

TYGODNIK EKONOMICZNY

12 – 18 marca 2018

Posiedzenie RPP było najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia. Rada nie zmieniła parametrów polityki pieniężnej, jak oczekiwano, ale zaskoczyła przyjęciem bardziej gołębiego nastawienia niż w poprzednich miesiącach. W rezultacie, EURPLN odbił powyżej 4,21, a rentowności obligacji spadły. Globalne rynki poruszały się w oparciu o doniesienia polityczne z USA (wprowadzenie ceł, szansa na spotkanie na szczycie z Koreą Płn.). Włoskie wybory i posiedzenie EBC nie miały długotrwałego wpływu na rynki.

Pierwsza połowa tego tygodnia powinna być spokojna z uwagi na małą liczbę publikacji danych. Może się to okazać sprzyjającym środowiskiem dla złotego, o ile nie załamią się globalne nastroje. W dalszej części tygodnia uwaga będzie kierowana w stronę USA, gdzie na mniej niż tydzień przed posiedzeniem FOMC pojawią się ważne dane.

W Polsce ten tydzień będzie pod znakiem inflacji. W poniedziałek NBP pokaże szczegóły nowej projekcji inflacji a w czwartek zobaczymy nowy odczyt CPI. Nasza prognoza inflacji na luty jest poniżej konsensusu i jeśli okaże się trafna to ta niespodzianka może odbić się negatywnie na złotym i wesprzeć obligacje. Potencjał dla spadku dochodowości jest już naszym zdaniem niezbyt duży po wysokim odczycie wzrostu zatrudnienia w USA.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	OSTATNIA			
				RYNEK	BZWBK	WARTOŚĆ	
PONIEDZIAŁEK (12 marca)							
Brak ważnych wydarzeń							
WTOREK (13 marca)							
13:30	US	Inflacja	II	% m/m	0,2	-	0,5
ŚRODA (14 marca)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	-	-	0,4
13:30	US	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	0,3	-	-0,3
CZWARTEK (15 marca)							
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	5,4	-	2,7
10:00	PL	Inflacja	II	% r/r	1,8	1,6	1,9
11:30	PL	Aukcja zamiany					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	220	-	231
PIĄTEK (16 marca)							
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	II	% r/r	3,7	3,8	3,8
10:00	PL	Płace	II	% r/r	7,2	7,5	7,3
11:00	EZ	HICP	II	% r/r	-	-	1,2
13:30	US	Rozpoczęte budowy domów	II	% m/m	-3,1	-	9,7
14:00	PL	Inflacja bazowa	II	% r/r	1,0	1,0	0,9
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	I	mln €	624	2389	-1152
14:00	PL	Bilans handlowy	I	mln €	-48	170	-1268
14:00	PL	Eksport	I	mln €	16931	17238	15232
14:00	PL	Import	I	mln €	17152	17068	16500
14:15	US	Produkcja przemysłowa SA	II	% m/m	0,3	-	-0,1
15:00	US	Indeks Michigan	III	pkt	99,5	-	99,7

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

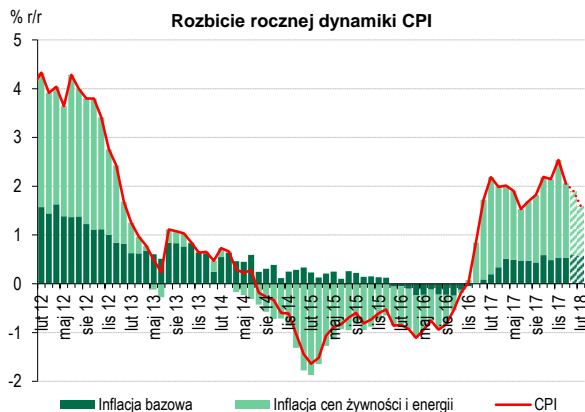
DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

