

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 26 lutego – 4 marca 2018

W zeszłym tygodniu, globalny nastrój pozostał niestabilny, ale zmienność nieco spadła po ostatnim gwałtownym wzroście. Dane z Europy były gorsze od oczekiwań, a ton protokołu z ostatniego posiedzenia FOMC miał jastrzębi wydźwięk, co przyczyniło się do spadku EURUSD. Umocnienie dolara ciążyło z kolei złotemu. Rentowności polskich obligacji nieznacznie spadły dzięki trendowi obserwowanemu na globalnym rynku długu i udanej aukcji obligacji.

Na ten tydzień zaplanowanych jest dużo ważnych wydarzeń. Po pierwsze, poznamy dużo danych z USA, z których drugi szacunek PKB za IV kw., ISM i odczyty o nastrojach konsumentów mogą być szczególnie istotne. W poniedziałek, CDU ma zdecydować czy wejść ostatecznie w koalicję z SPD. We wtorek, w amerykańskim kongresie przemawiać będzie nowy szef Fed, J. Powell i rynek będzie szukał wskazówek odnośnie perspektyw polityki pieniężnej. Będzie to też ostatni tydzień przed wyborami parlamentarnymi we Włoszech w następną niedzielę. Tego samego dnia SPD zdecyduje czy podpisać umowę koalicyjną z partią Angeli Merkel.

W Polsce, opublikowane zostaną szczegółowe dane o PKB za IV kw., widzimy pewne ryzyko w dół dla tego odczytu. Oczekujemy też spadku indeksu PMI dla krajowego przemysłu w wyniku spadku aktywności ekonomicznej w strefie euro (na co wskazują ostatnie dane). Sądzymy, że dolar pozostanie mocny ciężąc złotemu. Rentowności w kraju mogą wzrosnąć pod wpływem danych z USA.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	BZWBK	OSTATNIA WARTOŚĆ
W-WA							
<b>PONIEDZIAŁEK (26 lutego)</b>							
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	I	% m/m	4,0	-	-9,3
<b>WTOREK (27 lutego)</b>							
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,9	-	0,9
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	I	% m/m	-2,0	-	2,8
16:00	US	Indeks Conference Board	II	pkt	126,0	-	125,4
<b>ŚRODA (28 lutego)</b>							
10:00	PL	<b>PKB</b>	IV kw.	% r/r	4,9	5,1	4,9
10:00	PL	<b>Konsumpcja prywatna</b>	IV kw.	% r/r	4,8	5,0	4,8
10:00	PL	<b>Inwestycje</b>	IV kw.	% r/r	6,1	11,8	3,3
11:00	EZ	Wstępny HICP	II	% r/r	-	-	1,3
14:30	US	Drugi szacunek PKB	IV kw.	% kw./kw.	2,5	-	2,6
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	I	% m/m	0,5	-	0,5
<b>CZWARTEK (1 marca)</b>							
09:00	PL	<b>PMI przemysł</b>	II	pkt	-	54,1	54,6
09:55	DE	PMI przemysł	II	pkt	60,5	-	60,3
10:00	EZ	PMI przemysł	II	pkt	59,2	-	58,5
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	I	%	-	-	8,7
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	230	-	222
14:30	US	Wydatki osobiste	I	% m/m	0,2	-	0,4
14:30	US	Dochody osobiste	I	% m/m	0,2	-	0,4
16:00	US	ISM przemysł	II	pkt	58,6	-	59,1
<b>PIĄTEK (2 marca)</b>							
09:00	CZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	-	-	5,1
16:00	US	Indeks Michigan	II	pkt	98,0	-	99,9

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

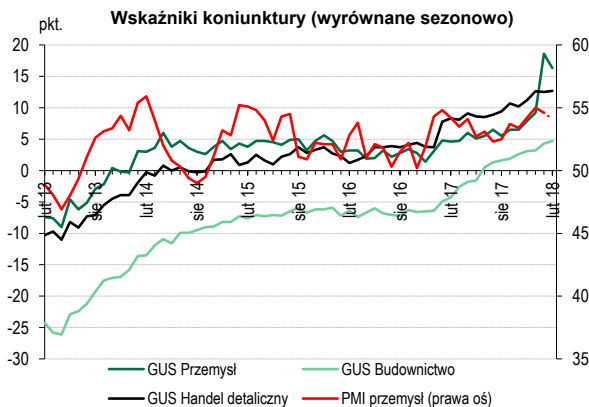
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

