

TYGODNIK EKONOMICZNY

19 – 25 marca 2018

Publikowane w najbliższych dniach dane makro mogą nieco rozczarować. Dynamika produkcji i sprzedaży detalicznej zapewne nieco spowolnią. Wprawdzie to po części będzie efekt dni roboczych, ale może jeszcze umocnić przekonanie rynku o braku szans na szybsze podwyżki stóp. Nowy Biuletyn Statystyczny GUS pozwoli przyjrzeć się bliżej strukturze mocnych inwestycji w IV kw. 2017 i niższej dynamiki płac w lutym. W międzyczasie poznamy marcowe wskaźniki koniunktury GUS, które powiedzą nam czy nastroje firm nadal są tak optymistyczne jak na początku roku. Sporo badań koniunktury pojawi się też w Europie. W ostatnich dwóch miesiącach indeksy nastrojów schodziły w dół z rekordowo wysokich poziomów i niewykluczone, że tym razem znowu rozczarują, m.in. pod wpływem obaw o eskalację wojny handlowej z USA.

Za granicą wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie FOMC – pierwsze pod przewodnictwem nowego prezesa J.Powella. Jest prawie pewne, że Fed podniesie stopy o 25pb. Kluczowa będzie jednak towarzysząca temu komunikacja, w tym nowe prognozy gospodarcze i dot. stóp procentowych (tzw. dot plot). Szczególną uwagę warto zwrócić na to jak zmieniają się przewidywania członków Fed nt stóp na lata 2019-20 i z tej strony widzimy ryzyko „jastrzębiej” niespodzianki dla rynków.

W piątek wieczorem zaplanowany jest przegląd polskiego ratingu przez Moody's. Rating i jego perspektywa pozostaną zapewne bez zmian, ponieważ dobre informacje z gospodarki neutralizują obawy m.in. o praworządność i następny budżet UE.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	BZWBK	OSTATNIA WARTOŚĆ
W-WA							
PONIEDZIAŁEK (19 marca)							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	8,4	6,7	8,6
10:00	PL	Produkcja budowlana	II	% r/r	28,7	28,1	34,7
10:00	PL	PPI	II	% r/r	0,1	0,2	0,2
WTOREK (20 marca)							
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	II	% r/r	7,7	7,4	7,7
11:00	DE	ZEW	III	pkt	90,9	-	92,3
ŚRODA (21 marca)							
10:00	PL	Wyniki przedsiębiorstw niefinansowych	2017				
15:00	US	Sprzedaż domów	II	% m/m	0,9	-	-3,2
19:00	US	Decyzja FOMC		%	1,8	-	1,5
CZWARTEK (22 marca)							
9:30	DE	PMI przemysł	III	pkt	59,8	-	60,6
9:30	DE	PMI usługi	III	pkt	55,2	-	55,3
10:00	DE	Ifo	III	pkt	114,6	-	115,4
10:00	EZ	PMI przemysł	III	pkt	58,2	-	58,6
10:00	EZ	PMI usługi	III	pkt	56,0	-	56,2
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	6 mar	tys.	227	-	226
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	II	% r/r	5,0	5,1	4,8
PIĄTEK (23 marca)							
	PL	Przegląd ratingu Moodys					
10:00	PL	Stopa bezrobocia	II	%	6,8	6,8	6,9
13:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	II	% m/m	1,6	-	-3,6
15:00	US	Sprzedaż nowych domów	II	% m/m	4,6	-	-7,8

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:

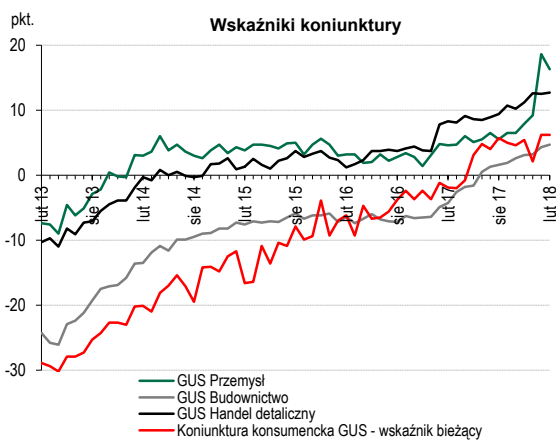
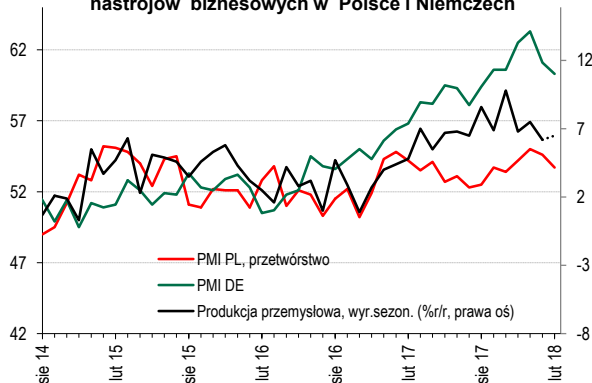
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

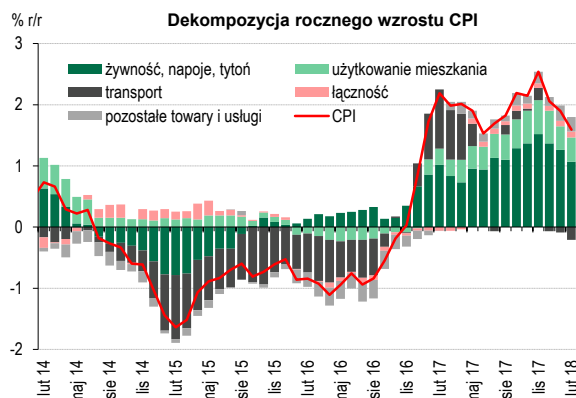
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – Coś dla każdego

Aktywność w polskim przemyśle na tle wskaźników nastrojów biznesowych w Polsce i Niemczech



Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja się załamała, płace rozzarowały



■ W kalendarzu na ten tydzień każdy znajdzie coś dla siebie. Mamy główny zestaw miesięcznych danych o aktywności gospodarczej za luty (produkcja, sprzedaż detaliczna), ale też bardziej szczegółowe informacje nt. tego co już wiemy w Biuletynie Statystycznym. W nim znajdziemy m.in. dodatkowe rozbięcie dynamicznego wzrostu inwestycji w IV kw. (podobnie jak w wynikach przedsiębiorstw, które GUS pokaże w środę). Na polu „miękkich danych” dostaniemy pierwsze wskaźniki nastrojów wśród konsumentów i w biznesie za marzec – te drugie mogą być ważne, zwłaszcza jeśli wstępne PMI dla strefy euro i Niemiec spadną po raz trzeci.

■ Ukażą się też minutes RPP, dając nam szerszy ogląd jak Rada przyjęła nową projekcję z obniżoną ścieżką CPI pomimo wyższej ścieżki wzrostu PKB i luki popytowej zrewidowanej w górę do 1,2% potencjalnego PKB w 2018, rosnącej do 1,8% w 2020.

■ Kolejny punkt kalendarza to termin na odpowiedź Polski na rekomendacje Komisji Europejskiej w ramach procedury praworządności (20 marca). Według nas nie podjęto kroków legislacyjnych, które mogłyby załagodzić spór. UE nie będzie jednak podejmować żadnych decyzji ws. Polski tego dnia, jedynie poinformuje kraje członkowskie o postawie Polski.

■ Moody's może w piątek po zamknięciu rynków przedstawić aktualizację oceny kredytowej Polski. Naszym zdaniem obejdzie się bez zmiany ratingu i jego perspektywy.

■ Mimo obfitości wydarzeń dotyczących Polski, uwaga może jednak być skierowana na globalne tło. FOMC podejmie decyzję ws. stóp, aktualizując jednocześnie wykres kropkowy. Odbędzie się też konferencja prasowa po posiedzeniu. USA może też w tym tygodniu ogłosić duży zestaw nowych ceł na chińskie produkty, co może zaburzyć rynki.

