

Kolejny tydzień świetnych nastrojów rynkowych globalnie. W tym tygodniu posiedzenie EBC, choć na znaczeniu może zyskiwać kwestia prowizorium budżetowego w USA.

■ Miniony tydzień był kolejnym od początku 2018 r., który minął pod znakiem solidnej poprawy nastrojów na rynku globalnym, przy bardzo silnym napływie kapitału na rynki wschodzące. W dalszym ciągu nastroje rynkowe były wspierane przez publikacje danych makroekonomicznych, w tym w minionym tygodniu przez bardzo dobre dane z gospodarki chińskiej. Na rynkach rozwiniętych utrzymywał się także trend wzrostowy rentowności obligacji skarbowych wraz z ugruntowującymi się oczekiwaniami na zaostrzenie / ograniczenie łagodnej polityki pieniężnej. Świetne nastroje na rynku globalnym wspierały także notowania aktywów na polskim rynku. Póki co, brak uchwalenia prowizorium budżetowego w USA nie miał wpływu na nastroje rynkowe, natomiast w tym tygodniu ten temat może okazać się dla rynków już dużo ważniejszy, obok istotnego posiedzenia rady EBC.

■ Publikacje danych makroekonomicznych z minionego tygodnia wpisały się w dotychczasowy obraz bardzo dobrej koniunktury gospodarki globalnej. Pozytywnie zaskoczyły dane dot. produkcji przemysłowej w USA. Ponadto na wyższym od oczekiwań poziomie ukształtowała się dynamika wzrostu PKB w Chinach w IV kw. 2017 r., przy dodatkowo bardzo korzystnej strukturze grudniowych danych dot. nakładów inwestycyjnych (solidny wzrost inwestycji przedsiębiorstw).

■ Efekt kolejnych pozytywnych niespodzianek w zakresie sfery realnej gospodarki, przekładał się na dalszy wzrost oczekiwań rynkowych na stopniowy wzrost inflacji w średnim okresie, pomimo lekkiego odreagowania w tygodniu minionym dotychczasowego wzrostu cen ropy naftowej (spadek ceny ropy BRENT ponownie poniżej 70 USD/baryłkę). W rezultacie w minionym tygodniu kontynuowany był trend wzrostowy rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Silniej (o ok. 10 pkt. baz.), do najwyższego od trzech lat poziomu ponad 2,65%, wzrosły rentowności 10-letnich amerykańskich papierów, gdzie wciąż dodatkowo oddziałuje efekt uchwalonej pod koniec 2017 r. reformy podatkowej. Rentowności obligacji niemieckich wzrosły w minionym tygodniu o blisko 5 pkt. baz. do poziomu 0,56%.

■ Publikacje bardzo dobrych danych ze sfery realnej, pozytywne niespodzianki dot. wyników finansowych firm (gł. sektor bankowy) w

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA
AKTYWAMI I PASYWAMI

bosbank.analizy@bosbank.pl

ŁUKASZ TARNAWA
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

lukasz.tarnawa@bosbank.pl

ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA
Ekonomista

+48 515 111 698

janina.swiatkowska@bosbank.pl

USA wspierały dalszy wzrost cen akcji, przy kolejnych, rekordowo wysokich poziomach indeksów w USA. Ponadto wciąż ograniczony wpływ ryzyka z obszaru sytuacji politycznej dodatkowo sprzyjał giełdom europejskim. W niedzielę większość członków SPD opowiedziała się za formalnym rozpoczęciem rozmów koalicyjnych z CDU/CSU. W rezultacie w minionym tygodniu globalny indeks giełdowy MSCI wzrósł o 0,7%, przy wzroście indeksu dla USA o 0,9% oraz dla strefy euro o ponad 1%.

- Korzystne nastroje, w szczególności bardzo dobre dane z chińskiej gospodarki, sprzyjały utrzymaniu bardzo wysokiej skali napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące. Choć ceny ropy naftowej lekko obniżyły się w tygodniu minionym, w dalszym ciągu ich poziom silnie wspiera kraje - eksporterów surowca. W rezultacie w minionym tygodniu giełdy rynków wschodzących zyskały na wartości blisko 2% w ujęciu syntetycznego indeksu MSCI, przy wzrostach we wszystkich regionach.

