

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 30 stycznia – 5 lutego 2017

W tym tygodniu poznamy tylko dwie publikacje danych krajowych, ale dość ważne. Pierwszy szacunek PKB za 2016 r. pokaże naszym zdaniem wzrost o 2,7% w całym roku, co oznacza wzrost w przedziale 2,0%-2,4% w ostatnim kwartale. Jednak 2016 r. to już historia i teraz inwestorzy koncentrują się na perspektywach wzrostu na 2017 r. W tym kontekście ostatnie sygnały z gospodarki były optymistyczne – wskaźniki koniunktury wg GUS mocno wzrosły w styczniu. Oczekujemy, że indeks PMI dla przemysłu pozostanie w styczniu w strefie ekspansji, mimo nieznacznego spadku po dwóch miesiącach mocnych wzrostów.

Polski dług pozostaje pod presją sytuacji za granicą, gdzie nadzieje na globalne ożywienie gospodarcze i reflację wywołały wzrostowy trend rentowności. Ta tendencja może się odwrócić dopiero kiedy/jeśli nowe dane przyniosą mocne rozczarowanie, albo wzrosną obawy inwestorów, że polityka Donalda Trumpa przyniesie światowej gospodarce więcej szkody niż pożytku. Niemniej, nawet w obecnych warunkach widzimy miejsce do zawężenia spreadu polskich rentowności do niemieckich Bundów na długim końcu krzywej. Krótki koniec może pozostać pod presją budujących się stopniowo oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Polsce (mimo iż prezes NBP zmienił ostatnio ton na bardziej gołębi). Złoty zareagował już pozytywnie na oznaki ożywienia w krajowej gospodarce i w najbliższych tygodniach nie widać zbyt wielu zagrożeń dla kontynuacji tego trendu.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (30 stycznia)</b>							
14:30	US	Dochody osobiste	XII	% m/m	0,4	-	0,0
14:30	US	Wydatki konsumentów	XII	% m/m	0,5	-	0,2
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	XII	% m/m	1,3	-	-2,5
<b>WTOREK (31 stycznia)</b>							
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Wstępny PKB</b>	<b>2016</b>	<b>%</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>
11:00	EZ	Wstępny PKB	IV kw.	% r/r	1,7	-	1,7
11:00	EZ	Wstępny HICP	I	% r/r	1,5	-	1,1
16:00	US	Indeks zaufania konsumentów	I	pkt.	112,7	-	113,7
<b>ŚRODA (1 lutego)</b>							
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI – przemysł</b>	<b>I</b>	<b>pkt.</b>	<b>53,5</b>	<b>53,9</b>	<b>54,3</b>
9:55	DE	PMI – przemysł	I	pkt.	56,5	-	56,5
10:00	EZ	PMI – przemysł	I	pkt.	55,1	-	55,1
14:15	US	Raport ADP	I	tys.	170	-	153
16:00	US	ISM – przemysł	I	pkt.	55,0	-	54,7
20:00	US	Decyzja FOMC		%	0,50-0,75	-	0,50-0,75
<b>CZWARTEK (2 lutego)</b>							
<b>11:30</b>	<b>PL</b>	<b>Aukcja obligacji</b>					
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	259
<b>PIĄTEK (3 lutego)</b>							
9:55	DE	PMI – usługi	I	pkt.	53,2	-	53,2
10:00	EZ	PMI – usługi	I	pkt.	53,6	-	54,7
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	I	tys.	163	-	156
14:30	US	Stopa bezrobocia	I	%	4,7	-	4,7
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	I	%	1,5	-	-2,4

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

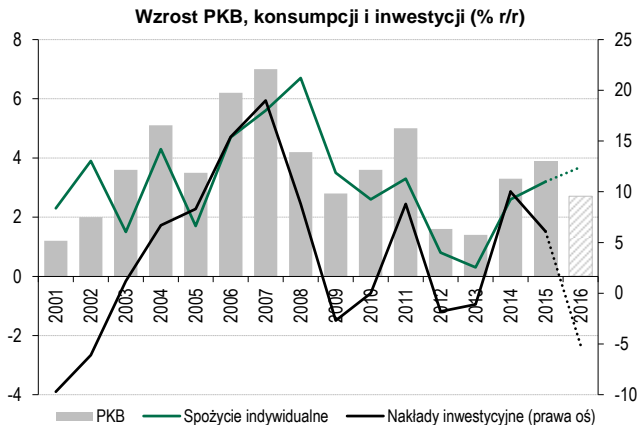
#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40  
 email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>  
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Agnieszka Decewicz 22 534 18 86  
 Marcin Luziński 22 534 18 85  
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