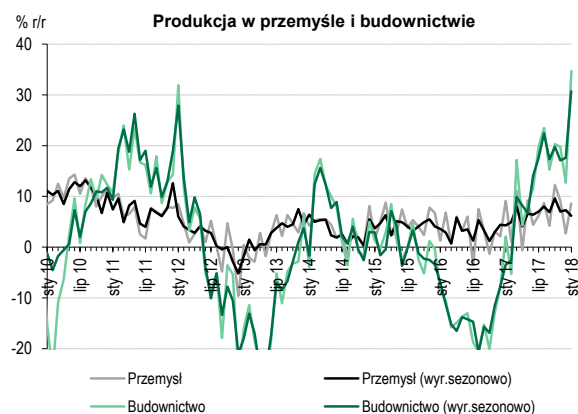
Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia najbliższego tygodnia – Zagrożony PMI; Inwestycyjne odbicie, ale co w środku?

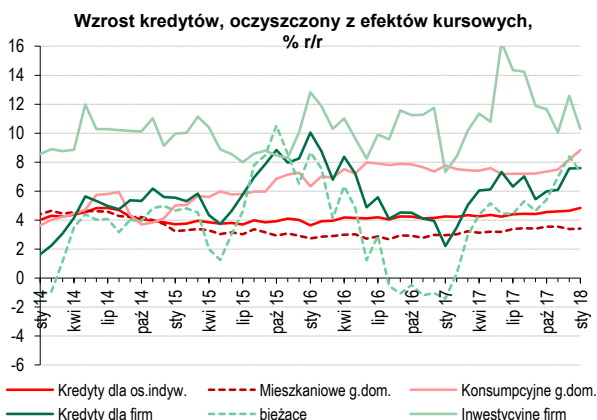


- W danych o PKB za IV kw. pojawi się zapewne odbicie inwestycji. Wzrost gospodarczy mógł być nieco niższy niż wstępny odczyt 5,1% r/r ze względu na dane o niskim saldzie handlowym. Prawdopodobnie miało miejsce utrzymanie silnego 5% wzrostu konsumpcji i mocne przyspieszenie w inwestycjach (rządu 12% r/r). Dane o inwestycjach w IV kw. będą dostępne dopiero za miesiąc a ważne jest w jakim stopniu w odbiciu uczestniczył sektor prywatny.
- PMI dla polskiego przemysłu mógł znowu spaść w lutym. Wskaźniki koniunktury GUS pokazują wciąż wysoki optymizm firm w pierwszych miesiącach br., chociaż oceny produkcji uległy pogorszeniu. Jednocześnie odsezonowana dynamika produkcji krajowego przemysłu od października 2017 stopniowo hamuje, a ostatnie indeksy aktywności dla gospodarek strefy euro (PMI, Ifo) również zanotowały korektę w dół. Nasza prognoza zakłada lekki spadek PMI do 54,1 pkt.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Popis sektora budowlanego, przemysł przyhamował



- Produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu o 8,6% r/r, ale dane odsezonowane pokazały jej spowolnienie do 6,2% r/r, najniższej od kwietnia 2017 r. Bardzo mocno na plus zaskoczyło budownictwo - produkcja wzrosła o 34,7% r/r, najmocniej od 2007 roku. Za tak dobrym wynikiem stało najprawdopodobniej mocne ożywienie aktywności inwestycyjnej. Sprzedaż detaliczna wzrosła w styczniu o 7,7% r/r, powyżej konsensusu (6,5% r/r) i naszej prognozy (7,2% r/r). Jak oczekiwaliśmy, ważnym czynnikiem w poprawie wyników sprzedaży było odbicie w dobrach trwałych. Dane wspierają naszą bliską 5% prognozę wzrostu PKB w I kw 2018.
- Wzrost M3 przyspieszył w styczniu do 4,8% r/r, jak prognozowaliśmy. Depozyty gospodarstw domowych nadal hamowały (do 3,9% r/r, najniższej od 12 lat) a środki przesuwane były z depozytów terminowych na bieżące. Po usunięciu wpływu wahań kursowych dane wskazały na lekkie przyspieszenie wzrostu kredytów dla osób prywatnych (do 4,8% r/r) i dla przedsiębiorstw (do 7,6% r/r). Wyższa dynamika kredytu dla firm wynika z ożywienia w kredytach na nieruchomości (9,1% r/r), przy lekkim spowolnieniu kredytów bieżących (7,3% r/r) i inwestycyjnych (10,3% r/r).
- Dane o płacach poza górnictwem pokazały równie wysoki wzrost co w paź-2017 (7,5% r/r – najwyższej od 2009 r). Najwyraźniejsze przyśpieszenie było w „zakwaterowaniu i gastronomii” oraz w „działalności wspierającej i administracji” – w obu wzrost przekroczył 10% r/r. Wzrost płac w usługach wyniósł 7,5% r/r – najwyższej od stycznia 2009 r. Spodziewamy się dalszego przyśpieszenia wzrostu płac w nadchodzących miesiącach, a dostępne informacje wskazują na falę podwyżek w dużych firmach. Rosnące koszty płac będą miały naszym zdaniem przełożenie na wzrost inflacji bazowej.



## Cytat tygodnia – Wciąż pokutuje strach przed deflacją

### Eugeniusz Gatnar, członek RPP, Bloomberg, 19 lutego

Jeśli inflacja przekroczy cel w II poł. roku, na fali mocnego impulsu ze strony rosnących płac, Rada powinna rozważyć reakcje w tym roku, żeby wyprzedzić to, co wydarzy się w 2019. Nie powinniśmy pozostawać +uśpieni+ w strefie komfortu stworzonej, przez obecne dane.

### Łukasz Hardt, członek RPP, PAP, 19 lutego

Biorąc pod uwagę niższą niż się spodziewałem inflację bazową w grudniu, w tym stabilną dynamikę cen usług, uważam, że prawdopodobieństwo scenariusza braku podwyżki w tym roku wzrosło, co nie oznacza, że jest ona wykluczona.

### Kamil Zubelewicz, członek RPP, Reuters, 23 lutego

Niestety wciąż pokutuje strach przed deflacją, niezależny od źródeł jej powstawania, oraz względnie wysoka tolerancja wobec inflacji, nawet wobec możliwości przejściowego utrzymywania się inflacji na poziomie 4%. W związku z tym nadal przypuszczam, że do końca 2019 r. nie uda się zbudować większości w RPP dla podwyżek stóp.

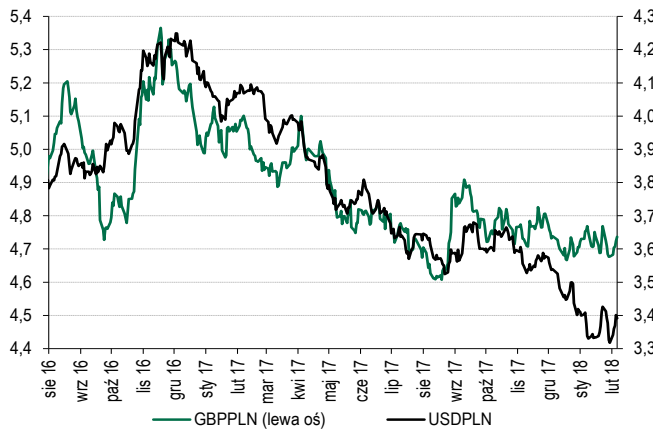
Lutowe minutes RPP były nieco bardziej gołębie niż poprzednie. Akapit zawierający poglądy jastrzębi był połowę krótszy i nie wymieniał warunków dla podniesienia stóp, poza nasileniem presji inflacyjnej. Członkowie zauważyli, że inflacja bazowa w IV kw. była niższa niż zakładała projekcja NBP (średnia 0,87% r/r wobec nieco ponad 1%) pomimo silniejszego wzrostu PKB, co oznacza, że presja inflacyjna jest ograniczona. W oddzielnych wywiadach, Ł.Hardt zasygnalizował spadek prawdopodobieństwa podwyżki w tym roku a K.Zubelewicz wątpi czy RPP będzie skłonna podnieść stopy przed końcem 2019 r. Naszym zdaniem, do I kw. 2019 r. RPP nie zacieśni polityki pieniężnej a inflacja pozostająca w tym roku głównie poniżej celu nie da powodów do przechylenia się Rady w jastrzębią stronę.