- Mniej jednoznaczny trend notowano na rynku walutowym, przy różnokierunkowych zmianach kursów walut poszczególnych rynków wschodzących. Na rynku rozwiniętym kontynuowany był trend aprecjacji euro (0,3% wg nominalnego efektywnego kursu) oraz deprecjacji dolara (0,9%). Cały czas zapewne na rynek walutowy silniej wpływał niski poziom globalnej awersji do ryzyka (negatywny dla dolara) oraz ocena niskiego ryzyka sytuacji politycznej w Europie (pozytywne dla euro). Kurs euro wobec dolara w ostatnim tygodniu wzrósł ponownie powyżej poziomu 1,22 USD/EUR.

- Świetne nastroje na rynku globalnym wsparły także notowania krajowych aktywów. Indeks WIG wzrósł w tygodniu minionym aż o 2,2%. Pomimo wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, rentowności krajowych obligacji nie zmieniły się w przypadku papierów 10-letnich, co przełożyło się na dalszy spadek spreadów rentowności krajowych papierów, wobec obligacji na rynkach bazowych. Silniej (ponad 5 pkt. baz.) w minionym tygodniu obniżyły się rentowności obligacji na krótszym końcu krzywej, co może być w dalszym ciągu efektem korekty oczekiwań rynkowych co do prawdopodobieństwa i skali zacieśnienia krajowej polityki pieniężnej biorąc pod uwagę utrzymującą się bardzo łagodną retorykę RPP. Efekty globalne nie wpłynęły natomiast istotnie na krajowy rynek walutowy, przy stabilnych notowaniach nominalnego efektywnego kursu złotego, i niewielkim (1-groszowym) osłabieniu złotego wobec euro.

- Publikacje danych dot. sfery realnej polskiej gospodarki nie miały istotnego wpływu na notowania rodzimych aktywów. Zgodnie z oczekiwaniami efekty kalendarzowe wpłynęły istotnie negatywnie na

wyniki produkcji przemysłowej, budowlanej oraz sprzedaży detalicznej. Po wykluczeniu wpływu tych czynników dane zaskoczyły raczej *in plus*, potwierdzając utrzymujący się solidny wzrost aktywności krajowej gospodarki. Po grudniowych danych podtrzymujemy prognozę, że dynamika wzrostu PKB w IV kw. obniży się względem bardzo dobrego wyniku za III kw. (4,9% r/r), niemniej skala tego spadku będzie minimalna.

■ Na nadchodzący tydzień zaplanowane jest posiedzenie rady EBC, przy bardzo istotnych dla rynku treści komunikatu po posiedzeniu oraz przekazu prezesa Draghi podczas konferencji prasowej biorąc pod uwagę dość „jastrzębi” wydźwięk stenogramów z grudniowego posiedzenia rady. Biorąc pod uwagę dane ze sfery realnej, stopniową poprawę rynkowych oczekiwań inflacyjnych nie przewidujemy aby rada EBC próbowała utrzymać silnie łagodne przesłanie dot. polityki pieniężnej. Jednocześnie jednak wciąż utrzymujący się bieżący niski poziom inflacji bazowej, ograniczone tempo wzrostu wynagrodzeń, a przede wszystkim notowane w ostatnich tygodniach silniejsze wzmocnienie euro, będą ważnymi argumentami przeciwko silniejszemu zaostrzeniu tej retoryki. Z tego względu nie sądzimy, aby przekaz EBC utwierdzał rynki w oczekiwaniu na szybsze i znaczące tempo zmian w zapisach *forward guidance*, czy też zmian stóp procentowych.

