

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 13 – 19 lutego 2017

Poprzedni tydzień nie był zbyt obfity w publikacje, ale z kolei w tym zobaczymy sporo ważnych danych z Polski i z zagranicy. Polskie dane na temat produkcji, sprzedaży detalicznej i bilansu płatniczego pomogą ocenić, czy gospodarka faktycznie odbija i w jakim dzieje się to tempie. Ważną informacją może być inflacja CPI - naszym zdaniem wzrośnie ona do 1,7% i przewyższy stopę referencyjną NBP. Dane z Europy będą z kolei ważne z punktu widzenia polityki pieniężnej EBC.

Jeśli chodzi o rynki, ostatnio wzrosło znaczenie ryzyka politycznego (wybory w Europie) i tematu Grecji. Uważamy, że podobnie będzie także w tym tygodniu. Ponadto, inwestorzy będą z uwagą patrzeć na decyzje nowego prezydenta USA. Ogólnie, czynniki zewnętrzne mogą być negatywne dla krajowych aktywów, podczas gdy krajowe dane będą wspierać wycenę polskiej waluty.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (13 lutego)</b>							
14:00	PL	CPI	I	% r/r	1,7	1,7	0,8
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	XII	mln €	-644	-562	-427
14:00	PL	Eksport	XII	mln €	14 209	14 116	15 943
14:00	PL	Import	XII	mln €	14 503	14 400	15 841
<b>WTOREK (14 lutego)</b>							
8:00	DE	Pierwszy szacunek PKB	IV kw.	% r/r	1,4	-	1,5
9:00	HU	Pierwszy szacunek PKB	IV kw.	% r/r	2,0	-	2,2
9:00	HU	CPI	I	% r/r	2,3	-	1,8
9:00	CZ	Pierwszy szacunek PKB	IV kw.	% r/r	2,3	-	1,9
10:00	PL	<b>Pierwszy szacunek PKB</b>	<b>IV kw.</b>	<b>% r/r</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	-1,5	-	1,5
11:00	EZ	Pierwszy szacunek PKB	IV kw.	% r/r	1,8	-	1,8
11:00	DE	Indeks ZEW	II	pkt	77,2	-	77,3
14:00	PL	<b>Podaż pieniądza</b>	<b>II</b>	<b>% r/r</b>	<b>9,3</b>	<b>9,5</b>	<b>9,6</b>
<b>ŚRODA (15 lutego)</b>							
14:30	US	CPI	I	% m/m	0,3	-	0,3
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	I	% m/m	0,1	-	0,6
15:15	US	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	0,0	-	0,8
<b>CZWARTEK (16 lutego)</b>							
11:00	PL	<b>Aukcja obligacji</b>					
14:00	PL	<b>Płace w sektorze przedsiębiorstw</b>	I	% r/r	4,5	4,9	2,7
14:00	PL	<b>Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw</b>	I	% r/r	2,6	3,0	3,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	234
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	I	tys.	1230	-	1226
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	I	tys.	1230	-	1228
14:30	US	Indeks Philly Fed	II	pkt	17,5	-	23,6
<b>PIĄTEK (17 lutego)</b>							
14:00	PL	<b>Produkcja przemysłowa</b>	I	% r/r	8,2	8,0	2,3
14:00	PL	<b>Produkcja budowlana</b>	I	% r/r	-1,0	-1,9	-8,0
14:00	PL	<b>Sprzedaż detaliczna w cenach stałych</b>	I	% r/r	7,2	6,4	6,1
14:00	PL	<b>PPI</b>	I	% r/r	3,6	3,3	3,0

