

Silny spadek notowań akcji na globalnym rynku, przy kontynuacji wzrostu rentowności obligacji skarbowych. W tym tygodniu posiedzenie RPP.

■ Miniony tydzień przyniósł silną korektę spadkową notowań akcji, po wielotygodniowej hossie notowanej na przełomie 2017 i 2018 r. Równolegle kontynuowany był wzrost rentowności papierów skarbowych na rynkach bazowych do kolejnych lokalnych maksimów. Jakkolwiek na rynku akcji nie można wykluczyć efektu czysto technicznej korekty, czynnikiem ją wyzwalającym mógł być wzrost obaw rynkowych, czy dotychczas rynek nie ocenił zbyt optymistycznie perspektyw niskiej inflacji i ograniczonej skali zacieśnienia polityki monetarnej „obstawiając” scenariusz niskiej inflacji, przy jednoczesnym silnym wzroście gospodarczym. Choć spadek notowań akcji notowany był także na giełdach rynków wschodzących, generalnie tendencje z minionego tygodnia nie znamionowały wzrostu premii za ryzyko wobec aktywów na tych rynkach. W minionym tygodniu obserwowana była kontynuacja silnego napływu kapitału na rynki wschodzące wspieranego korzystnymi tendencjami koniunktury gospodarczej globalnie. W ten trend wpisał się polski rynek finansowy – z „globalną” korektą spadkową na rynku akcji, ale jednocześnie z mocnymi notowaniami obligacji skarbowych, przy wyraźnym zacieśnieniu spreadu wobec rentowności obligacji na rynkach bazowych.

■ Opublikowane w minionym tygodniu dane wpisały się w scenariusz postępującej solidnej poprawy koniunktury gospodarczej globalnie. Wzrost PKB w strefie euro wyniósł w IV kw. 2017 r. o 0,6% kw/kw (solidne 2,7% r/r). Piątkowe dane z USA potwierdziły korzystną sytuację na rynku pracy ze wzrostem zatrudnienia o blisko 200 tyś w styczniu i stabilizacją stopy bezrobocia na poziomie 4,1%, zaś indeks koniunktury w przemyśle ISM ukształtował się powyżej oczekiwań rynkowych na solidnym poziomie 59,1 pkt. Jednocześnie jednak więcej niepokoju wśród inwestorów mogły zasiać dane dot. perspektyw inflacyjnych. Co prawda opublikowane dane nt. wskaźnika inflacji PCE za grudzień ub.r. nie wskazały żadnych oznak odbicia w górę. Preferowana przez Fed miara inflacji - deflator PCE w USA w grudniu 2017 r. wyniósł 1,7% r/r wobec 1,8% r/r w listopadzie zaś wskaźnik w ujęciu bazowym ustabilizował się na poziomie 1,5% r/r. Niemniej opublikowane pod koniec tygodnia dane z rynku pracy w USA zaskoczyły *in plus* grudniowym przyspieszeniem dynamiki stawek wynagrodzeń

**DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA
AKTYWAMI I PASYWAMI**bosbank.analizy@bosbank.pl**ŁUKASZ TARNAWA**
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

lukasz.tarnawa@bosbank.pl**ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA**
Ekonomista

+48 515 111 698

ianina.swiatkowska@bosbank.pl

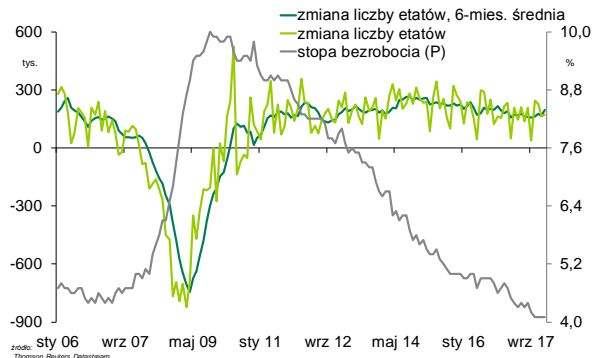
godzinowych do 2,9% r/r. Ponadto subindeksy w ramach styczniowego wskaźnika ISM wskazały na wzrost indeksu cen płaconych przez przedsiębiorstwa. Ubiegłotygodniowe publikacje danych nie przyniosły zatem istotnej zmiany perspektyw sfery realnej (nadal korzystna koniunktura), niemniej mocniejsze dane nt. godzinowych płac mogły zasiać niepokój rynkowy, co do perspektyw silniejszego wzrostu płac, przekładających się na wzrost inflacji w przyszłości i ryzyko dotychczasowego niedoszacowania przez rynki potencjalnej skali zacieśnienia polityki monetarnej.

