

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 5 – 11 marca 2018

Ostatni tydzień zaczął się pozytywnie od mocnego raportu Fed. Później jednak jastrzębie wystąpienie nowego szefa Fed Jerome'a Powella przed Kongresem nieco pogorszyło nastroje rynkowe. Ciosem dla popytu na ryzyko była zapowiedź Donalda Trumpa wprowadzenia zaporowych ceł na stal i aluminium, co wywołało obawy o rozpoczęcie wojen handlowych. Polskie dane makro były mieszane: z jednej strony wzrost PKB został potwierdzony na poziomie powyżej 5%, a budżet centralny pokazał bardzo mocny początek 2018 r. Z drugiej strony, indeks PMI obniżył się, sugerując, że w I kw. 2018 r. nie zobaczymy przyspieszenia wzrostu. Słabsze nastroje rynkowe zaszkodziły złotemu, podczas gdy obligacje umocniły się.

W tym tygodniu źródeł emocji będzie co niemiara. 4 marca odbędą się wybory we Włoszech. Populistyczny Ruch Pięciu Gwiazd prowadzi w sondażach, ale może mieć problemy ze sformowaniem koalicji, zatem przed nami długi i nieprzewidywalny proces budowania rządu mniejszościowego. W Niemczech wewnętrzne referendum SPD w sprawie udziału w koalicji rządzącej (GroKo). Poza polityką, wiadomości z banków centralnych: w czwartek EBC podejmie decyzję o stopach, w kalendarzu także zatrudnienie poza rolnictwem w USA. W Polsce posiedzenie RPP. Krajowi bankierzy centralni dostaną do dyspozycji nową projekcję, która może pokazać niższą ścieżkę CPI. Obóz jastrzębi, już dość osłabiony, dostanie zatem kolejny cios. Kalendarz jest wypełniony po brzegi także innymi pozycjami, takimi jak niemieckie/europejskie PMI dla usług, zamówienia przemysłowe, eksport, produkcja a w Stanach raport ADP, Beżowa Księga i zamówienia na dobra trwałe. Zmienność rynkowa może pójść wyraźnie w górę.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	BZWBK	OSTATNIA WARTOŚĆ
<b>PONIEDZIAŁEK (5 marca)</b>							
2:45	CH	PMI usługi	II	pkt	54.3	-	54.7
9:55	DE	PMI usługi	II	pkt	-	-	55.3
10:00	EZ	PMI usługi	II	pkt	-	-	56.7
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	I	% m/m	-	-	-1.1
16:00	US	ISM usługi	II	pkt	58.5	-	59.9
<b>WTOREK (6 marca)</b>							
9:00	HU	PKB	IV kw.	% r/r	-	-	4.4
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	I	% m/m	-2.0	-	-3.7
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	-0.3	-	1.7
<b>ŚRODA (7 marca)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja NBP</b>		<b>%</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>
9:00	HU	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	-	-	4.5
11:00	EZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	-	-	2.7
14:15	US	Raport ADP	II	tys.	180	-	233
20:00	US	Beżowa Księga					
<b>CZWARTEK (8 marca)</b>							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	-	-	3.8
9:00	HU	Inflacja	II	% r/r	-	-	2.1
13:45	EZ	Decyzja EBC	8 mar	%	-	-	0.0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	225	-	222
<b>PIĄTEK (9 marca)</b>							
8:00	DE	Eksport	I	% m/m	-	-	0.0
8:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	I	% m/m	-	-	-0.6
9:00	CZ	Inflacja	II	% r/r	1.9	-	2.2
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	II	tys.	195	-	200
14:30	US	Stopa bezrobocia	II	%	4.0	-	4.1

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 Luzziński 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:

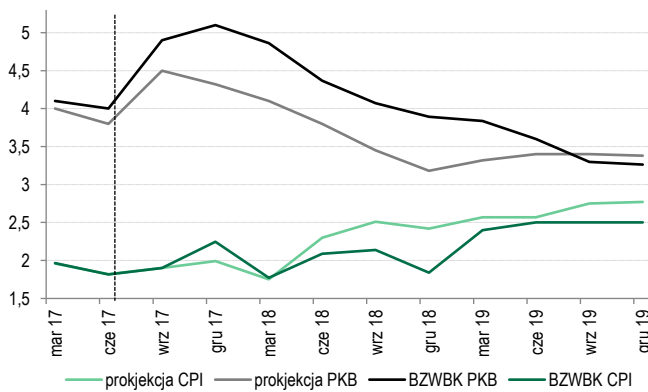
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia najbliższego tygodnia – Gołębi przekaz projekcji