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

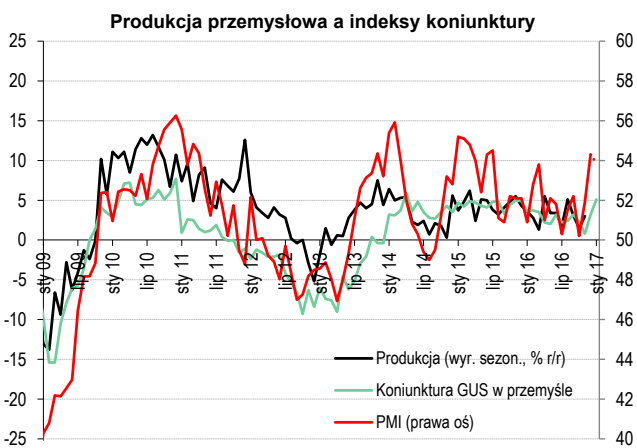
## Wydarzenia nowego tygodnia – PKB i PMI



■ We wtorek GUS opublikuje dane o wzroście PKB za 2016 r. Dane te będą kluczowe dla oceny tempa wzrostu w IV kw. Naszym zdaniem, roczny odczyt wyniesie 2,7%, co będzie spójne ze wzrostem PKB w IV kw. w przedziale 2,0-2,4% (przy założeniu braku rewizji wcześniejszych danych). Najważniejsze będą dane o konsumpcji i inwestycjach i pomogą one odpowiedzieć na pytania o wpływ 500+ czy odbicie w inwestycjach. Naszym zdaniem, koniunktura osiągnęła dno na przełomie 2016 i 2017 r. i w kolejnych kwartałach wzrost będzie przyspieszał.

■ Naszym zdaniem wskaźnik PMI może pójść nieco w dół. Ostatnie wzrosty innych wskaźników koniunktury mogą sugerować potencjał wzrostowy, ale naszym zdaniem poprzedni wystrzał PMI był nadmierny.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Wskaźniki koniunktury w górę

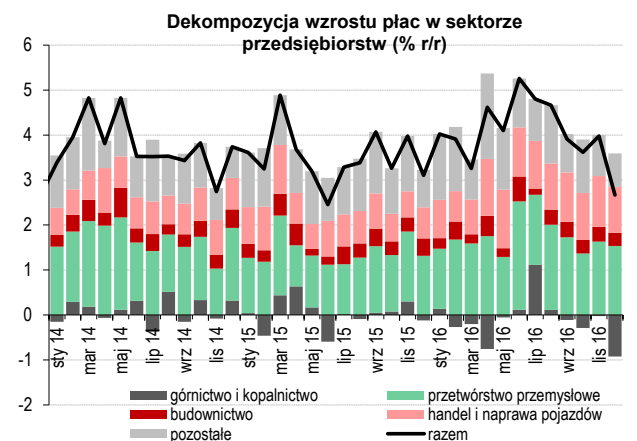


■ Indeksy koniunktury GUS zanotowały w styczniu wyraźne wzrosty. Najmocniej poprawiła się sytuacja w usługach – m.in. w handlu, w branży hotelowo-gastronomicznej, w transporcie; niemniej przetwórstwo przemysłowe i budownictwo też zanotowały mocne ożywienie koniunktury. Badanie koniunktury GUS to kolejny sygnał wskazujący, że po dość słabej pod względem aktywności gospodarczej końcówce 2016 r., wzrost PKB powinien zacząć przyspieszać od początku 2017 r, wspierany przez ożywienie popytu krajowego i zagranicznego.

■ Z raportu NBP o koniunkturze wynika, że w IV kw. 2016 kondycja firm nieco się poprawiła, ale prognozy na I kw. i cały 2017 r. nieznacznie się obniżyły. Oczekiwane jest dalsze odbicie produkcji i wzrost popytu (głównie dzięki zamówieniom z zagranicy), ale to drugie zjawisko może być jedynie przejściowe. Firmy w dalszym ciągu planują zwiększać zatrudnienie, co może prowadzić do jeszcze większej presji płacowej. Wysoka niepewność powoduje, że na początku roku przedsiębiorstwa prywatne nie planują wzrostu inwestycji.

■ Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w grudniu 8,3%, zgodnie z oczekiwaniami. Warto zauważyć, że o ile liczba nowych ofert pracy nadal szybko rośnie w porównaniu z ubiegłym rokiem, to liczba osób wyrejestrowywanych z urzędów z powodu podjęcia pracy zaczęła hamować. Sugeruje to, że pogłębiający się niedobór rąk do pracy może być czynnikiem ograniczającym wzrost zatrudnienia, a przez to i tempo ożywienia gospodarczego w kolejnych miesiącach.

■ Szczegółowe dane o płacach potwierdziły, że zaskakująco słaby wzrost w grudniu (2,7% r/r) wynikał w dużym stopniu z niższych niż zwykle wypłat premii w górnictwie i energetyce, natomiast w pozostałych sektorach dynamika wynagrodzeń pozostała względnie wysoka. Spodziewamy się, że płace będą przyspieszać pod wpływem pogłębiającej się nierównowagi pomiędzy popytem na pracowników a ich podażą.



## Cytat tygodnia – Ważne jest utrzymywanie ekspansywnej polityki pieniężnej

**Adam Głapiński, prezes NBP, PAP, 25.01**

w tym roku dotknijemy dolnej linii odchylenia od celu. To oznacza, że RPP dopiero w 2018 r. może pochylić się nad ewentualną zmianą stóp. Przy czym może je pozostawić na niezmiennym poziomie, jeśli gospodarka polska nie ruszy energiczniej w tym roku.

**Eugeniusz Gatnar, członek RPP, PAP, 25.01**

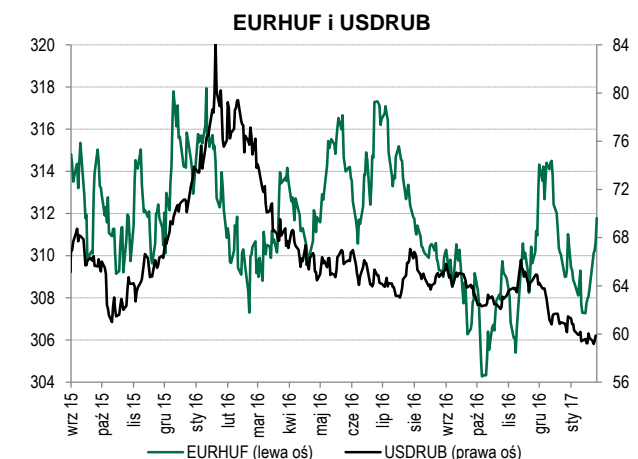
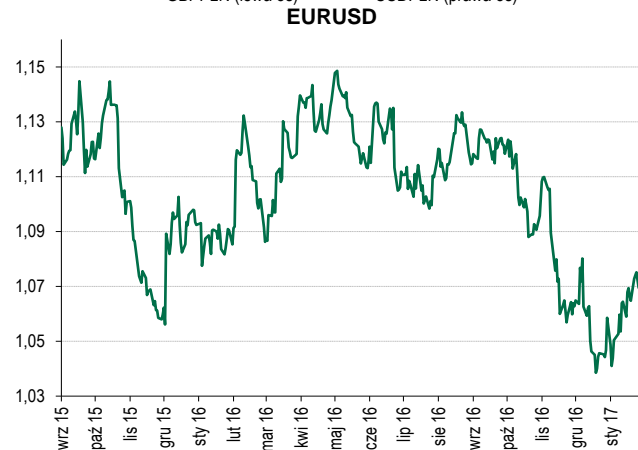
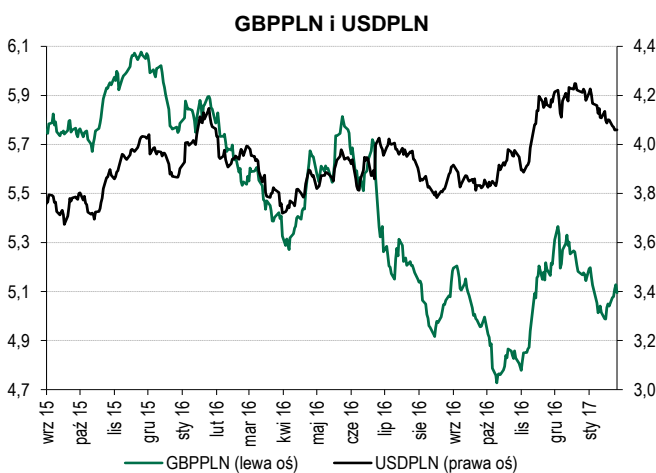
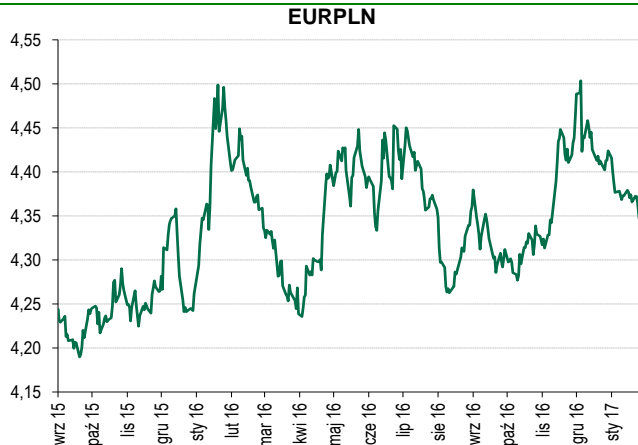
Bazowy scenariusz jest taki, że w ciągu całego roku stopy będziemy stabilizować. Gdyby inflacja zbliżyła się do celu inflacyjnego, to trzeba by się zastanowić nad podwyżką stóp. Jeśli inflacja przekroczy 1,5 proc., to stopy realne będą ujemne i przez pewien czas mogą one takie pozostawać. Jeżeli miałyby to się utrzymywać przez dłuższy czas, to trzeba by na to zareagować.