■ Jednocześnie, choć dynamika godzinowych wynagrodzeń zaskoczyła *in plus*, trudno na podstawie tych danych rozstrzygnąć, czy ta poprawa jest trwała i zwiastuje silniejszą presję płacową w gospodarce USA. Wśród argumentów wskazujących, że wzrost ten może mieć charakter okresowy należy wskazać fakt, iż wzrost wynagrodzeń w sektorze produkcji (z wyłączeniem kadry zarządzającej) stanowiący 85% indeksu, wyniósł jedynie 2,4% r/r, a ponadto to, iż krótszy tydzień pracy (w ujęciu godzinowym) mógł okresowo „podbić” dynamikę jednostkowych wynagrodzeń. Weryfikacja czy faktycznie mamy do czynienia z nasileniem presji płacowej w USA implikującej ryzyko silniejszego wzrostu inflacji w przyszłości wymagać będzie analizy kolejnych danych napływających z gospodarki.

Choć inflacja PCE pozostaje niska, obserwowane odbicie dynamiki płac...



... w warunkach utrzymującej się dobrej sytuacji na rynku pracy w USA



■ Z kolei ubiegłotygodniowe posiedzenie FOMC nie zaskoczyło. Komitet pozostawił stopy procentowe bez zmian. W komunikacie FOMC dokonano lekkich zmian wskazujących na dalszą poprawę oceny sytuacji gospodarczej. W zakresie tendencji inflacyjnych powtórzono zapis o inflacji utrzymującej się poniżej poziomu celu Fed oraz niskich rynkowych oczekiwań inflacyjnych. Jednocześnie jednak, inaczej niż przed miesiącem, FOMC bardziej jednoznacznie wskazał, że oczekuje wzrostu inflacji w bieżącym roku. W ocenie perspektyw polityki pieniężnej FOMC powtórzył sformułowanie nt. „kolejnych” oczekiwanych podwyżek stóp w tym roku. Wskazanie przez komitet na wzrost inflacji w tym roku zostało

odebrane jako lekko „jastrzębie”, utwierdzając rynki w oczekiwaniu, że kolejna podwyżka stóp nastąpi na posiedzeniu FOMC w marcu.

■ Wzrost niepokoju rynkowego, czy wchodząc w nowy rok nie ocenił zbyt optymistycznie perspektyw inflacyjnych i perspektyw polityki monetarnej, stymulował dalszy wzrost długoterminowych stóp procentowych. Mógł też być impulsem do silnych spadków na rynku akcji, choć w tym wypadku nie można wykluczyć efektu technicznej korekty po wielu tygodniach giełdowej hossy. W skali minionego tygodnia globalny indeks akcji MSCI World spadł o 3,2%, przy blisko 4-proc. spadku indeksu dla rynku amerykańskiego i ok. 3% spadku dla rynków strefy euro. Dodatkowym czynnikiem osłabiającym notowania akcji były publikacje słabszych od oczekiwań wyników finansowych części spółek w USA.

■ Równoległe kontynuowany był wzrost rentowności długoterminowych papierów skarbowych na rynkach bazowych. O blisko 20 pkt. baz., w okolice 2,85% (najwyższego poziomu od 4 lat) wzrosły rentowności 10-letnich obligacji w USA, zaś o 12 pkt. baz., do 0,75%, rentowności obligacji niemieckich. Silniejszy wzrost rentowności papierów amerykańskich wobec niemieckich wystarczył jedynie do wyhamowania silnego trendu deprecjacyjnego dolara obserwowanego w ostatnich tygodniach. W efekcie kurs USD/EUR ustabilizował się nieco powyżej poziomu 1,24 dolara za euro, pozostając względnie stabilnym przez cały tydzień.

■ Korekta notowań na globalnym rynku akcji globalnie nie znamionowała silnego wzrostu premii za ryzyko wobec aktywów na rynkach wschodzących. Co prawda indeksy akcji na tych rynkach straciły na wartości w ślad za rynkami rozwiniętymi, niemniej ich skala spadku była nieco mniejsza (MSCI *Emerging Markets*: - 2,6% w skali tygodnia) niż na rynkach rozwiniętych. Także, widoczne było jedynie selektywne i ograniczone osłabienie walut tych rynków. Jednocześnie, zgodnie z danymi dostępnymi do 31.01, rynki wschodzące nadal obserwowały silny napływ kapitału, czerpiąc wsparcie z napływających korzystnych danych dot. sfery realnej.