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

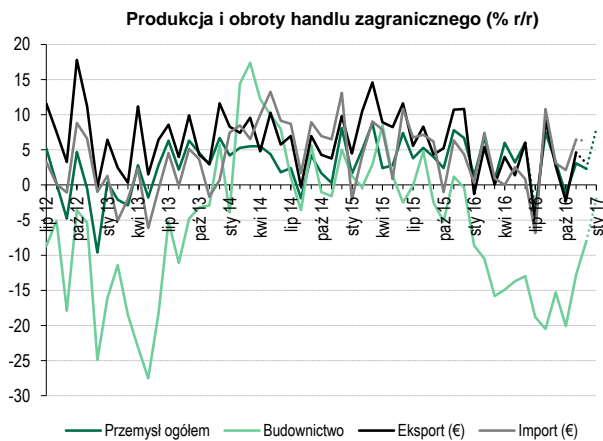
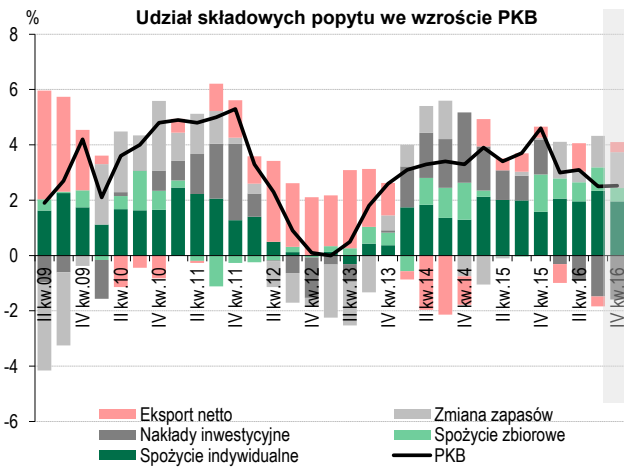
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Duża porcja danych z kraju



- Niepewność co do tempa wzrostu PKB w IV kw. 2016 r. nie jest duża, jako że już znamy dane za cały rok. Według naszych szacunków, PKB wzrósł o 2,5% r/r, podobnie jak w III kw. Naszym zdaniem silnikiem wzrostu była konsumpcja prywatna, ale również konsumpcja publiczna zaskoczyła w górę, podczas gdy inwestycje wciąż były pod kreską.

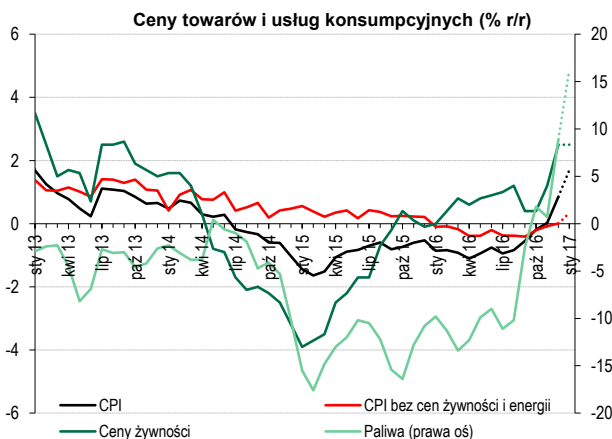
- Szacujemy, że stopa inflacji wzrosła w styczniu do 1,7% r/r. Mocny ruch CPI w górę spowodowany był głównie niską bazą w przypadku cen paliw i podwyżką cen prądu. Wzrosły również ceny papierosów. W kolejnych miesiącach możliwa jest presja na ceny warzyw, ze względu na słabe zbiory na południu Europy. W połowie lutego obniżą się za to ceny gazu, ale naszym zdaniem nie można wykluczyć, że niebawem taryfa znowu pójdzie w górę, ponieważ obecna obniżka jest wbrew tendencjom w zakresie hurtowych cen gazu. W sumie, spodziewamy się średniej inflacji w tym roku blisko 2% r/r.

- Wzrost eksportu i importu w grudniu był naszym zdaniem podobny jak w listopadzie. Bilans handlowy nieco się pogorszył, ale zrekompensowały to lepsze dochody, więc saldo obrotów bieżących było zapewne zbliżone do listopadowego.