■ Brak przegłosowania w piątek prowizorium budżetowego w USA i formalne zawieszenie działalności rządu federalnego (*shutdown*) sprawia, że polityka fiskalna w USA może w bieżącym tygodniu okazać się jednak ważniejsza wobec posiedzenia rady EBC. Głosowanie dot. prowizorium budżetowego zostało przesunięte na dzień dzisiejszy ok. godz. 18.00 czasu polskiego. Biorąc pod uwagę deklaracje kongresmenów dot. sporych szans na osiągnięcie kompromisu pomiędzy Republikanami oraz Demokratami, jak również ograniczone negatywne skutki jedynie krótkotrwałego zawieszenia działalności rządu, można oczekiwać, że z początkiem tygodnia rynki finansowe będą w ograniczonym stopniu reagowały na dotychczasowy brak uchwalenia prowizorium. Jeżeli natomiast brak kompromisu będzie przedłużał się na kolejne dni i wzrosną obawy rynkowe dot. dłuższego okresu zawieszenia działalności rządu, można oczekiwać pogorszenia nastrojów rynkowych. Taki scenariusz skutkowałby spadkiem cen aktywów o wyższym profilu ryzyka (także na polskim rynku) i wypłaszczeniem krzywej dochodowości w USA (ograniczenie popytu na papiery o najkrótszych terminach zapadalności).

Dane i wydarzenia w bieżącym tygodniu

■ Stopa bezrobocia rejestrowanego w grudniu (24 stycznia)

Oczekujemy, że stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w grudniu do 6,6%, wobec 6,5 r/r w listopadzie. Oczekujemy, że w grudniu efekty sezonowe (ograniczenie zatrudnienia w części sektorów gospodarki w chłodniejszej części roku) będą lekko zawyżać liczbę bezrobotnych i stopę bezrobocia rejestrowanego. Biorąc pod uwagę punktową prognozę do drugiego miejsca po przecinku na poziomie 6,56%, jak również solidne wzrosty zatrudnienia pod koniec 2017 r. i szybsze tempo spadku liczby bezrobotnych z tytułu zwiększenia interwencji na rynku pracy w miesiącach minionym oceniamy jako relatywnie wysokie ryzyko niższego poziomu stopy bezrobocia w grudniu na poziomie 6,5%. Wg prognoz MRPiPS stopa bezrobocia wyniosła 6,6%.

■ Posiedzenie rady EBC (25 stycznia)

Oczekujemy, że rada EBC na posiedzeniu w styczniu nie zmieni parametrów polityki pieniężnej utrzymując na niezmiennym poziomie stopy procentowe (0,0% dla stopy repo oraz -0,4% dla stopy depozytowej) oraz harmonogram skupu aktywów. Choć powszechnie oczekuje się braku zmian parametrów polityki pieniężnej nie tylko na posiedzeniu styczniowym, ale także w miesiącach kolejnych, konferencja prasowa po posiedzeniu rady będzie zapewne ważna dla rynków finansowych w kontekście perspektyw polityki pieniężnej w dłuższej perspektywie. Publikacja stenogramów z grudniowego posiedzenia rady EBC miała zdecydowanie mniej łagodny wydźwięk, wobec komunikatu rady po posiedzeniu oraz wypowiedzi prezesa Draghi podczas konferencji prasowej. Biorąc pod uwagę publikację świetnych danych ze sfery realnej gospodarki, które powinny utwierdzać członków rady w prognozach średnioterminowego, stopniowego wzrostu inflacji oraz notowany w tygodniach minionych stopniowy wzrost rynkowych oczekiwań inflacyjnych zakładamy, że rada EBC stopniowo będzie zmieniać retorykę dot. średnioterminowych perspektyw polityki pieniężnej, w pierwszej kolejności w zakresie dotychczasowego asymetrycznego bilansu ryzyka dla programu QE. Nie sądzimy natomiast, aby do bardziej formalnych zmian doszło już na posiedzeniu w styczniu, biorąc pod uwagę wciąż niski poziom inflacji, wciąż daleką od stabilnej sytuację polityczną w Europie, a przede wszystkim notowaną w tygodniach minionych aprecjację euro. Z tego względu sądzimy, że rada EBC nie zmieni najważniejszych zapisów w komunikacie po posiedzeniu, a zmiana retoryki podczas konferencji prasowej nie będzie na tyle silna, aby dodatkowo stymulować wzrost oczekiwań na szybsze zmiany w polityce pieniężnej banku centralnego.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń w nadchodzącym tygodniu

poniedziałek 22. stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
-	EMU	Spotkanie Eurogrupy	-	-	-

wtorek 23. stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
11:00	GER	Indeks ZEW nastrojów gospodarczych, styczeń	17,4 pkt	17,8 pkt	-
14:00	PL	Podaż pieniądza M3, grudzień	4,5% r/r	4,5% r/r	4,3% r/r