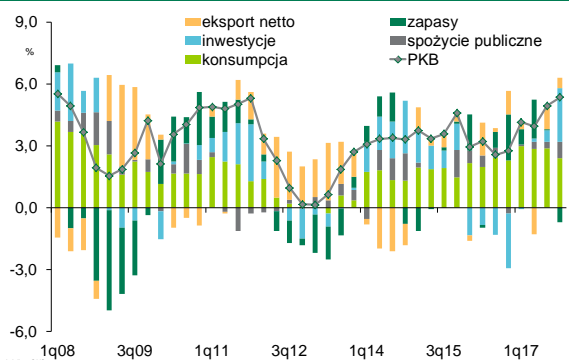
■ W ten obraz wpisał się polski rynek finansowy – z korektą spadkową na rynku akcji (tygodniowy spadek WIG o 2,8%), ale jednocześnie z mocnymi notowaniami obligacji skarbowych (przy wyraźnym zacieśnieniu spreadu wobec odpowiedników na rynkach bazowych). Przy sporej zmienności w trakcie tygodnia, rentowności papierów 10-letnich na koniec tygodnia ukształtowały się w okolicach 3,45%, to jest poziomu z końca poprzedniego tygodnia. Przy wskazanym wyraźnym wzroście

rentowności obligacji na rynkach bazowych, ubiegłotygodniowy rynek krajowych papierów można ocenić jako bardzo mocny.

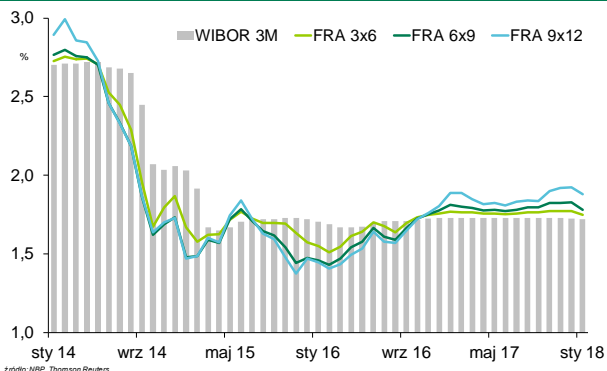
■ Podobnie jak tendencje na rynku walutowym globalnie, ubiegłotygodniowe zmiany na krajowym rynku walutowym były ograniczone. Kurs złotego pozostał względnie stabilny wobec dolara i euro, jedyna silniejsza zmiana dotyczyła kursu PLN/CHF, z kilkugroszowym osłabieniem złotego wobec franka szwajcarskiego (3,59 PLN/CHF na koniec tygodnia).

■ W minionym tygodniu opublikowany został wstępny szacunek PKB za 2017 r. Wzrost PKB wyniósł 4,6% r/r, wobec 2,9% r/r w 2016 r. Opublikowane dane ukształtowały się na poziomie wyższym wobec naszej prognozy oraz prognoz rynkowych. Na podstawie tych informacji można oszacować wynik wzrostu PKB oraz głównych jego składowych w IV kw. 2017 r. Według tych szacunków dynamika PKB w IV kw. 2017 r. mogła ukształtować się w okolicach 5,4% r/r, przy długo oczekiwanym, solidnym odbiciu inwestycji (ponad 10%). Publikacja danych nt. PKB nie miała istotnego wpływu na notowania krajowych aktywów finansowych pozostających pod dominującym wpływem tendencji na rynkach globalnych.

Implikowany z rocznych danych dalszy wzrost PKB w IV kw. 2017, stymulowany wzrostem inwestycji...



... dotychczas bez istotnego wpływu na krajowy rynek



■ W porównaniu z obfitującym w publikacje ubiegłym tygodniem, bieżący tydzień upłynie praktycznie bez istotniejszych publikacji danych makroekonomicznych z gospodarki globalnej (z wyjątkiem dzisiejszej publikacji styczniowego wskaźnika koniunktury ISM dla sektora usług w USA). Rynki będą zatem śledziły finał negocjacji koalicyjnych w Niemczech między CDU/CSU a SPD oraz negocjacje dot. kolejnego przewidywanego budżetowego w USA (data graniczna to 8 lutego).

