

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 19 – 25 lutego 2018

W ostatnim tygodniu globalne rynki akcji lizaly rany po wyprzedzący. Z drugiej strony, rynki stopy procentowej i dolar nie podążyły za tym trendem i pozostały pod presją. Najważniejsza statystyka tygodnia, czyli styczniowa inflacja w USA, była wyższa od oczekiwań, ale po niej zobaczyliśmy słabą sprzedaż detaliczną i kiepską produkcję przemysłową. Dane wzmocniły wiarę rynku w cztery podwyżki Fed w tym roku, chociaż trzy wciąż pozostają wariantem bazowym. EURUSD wyznaczył nowe tegoroczne maksimum, co razem z odbiciem na giełdach dostarczyło wsparcie dla walut wschodzących, w tym złotego.

Widzieliśmy też sporo krajowych danych, w większości zgodnych z naszym poglądem na to, że wzrost pozostał silny, płace i zatrudnienie kontynuowały trendy z 2017 r., potwierdzając wzrost presji płacowej i że inflacja spadła na początku 2018 r. Inwestorzy byli jednak zbyt zajęci ruchami na globalnych rynkach, by zwracać uwagę na polskie dane.

W tym tygodniu spodziewamy się lekkiego osłabienia złotego i spadku rentowności na rynku długu. Nie jesteśmy przekonani, że giełdy dalej będą piąć się w górę. Wstępny PMI i Ifo mogą przypomnieć, że fundamenty gospodarcze w Europie pozostają silne, ale ostatnie wyprzedaje nie wynikały z obaw o wzrost gospodarczy. Nieformalne spotkanie liderów UE (bez Wielkiej Brytanii) będzie ważnym punktem tygodnia, gdyż może rzucić więcej światła na możliwość wprowadzenia w nowym budżecie UE warunkowości, co może być ważną kwestią dla Polski po 2020 r.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	BZWBK	OSTATNIA WARTOŚĆ
<b>PONIEDZIAŁEK (19 lutego)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							
<b>WTOREK (20 lutego)</b>							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	8,5	9,3	2,7
10:00	PL	Produkcja budowlana	I	% r/r	20,3	22,8	12,7
10:00	PL	PPI	I	% r/r	0,1	-0,2	0,3
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	I	% r/r	6,5	7,2	5,2
11:00	DE	ZEW	II	pkt	-		95,2
<b>ŚRODA (21 lutego)</b>							
09:30	DE	PMI przemysł	II	pkt	60,5	-	61,1
09:30	DE	PMI usługi	II	pkt	57,0	-	57,3
10:00	EZ	PMI przemysł	II	pkt	59,3	-	59,6
10:00	EZ	PMI usługi	II	pkt	57,6	-	58,0
16:00	US	Sprzedaż domów	I	% m/m	0,7	-	-3,6
20:00	US	Minutes FOMC	31 sty		-	-	0,0
<b>CZWARTEK (22 lutego)</b>							
10:00	DE	Ifo	II	pkt	117,0	-	117,6
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	I	% r/r	4,8	4,8	4,6
<b>PIĄTEK (23 lutego)</b>							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	I	%	6,9	6,9	6,6
11:00	EZ	HICP	I	% r/r	1,3	-	1,3