środa 24. stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
09:30	GER	Indeks koniunktury PMI- przemysł, styczeń (wst.)	63,3 pkt.	63,0 pkt.	-
09:30	GER	Indeks koniunktury PMI- usługi, styczeń (wst.)	55,8 pkt.	55,6 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI- przemysł, styczeń (wst.)	60,6 pkt.	60,3 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI- usługi, styczeń (wst.)	56,6 pkt.	56,4 pkt.	-
10:00	PL	Stopa bezrobocia rejestrowanego, grudzień	6,5%	6,5%	6,6%
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym, grudzień	5,81 mln (annual.)	5,70 mln (annual.)	-

czwartek 25. stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
08:00	GER	Indeks Gfk nastrojów konsumentów, luty	10,8 pkt	10,8 pkt	-
11:00	GER	Indeks Ifo nastrojów gospodarczych, styczeń	117,2 pkt	117,1 pkt	-
13:45	EMU	Ogłoszenie decyzji Rady EBC ws. poziomu stóp procentowych	0,0%/-0,4%	0,0%/-0,4%	0,0%/-0,4%
14:30	EMU	Konferencja prasowa po posiedzeniu Rady EBC	-	-	-
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 20.01	220 tys.	239 tys.	-
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku pierwotnym, grudzień	733 tys. (annual)	679 tys. (annual)	-

piątek 26. stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
10:00	EMU	Podaż pieniądza M3, grudzień	4,9% r/r	4,9% r/r	-
14:30	USA	Wzrost PKB, IV kw.	3,2% kw/kw (annual)	3,0% kw/kw (annual)	-
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku, grudzień	1,3% m/m	0,8% m/m	-

poniedziałek 29. stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
14:30	USA	Dochody gospodarstw domowych, grudzień	0,3% m/m	0,3% m/m	-
14:30	USA	Wydatki gospodarstw domowych, grudzień	0,6% m/m	0,5% m/m	-
14:30	USA	Inflacja PCE, grudzień	1,8% r/r	-	-
14:30	USA	Inflacja PCE – wskaźnik bazowy, grudzień	1,5% r/r	1,6% r/r	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych krajowych

Krajowe dane i wydarzenia makroekonomiczne – styczeń

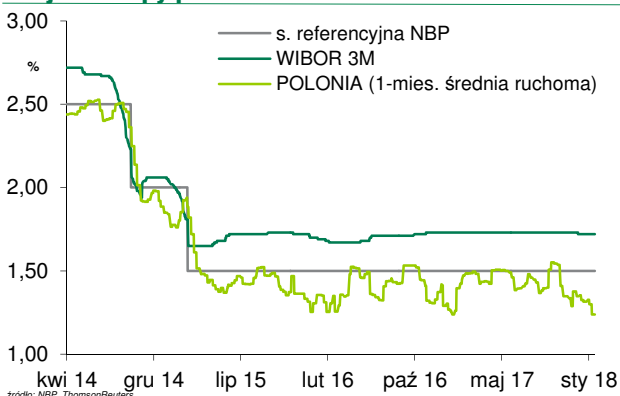
Wskaźnik		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ Bank
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	grudzień	2.01	54,2 pkt.	55,0 pkt.	
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	grudzień	3.01	2,5% r/r	2,5% r/r	
Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej	PL	styczeń	9-10.01	1,50%	1,50%	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	grudzień	15.01	2,0% r/r (wst.)	2,1% r/r	
Saldo w obrotach bieżących	PL	listopad	15.01	297 mln EUR	233 mln EUR	
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	grudzień	16.01	0,9% r/r	0,9% r/r	
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	grudzień	17.01	4,5% r/r	4,6% r/r	
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	grudzień	17.01	6,5% r/r	7,3% r/r	
Produkcja przemysłowa	PL	grudzień	19.01	9,1%	2,7% r/r	
Produkcja budowlano-montażowa	PL	grudzień	19.01	19,8% r/r	12,7% r/r	
Wskaźnik cen produkcji w przemyśle, PPI	PL	grudzień	19.01	1,8% r/r	0,3% r/r	
Sprzedaż detaliczna (w cenach stałych)	PL	grudzień	19.01	8,8% r/r	5,2% r/r	
Stopa bezrobocia	PL	grudzień	24.01	6,5%		6,6%