■ Na krajowym rynku najistotniejszym wydarzeniem będzie posiedzenie RPP. Oczekujemy, że RPP utrzyma stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, ze stopą referencyjną NBP na poziomie 1,5%. Nie oczekujemy istotnych zmian w komunikacie po posiedzeniu

Rady. Utrzymaniu łagodnego wydzwiku komunikatu Rady sprzyjać będzie perspektywa dalszego okresowego obniżenia wskaźnika CPI w pierwszych miesiącach 2018 r., po wyraźnym obniżeniu inflacji w grudniu – do 2,1% r/r wobec 2,5% w listopadzie 2017 r. Jednocześnie jednak, po tym jak dane nt. PKB za 2017 r. zaskoczyły pozytywnie, implikując kontynuację wzrostu dynamiki PKB w IV kw., stymulowanego inwestycjami oraz wobec sygnałów płynących z przedsiębiorstw (raport NBP nt. koniunktury) o wzroście skłonności przedsiębiorstw do inwestycji w średnim okresie, ciekawe będzie przeanalizowanie tonu komentarzy członków Rady podczas konferencji prasowej. Choć trudno oczekiwać by prezes Adam Glapiński skorygował retorykę co do stabilizacji stóp w 2018 r., niemniej jego wypowiedzi co do decyzji Rady w 2019 r. mogą być już ostrożniejsze wobec wypowiedzi sprzed miesiąca, kiedy częściej akcentował możliwość wydłużenia okresu stabilizacji stóp w 2019 r., niż wskazywał na potencjał do zaostrzenia polityki monetarnej w przyszłym roku.

- Biorąc pod uwagę wskazane wątpliwości dot. danych nt. godzinowych wynagrodzeń w USA, braku sygnałów odbicia dynamiki wynagrodzeń w strefie euro, niskich wskaźników inflacji bazowej globalnie, pozostajemy nadal ostrożni co realizacji scenariusza wyższej inflacji implikującego ostrzejszą politykę pieniężną globalnie i wyższe długoterminowe stopy procentowe wobec naszych założeń ze scenariusza bazowego.

- Jednocześnie przyznajemy, że w krótkim okresie potencjał do kontynuowania dotychczasowych tendencji rynkowych w postaci podwyższonych rentowności papierów skarbowych na rynkach bazowych może się utrzymywać. Gdyby taka sytuacja była kontynuowana, to przy bieżącej bardzo silnej kompresji spreadu między rentownościami polskich papierów a papierami na bazowych rynkach, narastać będzie ryzyko korekty w górę rentowności polskich papierów skarbowych.

Dane i wydarzenia w bieżącym tygodniu

■ Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (6-7 lutego)

Oczekujemy, że RPP utrzyma stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, ze stopą referencyjną NBP na poziomie 1,5%. Nie oczekujemy też istotnych zmian w komunikacie po posiedzeniu Rady. Oczekujemy, że Rada podtrzyma ocenę, że „obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną”. Utrzymaniu łagodnego wydźwięku komunikatu Rady zapewne sprzyjać będzie perspektywa dalszego okresowego obniżenia wskaźnika CPI w pierwszych miesiącach 2018 r., po wyraźnym obniżeniu inflacji w grudniu – do 2,1% r/r wobec 2,5% w listopadzie 2017 r. Jednocześnie jednak, po tym jak dane nt. PKB za 2017 r. zaskoczyły pozytywnie, implikując kontynuację wzrostu dynamiki PKB w IV kw., stymulowanego inwestycjami oraz wobec sygnałów płynących z przedsiębiorstw (raport NBP nt. koniunktury) o wzroście skłonności przedsiębiorstw do inwestycji w średnim okresie, nie wykluczamy, że ton wypowiedzi członków Rady podczas konferencji prasowej nie będzie już tak jednoznacznie jak dotychczas wskazywał na możliwość wydłużenia okresu stabilizacji stóp także na 2019 r. Zatem choć trudno oczekiwać by prezes Glapiński skorygował retorykę co do stabilizacji stóp w 2018 r., niemniej jego wypowiedzi co do decyzji Rady w 2019 r. mogą być już wyraźnie ostrożniejsze wobec wypowiedzi sprzed miesiąca, kiedy częściej akcentował możliwość wydłużenia okresu stabilizacji stóp w 2019 r., niż wskazywał na potencjał do zaostrzenia polityki monetarnej w przyszłym roku.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń w nadchodzącym tygodniu