## Rynek walutowy – Dane z USA i polityka w centrum uwagi

EURPLN



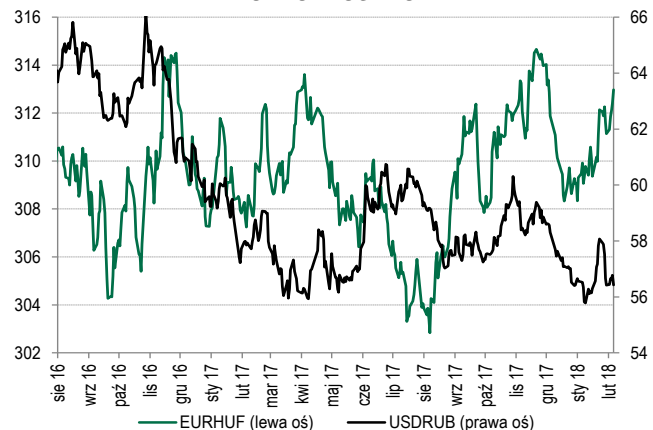
USDPLN i GBPPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



## Złoty pod presją mocniejszego dolara

W zeszłym tygodniu EURPLN zbliżył się do 4,19 w wyniku słabego nastroju na globalnym rynku oraz jastrzębiego tonu protokołu z ostatniego posiedzenia FOMC. USDPLN odbił do 3,34 z wieloletniego minimum na nieco poniżej 3,31. Krajowa waluta straciła też w relacji do funta (do 4,73 z 4,68) i franka do (3,63 z 3,58).

Korelacja EURPLN z EURUSD pozostała istotna i sądzimy, że notowania dolara pozostaną kluczowe dla złotego. W tym tygodniu poznamy dużo danych z USA, a w pierwszy weekend marca odbędą się wybory parlamentarne we Włoszech. Może to mieć istotny wpływ na EURUSD (szczegóły poniżej), a tym samym na złotego.

W kraju, GUS opublikuje szczegółowe dane o wzroście PKB w IV kw. 2017. Jak pisaliśmy po wstępnym odczycie, widzimy ryzyko, że finalny odczyt będzie zrewidowany nieco w dół z powodu znacznie większego od prognoz deficytu handlowego w grudniu. W efekcie, śródrodowe dane z Polski mogłyby nieco ciężać złotemu.

Ważne poziomy dla EURPLN to strefa oporu na 4,19-4,20 oraz wsparcie na 4,145 (kolejne na 4,13).

## Dane z USA i polityka w centrum uwagi

EURUSD spadł w zeszłym tygodniu w reakcji na jastrzębi ton protokołu z ostatniego posiedzenia FOMC oraz gorszych od prognoz danych ze strefy euro. Kurs spadł przejściowo poniżej 1,23 pozostając w przedziale 1,22-1,255 obserwowanym od połowy stycznia. Najbliższe dni mogą w naszej ocenie stać pod znakiem podwyższonych wahań.

Kalendarz publikacji na najbliższy tydzień jest pełen danych z USA, z których drugi szacunek PKB za IV kw., ISM i odczyty o nastrojach konsumentów mogą być szczególnie istotne.

Najbliższy tydzień będzie ostatnim przed włoskimi wyborami parlamentarnymi zaplanowanymi na pierwszy weekend marca. Ostatnie sondaże pokazują, że największe poparcie ma ruch Pięciu Gwiazd (ok. 28%), ale Forza Italia Berlusconi i jej prawdopodobnie mniejsi sojusznicy mogą razem liczyć na ok. 40% głosów. Wydaje się, że duże poparcie dla rządzącej Partii Demokratycznej byłoby najbardziej korzystne dla euro, ale koalicja jaką mogłaby ona stworzyć może teraz liczyć na ok. 30% poparcia.