Najważniejsze dane i wydarzenia makroekonomiczne z zagranicy – styczeń

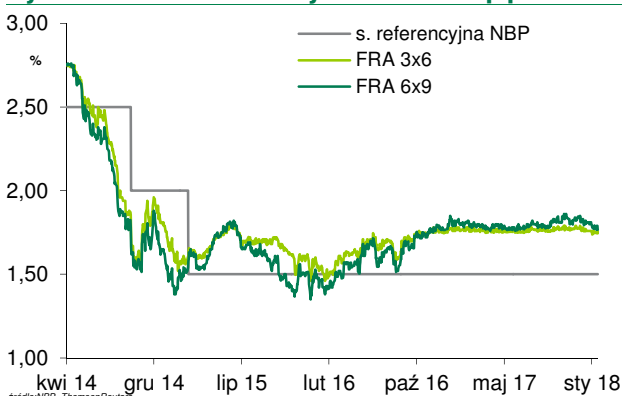
Wskaźnik		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury ISM - przemysł	USA	grudzień	3.01	58,2 pkt.	59,7 pkt.	
Wskaźnik inflacji bazowej HICP	EMU	grudzień	5.01	0,9% r/r	0,9% r/r	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	USA	grudzień	5.01	252 tys.	148 tys.	
Stopa bezrobocia	USA	grudzień	5.01	4,1%	4,1%	
Indeks koniunktury ISM – usługi	USA	grudzień	5.01	57,4 pkt.	55,9 pkt.	
Wzrost PKB	CHN	IV kw.	18.01	6,8% r/r	6,8% r/r	
Indeks koniunktury PMI - przemysł (wst.)	EMU	styczeń	24.01	60,6 pkt.		60,4 pkt.
Indeks koniunktury PMI - usługi (wst.)	EMU	styczeń	24.01	56,6 pkt.		56,5 pkt.
Posiedzenie Rady EBC	EMU	styczeń	25.01	0,0% / -0,4%		0,0% / -0,4%
Wzrost PKB (wst.)	USA	IV kw.	26.01	3,2% kw/kw anual.		3,0% kw/kw
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	USA	grudzień	29.01	1,5% r/r		-
Wskaźnik inflacji bazowej HICP	EMU	styczeń	31.01	0,9% r/r		-
Posiedzenie FOMC	USA	styczeń	30-31.01	1,50%		1,50%

Rynki finansowe

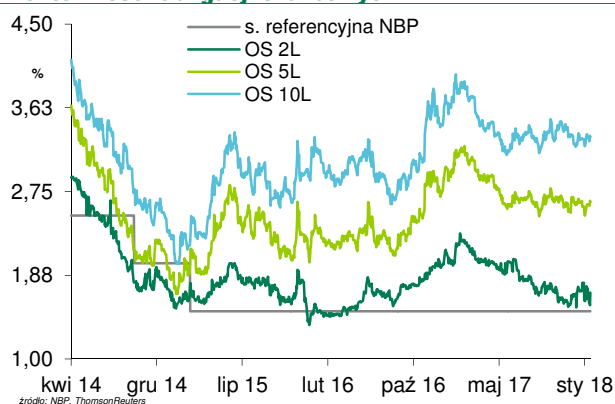
Krajowe stopy procentowe



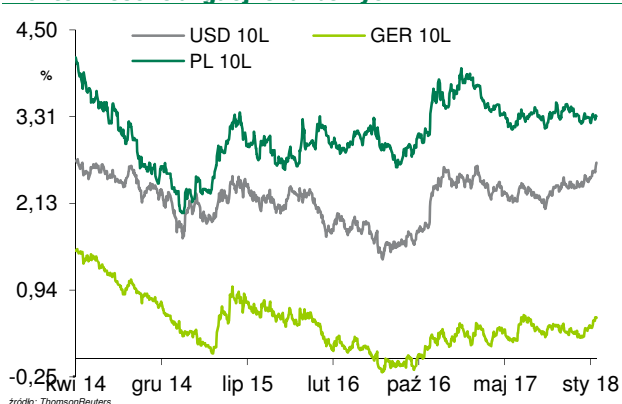
Rynek FRA - oczekiwania rynkowe dot. stóp proc.