poniedziałek 5. lutego			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
16:00	USA	Indeks ISM koniunktury - usługi, styczeń	55,9 pkt.	56,0 pkt.	-
wtorek 6. lutego			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
08:00	GER	Zamówienia w przemyśle, grudzień	-0,4% m/m	0,6% m/m	-
środa 7. lutego			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
08:00	GER	Produkcja przemysłowa, grudzień	3,4% m/m	-0,5% m/m	-
-	PL	Decyzja RPP dot. poziomu stóp procentowych	1,50%	1,50%	1,50%
16:00	PL	Konferencja prasowa po posiedzeniu RPP	-	-	-
czwartek 8. lutego			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
-	CHN	Eksport, styczeń	10,9% r/r	9,5% r/r	-
-	CHN	Import, styczeń	4,5% r/r	10,0% r/r	-
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 03.02	230 tys.	230 tys.	-
piątek 9. lutego			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
02:30	CHN	CPI, styczeń	1,8% r/r	1,5% r/r	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych krajowych

Krajowe dane i wydarzenia makroekonomiczne – luty

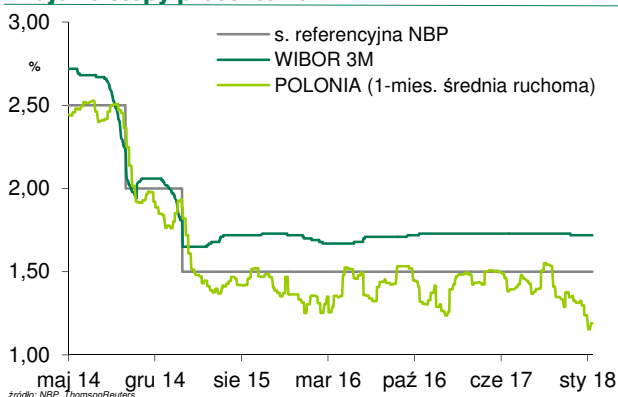
Wskaźnik		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ Bank
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	styczeń	01.02	55,0 pkt.	54,6 pkt.	
Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej	PL	luty	6-7.02	1,50%		1,50%
Saldo w obrotach bieżących	PL	grudzień	13.02	233 mln EUR		-104 mln EUR
Wzrost PKB (wst.)	PL	IV kw. 2017	14.02	4,9% r/r		5,4% r/r
Wskaźnik inflacji CPI	PL	styczeń	15.02	2,1% r/r		1,8% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	styczeń	16.02	4,6% r/r		3,1% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	styczeń	16.02	7,3% r/r		7,7% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	styczeń	20.02	2,7% r/r		9,0% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	styczeń	20.02	12,7% r/r		15,5% r/r
Wskaźnik cen produkcji w przemyśle, PPI	PL	styczeń	20.02	0,3% r/r		0,0% r/r
Sprzedaż detaliczna (w cenach stałych)	PL	styczeń	20.02	5,2% r/r		6,5% r/r
Stopa bezrobocia	PL	styczeń	23.02	6,6%		7,0%
Wzrost PKB (ost.)	PL	IV kw. 2017	28.02	4,9% r/r		5,4% r/r

Najważniejsze dane i wydarzenia makroekonomiczne z zagranicy – luty

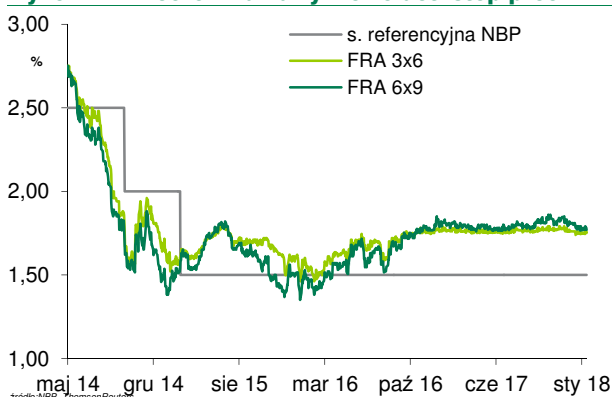
Wskaźnik		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury ISM - przemysł	USA	styczeń	1.02	59,3 pkt.	59,1 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	USA	styczeń	2.02	160 tys.	200 tys.	
Stopa bezrobocia	USA	styczeń	2.02	4,1%	4,1%	
Indeks koniunktury ISM – usługi	USA	styczeń	5.02	55,9 pkt.		56,0 pkt.
Indeks koniunktury PMI - przemysł (wst.)	EMU	luty	21.02	59,6 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI - usługi (wst.)	EMU	luty	21.02	57,6 pkt.		-
Wskaźnik inflacji bazowej HICP	EMU	luty	28.02	0,9% r/r		-