Tego samego dnia co wybory we Włoszech, socjaldemokraci w Niemczech będą głosować nad tym czy przystąpić do koalicji z partią Angeli Merkel. Ogłoszenie porozumienia pozytywnie wpłynęło na euro i teraz okaże się czy reakcja rynku nie była przedwczesna.

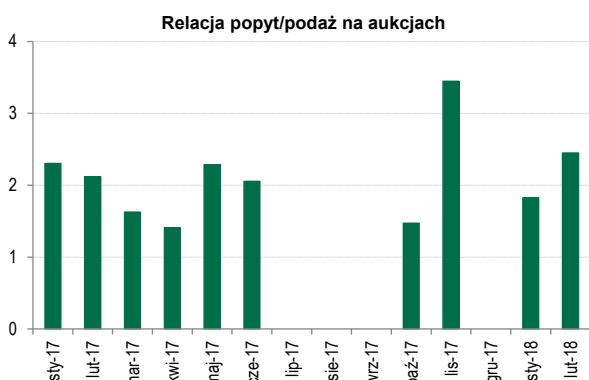
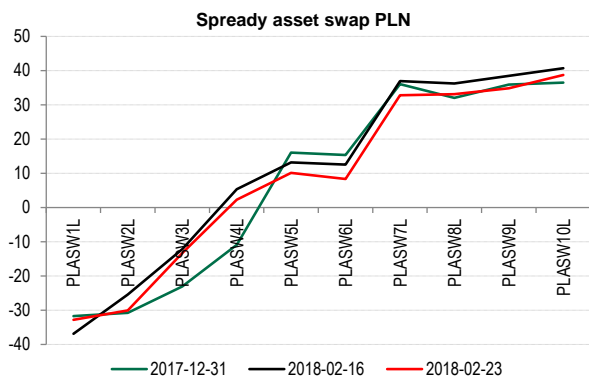
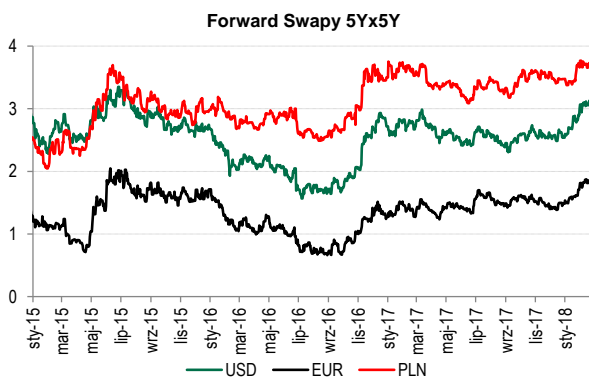
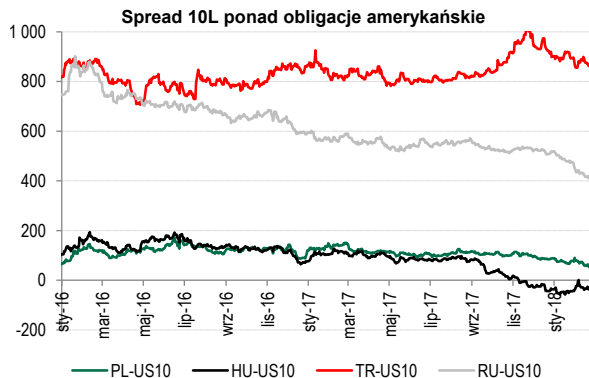
Sądzimy, że ostatnie słabsze od oczekiwań dane z Europy, zbliżająca się marcowa podwyżka stóp Fed oraz niepewność odnośnie wyniku włoskich wyborów mogą spychać EURUSD w dół w krótkim terminie.

## Forint słabszy, korona i rubel stabilne

W zeszłym tygodniu w regionie CEE nie pojawiły się nowe ważne informacje. EURHUF podążał w ślad za EURPLN pod wpływem mocnego dolara oraz awersji do ryzyka na świecie i odbił do 313,2. EURCZK pozostał stabilny blisko 25,32, a kurs USDRUB wahał się w pobliżu 56,4.