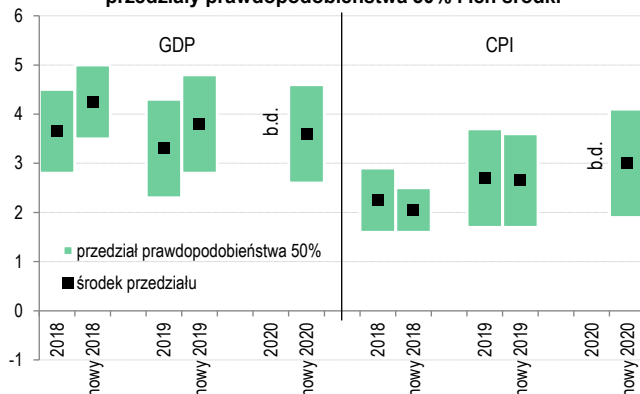
Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – Inflacja, projekcja NBP i płace



Aktualizacja projekcji: lis-17 a mar-18, przedziały prawdopodobieństwa 50% i ich środki



■ Ten tydzień będzie pod znakiem inflacji – dane za luty ukażą się w Polsce, USA i strefie euro. Do tego w poniedziałek NBP opublikuje nowy *Raport o inflacji*.

■ Lutowy odczyt inflacji będzie wyliczony przy użyciu nowych wag w koszyku CPI, a styczniowy odczyt może ulec rewizji. Pozwoli to na wyliczenie inflacji bazowej za oba miesiące. Nasze szacunki wskazują, że zmiany wag mogą minimalnie podnieść dynamikę CPI na początku roku – najmocniej w styczniu (+0.045 pkt. proc.). Efekt będzie na tyle słaby, że nie zmieni istotnie trajektorii CPI.

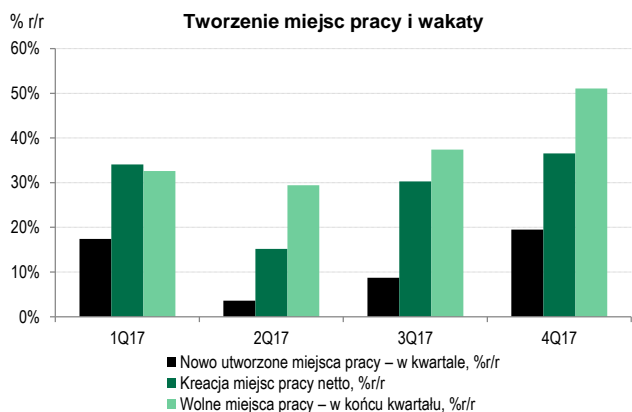
■ Zakładamy spadek inflacji w lutym do 1,6% r/r z 1,9% r/r. Będzie to mocnym wsparciem dla argumentacji RPP, że nie ma powodów do podwyżek stóp w przewidywalnym horyzoncie czasowym. Inflacja bazowa, publikowana dzień później, powinna jednak zanotować lekki wzrost – z 0,9% do 1,0% r/r. W kolejnych miesiącach spodziewamy się jej dalszego stopniowego wzrostu, do ok. 2% r/r na koniec roku.

■ Raport o inflacji pokaże szczegóły projekcji CPI i PKB na kolejne lata. Wiemy już, że ścieżka inflacji została obniżona z 2,25% do 2,05% za rok 2018 i z 2,7% do 2,65% na 2019. 2020 pojawił się po raz pierwszy a wyliczone 3% inflacji okazało się dostatecznie blisko celu i nie zaniepokoiło Rady.

■ Dane z rynku pracy potwierdzają zapewne wciąż solidny wzrost zatrudnienia (3,8% r/r) i przyspieszającą dynamikę wynagrodzeń (do 7,5% r/r z 7,3%) – z uwagi na niedobory siły roboczej.

■ Spodziewamy się wysokiej nadwyżki obrotów bieżących za styczeń (prawie 2,4 mld €) m.in. dzięki wyraźnej poprawie dynamiki eksportu (z 2,1% r/r do 13%, powrót nadwyżki w towarowym handlu zagranicznym) oraz pokaźnym napływem funduszy UE. To byłoby drugie najwyższe saldo miesięczne na rachunku obrotów bieżących od co najmniej 1990 roku.