Rynki finansowe

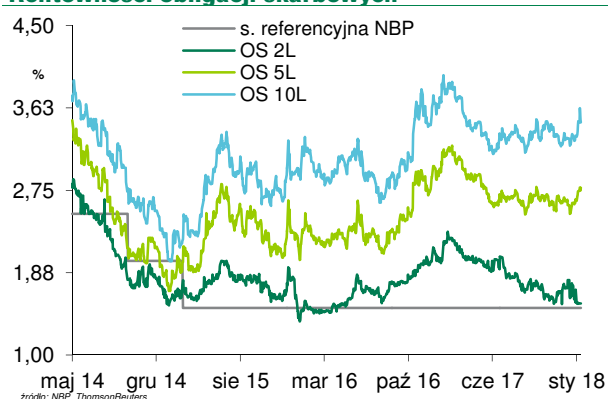
Krajowe stopy procentowe



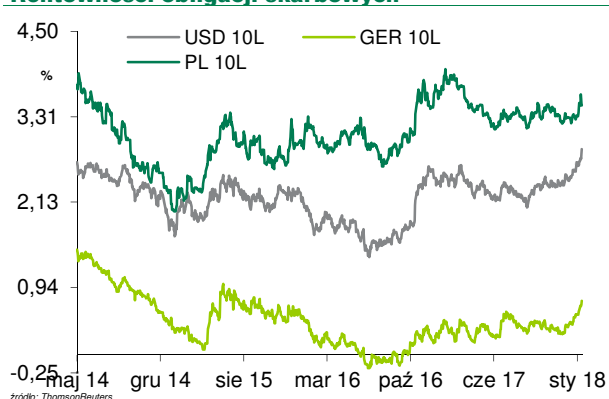
Rynek FRA - oczekiwania rynkowe dot. stóp proc.