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

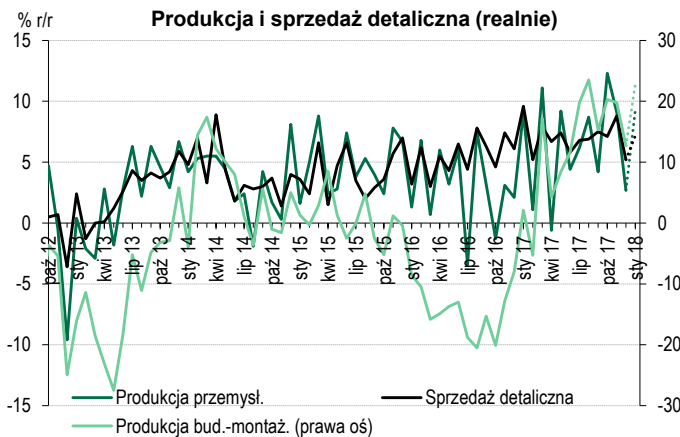
Marcin Sulewski 22 534 18 84

#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

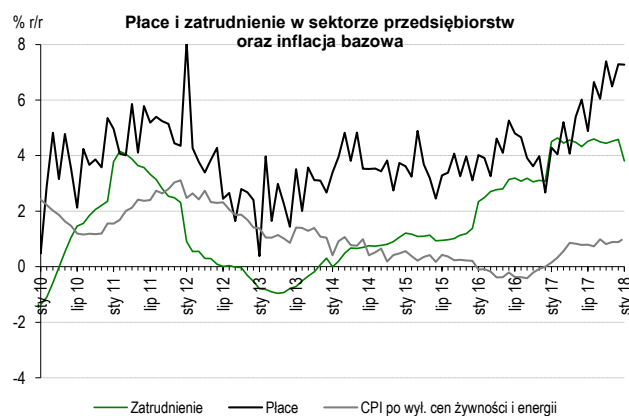
Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

**Wydarzenia najbliższego tygodnia – Produkcja i sprzedaż detaliczna otrząsną się z grudniowej słabości**

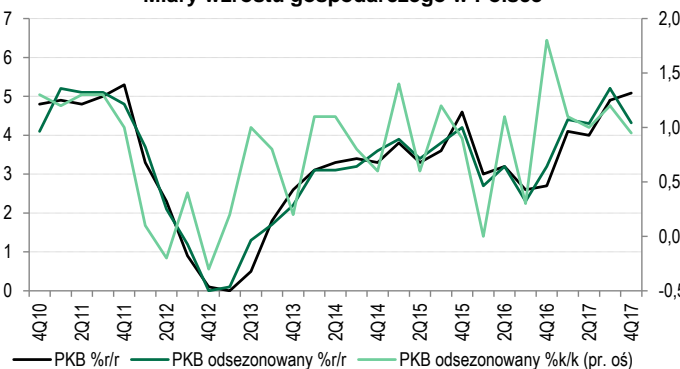
■ We wtorek poznamy dane makro z początku I kw. Jak pisaliśmy w lutym **MAKROskopie**, spodziewamy się dalszego wzrostu PKB o ok. 5% r/r w I kw., co wymagać będzie powrotu tempa wzrostu produkcji i sprzedaży do poziomów z października i listopada. W tych dwóch miesiącach efekt dni roboczych miał tę samą siłę co w styczniu, podczas gdy w grudniu efekt ten był ujemny.

■ Nasza styczniowa prognoza prod. przemysłowej mieści się między 9,1% i 12,3% z listopada i października, podczas gdy prod. budowlana może nawet przebić październikowe 20,3% r/r pod wpływem łagodnej pogody. Sprzedaż detaliczna może być nieco słabsza pod wpływem efektu bazy, ale nasza prognoza 7,2% i tak jest powyżej konsensusu, a konsumenci mogli wyróżnić słabe zakupy samochodów pod koniec roku i pozostali przy wysokim poziomie optymizmu.

**Ostatni tydzień w gospodarce – PKB urosł o 5,1% r/r w IV kw., CPI poniżej 2%**

■ Zatrudnienie w sektorze firm wzrosło w styczniu o 3,8% r/r (wobec naszej prognozy 3,7% r/r i konsensusu 3,4%), zaś wzrost płac utrzymał się na 7,3% r/r (zgodnie z naszą prognozą, lecz powyżej konsensusu 6,9%), co należy traktować jako przyzwoity wynik. Odczyt ten wpisuje się w trendy widoczne w 2017 roku, gdy sytuacja na rynku pracy, wraz ze wzrostem płac i nadal przyzwoitym zatrudnieniem, stawała się coraz bardziej napięta.

■ CPI obniżył się w styczniu do 1,9% z 2,1%, zgodnie z konsensem rynkowym i nieco mniej niż się spodziewaliśmy (1,8%). Ceny żywności razem z alkoholem i tytoniem urosły o 1,1% m/m przy naszych oczekiwaniach 0,7%. GUS nie podał jak zmieniły się ceny energii i paliw, więc trudniej jest oszacować zmianę inflacji bazowej. Podtrzymujemy jednak prognozę, że znalazła się ona w styczniu najwyższej od 2014 r., ale możliwe że była bliższa 1,0% niż naszego wcześniejszego szacunku 1,1% r/r. Inflacja powinna pozostać bliska 2% w kolejnych miesiącach, jednak prawdopodobnie wzrośnie ona do około 2,5% w połowie roku, by pod koniec 2018 r. powrócić do 2%.