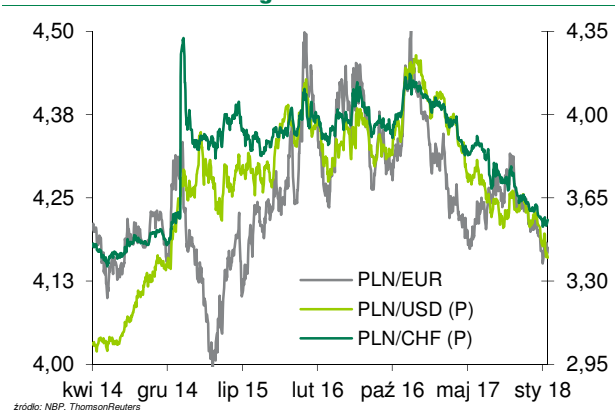
Rentowności obligacji skarbowych



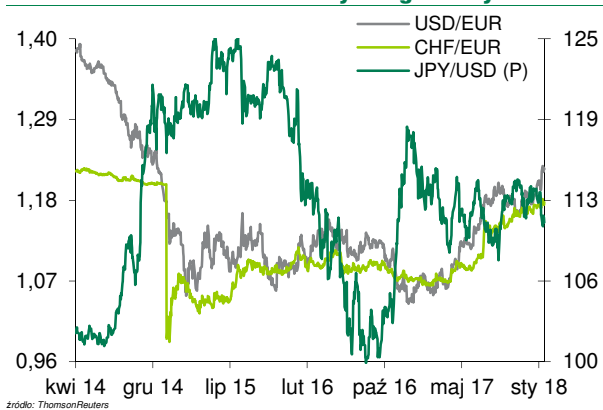
Rentowności obligacji skarbowych



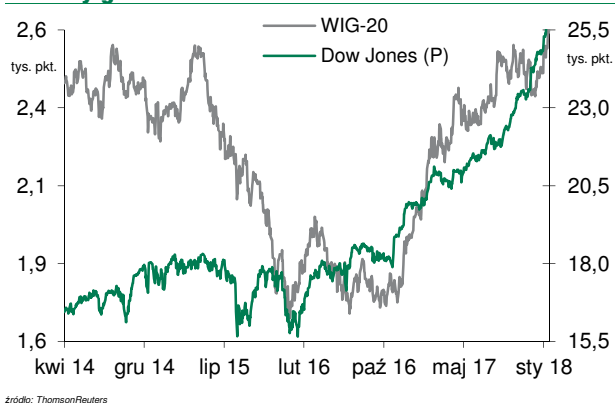
Notowania kursu złotego



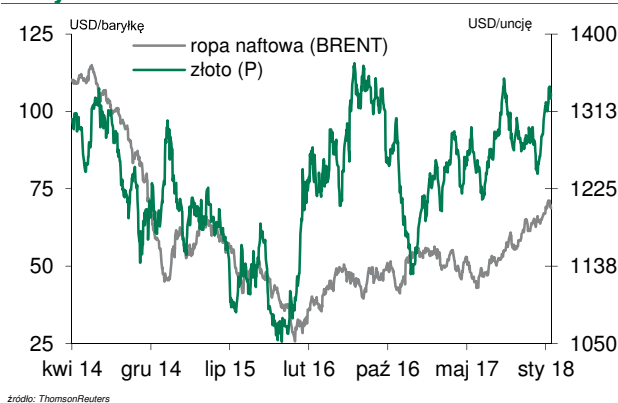
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