Ostatni tydzień w gospodarce – Wakaty w górę o ok. 50% r/r



■ Ministerstwo Pracy szacuje, że w lutym stopa bezrobocia rejestrowanego spadła do 6,8% z 6,9%. Z jednej strony odnotowano wzmoczoną aktywizację zawodową bezrobotnych, ale z drugiej strony załamanie pogody wpłynęło negatywnie na popyt na pracę sezonową. Naszym zdaniem jest jeszcze przestrzeń do spadku stopy bezrobocia poniżej 6% przed końcem I poł. br.

■ Kwartalny raport GUS nt. popytu na pracę pokazał nasilenie się problemu niedoborów siły roboczej w IV kw. 2017. Liczba nieobsadzonych stanowisk wzrosła o 51,5% r/r, wobec 37,4% III w kw. i 29,4% w II kw. Taka sytuacja sprzyja przyspieszaniu dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw, naszym zdaniem w pobliżu 10% r/r pod koniec tego roku.

Cytat tygodnia – Brak powodów do podnoszenia stóp w 2018, 2019, 2020

Adam Głapiński, prezes NBP, konferencja prasowa RPP, 7 marca

Gdyby się nie zmieniły te dane, na podstawie których pracujemy, no to w tym roku podwyżka wydaje się całkiem nieprawdopodobna, a w przyszłym, zobaczymy, jak będzie (...), ale jeśli, to gdzieś pod koniec.

Szczerze mówiąc, to według tej prognozy, to do końca 2020 roku nie widzę powodów do podnoszenia stóp procentowych. Natomiast po prostu to jest tak odległy czas, że trudno na ten temat coś racjonalnie mówić.

Ale gdyby te wszystkie wyjściowe dane, którymi tu operujemy w modelu NECMOD przyjął, że się zrealizują, to do końca 2020 właściwie nic się nie dzieje, bo byśmy oczekiwali wtedy, że płynnie być może przejdziemy w sytuację, gdzie będą padały wnioski o obniżkę stóp

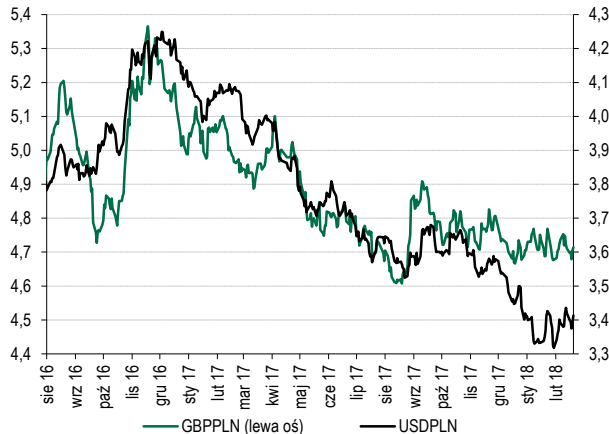
Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych. Nowa projekcja NBP nie wywołała dużych zmian w nastawieniu Rady. Posiadający większość obóz gołębi dostał nowe argumenty na rzecz utrzymywania stóp bez zmian przez długi czas. Konferencja prasowa RPP jeszcze bardziej wzmocniła gołębią retorykę prezentowaną w ubiegłych miesiącach. Prezes NBP Adam Głapiński przyznał, że w świetle nowej projekcji nie widzi powodów do podwyżki stóp nawet do końca 2020 r., choć niechętnie wypowiada się na temat tak odległej przyszłości. Po konferencji Rady wydaje nam się, że moment pierwszej podwyżki stóp faktycznie odsuwa się w czasie. Niemniej, naszym zdaniem cykl zacieśniania polityki pieniężnej w Polsce rozpocznie się wcześniej niż sugeruje prezes NBP, jednak nie wcześniej niż w połowie 2019 r., a argumentem za taką decyzją będą dane makroekonomiczne (rosnąca presja inflacyjna i płacowa) oraz rozpoczęcie podwyżek stóp przez EBC.