**Miary wzrostu gospodarczego w Polsce**

■ Według wstępnego szacunku, wzrost PKB w IV kw. 2017 wyniósł 5,1% r/r, zgodnie z naszą prognozą. Co ciekawe, dane w ujęciu odsezonowanym pokazały spowolnienie do 4,3% r/r z 5,2% r/r w III kw. 2017, po wzroście o 1,0% k/k. Jest to porządny wynik, ale nie jesteśmy w stanie dokładnie wyjaśnić tak dużej różnicy między danymi odsezonowanymi i nieodsezonowanymi (największej od 2013 r.). Widzimy ryzyko, że pełne dane o PKB za IV kw. pokażą nieco niższy odczyt, z uwagi na dane o handlu zagranicznym za grudzień, które pokazały dużo wyższy od oczekiwań deficyt handlowy. Nadal uważamy, że polska gospodarka urośnie w 2018 r. o ok. 4,3%, dzięki wyjątkowo sprzyjającemu otoczeniu makroekonomicznemu i silnemu popytowi krajowemu.

**Cytat tygodnia – Nie możemy trzymać się rutyny**

**Jean-Claude Juncker, Przewodniczący Komisji Europejskiej (KE), KE, 14 lutego**

[Odnosząc się do nadchodzącego nieformalnego szczytu UE:] Przedyskutujmy (...) najpierw, jakiej Europy chcemy, a następnie to do państw członkowskich będzie należało zapewnienie odpowiednich środków finansowych, by sprostać tym ambicjom. Wszyscy musimy być świadomi, że w nadchodzących dyskusjach nie możemy trzymać się rutyny.

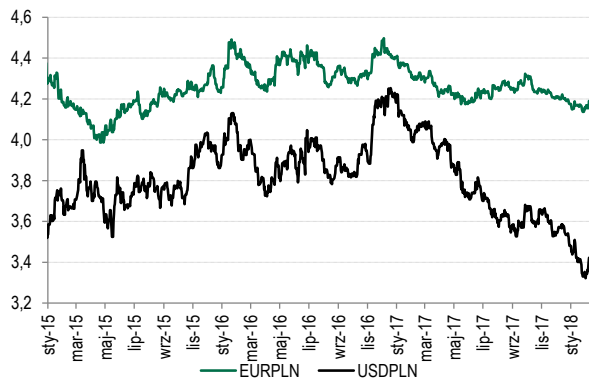
**Günther Oettinger, Komisarz ds. Budżetu UE, Bloomberg, 13 lutego**

Jeśli szefowie rządów wyrażą poparcie to znajdzie się to [powiązanie wypłat z budżetu UE z poszanowaniem praworządności] wśród naszych propozycji. Polska i Węgry wiedzą, że jeśli nie będą współpracować i być w zgodzie z zasadami, to spadnie gotowość innych do zasilania budżetu. Dlatego oczekuję ustępstw ze strony polityków i czekam na dyskusję podczas spotkania Rady UE.

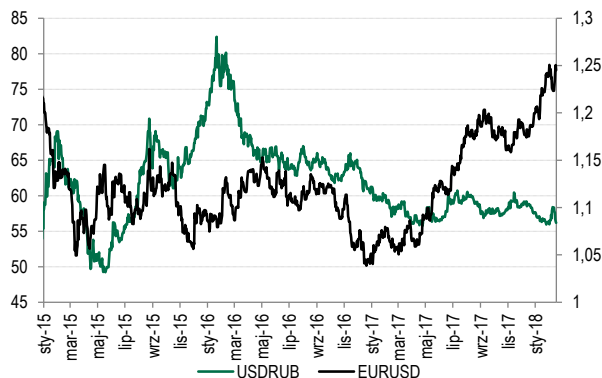
Komisja Europejska przygotowała i opublikowała różne warianty dla wieloletnich ram finansowych po 2020 r. przed nadchodzącym nieformalnym szczytem UE. Mają one pomóc liderom państw członkowskich określić się co do kierunku jaki chcieliby nadać kolejnemu budżetowi unijnemu, w szczególności jakie jest preferowane rozwiązanie w kwestii zbilansowania budżetu po Brexicie i czy należy powiązać wypłaty z budżetu z poszanowaniem wspólnych wartości UE (co ważne dla Polski, będącej w sporze z KE ws. praworządności). Nieformalny szczyt, na którym miałyby zapaść takie kierunkowe, ale trudno ocenić na ile wiążące, decyzje odbędzie się 23 lutego. Komisarz ds. budżetu Guenther Oettinger potwierdził, że rozpoczęły się już prace legislacyjne nad odpowiednim tekstem prawnym wprowadzającym taką warunkowość i że dalszy przebieg tych prac będzie zależał od skali poparcia uzyskanego od przywódców państw członkowskich.