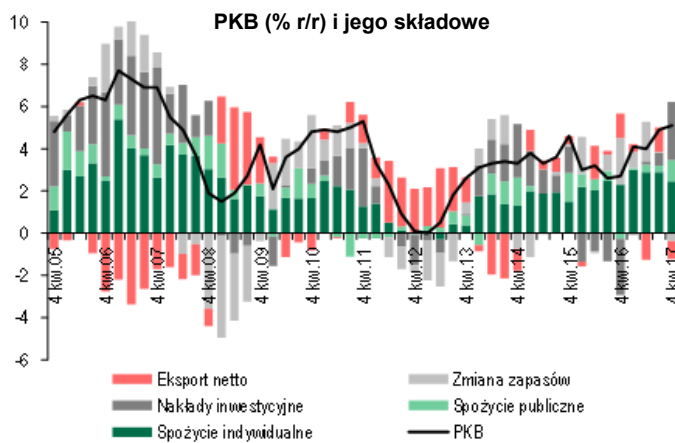
Listopadowe projekcje NBP a realizacja i nasze prognozy



W tym tygodniu RPP zapozna się z aktualizacją projekcji NBP. Teoretycznie to moment, kiedy Rada może zmienić poglądy. Tym razem nowe ścieżki CPI i PKB mogą skłonić większość do wniosku, że podejście Adama Głapińskiego jest optymalnym rozwiązaniem, w świetle przewidywań NBP. Prezes nie widzi powodów do podwyżek stóp co najmniej do I kw. 2019 r. i uważa, że ze względu na dużą niepewność nie należy nic sugerować co do kształtu polityki pieniężnej w późniejszym okresie.

Projekcja CPI została podniesiona w listopadzie, ale nie wpłynęło to wtedy na RPP. Tym razem raczej dojdzie do korekty ścieżki w dół, ale większość jastrzębi już złagodziła ton. Trudno więc, żeby po projekcji Rada stała się bardziej gołębia. PKB w III kw. i IV kw. 2017 r. wybił się ponad projekcję, ale w retoryce RPP uwaga jest przesunięta na wypatrywanie nadchodzącego spowolnienia.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Odbicie inwestycji potwierdzone, PMI znów w dół



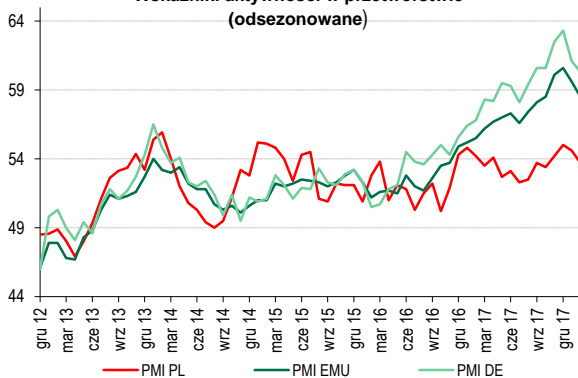
Dane o wzroście PKB w IV kw. 2017 potwierdziły wstępny szacunek na poziomie 5,1% r/r, wobec 4,9% r/r w III kw. Doczekaliśmy się mocnego ożywienia inwestycji, 11,3% r/r, wobec 3,3% r/r w III kw. Eksport netto okazał się wyraźnie słabszy niż wynikało to z danych rocznych. Zostało to skompensowane mniej negatywnym wkładem zmiany zapasów. Konsumpcja prywatna wzrosła o 4,9% r/r, w podobnym tempie jak w poprzednich kwartałach 2017 r. Spodziewamy się, że w I kw. 2018 tempo wzrostu PKB pozostanie blisko 5% dzięki utrzymującym się na wysokim poziomie wskaźnikom nastrojów konsumentów i przedsiębiorców (pomimo cofnięcia się indeksu PMI).

Wskaźnik ESI dla polskiej gospodarki wzrósł w lutym do 112 z 111,7 pkt. Lekkie pogorszenie wystąpiło tylko w przemyśle, przy czym indeks pozostał blisko lokalnego maksimum. Indeks ufności konsumenckiej wzrósł do najwyższego poziomu w historii badania (2001 r.).

