

TYGODNIK EKONOMICZNY

26 marca – 1 kwietnia 2018

Podwyżka stóp procentowych przez Fed została zinterpretowana jako „dovish hike”, co zaowocowało wyraźnym spadkiem rentowności. Wprawdzie członkowie Fed podwyższyli prognozy stóp na 2019-20, ale mediana oczekiwanych podwyżek na 2018 pozostała bez zmian, a wypowiedzi nowego prezesa Fed J.Powella na konferencji prasowej brzmiały dość łagodnie, co przesądziło o reakcji inwestorów. Do umocnienia obligacji przyłożyły się też rosnące obawy o perspektywy światowej gospodarki, wynikające z kolejnych działań w zakresie wojny handlowej (zapowiedź ceł w USA na towary z Chin i sygnał, że Chiny odpowiedzą podobnym ruchem). Jednocześnie, spadające już trzeci miesiąc z rzędu indeksy nastrojów firm w Europie potwierdziły, że górka cyklu koniunkturalnego już za nami i dalszego przyspieszenia wzrostu nie ma na horyzoncie.

W ostatnim tygodniu przed Wielkanocą liczba publikacji danych ekonomicznych będzie ograniczona. Warto zwrócić uwagę m.in. na niemiecką inflację która może wpłynąć na oczekiwania dot. działań EBC. Gdyby obok słabnących indeksów koniunktury inflacja w Europie dalej zaskakiwała w dół, to przewidywany termin normalizacji polityki pieniężnej przez EBC może się oddalać. W minutes RPP z marcowego posiedzenia nie znajdziemy raczej odkrywczych informacji, a jedynie potwierdzenie, że większość członków Rady na czele z Prezesem Glapińskim uznała, że nowe wyniki projekcji nie są powodem aby myśleć o zmianie stóp procentowych. RPP zapewne będzie skłonna czekać ze zmianą polityki pieniężnej tak długo, dopóki wysoka inflacja i płace nie będą się faktycznie materializować.

Aktywność na rynku finansowym przed Świątami powinna stopniowo wygasać. Złoty pozostaje osłabiony i na razie zakładamy, że to się istotnie nie zmieni. Na rynku długu jeśli korekta, to raczej nie mocna i nie długotrwała. Na razie brak impulsu do wzrostu rentowności – rosną ryzyka dla perspektyw wzrostu, inflacja zaskakuje w dół, nawet Fed nie zaskoczył jastrzębnością.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	BZWBK	OSTATNIA WARTOŚĆ
W-WA							
PONIEDZIAŁEK (26 marca)							
Brak ważnych wydarzeń							
WTOREK (27 marca)							
11:00	EZ	ESI	III	pkt	113,3		114,1
11:30	PL	Aukcja obligacji			-		
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,90		0,90
16:00	US	Conference Board Konsumenci	III	pkt	131		130
ŚRODA (28 marca)							
14:30	US	PKB	IV kw.	% k/k	2,7		2,5
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	II	% m/m	2,0		-4,7
CZWARTEK (29 marca)							
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,75		0,75
14:00	DE	Inflacja HICP	III	% m/m	0,5		0,5
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	229		229
14:30	US	Wydatki osobiste	II	% m/m	0,2		0,2
14:30	US	Dochody osobiste	II	% m/m	0,4		0,4
16:00	US	Indeks Michigan	III	pkt	102		102
PIĄTEK (30 marca)							
Brak ważnych wydarzeń							

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

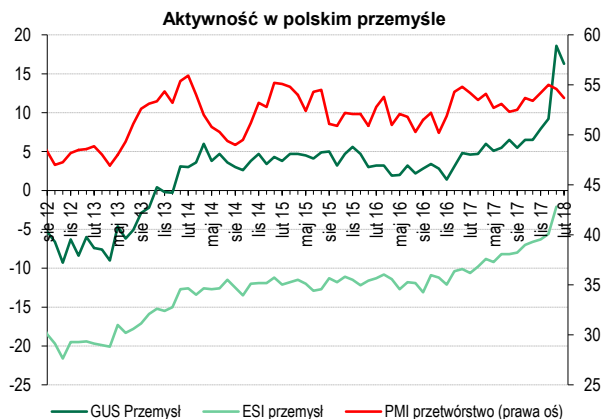
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

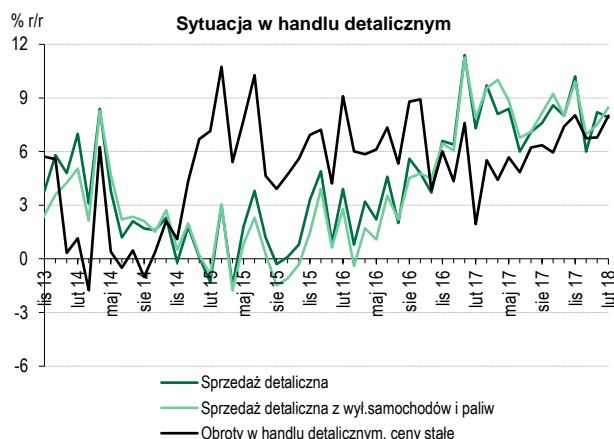
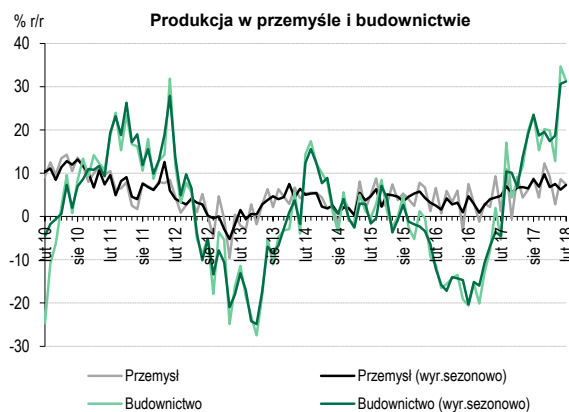
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – Rating, ESI i minutes