Rynek walutowy – Uwaga może przenieść się na Fed

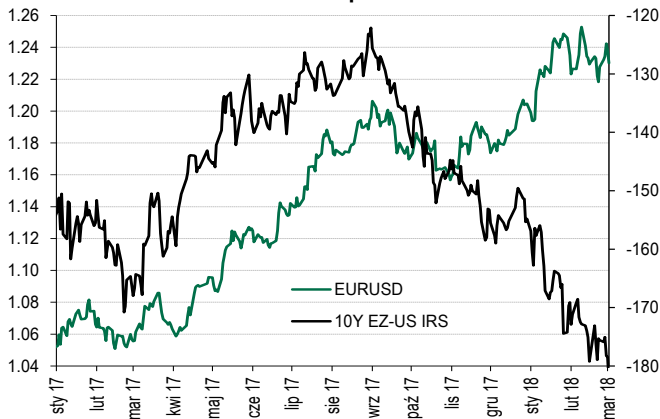
EURPLN



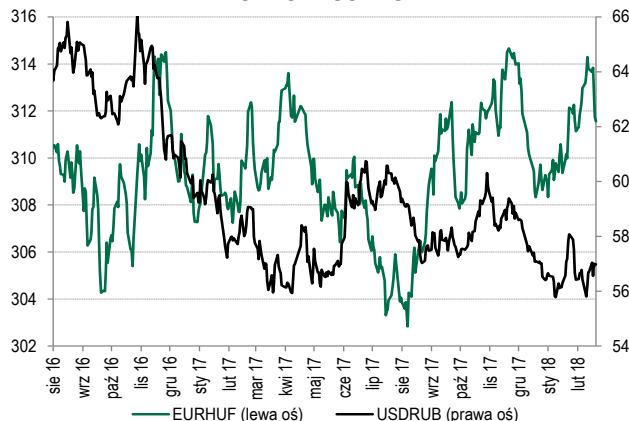
USDPLN i GBPLN



EURUSD i 10-letni spread IRS EZ-US



EURHUF i USDRUB



Złoty najłabszy do euro w tym roku

W zeszłym tygodniu EURPLN odbił tymczasowo do 4,215 i tak jak się spodziewaliśmy głównym impulsem do tego ruchu była retoryka RPP, która okazała się jeszcze bardziej gołębia niż do tej pory. Jednocześnie, USDPLN pozostał blisko 3,40, GBPLN wahał się w pobliżu 4,69, a CHFPLN spadł do 3,58 z 3,64.

Pierwsza część nowego tygodnia może być raczej spokojna, z uwagi na małą liczbę publikacji danych. Złoty osłabił się dość wyraźnie w ostatnich dniach i jeżeli globalny nastrój nie pogorszy się istotnie, wtedy krajowa waluta może odrobić część ostatnich strat.

W czwartek GUS opublikuje lutową inflację. Nasza prognoza jest poniżej konsensusu i jeśli okaże się trafna, wtedy gołębia niespodzianka może ciążyć złotemu. Dodatkowo, sądzimy, że jest ryzyko w górę dla styczniowego odczytu (który będzie przeliczony według nowych wag) i w efekcie miesięczny ruch w dół rocznej dynamiki byłby jeszcze większy niż wielu się spodziewa.

Jeśli chodzi o wydarzenia globalne, będzie to ostatni tydzień przed decyzją FOMC, a w piątek poznamy ważne dane z USA. Publikacje te mogą zwrócić uwagę rynku na prawdopodobną podwyżkę stóp Fed, co z kolei może ciążyć walutom państw rozwijających się, które w większości umocniły się w tym roku w relacji do dolara.

Nadal uważamy, że potencjał do wznowienia aprecjacji przez złotego jest ograniczony i EURPLN pozostanie powyżej 4,16 w nadchodzących tygodniach.

EURUSD pod wpływem polityki

W zeszłym tygodniu, największy wpływ na EURUSD miała polityka. Najpierw, kurs rósł bowiem dolar był pod negatywnym wpływem pomysłu prezydenta Trumpa wprowadzenia ceł na stal i aluminium. W dalszej części tygodnia, amerykańska waluta odrobiła całość strat dzięki informacji o planowanym spotkaniu prezydenta USA z przywódcą Korei Północnej. W efekcie, w tygodniowym rozrachunku EURUSD nie uległ dużym zmianom i pozostał blisko 1,245.