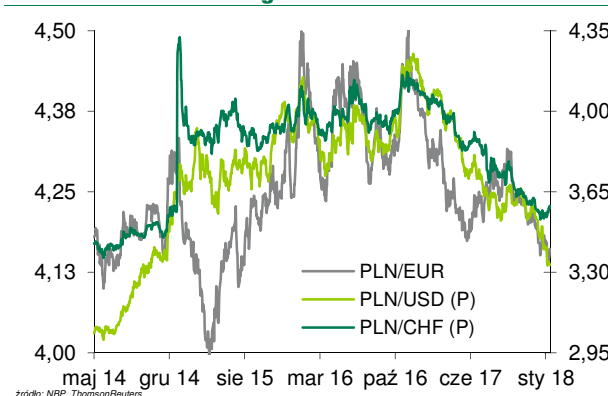
Rentowności obligacji skarbowych



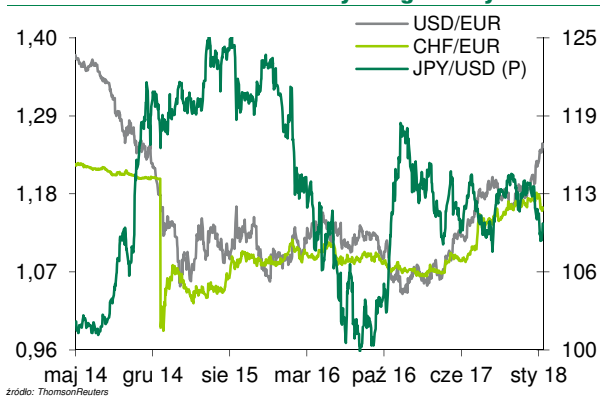
Rentowności obligacji skarbowych



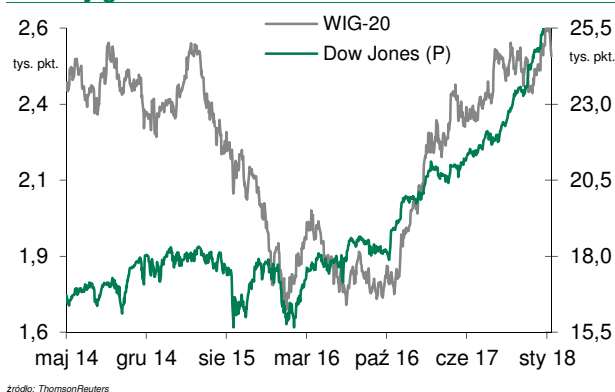
Notowania kursu złotego



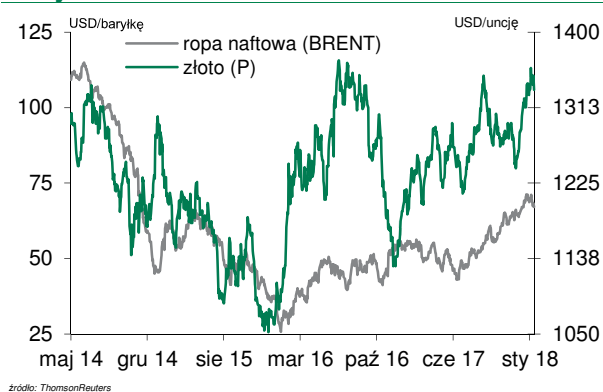
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