- Spodziewamy się niezłego odczytu produkcji przemysłowej, ale będzie to w dużej mierze zasługa efektu kalendarzowego (2 dni robocze więcej r/r). Niemniej, ostatnie słabe dane o produkcji niemieckiej kładą się nieco cieniem na perspektywach polskiego przemysłu. Spadek w budownictwie powinien wyraźnie wyhamować, a wzrost sprzedaży detalicznej (w cenach stałych) będzie naszym zdaniem zbliżony jak w poprzednich miesiącach.

- Dane z rynku pracy będą ciekawe, ponieważ jak co roku GUS zaktualizuje próbę badanych firm i trudno dokładnie przewidzieć jak to wpłynie na liczbę zatrudnionych. Jeśli chodzi o wynagrodzenia, spodziewamy się wyraźnego przyspieszenia na początku roku.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Stopy procentowe bez zmian



- RPP pozostawiła stopy bez zmian w lutym. Ton komunikatu zmienił się na bardziej gołębi. Rada stwierdziła, że stopa inflacji, po wzroście w pierwszych miesiącach roku, powinna ulec stabilizacji w kolejnych kwartałach. Ponadto, wzrost cen wynika przede wszystkim ze zmian cen surowców i jest tymczasowy, podczas gdy popytowa presja na wzrost cen nie jest obserwowana. Wg komunikatu, ryzyko trwałego przekroczenia celu w średnim okresie jest bardzo niskie. W naszej ocenie to nie oznacza, że bank centralny spodziewa się, że wskaźnik inflacji osiągnie cel inflacyjny NBP na poziomie 2,5% w najbliższym czasie.

- Lutowe komunikat i konferencja potwierdziły, naszym zdaniem, że większość członków RPP chce utrzymania status quo w polityce pieniężnej w 2017 r. w obliczu spodziewanego jedynie przejściowego i niewielkiego odbicia inflacji.