**Eryk Łon, członek RPP, PAP, 27.01**

Bardzo ważne jest utrzymywanie łagodnej, ekspansywnej polityki pieniężnej. Na razie potrzeby obniżania stóp nie ma, ale gdyby pojawiła się - nie mógłbym się wahać.

Minutes ze styczniowego posiedzenia RPP zawierały stwierdzenie, że według niektórych członków Rady ujemne realne stopy procentowe mogą być argumentem za podwyżką stóp procentowych. Eugeniusz Gatnar wyraził podobny pogląd. Z drugiej strony, Adam Głapiński zasugerował, że bank centralny będzie tolerował ujemne stopy dopóki wzrost PKB będzie słaby, a Eryk Łon wyraźnie stwierdził, że polityka pieniężna powinna pozostać ekspansywna i że nie zawahałby się obniżyć stóp w razie potrzeby. Uważamy, że większość członków RPP popiera obecnie politykę „wait-and-see” i nie będzie się śpieszyć z zacieśnieniem polityki, zwłaszcza że wzrost jest wciąż słaby a odbicie CPI wynika z drożących surowców. Jednak dalszy wzrost inflacji (spodziewamy się CPI na 2% w marcu/kwietniu) oraz wzmocnienie sygnałów ożywienia gospodarczego może zwiększyć dywergencję poglądów członków RPP i zachęcić rynek stopy procentowej do wyceny podwyżek w Polsce.

## Rynek walutowy – Czekając na ważne dane



## Wzrosty na giełdach umacniają złotego

▪ Złoty zyskał do euro, dolara i franka szwajcarskiego dzięki dobremu nastrojowi panującemu na globalnym rynku. W efekcie, EURPLN spadł poniżej 4,34 osiągając najniższy poziom od połowy listopada kiedy w reakcji na wynik wyborów prezydenckich w USA rozpoczęła się fala wzrostowa EURPLN. Krajowa waluta umocniła się przejściowo do ok. 4,04 za dolara i franka, ale straciła do funta (GBPPLN wzrósł chwilowo do 5,14 w wyniku umocnienia funta wywołanego orzeczeniem brytyjskiego Sądu Najwyższego, który potwierdził, że tamtejszy Parlament musi wydać zgodę na Brexit).

▪ Ostatniemu umocnieniu złotego towarzyszyły znaczne wzrosty na giełdach. Jednomiesięczna korelacja EURPLN z WIG20 i S&P500 wynosi ok. -90% sugerując, że globalny transfer kapitału z obligacji do akcji (który zyskał na sile po wyborze Donalda Trumpa na prezydenta USA) może być teraz kluczowy dla złotego. Może to mieć miejsce zwłaszcza jeśli następne dane makro potwierdzą solidny wzrost globalnej gospodarki na początku roku.