## Rynek walutowy – Awersja do ryzyka osłabia złotego i umacnia dolara

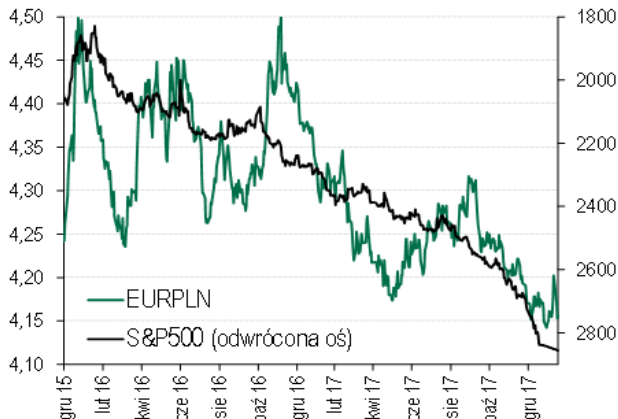
### EURPLN and USDPLN



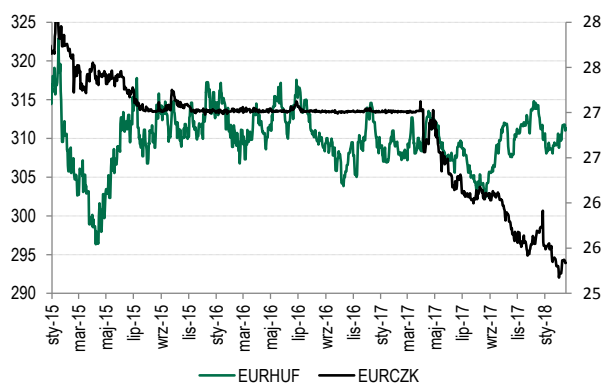
### EURUSD i USDRUB



### EURPLN i S&P500



### EURHUF i EURCZK



### Złoty odzyskuje siły

EURPLN spadał w zeszłym tygodniu w ślad za odrealizowanymi giełdami. W drugiej połowie tygodnia pewne wyhamowanie nastąpiło po publikacji danych inflacyjnych z USA, które zaskoczyły w górę. Jednak publikowane wraz z nimi dane o sprzedaży detalicznej (te zaskoczyły w dół) oraz ogłoszone dzień później dane o produkcji przemysłowej za Oceanem (też poniżej oczekiwań) zatrzymały umocnienie naszej waluty w relacji do EUR. W efekcie EURPLN zsunął się z 4,17 na początku tygodnia do 4,1560 na koniec (tj. w okolicy w jakich znajdował się tydzień temu). W relacji do pozostałych walut złoty umocnił się, kurs GBPPLN spadł z 4,7240 do 4,6810, CHFPLN przesunął się z 3,6360 do 3,6010, zaś USDPLN z 3,3910 do 3,3320, powracając do poziomów sprzed tygodnia. Większego wpływu na zmiany kursu złotego nie miały publikacje krajowych danych inflacyjnych (pokazujących spadkowy trend rocznej dynamiki inflacji), danych z rynku pracy oraz wstępnych danych o PKB w IV kw.

W tym tygodniu czeka nas publikacja danych PMI z Europy w lutym oraz danych o produkcji przemysłowej za styczeń w kraju. Naszym zdaniem publikacje te nie wpłyną w istotny sposób na wycenę krajowej waluty. W naszym przekonaniu kluczowa dla wyceny złotego pozostanie sytuacja na giełdach, gdzie spodziewamy się spadków i w konsekwencji przeceny złotego. Na koniec tygodnia oczekujemy lekkiego osłabienia złotego do poziomu 4,170 w relacji do EUR i 3,36 w relacji do USD.

### Dolar traci po danych z przemysłu i detalu

EURUSD kontynuował w zeszłym tygodniu swój marsz w górę wspierany przez słabsze niż oczekiwano styczniowe dane z rynku detalicznego (-0,3% m/m vs. oczekiwane +0,2% m/m) i sektora przemysłowego (-0,1% m/m vs. oczekiwane +0,2% m/m). Przejściowe wyhamowanie tego procesu było związane z wyższym niż oczekiwano odczytem inflacji w USA (0,5% m/m vs. 0,3% m/m). W efekcie EURUSD znalazł się na koniec tygodnia na poziomie 1,2540, z 1,2250 na początku tygodnia.