PMI dla polskiego przemysłu spadł w lutym do 53,7 pkt z 54,6 pkt. To drugi spadek z rzędu, sprowadzający wskaźnik do poziomu z października ub.r. Przyczyną obniżenia się PMI były słabsze wskazania wszystkich głównych składników: nowych zamówień, produkcji i zatrudnienia. Jednakże średnia dla PMI za styczeń-luty jest równa tej za IV kw. 2017 r.

Po styczniu nadwyżka budżetowa wyniosła 8,6 mld zł, to najlepszy wynik w tym miesiącu od kiedy dostępne są porównywalne dane (1995). Dochody budżetowe były o ok. 5% słabsze niż rok wcześniej. Wpływy z PIT to +13,7% r/r a CIT +11,4% r/r. W dół zaskoczył VAT (-17,1% r/r), co jednak prawdopodobnie związane było z efektami jednorazowymi, np. odliczenia podatku z tytułu wydatków inwestycyjnych po odbiciu inwestycji w IV kw. 2017 r.). Styczniowe wydatki, -12% r/r, były najniższe od 2009 r. i naszym zdaniem MinFin przyspieszyło niektóre z nich na listopad i grudzień.

Wskaźniki aktywności w przetwórstwie (odsezonowane)



## Cytat tygodnia – Naszej inflacji nie zagraża efekt keczupu

Piotr Szpunar, Dyrektor Departamentu Analiz Ekonomicznych NBP, Bloomberg, 27 lutego

IV kw. z uwzględnieniem opisanych powyżej uwarunkowań polskiego rynku pracy nie daje podstaw do oczekiwania, że naszej inflacji zagraża 'ketchup effect' [presja płacowa działa jak potrząsanie otwartą butelką ketchupu – długo nie widać przełożenia na inflację, aż nagle efekt ujawnia się z dużą siłą]. (...) Dwucyfrowy wzrost płac w innych krajach naszej części Europy (...), wspierają oczekiwania (...) na przyspieszenie tego wskaźnika do analogicznych poziomów także w Polsce. Jakkolwiek nie da się takiego scenariusza wykluczyć, to dla nas nie tylko nie jest to scenariusz bazowy, ale w ogóle uważamy to za mało prawdopodobne. Szczytowy moment cyklu koniunkturalnego, w którym znalazła się polska gospodarka wyznacza raczej perspektywę słabszego popytu na pracę a nie dalszy jego wzrost. Nie ma (...) podstaw do oczekiwania znacznego przyspieszenia inflacji, w czym dodatkowo pomaga złoty. Głównym czynnikiem hamującym inflację jest jednak niska inflacja na świecie (...) oddziałuje i nadal będzie oddziaływało hamująco na dynamikę cen w Polsce.

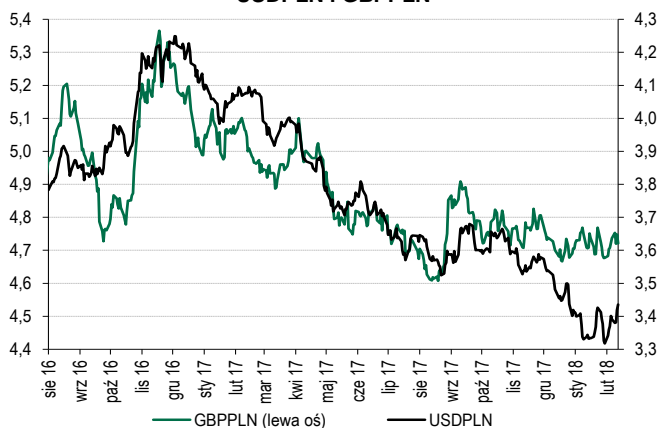
Nowy szef Departamentu Analiz Ekonomicznych w NBP, Piotr Szpunar, udzielił wywiadu do Bloomberg, gdy prace nad marcową projekcją inflacyjną były już na finiszu. Prognozy Szpunara wydają się być gołębie – kwestionuje on pogląd, że presja płacowa przełoży się na ceny w tym roku. Historycznie reakcja inflacji bazowej na przyspieszenie płac następowała dopiero po kilku kwartałach, co naszym zdaniem tłumaczy, czemu jeszcze nie zobaczyliśmy tego efektu. Wg Szpunara inflacja pozostanie w ryżach, co może być wskazówką na temat przebiegu nowej ścieżki inflacyjnej. W listopadowej wersji inflacja bazowa rosła do prawie 3% r/r w IV kw. 2019 r. a CPI utrzymywał się powyżej 2,5% w 2019 r. Na I kw. 2018 r. inflacja bazowa była prognozowana na 1,6%, ale teraz odczyt w okolicy 1,0% wydaje się dużo bardziej prawdopodobny – nawet jeśli nie doprowadzi to do obniżenia całej ścieżki CPI, to prawdopodobnie doda jej gołębiego wydźwięku.