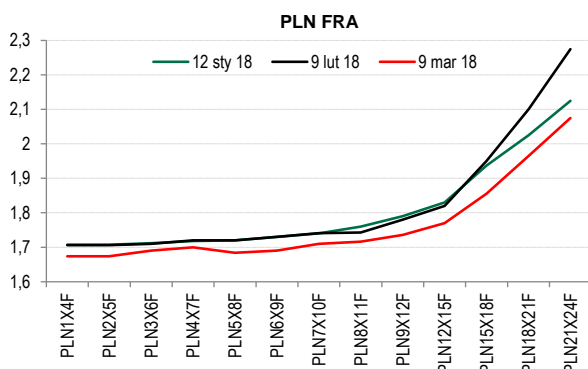
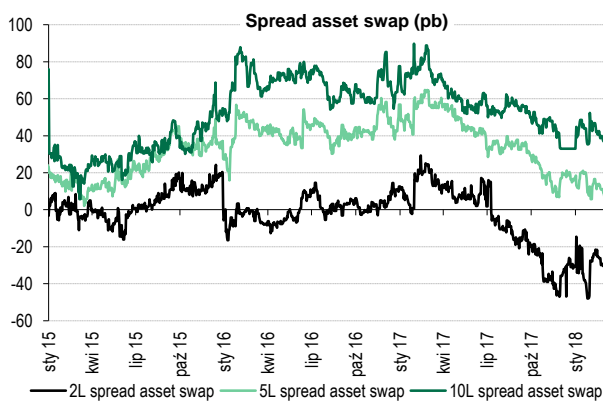
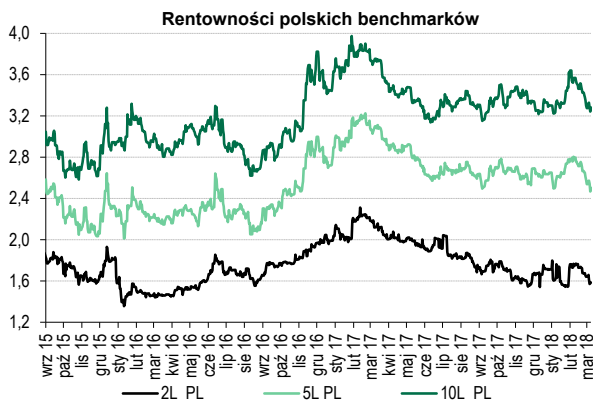
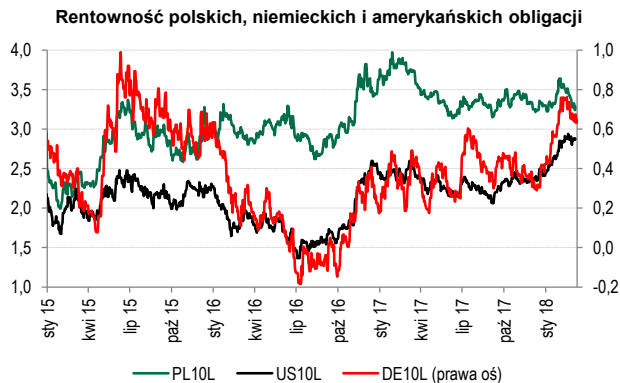
Sądzimy, że w tym tygodniu uwaga inwestorów może zwrócić się w stronę zbliżającej się decyzji FOMC. Naszym zdaniem, kurs EURUSD jest za wysoko biorąc pod uwagę dywergencję w polityce pieniężnej Fed i EBC. 10-letni spread EZ-US IRS wskazuje, że kurs powinien być niższy i spodziewamy się, że EURUSD spadnie. Szanse na taki scenariusz rosną zwłaszcza po ostatnich sygnałach ze sceny politycznej dających nadzieję na przynajmniej chwilowe uspokojenie sytuacji.

Naszym zdaniem, EURUSD może w najbliższych dniach ponownie testować wsparcie na 1,22.

Forint zyskuje, korona i rubel bez dużych zmian

W zeszłym tygodniu, korona i rubel pozostały dość stabilne – EURCZK i USDRUB wzrosły nieznacznie. Czeska waluta była pod lekką presją danych inflacyjnych za luty (1,8%), które były poniżej oczekiwań oraz celu banku centralnego (2,0%). Tymczasem forint zyskał istotnie do euro i EURHUF zbliżył się do 311. Wsparciem dla węgierskiej waluty były lepsze od oczekiwań dane o lutowej sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej oraz silne wzrosty na giełdzie w Budapeszcie.

