

Aukcja

Czwartkowa aukcja obligacji była względnie udana (zważywszy niesprzyjające otoczenie rynkowe). Ministerstwo Finansów uplasowało dług o wartości 5 mld zł (tyle wynosiła górna granica planowanej oferty) przy łącznym popycie 8,65 mld zł. Relacja popyt/podaż wyniosła 1,7 vs. 1,5 na poprzedniej aukcji oraz 2,1 przeciętnie w 2017 roku. Największym zainteresowaniem cieszyły się obligacje WZ1122 oraz PS0123. Resort poinformował, że po tej aukcji ma już sfinansowane 43% tegorocznych potrzeb pożyczkowych.

Rynki bazowe będą wypychać długi koniec

W tym tygodniu rynek długu pozostanie głównie pod wpływem czynników globalnych. Będzie to oznaczać, że rentowności na bazowych rynkach oraz rentowności krajowych papierów skarbowych pozostaną na podwyższonym poziomie. Wśród czynników które będą sprzyjać temu scenariuszowi można wymienić oczekiwania na publikację danych z USA. Szczególnie uważnie inwestorzy będą obserwować informacje o sprzedaży detalicznej, inflacji i dochodach (publikacja zaplanowana na środę). Inwestorzy będą obawiać się, że mogą one potwierdzić podzielane przez część członków Fed obawy o wzrost inflacji w perspektywie kilku miesięcy i w konsekwencji negatywnie wpłynąć na amerykańskie obligacje skarbowe. Uważamy, że realizacja tego scenariusza oznaczałaby nasilenie presji wzrostowej na rentowności krajowych obligacji w segmencie 5-10L w pierwszej połowie tygodnia.

Krajowe dane powinny pomóc środkowi krzywej

Krajowe dane, które pojawiają się w drugiej połowie tygodnia, powinny raczej sprzyjać długowi. W naszej opinii dane o PKB za IV kw. nie powinny zagrozić obligacjom. Szczególnie, że przedstawione wcześniej dane wstępne za cały rok pozwoliły już dość precyzyjnie oszacować kwartalny wynik. W tej sytuacji kluczowe będą dane inflacyjne. Spodziewamy się spadku dynamiki inflacji za styczeń do 1,8% r/r, co może stać się dobrym argumentem dla RPP dla utrzymania swojej retoryki pozostawienia stóp bez zmian. W konsekwencji sądzimy, że znajdujące się obecnie na wysokim poziomie rentowności ulegną nieznacznemu obniżeniu w segmencie do 5L. W przypadku krótkiego końca krzywej spodziewamy się stabilizacji (ze względu na silną zależność wycen tych papierów od sytuacji płynnościowej na krajowym rynku). W przypadku długiego końca oczekujemy pozostania dochodowości na podwyższonych poziomach ze względu na sytuację na globalnych rynkach długu. Nieco inna reakcja może mieć miejsce na rynku IRS, gdzie dane krajowe powinny spychać, krótki koniec i środek krzywej w dół, zaś globalne utrzymywać długi koniec na podwyższonym poziomie.

W horyzoncie przekraczającym najbliższy tydzień spodziewamy się stopniowej stabilizacji na rynkach globalnych i w konsekwencji pojawienie się presji na obniżenie się krajowej krzywej w segmencie 5-10L.

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