## Rynek walutowy – Mocny dolar ciąży złotemu

EURPLN



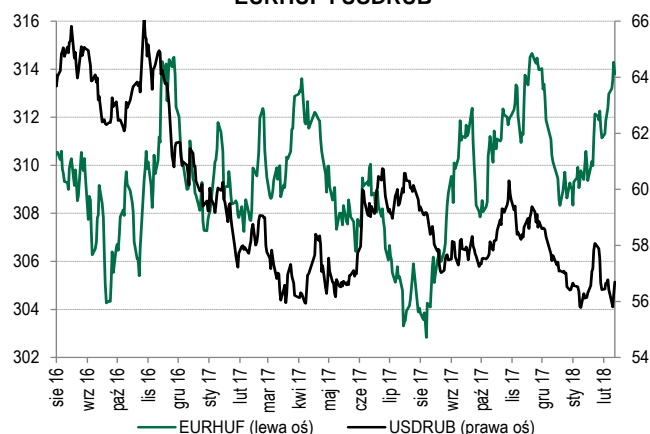
USDPLN i GBPPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



## Złoty pod presją mocnego dolara

EURPLN wzrósł drugi tydzień z rzędu i w efekcie zbliżył się do lokalnego szczytu na 4,20. Presję na złotego wywierał mocny dolar oraz niestabilny nastrój na globalnym rynku. USDPLN odbił przejściowo do 3,45 z 3,37 zbliżając się do tegorocznego szczytu. Krajowa waluta straciła też nieco do funta.

Ostatnie tygodnie pokazały, że notowania złotego w dużym stopniu zależą od trendu na rynku EURUSD oraz globalnego nastroju. W tym tygodniu za granicą zaplanowane są kolejne ważne wydarzenia (decyzja EBC, miesięczny raport z rynku pracy USA), które mogą wpłynąć na krajową walutę.

Obok czynników globalnych, złoty może być pod wpływem wyniku posiedzenia RPP. Członkowie Rady będą dysponować nową projekcją CPI i PKB i naszym zdaniem prognozy inflacji mogą zostać zrewidowane w dół wzmacniając gołębią retorykę RPP i ciążąc złotemu.

Ważne poziomy dla EURPLN to strefa oporu na 4,19-4,20 i wsparcie na 4,163 (kolejne na 4,145).

## Kolejne ważne wydarzenia na horyzoncie

Kurs EURUSD spadał przez większą część tygodnia dzięki mocnym danym o nastrojach konsumentów w USA, jastrzębim opiniom nowego szefa Fed, silnemu apetytowi na bezpieczne aktywa i wciąż niestabilnemu nastrojowi na świecie. Kurs spadł w trakcie tygodnia poniżej wsparcia na 1,22, ale pomysł Donalda Trumpa na wprowadzenie ceł na niektóre towary mocno uderzył w dolara i kurs odbił powyżej 1,23.

Sygnaly z USA miały istotny wpływ na notowania. Sądzymy, że w tym kontekście najbliższy tydzień nie przyniesie zmian, bowiem poznamy Beżową Księgę Fed i miesięczny raport z amerykańskiego rynku pracy.

W czwartek odbędzie się posiedzenie EBC. W naszej ocenie, pauza w trendzie wzrostowym EURUSD mogła uspokoić nieco europejskich bankierów centralnych i kwestia kursu może nie być zbyt często poruszana na konferencji prasowej. Ostatnie dane ze strefy euro pokazały spadek aktywności gospodarczej, co może sprawić, że perspektywa na kolejne kwartały jaką w czwartek przestawi EBC będzie bardziej ostrożna.