Rynek stopy procentowej – Wypatrując inflacji

**EBC i NBP zepchnęły krzywą w dół**

Miniony tydzień upłynął pod znakiem silnych spadków dochodowości na krajowym rynku długu. Spadki miały miejsce na całej długości krzywej, jednak trwałe okazały się w środku i długim końcu krzywej. W efekcie w relacji do zeszłego piątku krzywa obniżyła się o 4-6 pb. w segmencie 2-5L i 1 pb. w segmencie 10L, przy jednoczesnym przesunięciu amerykańskiej krzywej w górę i niemieckiej w dół. Ruchy te były napędzane przez konferencje EBC i RPP (odpowiednio, gołębie i silnie gołębie w przekazie) oraz obawy rynku przed negatywnym wpływem na handel światowy wprowadzenia ceł na stal (25%) i aluminium (10%) przez USA. Dodatkowo krajową krzywą spychał w dół powrót inwestorów zagranicznych na krajowy rynek długu.

Dane inflacyjne w centrum uwagi

W tym tygodniu dla rynku długu kluczowe będą publikacje krajowych i amerykańskich danych o inflacji oraz aukcja zamiany obligacji w kraju. W przypadku danych z USA nie widzimy istotnego ryzyka przestrelenia konsensusu. W przypadku danych z kraju obstawiamy niższy niż prognozuje konkurencja (1,8% r/r) odczyt inflacji za luty (1,6% r/r - ze względu na wolniejszy wzrost cen żywności m/m w porównaniu z lutym 2017 i spadek cen paliw w układzie m/m). Powinno to przyczynić się do uwiarygodnienia sugestii wygłoszonych przez prezesa NBP w trakcie ostatniej konferencji RPP o możliwości utrzymania stóp na obecnym poziomie do 2020 roku. Efekt ten nie zostanie naszym zdaniem zneutralizowany przez publikację danych o płacach i zatrudnieniu w kraju, gdzie widzimy ryzyko niższej dynamiki płac niż średnia z prognoz analityków.

Czynnikami wyżej wymienione powinny potencjalnie pozytywnie wpływać na krajowy dług. Jednak sądzimy, że po zeszłotygodniowym rajdzie dane te będą służyły wyhamowaniu presji na wzrost rentowności - związanej z realizacją zysków. Czynnikiem, który mógłby potencjalnie pozytywnie wpłynąć na krajowy dług może być aukcja zamiany, zaplanowana na środę. Spodziewamy się na niej zwiększonego zainteresowania krajowymi obligacjami ze środka i krótkiego końca krzywej, w obliczu bardzo niskiej podaży na jedynej zaplanowanej na ten miesiąc regularnej aukcji (3-5 mld zł).

Fed czai się za rogiem

W perspektywie kolejnego tygodnia kluczowa dla rynku dług będzie konferencja FOMC (po raz pierwszy z udziałem świeżo mianowanego szefa Fed, Jerome Powella), na której zostaną zaprezentowane nowe ścieżki stóp procentowych. W naszej opinii przed konferencją możemy spodziewać się presji na wzrost rentowności (jako pochodnej oczekiwań na przesunięcie „kropek” w górę na wykresie ilustrującym preferencje poszczególnych członków Fed co do ścieżki stóp w kolejnych latach). Jednak konferencja prawdopodobnie rozczaruje inwestorów „nadmiernie napompowanych oczekiwaniami” na jastrzębi komunikat Fed. W efekcie spodziewamy się powrotu presji na spadki rentowności krajowych obligacji.

Aukcja zamiany

Na aukcji zamiany zaoferowane zostaną następujące papiery dłużne: OK0720, PS0123, WZ0524, WS0428, WZ0528 (opcjonalnie Serie WS i IŻ) w zamian za papiery PS0418 (wartość emisji 14,6 mld zł), PS0718(18,7 mld zł) i OK1018 (19,7 mld zł).

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, www.bzwbk.pl