■ Inflacja za luty to zaledwie 1,4% r/r wobec 1,9% w styczniu. Rynek oczekiwał 1,7-1,8% a my 1,6%. Głównym sprawcą negatywnej niespodzianki była kategoria żywność. Wszystkie jej elementy, które w 2017 pchały inflację w górę, cofnęły się na początku br. Inflacja cen usług spadła z 2,8% r/r do 2,3% r/r pomimo rosnących płac i napiętej sytuacji na rynku pracy. Nastąpił też spadek inflacji bazowej do 0,8% r/r w lutym z 1,0% r/r. Wydaje się teraz dużo mniej prawdopodobne, że inflacja powróci w tym roku do celu 2,5% r/r, jak wcześniej zakładaliśmy. Teraz wydaje nam się bardziej prawdopodobne, że przez większość roku pozostanie poniżej 2% r/r.

■ Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 3,7% r/r. Oczekiwaliśmy 3,8%. Płace wzrosły o 6,8% r/r, również zaskakując w dół (nasza prognoza 7,5%, rynek zakładał 7,2%) i hamując wobec stycznia (7,3%). Możliwe, że to efekt przesunięcia w wypłacie 14-tek w górnictwie.

Cytat tygodnia – Byłoby dobrze utrzymywać jak najdłużej obecny poziom stóp

Rafał Sura, członek RPP, Reuters, 15 marca

W perspektywie 12 miesięcy jest duża szansa, żeby stopy zostały bez zmian. Wykraczanie dalej jest obciążone zbyt dużym ryzykiem. Polityka EBC jest dodatkową przesłanką dla RPP, by nie zmieniać stóp.

Łukasz Hardt, członek RPP, PAP, 13 marca

Nie powiedziałbym, że na 100% nie będzie reakcji RPP w tym roku, chociaż jej prawdopodobieństwo jest niższe niż parę miesięcy temu. To zależy od tego, co będzie się działo z inflacją bazową, czyli głównie na rynku pracy, ale również z inwestycjami.

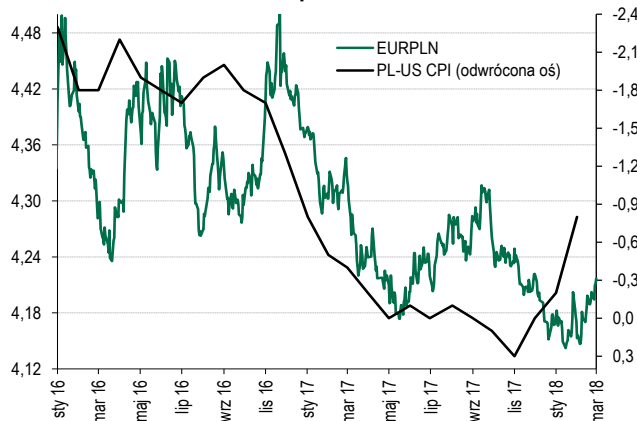
Grażyna Ancyparowicz, członkini RPP, PAP, 14 marca

Zważając na znaczny dysparytet stóp NBP i EBC oraz innych banków centralnych jest wysoce prawdopodobne, że nie będziemy musieli dokonywać zmian stóp procentowych ani w tym, ani w przyszłym roku. Byłoby dobrze utrzymywać jak najdłużej obecny poziom.

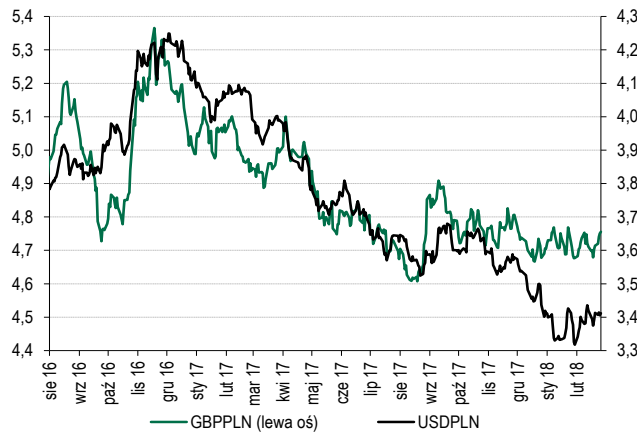
W RPP w obliczu obniżonej projekcji inflacji ugruntowało się poparcie dla podejścia „wait-and-see” i Rada będzie podchodzić do nowych danych z ostrożnością. Ostatnie wypowiedzi członków RPP to potwierdzają. W projekcji założono, że płace nie przyspieszą ponad ok. 7% r/r gdzie już zdążyły dotrzeć, co powinno uspokoić członków RPP dostrzegających ryzyka dla inflacji płynące ze strony niedoborów na rynku pracy. Dużo niższy od oczekiwań odczyt CPI za luty wsparł obecną retorykę Rady, że stopy powinny pozostać bez zmian nie tylko w tym roku ale i w przyszłym, o ile sytuacja gospodarcza rozwine się zgodnie z marcową projekcją. Zakładamy, że EBC zacznie podnosić stopy około połowy 2019 r. co powinno przekonać RPP do poparcia podwyżki w IV kw. 2019 r.