Tuż po weekendzie, rynek może być pod wpływem wyników wyborów parlamentarnych we Włoszech. Szerzej na ten temat pisaliśmy w [poprzednim raporcie](#).

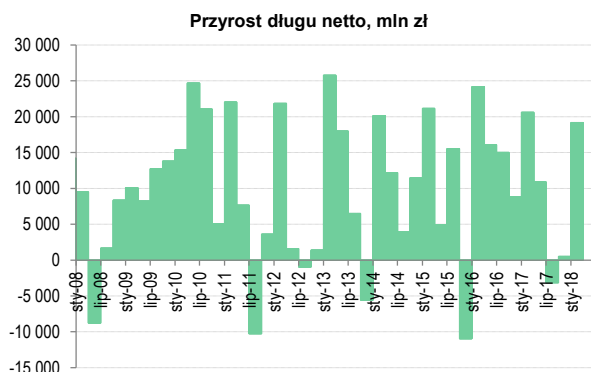
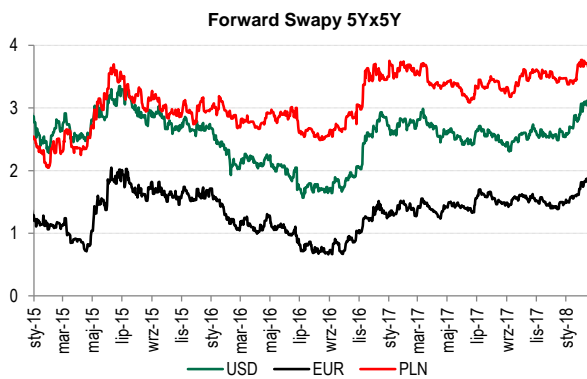
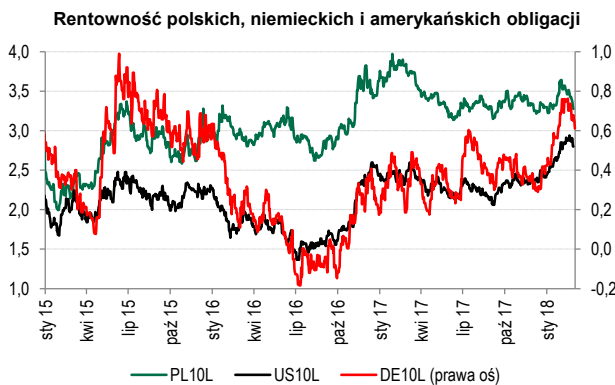
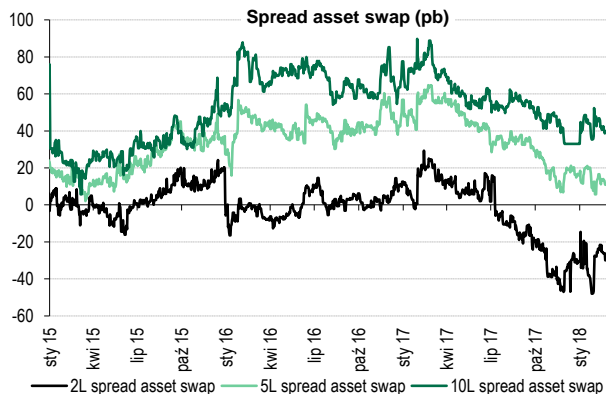
Nadal sądzymy, że EURUSD może spaść w nadchodzących tygodniach. Kolejne poziomy wsparcia po 1,22 to 1,21 i 1,19.

## Waluty CEE pod presją awersji do ryzyka

Pozostałe waluty CEE również straciły w wyniku umocnienia dolara i spadku popytu na ryzykowne aktywa. EURCZK odbił do 25,45 z 25,35, EURHUF dotknął 314,4 (nowe tegoroczne maksimum) wobec 312,8 przed tygodniem, a kurs USDRUB wzrósł do 56,62 z 55,53.

W tym tygodniu poznamy czeską i węgierską inflację za luty. W tych dwóch przypadkach, w ostatnich miesiącach dynamika cen wytracała impet po dynamicznym wzroście w 2017. Bank centralny Czech jest w trybie zacieśniania polityki pieniężnej, a węgierski wciąż ma gołębie nastawienie. Wydaje nam się, że dane inflacyjne mogą mieć większy wpływ na notowania korony – ostatnie wypowiedzi szefa CNB nt. kolejnych podwyżek stóp były raczej zachowawcze i w tym kontekście piątkowy odczyt może być wskazówką odnośnie do tego czy kolejny ruch będzie miał miejsce wcześniej czy raczej później.