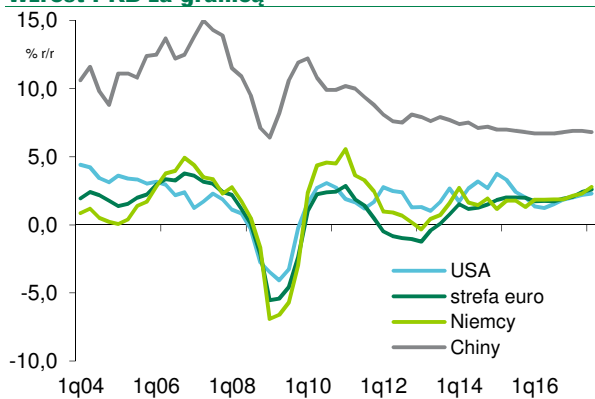


Ceny surowców



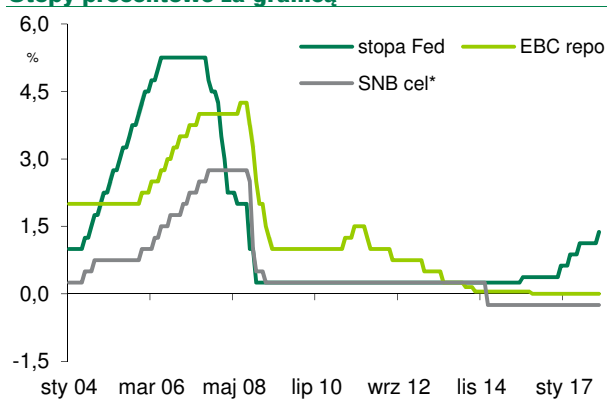
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



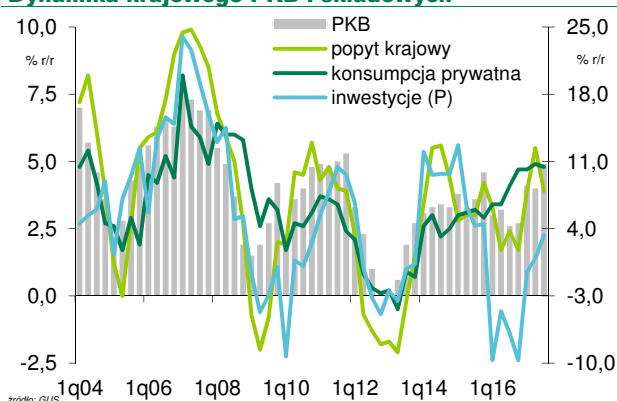
źródło: Datastream

Stopy procentowe za granicą



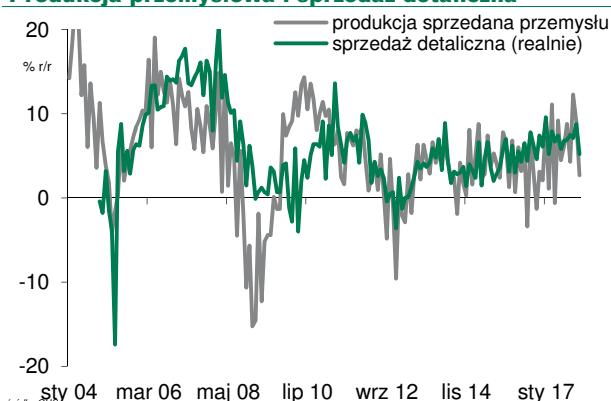
* od 2014 r. środek przedziału źródło: ThomsonReuters

Dynamika krajowego PKB i składowych



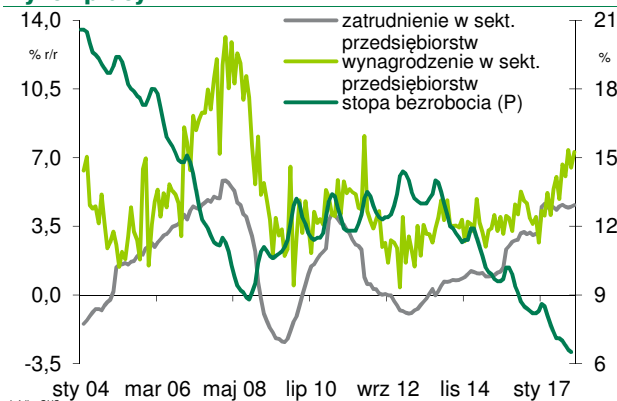
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