## Cytat tygodnia – Realne stopy mogą być przez chwilę ujemne

**Adam Glapiński, prezes NBP, PAP, 08.02**

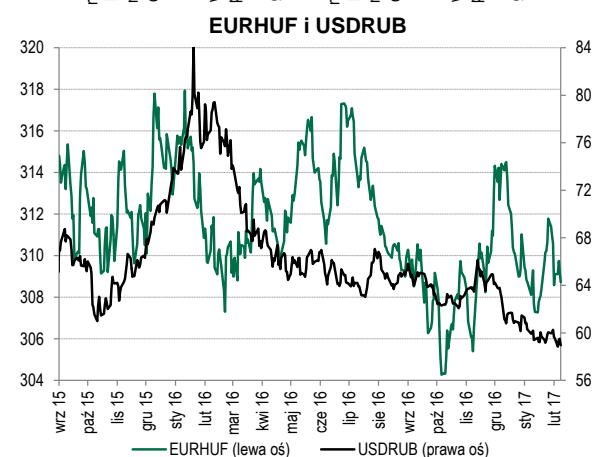
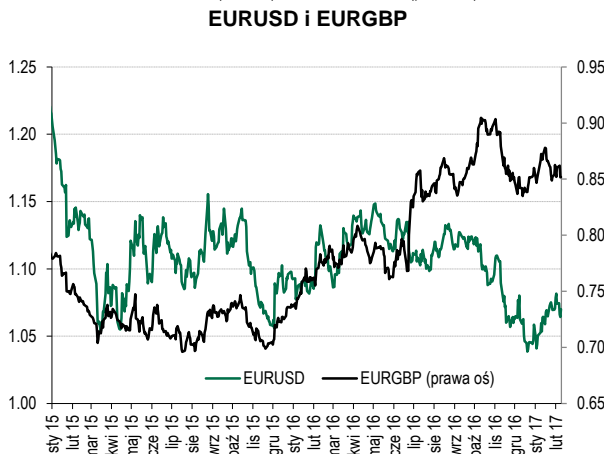
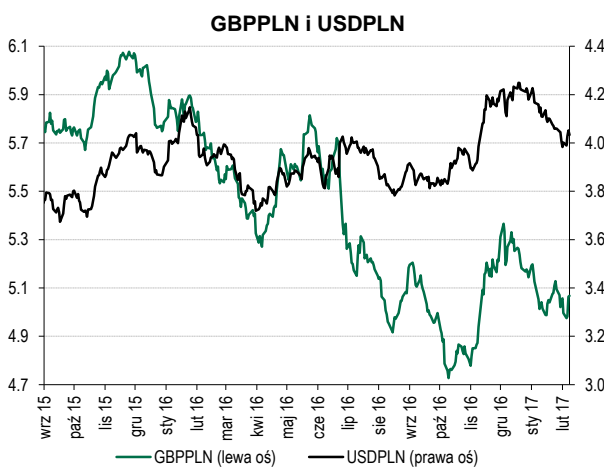
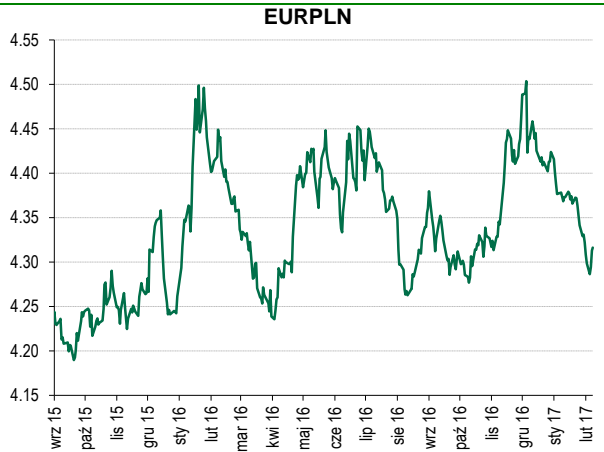
Na razie się zgadzamy wszyscy, że „wait and see” jest najlepszą strategią. (...) Możemy się przez chwilę znaleźć w ujemnych stopach realnie, ale krótkookresowo (...). Nie mamy pewności jak to będzie, czy może znajdziemy się powyżej 1,5 proc. (inflacji - PAP) czy nie. Raczej myślę, że nie, ale może się zdarzyć, że będzie powyżej, ale na chwilę. Mówimy tu o kilku miesiącach, a później przewidujemy, że znowu będzie stabilizacja. (...) Za cały rok będziemy mieli wzrost PKB 3,5-3,6 proc., bardzo blisko potencjalnej ścieżki zrównoważonego wzrostu.

**Kamil Zubelewicz, członek RPP, PAP, 08.02**

Tylko gwałtowne zmiany na rynku ropy naftowej, czy dotyczące inflacji bazowej mogłyby spowodować, że na poważnie trzeba by się zastanowić nad zmianą stóp procentowych, ale na dziś takiej wiedzy nie mamy.

RPP jest skłonna zaakceptować wyższą inflację w 2017 r., ale wydaje się, że ich prognoza CPI jest nadal poniżej ścieżki, której my się spodziewamy. Adam Glapiński jest też optymistą jeśli chodzi o tempo wzrostu gospodarczego i jego prognoza (3,5-3,6%) jest wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego, ale mimo to nie jest on zwolennikiem szybkich podwyżek stóp. Naszym zdaniem realizacja przewidywanego przez nas scenariusza inflacyjnego również nie powinna skłonić RPP do podwyżek stóp w tym roku. Możliwe, że argumentem za zacieśnieniem polityki pieniężnej byłby mocny wzrost inflacji bazowej, o którym wspominał Kamil Zubelewicz, ale takiego scenariusza się nie spodziewamy.