▪ Kalendarz na ten tydzień jest pełen ważnych publikacji, z których rynek będzie najbardziej wyczekiwał wydarzeń z USA. FOMC powinien utrzymać stopy procentowe bez zmian w lutym (tego powszechnie oczekuje rynek) i jego ocena tendencji w amerykańskiej gospodarce powinna być kluczowa. Na koniec tygodnia zmienność może wzrosnąć w reakcji na miesięczny raport z rynku pracy.

▪ EURPLN spadł poniżej wsparcia na 4,35 i kolejny poziom do obserwacji to 4,33.

## EURUSD czeka na ważne dane

▪ Po pięciu kolejnych tygodniach wzrostów najbliższe dane z USA mogą przesądzić o tym czy euro będzie dalej zyskiwać do dolara w najbliższych dniach. EURUSD wzrósł do 1,077 po inauguracyjnym wystąpieniu Donalda Trumpa bowiem inwestorzy zaczęli się bardziej obawiać o wpływ możliwego wzrostu protekcjonizmu na globalną gospodarkę niż wyceniali szybszy wzrost PKB w USA.

▪ Trwająca od początku roku fala wzrostowa EURUSD jest dłuższa niż poprzednia z przełomu listopada/grudnia. Tempo tego ruchu nieco spowolniło w ostatnich dniach, co sugeruje, że potrzebne mogą być kolejne pozytywne dla euro/negatywne dla dolara impulsy, by pchnąć EURUSD wyżej.

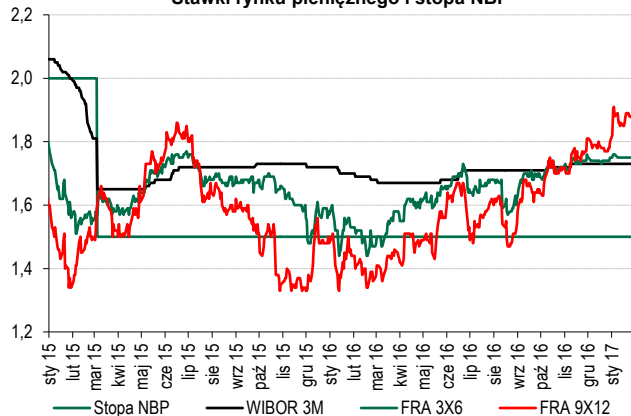
▪ Wstępny amerykański PKB za IV kw. i przyszłotygodniowa decyzja FOMC oraz miesięczny raport z rynku pracy mogą wyznaczyć kierunek dla kursu przynajmniej w krótkim terminie.

## Rubel i forint słabsze niż złoty

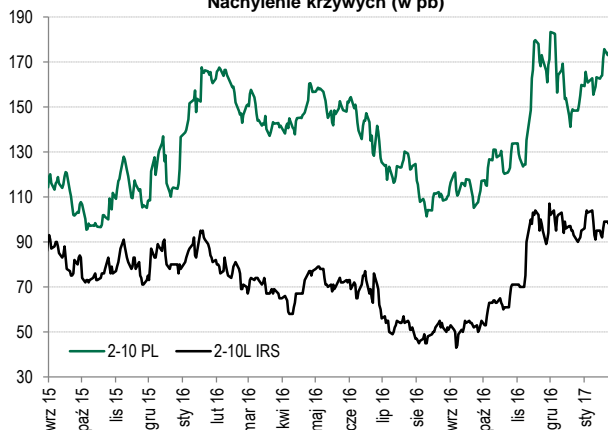
▪ Forint i rubel straciły w zeszłym tygodniu mimo dość dobrego nastroju panującego na globalnym rynku i rosnących cen ropy. EURHUF wzrósł drugi tydzień z rzędu i dotknął 312 (najwyższy poziom od pięciu tygodni), a USDRUB odbił powyżej 60 osiągając najwyższy poziom od dwóch tygodni. Rubel był pod presją decyzji rosyjskiego Ministerstwa Finansów, które zapowiedziało rozpoczęcie skupu walut obcych aby odbudować swoje rezerwy.