Rynek walutowy – Fed może zaskoczyć jastrzębią

EURPLN i spread PL-US CPI



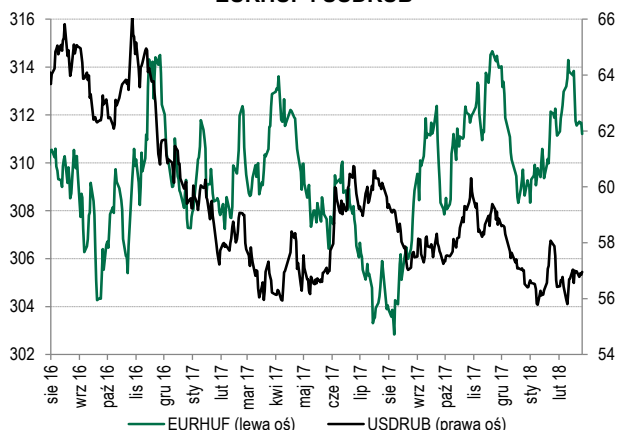
USDPLN i GBPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



EURPLN w górę po polskiej inflacji

W zeszłym tygodniu złoty pozostał pod presją głównie w wyniku zaskoczenia w dół ze strony krajowej inflacji. Nastrój na świecie nadal był niestabilny, co też przyczyniło się do wzrostu EURPLN do 4,218, nowego tegorocznego maksimum.

Ostatnie tygodnie pokazały, że czynniki wewnętrzne związane z kwestią polityki pieniężnej mają istotny wpływ na złotego. Wg nas, globalny kontekst trendów inflacyjnych też może zyskać na znaczeniu. W tym tygodniu FOMC zdecyduje o stopach procentowych, a nowy szef J. Powell wystąpi na swojej pierwszej konferencji prasowej, na której przedstawi nowe prognozy. Widzimy ryzyko zaskoczenia w jastrzębią stronę. Rynek wycenia trzy podwyżki stóp po 25 pb w tym roku, w zgodzie ze scenariuszem przedstawionym przez członków FOMC w grudniu. Kluczową kwestią może być jednak przyszły rok – wśród amerykańskich bankierów centralnych nie ma jasnego konsensusu odnośnie tego ile podwyżek stóp może być potrzebnych w 2019, więc nawet niewielkie zmiany opinii mogą sprawić, że mediana oczekiwanej stopy w przyszłym roku wzrośnie. Dodatkowo, jeśli prognozy inflacji zostaną podniesione i/lub nowy szef Fed będzie brzmiał jastrzębio, waluty z rynków wschodzących – w tym złoty – mogą ucierpieć.

W tym tygodniu w poniedziałek i we wtorek poznamy kolejne dane z Polski. Nasze prognozy produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej za luty są nieco poniżej konsensusu i takie odczyty mogą się wpisać w gołębi przekaz ostatniej konferencji RPP i danych inflacyjnych. W efekcie, sądzymy, że kolejne dane z kraju pomogą kursowi EURPLN utrzymać się powyżej 4,20 w najbliższych tygodniach.

W piątek 23 marca agencja Moody's może ogłosić przegląd polskiego ratingu. Nie spodziewamy się ani zmiany jego poziomu ani perspektywy, więc wydarzenie te powinno być neutralne dla rynku.

Pierwsze wsparcie dla EURPLN to 4,19, kolejne to 4,16. Najbliższy opór to 4,225, szczyt z grudnia.