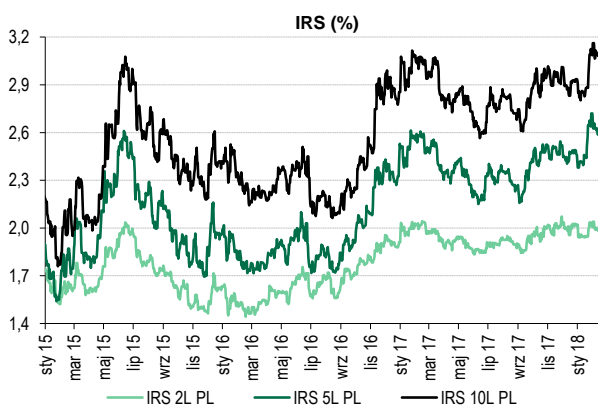
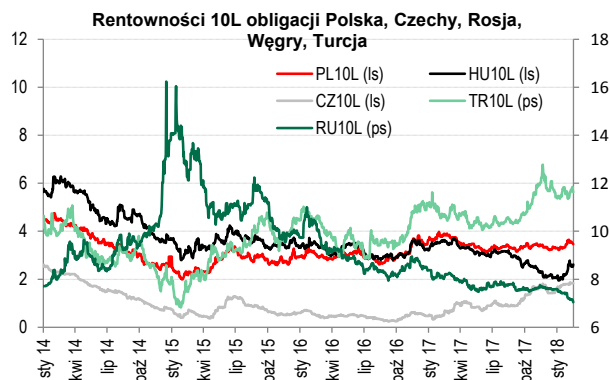
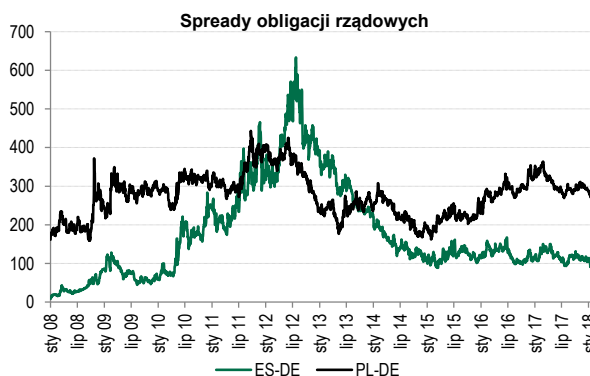
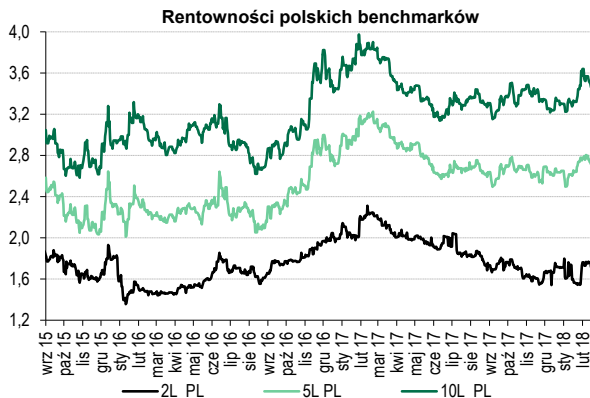
W tym tygodniu spodziewamy się korekty EURUSD w dół, pomagać w tym powinna spodziewana korekta w dół giełd po silnym odbiciu w zeszłym tygodniu. Dane PMI z Europy nie powinny w istotny sposób wpłynąć na wycenę EURUSD.

### Waluty regionu zyskują po dobrych danych

Pozostałe waluty regionu traciły na starcie tygodnia w ramach „outletowej wyprzedaży” po sezonie wyprzedaży na giełdach. Jednak wraz z wchodzeniem w nowy tydzień większość walut stopniowo odzyskiwała siłę. Jedyną walutą, która nie umocniła się znacząco była czeska korona, pozostając przez większą część tygodnia w przedziale między 25,30, a 25,40. W przypadku rubla i forinta dostały one dodatkowe dopalacze w postaci lepszych od oczekiwań danych krajowych. W przypadku Węgier, wzrost PKB w IV kw. wyniósł +1,3% k/k vs. oczekiwane +1,1%, zaś Rosji produkcja przemysłowa za styczeń przyrosła o +2,9% m/m vs. +0,5%. W efekcie EURHUF zszedł z 311,90 do 311,40 po drodze dotykając 313,20. USDRUB zjechał z 58,70 do 56,40, przy czym największą część tego ruchu (z 57,70 do 56,70) zarejestrowano w środę, przy okazji publikacji danych o produkcji przemysłowej.