## Rynek stopy procentowej – Rynki bazowe znowu ważne

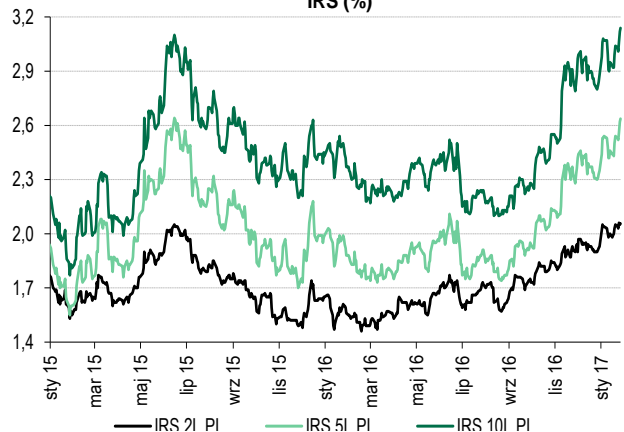
### Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



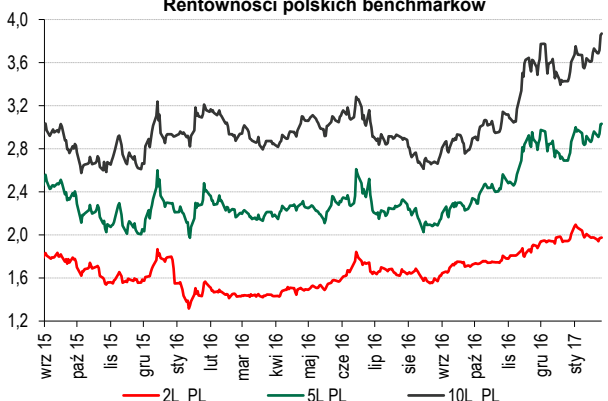
### Nachylenie krzywych (w pb)



### IRS (%)



### Rentowności polskich benchmarków



### Wyższy popyt na ryzyko osłabia obligacje

Podwyższony popyt na ryzykowne aktywa utrzymujący się przez większą część tygodnia miał wyraźny negatywny wpływ na globalny rynek długu. Rentowności wzrosły w Europie i USA, ale obligacje polskie i peryferyjne straciły mocniej. Krajowa krzywa IRS przesunęła się w górę od 4-8 pb, a obligacyjna o 2-12 pb, największe zmiany miały miejsce na długim końcu. 2-letni IRS zakończył tydzień blisko 2,03%, 5-letni w pobliżu 2,60%, a 10-letni na ok. 3,12%. Spreads 2-10 wzrosły do odpowiednio 107 pb i 188 pb. 10-letni spread do Bunda rozszerzył się o 4 pb do 336 pb.

Poniedziałkowa aukcja obligacji była bardzo udana. Ministerstwo Finansów sprzedało dług za ponad 10,6 mld zł (z czego 9 mld zł na aukcji podstawowej) przy łącznym popycie ok. 22 mld zł i górnej granicy planowanej oferty 9 mld zł. Najwięcej pozyskano ze sprzedaży obligacji średnio- oraz długoterminowych PS0422 i DS0727. Ministerstwo podało, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe są po tej aukcji pokryte w 35%.

### Rynki bazowe znowu ważne

Wskazywaliśmy niedawno, że jednomiesięczna korelacja polskiej 10-latki z jej niemieckim i amerykańskim odpowiednikiem spadła po tym jak krajowy dług radził sobie słabiej niż bazowe i spready rosły. W ostatnim tygodniu korelacja z Bundem wyraźnie wzrosła do 70% z 50%. Dla Treasuries też odbiła, ale pozostaje niska na poziomie ok. 20%.

Nie spodziewamy się, aby dane z kraju sprawiły w tym tygodniu znaczące niespodzianki i odczyty PKB i PMI będą raczej neutralne dla krajowego rynku. Ważniejsze mogą się okazać liczne dane z Europy i USA oraz wynik posiedzenia FOMC, szczególnie po ostatnim wzroście korelacji między rynkami.

Amerykańscy bankierzy centralni zapewne pozostawią stopy procentowe bez zmian w lutym. Ton komunikatu nie będzie jednak wg nas gołębi skoro kolejne miesiące mają przynieść podwyżki stóp procentowych.

Zeszłotygodniowa aukcja obligacji była bardzo udana, co dobrze wróży akcji zaplanowanej na pierwszy tydzień lutego. Szczegóły dotyczące wartości emisji i wybór serii ogłoszone zostaną we wtorek. Po zmianie zasad, Ministerstwo zadeklarowało, że na każdej aukcji zaoferuje 2-, 5- i 10-letni benchmark i teraz dostosowywać może jedynie planowaną wielkość podaży. Dość wysoki stopień prefinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych pozwala na ograniczenie wartości emisji. Po ostatnim wzroście rentowności 10-letni benchmark może być atrakcyjny, więc popyt na aukcji skupić się może na długim końcu, podobnie jak to było na poprzedniej aukcji.

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., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)