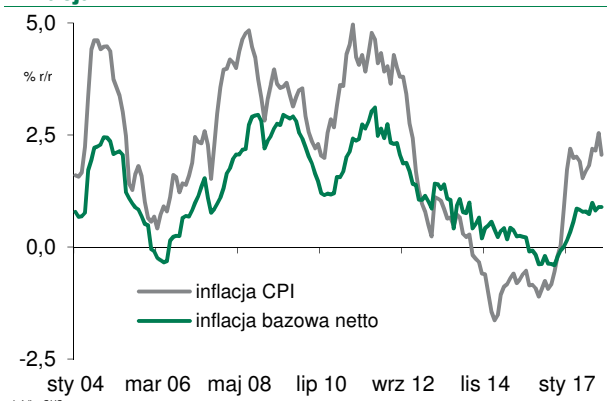
źródło: GUS

Rynek pracy



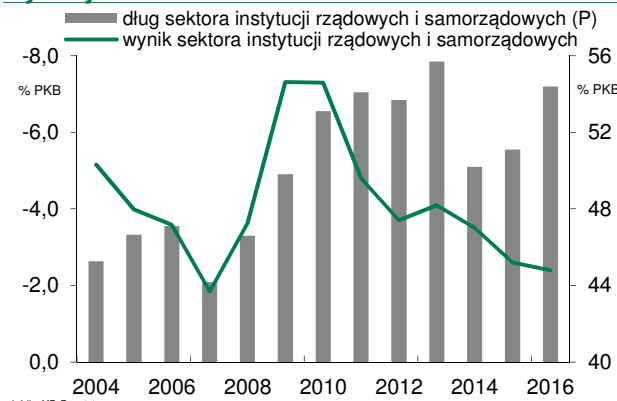
źródło: GUS

Inflacja



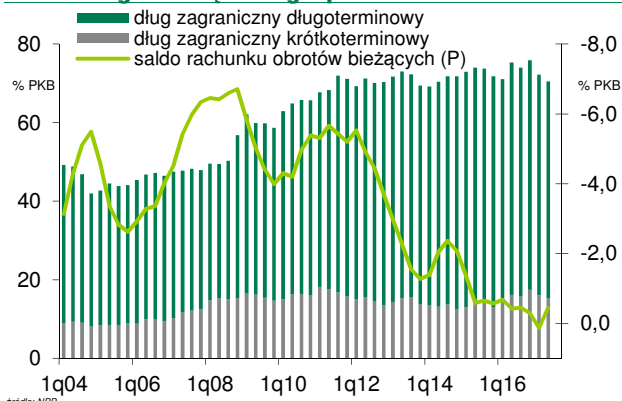
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: MF, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Rynek finansowy

Wskaźnik		gru 17	2018-01-12	2018-01-19	lut 18	mar 18	cze 18
Stopa lombardowa NBP	%	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa referencyjna NBP	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Stopa depozytowa NBP	%	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%	1,72	1,72	1,72	1,73	1,73	1,75
Obligacje skarbowe 2L	%	1,69	1,73	1,70	1,60	1,60	1,75
Obligacje skarbowe 5L	%	2,66	2,62	2,64	2,70	2,75	2,90
Obligacje skarbowe 10L	%	3,29	3,32	3,32	3,40	3,45	3,55
PLN/EUR	PLN	4,17	4,17	4,18	4,23	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,48	3,44	3,40	3,52	3,54	3,56
PLN/CHF	PLN	3,57	3,54	3,56	3,61	3,64	3,66
USD/EUR	USD	1,20	1,219	1,222	1,20	1,20	1,20
Stopa Fed	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	1,80	1,85	1,85
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,30	-0,30	-0,30
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	2,42	2,57	2,68	2,60	2,50	2,40
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,42	0,52	0,56	0,55	0,55	0,65

Źródła danych historycznych: NBP, Thomson Reuters

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 628 732 450 zł wpłacony w całości.