## Rynek walutowy – Rozpoczęła się korekta

**Duża zmienność na EURPLN**

Miniony tydzień na krajowym rynku walutowym był dość zmienny. Złoty umocnił się dość wyraźnie na początku tygodnia; EURPLN spadł tymczasowo do 4,27, najniżej od października, a USDPLN na chwilę wyniósł 3,98. Jednakże zmiany nastrojów na rynku globalnym były impulsem do korekty, w tym złoty oddał większość swoich wcześniejszych zysków - EURPLN tymczasowo wzrósł do 4,32, a USDPLN do 4,06. Koniec tygodnia przyniósł ponownie odreagowanie; EURPLN spadł nieco poniżej 4,30, a USDPLN do ok. 4,04. Warto zwrócić uwagę, że reakcja złotego na decyzję i retorykę RPP była nieznacząca.

Sytuacja techniczna na EURPLN zmieniła się wyraźnie w ostatnim tygodniu. Nasz scenariusz, który przedstawiłmy w poprzednim raporcie tygodniowym zmaterializował się; inwestorzy zrealizowali zyski po osiągnięciu przez kurs EURPLN tegorocznego minimum. W efekcie trend spadkowy wyhamował. Sygnały płynące z analizy technicznej sugerują, że potencjał do dalszego umocnienia złotego jest bardzo ograniczony i bardziej prawdopodobnym scenariuszem na najbliższe dni jest korekta.

W tym tygodniu poznamy kluczowe dane z krajowej gospodarki. Potwierdzenie solidnych fundamentów Polski na początku roku powinno wspierać złotego. Jednakże pogorszenie nastrojów na rynkach globalnych w wyniku obaw o Grecję oraz wzrost ryzyka politycznego w Europie w związku z planowanymi wyborami w Holandii, Francji oraz Niemczech może pchnąć EURPLN w kierunku oporu na 4,36 w najbliższych tygodniach.

**EURUSD nieznacznie niżej**

W minionym tygodniu kurs EURUSD spadł ze względu na brak istotnych publikacji w Europie oraz USA. A co więcej, euro znalazło się pod presją rosnącego ryzyka politycznego w Europie oraz niepewności związanej z sytuacją w Grecji. W efekcie, EURUSD obniżył się do 1,062 z 1,08 w poprzedni piątek po publikacji mieszanych danych z rynku pracy w USA. W tym samym czasie funt brytyjski nieco zyskał na wartości i na zamknięcie tygodnia EURGBP stabilizował się blisko 0,85.