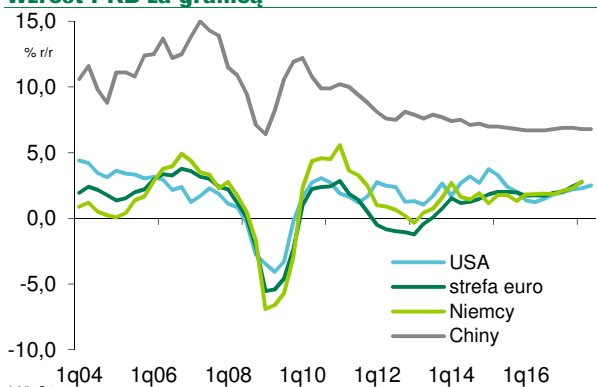


Ceny surowców

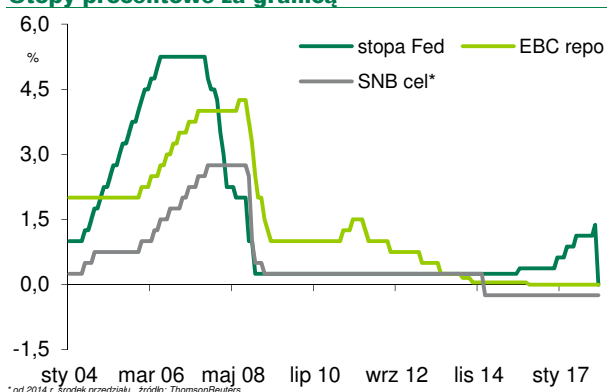


Sfera realna

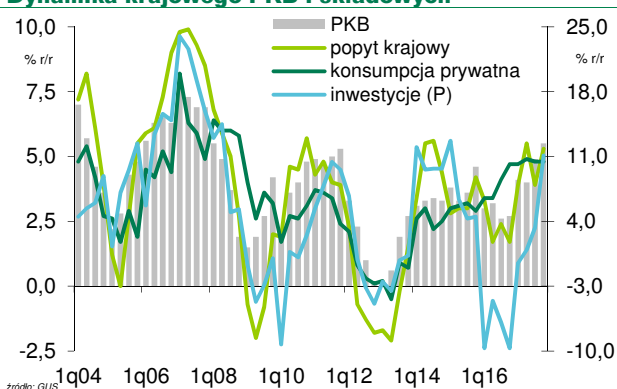
Wzrost PKB za granicą



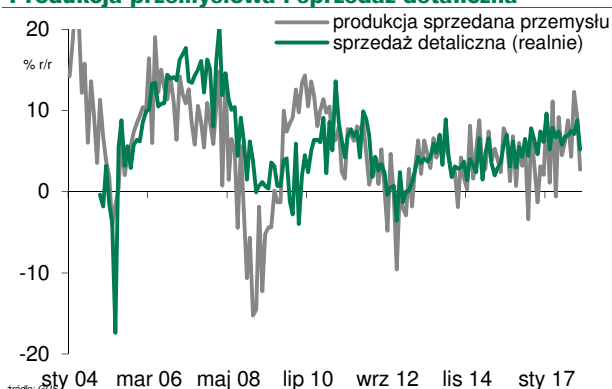
Stopy procentowe za granicą



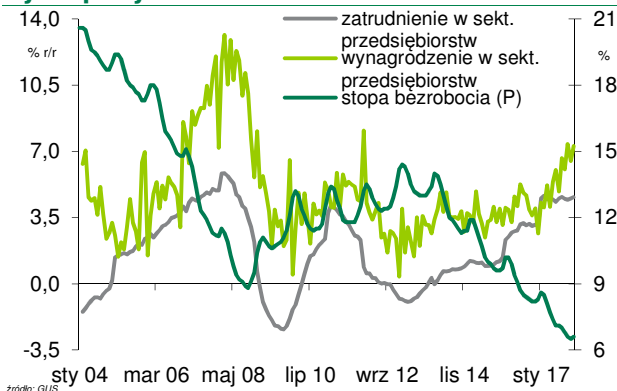
Dynamika krajowego PKB i składowych



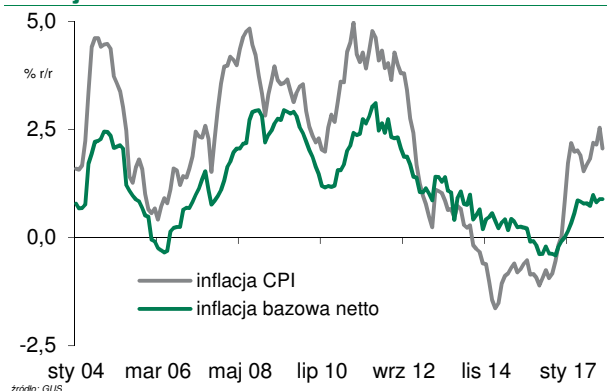
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



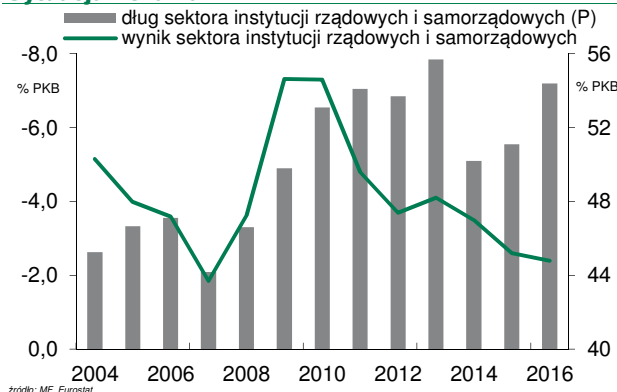
Rynek pracy



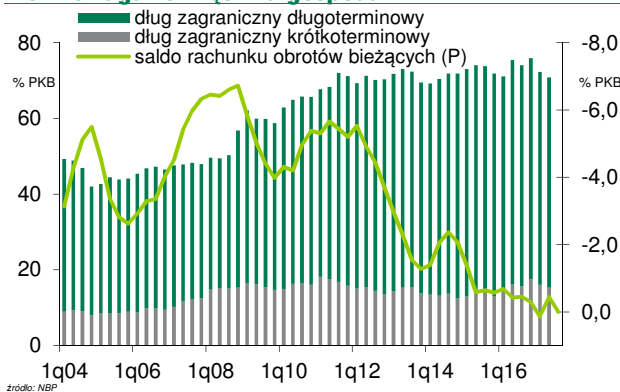
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Rynek finansowy

Wskaźnik		sty 18	2018-01-26	2018-02-02	lut 18	mar 18	cze 18
Stopa lombardowa NBP	%	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa referencyjna NBP	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Stopa depozytowa NBP	%	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%	1,72	1,72	1,72	1,73	1,73	1,75
Obligacje skarbowe 2L	%	1,52	1,54	1,52	1,70	1,70	1,75
Obligacje skarbowe 5L	%	2,73	2,74	2,78	2,70	2,70	2,85
Obligacje skarbowe 10L	%	3,41	3,48	3,45	3,45	3,45	3,55
PLN/EUR	PLN	4,15	4,15	4,16	4,19	4,20	4,25
PLN/USD	PLN	3,33	3,33	3,33	3,44	3,50	3,57
PLN/CHF	PLN	3,58	3,56	3,59	3,61	3,62	3,68
USD/EUR	USD	1,24	1,242	1,246	1,22	1,20	1,19
Stopa Fed	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	1,80	1,85	1,85
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,30	-0,30	-0,30
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	2,73	2,68	2,86	2,75	2,70	2,55
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,69	0,62	0,75	0,65	0,60	0,65

Źródła danych historycznych: NBP, Thomson Reuters

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 628 732 450 zł wpłacony w całości.