## Rynek stopy procentowej – Uwaga na USA



## Wyniki budżetu wspierają obligacje

Miniony tydzień upłynął pod znakiem spadków dochodowości krajowych obligacji. W reakcji na informacje o niskiej podaży długu w Marcu, dobrych wynikach budżetu oraz wyhamowaniu globalnej wyprzedaży papierów dłużnych zyskiwały obligacje na całej długości krzywej. W konsekwencji krzywa dochodowości obniżyła się o 10-15 pb. w segmencie 5-10L (schodząc do poziomów widzianych ostatni raz w połowie stycznia) i 3 pb w segmencie 2L, przy jednocześnie bardzo małych spadkach dochodowości na rynkach bazowych (w przypadku segmentu 2L UST miał nawet miejsce nieznaczny wzrost). Warto zaznaczyć, że zmianom tym towarzyszył spadek marż ASW oraz pojawienie się ujemnego spreadu między POLGB 5L i UST 5L.

## W oczekiwaniu na EBC i dane z rynku pracy w USA

W tym tygodniu kluczowymi danymi dla długiego końca krajowej krzywej będą: publikacja danych o zmianie zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w USA oraz konferencja EBC. Spotkanie krajowej RPP nie powinno mieć większego wpływu na długi koniec krajowej krzywej. W naszej opinii czwartkowa konferencja EBC powinna być umiarkowanie pozytywna dla krajowych obligacji. Jakkolwiek ostatnie dane z przemysłu strefy euro były nieco słabsze (niższe odczyty PMI, Ifo, ZEW, ESI) to dane o koniunkturze w sektorach usługowych pozostały (ESI) i prawdopodobnie pozostaną (PMI) na wysokich poziomach. Ten układ danych w połączeniu z mocniejszym euro prawdopodobnie pomoże utrzymać umiarkowanie pozytywny ton konferencji EBC (z punktu widzenia posiadaczy obligacji) i w konsekwencji pozytywnie wpłynie na krajowe obligacje.

W segmencie do 4L w dalszym ciągu kluczowe będą informacje o niższych podażach w marcu, dobrych wynikach budżetu za styczeń oraz wysokiej płynności w sektorze finansowym w kraju. Powinno to tworzyć korzystny klimat dla pozostania długu w tym segmencie na obniżonych poziomach.

Elementem ryzyka dla segmentu 5-10L jest publikacja danych ADP w środę oraz czwartkowa publikacja Beżowej Księgi w USA. Raport i dane prawdopodobnie potwierdzą jasny obraz gospodarki USA i w konsekwencji przejściowo negatywnie wpłyną na obligacje z segmentu 5-10Y.

W drugiej części tygodnia spodziewamy się publikacji solidnych danych o zmianie zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w USA (piątek). Spodziewamy się, że przełoży się to negatywnie na amerykański dług, co może wywołać realizację zysków na lokalnym rynku w segmencie 5-10L (po zeszlotygodniowym rajdzie) i przejściowo obniżyć wyceny długu. Sądzymy, że niska podaż długu, nadpłynność w sektorze finansowym, oraz spodziewany w końcu kwietnia wykup obligacji (14,6 mld zł) będzie sprzyjał utrzymaniu dochodowości na niskich poziomach w segmencie 2-5L. W dłuższej perspektywie również długi koniec krzywej powinien zyskiwać na tych informacjach.

## Planowane aukcje

Ministerstwo finansów zapowiedziało, że w marcu odbędzie się tylko jedna regularna aukcja (27 marca) z podażą 3-5 mld zł (co oznacza podaż długu netto w I kw. 2018 roku o 6,8 mld niższą niż w I kw. 2017). Na aukcji zaoferowane zostaną OK0720, PS0123, WZ0524, WS0428, WZ0528 (mogą pojawić się serie WS i IZ). Tradycyjnie spodziewamy się dużego zainteresowania papierami serii WZ (zmiennokuponowymi). Aukcja zamiany zaplanowana została na 15 marca z takim samym zestawem obligacji.

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 istnieje 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)