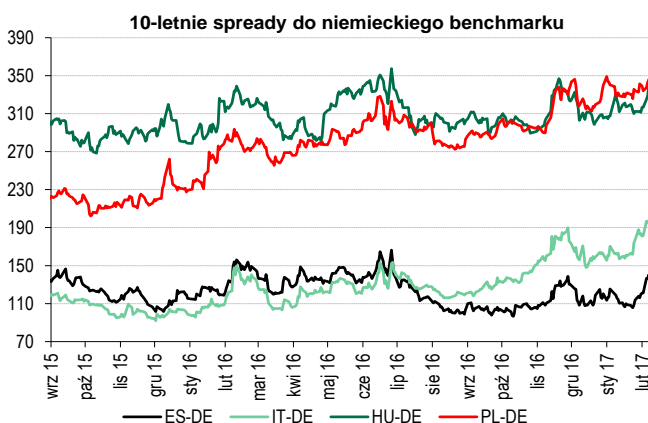
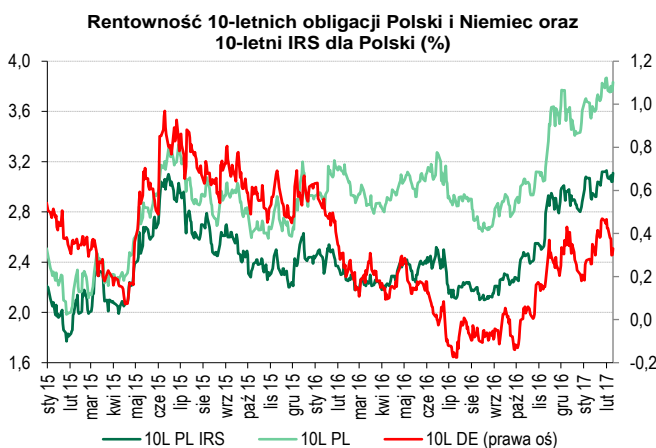
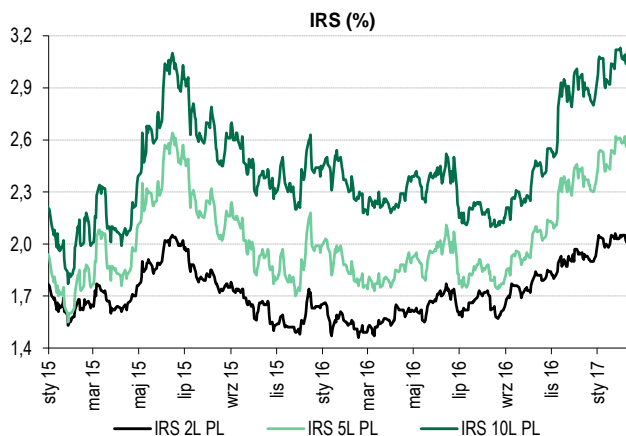
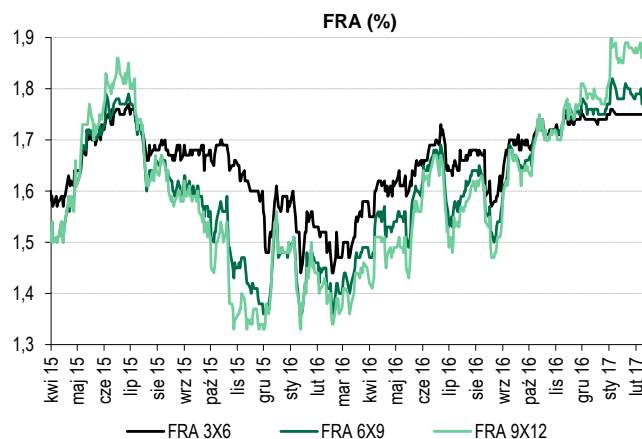
W tym tygodniu kalendarz publikacji danych makro w Europie i USA jest obfity. Dane te w połączeniu z wypowiedziami przedstawicieli Fed, w tym wystąpieniem szefowej Fed Janet Yellen przed Kongresem wyznaczają kierunek rynkowi. W naszej ocenie, wyraźne sygnały (ze strony danych czy też wypowiedzi przedstawicieli FOMC), że podwyżki stóp przez Fed nastąpią szybciej mogą pchnąć EURUSD w kierunku wsparcia na 1,06. W przeciwnym wypadku oczekujemy, że kurs będzie się konsolidował w przedziale 1,062-1,08.

**Dobry tydzień dla forinta i rubla**

W ubiegłym tygodniu forint oraz rubel zyskały na wartości. Wsparciem dla rosyjskiej waluty były m.in. rosnące ceny ropy. Z drugiej strony czeska korona znalazła się pod presją słabszych danych oraz wyższego od oczekiwań odczytu CPI za styczeń (CPI wzrósł powyżej celu inflacyjnego banku Czech na 2,00%). To ożywiło oczekiwania inwestorów na wcześniejsze wyjście z reżimu FX.

W tym tygodniu notowania walut CEE będą pod wpływem zarówno lokalnych publikacji, jak i globalnych zdarzeń. Publikacja wskaźników makro dla Węgier, Czech (m.in dane o PKB za IV kw.) oraz Rosji wpłyną na wycenę poszczególnych walut. Niemniej solidne fundamenty będą wspierały wycenę tych walut. Z drugiej strony czynniki globalne są kluczowe dla notowań forinta. Bardziej jastrzębia retoryka członków Fed może zachęcić inwestorów do realizacji zysków na EURHUF.