W tym tygodniu, węgierski bank centralny podejmie decyzję ws. stóp. Nie oczekujemy zmian parametrów polityki pieniężnej w obliczu słabego forinta, niskich rentowności obligacji oraz inflacji wahającej się blisko 2%.

## Rynek stopy procentowej – Uwaga na podaż długu



## Rajd krajowych obligacji

▪ Zeszły tydzień minął pod znakiem spadków rentowności krajowych obligacji. Polskiemu długowi w spadkach dochodowości towarzyszyły papiery rosyjskie, tureckie i węgierskie. Poprawa wycen krajowego długu następowała w towarzystwie wzrostów rentowności papierów amerykańskich (w reakcji na minutes Fed) oraz spadków długu niemieckiego. W efekcie krajowa krzywa dochodowości obsunęła się na przestrzeni tygodnia o 4-6 pb. Połowę tego ruchu zrobiła krzywa IRS, co przełożyło się na lekkie zawężenia marż ASW. W zniżkach dochodowości nie zaszkodziła publikacja dobrych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w kraju, zaś pomogły słabsze niż oczekiwano odczyty PMI ze strefy euro. Jednak największy ruch nastąpił po publikacji informacji o ograniczeniu podaży na czwartkowej aukcji a następnie po bardzo dobrej czwartkowej aukcji. Warto zwrócić uwagę, że w zeszłym tygodniu rentowność krajowych obligacji 5L niemal zrównała się z 5L obligacjami amerykańskimi.

## Cięcia podaży pomogą obligacjom

▪ W pierwszej części tygodnia spodziewamy się kontynuacji spadków dochodowości krajowych obligacji na całej długości krzywej. Sprzyjać jej powinien komunikat o planowanej podaży długu w marcu. Spodziewamy się, że zgodnie z pierwotnymi zapowiedziami, ministerstwo zapowie na marzec jedynie przetargi zamiany. Ponadto sądzimy, że przy tej okazji zostanie także powtórzona deklaracja ograniczenia łącznej podaży długu w dalszej części roku. W konsekwencji oczekujemy utrzymania presji na zniżki dochodowości co najmniej do środy. Publikacja danych PMI (spodziewamy się nieco słabszego odczytu) także powinna pozytywnie wpłynąć na dług. Druga połowa tygodnia powinna być mniej sprzyjająca papierom w segmencie 5-10L. Spodziewane mocne dane z USA o dochodach i wydatkach, o PKB oraz publikacja ostatecznego odczytu wskaźnika Michigan powinna negatywnie zadziałać na stawki IRS oraz dług w USD. W konsekwencji spodziewamy się przejściowego odbicia dochodowości w górę. Elementem ryzyka jest zaplanowane na wtorek wystąpienie nowego szefa Fed J. Powella przed Kongresem. Zaplanowane na ten tydzień wydarzenia ze świata europejskiej polityki (wybory we Włoszech i głosowania w CDU i SPD w Niemczech w sprawie akceptacji umowy koalicyjnej) nie będą naszym zdaniem miały wpływu na krajowy dług.

▪ W perspektywie kolejnych tygodni oczekujemy powrotu dochodowości do spadków za sprawą oczekiwanej wyraźnie niższej niż pierwotnie oczekiwano podaży w kolejnych miesiącach. Elementem ryzyka dla tego scenariusza jest oczekiwana w marcu konferencja Fed i prawdopodobna decyzja o podwyższeniu stóp procentowych.

## Aukcja

▪ Na aukcji długu Ministerstwo sprzedało 4,9 mld zł obligacji (z czego 0,9 mld zł na aukcji dodatkowej). Średnio wskaźnik popyt/podaż na aukcji wyniósł 3,26, przy czym największym zainteresowaniem cieszyły się papiery serii WZ0528 (popyt/podaż 3,7), stanowiły one również 56,8% sprzedaży. Na aukcji pokazały się również obligacje 30L WS0447, które sprzedano z rentownością 3,76% (10L 3,43%). Po aukcji ministerstwo poinformowało, że ma sfinansowane 46% tegorocznych potrzeb pożyczkowych.

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)