EURUSD czeka na impuls

Mimo kontynuacji zmian na amerykańskiej scenie politycznej i dzięki mieszanym danym z USA, zeszłotygodniowy zakres wahań EURUSD był najmniejszy od początku stycznia. Aktywność inwestorów ograniczać mogła też perspektywa marcowego posiedzenia FOMC.

Sądzymy, że wynik posiedzenia amerykańskich bankierów centralnych może wywołać przynajmniej krótkoterminowy wzrost wahań na rynku. Jak piszemy powyżej, jest ryzyko jastrzębkiej niespodzianki w kontekście oczekiwań członków FOMC odnośnie poziomu stóp w 2018 i 2019. Podtrzymujemy nasz pogląd, że EURUSD może w najbliższych tygodniach ponownie testować wsparcie na 1,22.

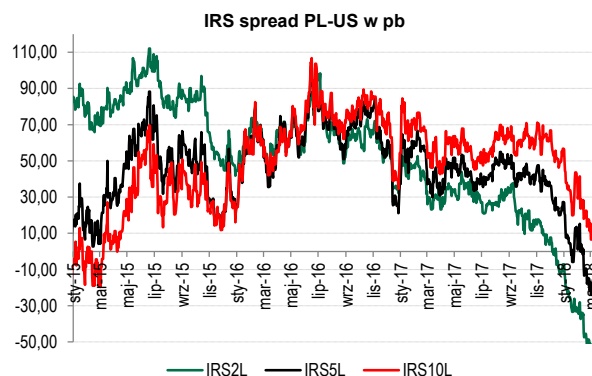
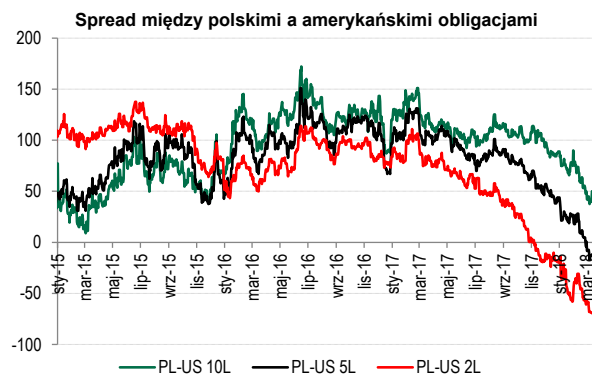
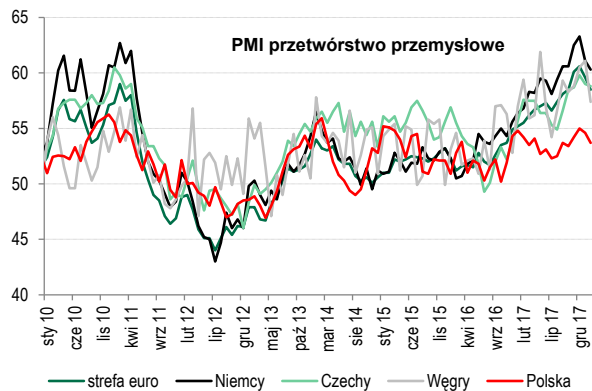
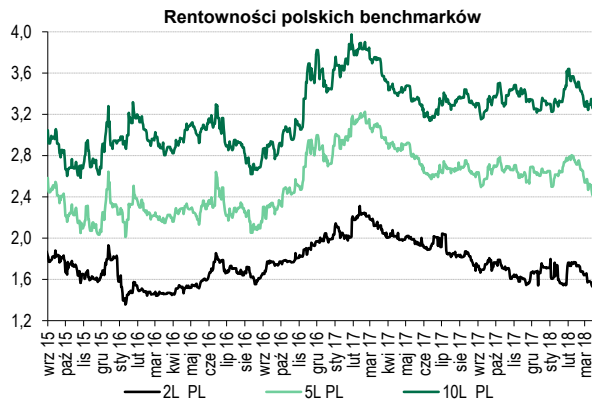
Oczekiwania na podwyżkę umacniają koronę, rubel czeka na decyzję CBR

W przypadku innych walut CEE, korona i forint zyskały lekko do euro, a rubel stracił do dolara.