W tym tygodniu czeka nas publikacja danych o dochodach i sprzedaży detalicznej w Rosji. Powinny one pokazywać dalszą umiarkowaną poprawę gospodarki rosyjskiej, co wraz z utrzymującymi się na nieco wyższych niż w zeszłym tygodniu poziomami cenami ropy będzie wg. nas wspierać rubla. W przypadku Czech i Węgier brak jest publikacji ważniejszych danych co powinno stabilizować kursy ich walut.

## Rynek stopy procentowej – PMI i giełdy pomogą długowi



### Polski dług wzmocniony przez dane z USA

▪ Zeszły tydzień upłynął pod znakiem umocnienia krajowych i lokalnych papierów dłużnych, pomimo utrzymujących się wyprzedaży na bazowych rynkach długu. Krajowe papiery zyskały nieznacznie w segmencie do 2L, gdzie ich dochodowość spadła o 1-2 pb. W przypadku obligacji z segmentu 5L-10L zniżki rentowności były znaczące i wyniosły 6-8 pb. Nieco inaczej zachowywały się stawki IRS, gdzie cała krzywa obsunęła się w dół o 2 bp. Wyzwalaczem dla tego ruchu były publikacje danych z rynków bazowych, gdzie słabsze odczyty sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej z USA wpłynęły na poprawę wycen długu naszego regionu. Publikacja krajowych danych o inflacji pozostała bez wpływu na lokalny rynek stopy procentowej.

### PMI popchnie krajową krzywą w dół

▪ W tym tygodniu spodziewamy się poprawy wycen na globalnym oraz krajowym rynku długu. W przypadku krajowego rynku spodziewamy się umocnienia w segmencie od 4L do 10L i stabilizacji na krótkim końcu krzywej. Jednocześnie oczekujemy niewielkiej korekty w dół na krzywej IRS, silniejszej w jej krótkim końcu. Sprzyjać temu scenariuszowi powinny sphywające dane makro. W tym w szczególności seria odczytów indeksów PMI z europejskiego przemysłu, gdzie spodziewamy się wyników nieco gorszych od ostatnich. W przypadku wstępnych danych PMI dla sektora usług nie powinniśmy mieć do czynienia z ich pogorszeniem, co potencjalnie powinno ograniczać spodziewaną presję na zniżki rentowności. Ponadto uważamy, że dojdzie się powrotu do trendów spadkowych na giełdach po korekcie w minionym tygodniu. Dodatkowo pozytywnie na rynek stopy powinny wpływać nieco niższe ceny ropy w PLN i EUR po serii przecen na przestrzeni ostatnich dwóch tygodni.

### Krajowe dane będą ignorowane

▪ Od strony czynników krajowych będziemy mieli do czynienia z publikacją danych o produkcji przemysłowej oraz jej cenach, a także danych o sprzedaży detalicznej. Sądzymy, że informacje te potwierdzą wysoką stopę aktywności w gospodarce. Jednak zważywszy twardą postawę RPP w kwestii utrzymania stóp na bieżącym poziomie, nie sądzimy by mogło to mieć jakikolwiek wpływ na wycenę krajowego długu. Pozytywnie (choć raczej w umiarkowanym stopniu) może wpłynąć na papiery dłużne publikacja indeksu PPI, gdzie spodziewamy się odczytu poniżej zera.

### Aukcja

▪ Na czwartkowej aukcji Ministerstwo zaplanowało sprzedaż 3-6 mld zł (widełki mogą ulec zmianie na dwa dni przed aukcją) zerokuponowych OK0720, stało-kuponowych PS0123 i WS0428 oraz zmiennokuponowych WZ0524 i WZ0528 (i być może serii WS lub IZ - indeksowane inflacją), lub zmianę podaży (na dwa dni przed aukcją). Spodziewamy się, że około 50% sprzedaży będą stanowiły papiery serii WZ, z czego większość seria zapadająca w 2024 roku. Naszym zdaniem aukcja będzie miała neutralny wpływ na rynek.

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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)