## Rynek stopy procentowej – Polski dług w ślad za rynkami bazowymi



### Rynkowe stawki lekko w górę

▪ IRS i rentowności obligacji wzrosły w minionym tygodniu, ale skala i dynamika ruchu była mniejsza niż w poprzednim tygodniu. 10-letni IRS zakończył tydzień blisko 3,11% (+4 pb od zeszłego piątku), 5-letni odbił o 3 pb do ok. 2,60%, a 2-letni obniżył się o 2 pb do 2,03%.

▪ Stawki FRA podążyły tymczasem w przeciwnym kierunku i cała krzywa obniżyła się o 1-2 pb. Zmienność w trakcie tygodnia była dość wysoka, bowiem dłuższe stawki spadły o 5-7 pb w reakcji na bardziej gołąbią od oczekiwań retorykę RPP.

### Polski dług w ślad za rynkami bazowymi

▪ W tym tygodniu poznamy wiele ważnych danych i wypowiedać się będzie sporo członków FOMC.

▪ Krótki koniec polskiej krzywej będzie pod wpływem danych o krajowej aktywności ekonomicznej. Wg nas w kontekście retoryki RPP (ograniczającej istotność ostatniego wzrostu inflacji) i wyceniania przez rynek podwyżek stóp NBP na przełomie stycznia/lutego, reakcja inwestorów na najbliższe dane może być asymetryczna – mocniejsza na odczyty poniżej konsensusu. Biorąc pod uwagę komunikat RPP wskazujący, że gotowa jest ona zaakceptować przejściowe ujemne realne stopy procentowe, wzrost inflacji powyżej 1,5% r/r w styczniu nie powinien wpłynąć na perspektywy polityki pieniężnej. Nasze prognozy styczniowych sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej i PPI są bliskie konsensusu. Dane pokażą dość solidne wyniki, co powinno ograniczać potencjał do dalszego spadku FRA.

▪ Środek i długi koniec krzywych IRS i obligacyjnej powinny być pod wpływem czynników zewnętrznych. Jednomiesięczna korelacja 10-letnich obligacji Polski i Niemiec utrzymuje się blisko 0,80 od początku miesiąca, a odpowiednia korelacja polskiego i amerykańskiego benchmarku wzrosła do 0,60 z -0,60 na początku stycznia. W tym tygodniu poznamy ważne dane zarówno z USA jak i z Niemiec, a dodatkowo wypowiedać się będzie sporo członków FOMC, co może wywołać podwyższone wahania na rynku.

▪ Decyzje o dwóch ostatnich podwyżkach stóp Fed zostały ogłoszone na posiedzeniach, którym towarzyszyła konferencja prasowa Janet Yellen. Następne takie posiedzenia planowane jest na marzec i wg Bloombergu rynek widzi 70% szans, że wtedy stopy pozostaną bez zmian i 46% szans, że zostaną podniesione w czerwcu, kiedy odbędzie się kolejna konferencja po posiedzeniu. Jeśli najbliższe dane z USA będą mocne, a członkowie FOMC będą brzmieć „jastrzębio”, wtedy może spaść przekonanie rynku, że stopy Fed nie zmienią się w marcu, co może pchnąć IRS i rentowności na świecie w górę.

▪ Dodatkowo, europejska polityka wywołała ostatnio pewną nerwowość na rynku, a pojawiające się niepokojące doniesienia z Grecji mogą wyrzucić presję na dług z peryferii strefy euro.

### Druga lutowa aukcja obligacji

▪ Pod koniec stycznia Ministerstwo Finansów podało, że w tym tygodniu na aukcji zaoferuje obligacje OK0419/PS0422/WZ1122/WZ0126/DS0727 za 3-7 mld zł. Dwie ostatnie aukcje przyciągnęły spory popyt i sądzimy, że druga lutowa aukcja też może być udana. Po ostatnich gołąbich sygnałach z RPP popyt na 2-letni benchmark może wg nas nieco wzrosnąć.

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)