Czeską walutę wspierać mogły wypowiedzi tamtejszych bankierów centralnych wzmacniających oczekiwania na podwyżkę stóp o 25 pb na posiedzeniu 29 marca.

W piątek bank centralny Rosji zdecyduje o wysokości stóp. Rynek oczekuje cięcia głównej stopy o 25 pb do 7,25% w obliczu spadku inflacji w lutym do 2,2%, rekordowego minimum. Bank centralny powiedział ostatnio, że pod koniec roku może zmienić nastawienie w polityce pieniężnej na neutralne. Ostatnie miesiące pokazały jednak, że cykl obniżek stóp nie wpływał istotnie negatywnie na rubla i sądzymy, że dolar i surowce pozostaną kluczowe dla USDRUB.

Rynek stopy procentowej – Między Fed a danymi z Europy



Niska inflacja pomogła długowi

▪ Ostatni tydzień upłynął pod znakiem spadków dochodowości. Najpierw rentowności były spychane przez publikację danych o inflacji r/r, która zaskoczyła w dół o 0,3 pp. W dalszej części tygodnia miała miejsce przejściowa przecena, po której rynek powrócił do niższych rentowności. W efekcie krzywa przesunęła się w dół o 5-6 pb w krótkim i długim końcu krzywej i 10 pb w środku. Krzywa IRS zsunęła się nieco mniej. Na aukcji zamiany MF sprzedało obligacje łącznie za 5,2 mld zł, a odkupiło za 5,1 mld zł.

Spodziewane słabsze dane z Europy

▪ Ten tydzień rynek krajowego długu będzie zdominowany przez publikację serii danych z kraju (przemysł, sprzedaż detaliczna) oraz z Europy (PMI, Ifo, ZEW). Ponadto inwestorzy będą uważnie wsluchiwać się w konferencje FOMC, na której zadebiutować ma nowy prezes Jerome Powell.

▪ Naszym zdaniem tak odczyt produkcji przemysłowej (której spodziewamy się wzrostu r/r 1,7 pp poniżej prognoz) jak i sprzedaży detalicznej (oczekujemy wzrostu r/r 0,3 pp poniżej prognoz) powinny sprzyjać krajowemu długowi. Również w przypadku danych wyprzedzających z Europy spodziewamy się odczytów niższych niż poprzednie i widzimy spore ryzyko odczytów poniżej prognoz. Negatywnie zaważyć na nich mogą obawy o uruchomienie wojny handlowej, które naszym zdaniem odbiją się na odczytach PMI i Ifo. W konsekwencji spodziewamy się presji na dalsze spadki dochodowości długu, choć skala ruchu nie powinna być zbyt duża i raczej będzie skoncentrowana w środku i na krótkim końcu krzywej.

Fed może rodzić ryzyko dla długiego końca

▪ Dla długiego końca krzywej istotniejsze będą wydarzenia za Oceanem, gdzie w środę ma odbyć się konferencja FOMC, na której powinno dojść do podniesienia stóp procentowych (do 1,50-1,75%). Oczekiwania na nią powinny lekko wypychać krzywą w górę (rynek spodziewa się jastrzębiego wydziewięku). Uważamy, że jastrzębi wydziewięk konferencji będzie miał umiarkowanie negatywny i chwilowy wpływ na długi koniec krajowej krzywej. Gdyby okazało się, że konferencja będzie miała neutralny lub umiarkowanie gołębi wydziewięk, będzie ona pozytywnie wpływać na papiery 10L. Jednak nawet w wypadku jastrzębiego wydziewięku konferencji FOMC sądzymy, że w skali tygodnia możemy spodziewać się obniżenia krajowej krzywej rentowności. Zapowiedziana na piątek rewizja ratingu Polski przez Moodys nie będzie miała naszym zdaniem większego wpływu na rynek długu. W dłuższym horyzoncie spodziewamy się utrzymania presji na spadki rentowności, w szczególności w segmencie 2-5L. Dług będzie wspierać spodziewany w końcu kwietnia wykup papierów serii PS0418 (12,8 mld zł) oraz oczekiwania na publikację krajowych i europejskich danych PMI.

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