- Nowy tydzień jest ubogi w publikacje makro, a najważniejsza informacja pojawi się jeszcze w tym tygodniu. Dzisiaj agencja Moody's może zaktualizować swoją ocenę Polski. Nie spodziewamy się zmian, ale warto zauważyć, że niedawno agencja obniżyła ocenę Turcji na podstawie zmian w instytucjach. W związku z tym jesteśmy ciekawi jak agencja oceni ostatnie ruchy rządu w kwestii sądownictwa.
- We wtorek poznamy wskaźnik ESI publikowany przez Komisję Europejską. Rynek wprawdzie nie ekscytuje się zbyt tymi danymi, ale naszym zdaniem są dość przydatne przy prognozowaniu. Jako że ostatnio niemal wszystkie główne wskaźniki dla Polski i Europy zanurkowały, spodziewamy się podobnego ruchu ESI.
- Nie spodziewamy się, by minutes RPP miały duży wpływ na perspektywy polityki pieniężnej. Prawdopodobnie będzie to pieśń triumfalna gołębi.

Ostatni tydzień w gospodarce – Produkcja i sprzedaż spójne ze wzrostem PKB ok. 5%



- Wynik produkcji przemysłowej za luty to 7,4% r/r. W rozbiu produkcji przemysłowej widać bardzo wysoki wkład ze strony producentów energii, co należy wiązać z falą mrozu. Bardzo mocna jest też produkcja maszyn i urządzeń (20,5% r/r), która w dużym stopniu kierowana jest na eksport. Jej wynik może jednak pokazywać nie tylko siłę popytu zagranicznego, ale też świadczyć o odbiciu inwestycyjnym w kraju.
- Produkcja budowlana odnotowała wzrost o 31,4% r/r. Wzrost r/r w zakresie wznoszenia obiektów inżynierii lądowej i wodnej wyniósł 65% pomimo fali mrozu trwającej przez pół lutego. Pokazuje to siłę popytu, podpartego wyborami samorządowymi na jesieni i silniejszym wykorzystaniem funduszy unijnych niż rok temu. Jednakże nie oczekujemy aby sektor budowlany był w stanie utrzymać ponad 30-procentowe tempo wzrostu ze stycznia i lutego – są to miesiące kiedy skala aktywności jest dużo niższa niż przez resztę roku, co sprawia, że relatywnie łatwo o uzyskanie bardzo wysokiej dynamiki produkcji. W kolejnych miesiącach produkcja budowlana będzie się zmagać z ograniczeniem ze strony możliwości produkcyjnych.
- Sprzedaż detaliczna w cenach stałych urosła w lutym o 7,7% r/r, tyle samo co w styczniu. W lutym zanotowaliśmy spowolnienie sprzedaży dóbr trwałych, zwłaszcza samochodów – do 6,9% r/r z 17,9% r/r w styczniu. Niższa dynamika sprzedaży samochodów została zrównoważona przez paliwa, które przyspieszyły do 8,8% r/r w lutym z 1,3% r/r w styczniu. Wsparciem dla tej kategorii były warunki pogodowe – silny mróz pod koniec lutego. Dane o sprzedaży detalicznej wspierają naszą prognozę dobrego wzrostu konsumpcji prywatnej w I kw. 2018 o ok. 5% r/r. W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszych dobrych odczytów sprzedaży detalicznej, dla której wsparcie stanowią optymizm konsumentów i dobra sytuacja rynku pracy.

Cytat tygodnia – Przekonanie że do 2020 r. będziemy pływali na spokojnych wodach jest ryzykowne

Eugeniusz Gatnar, członek RPP, PAP, 20 marca

Jestem zwolennikiem działań wyprzedzających. II poł. roku może być odpowiednia. Wtedy powinna pojawić się presja inflacyjna.

Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, PAP, 16 marca

Dobrze, że RPP nie ma skłonności do podejmowania pochopnych decyzji bazując na projekcjach, ani do poddania się presji analityków powiązanych z różnymi grupami biznesowymi. Jeśli wzrost gospodarczy osłabi się bez oznak presji inflacyjnej, to może to stworzyć środowisko dla niższych stóp.

Jerzy Żyżyński, członek RPP, Reuters, 22 marca

Zgadzam się z Głapińskim, nie mamy powodów do zmian, gospodarka jest stabilna i rosnąca. NBP może zaostrzać politykę tylko jeśli jest nadmierna presja kredytowa, której obecnie nie ma. Nie wykluczam tego [ze kolejnym ruchem będzie obniżka].

Jerzy Osiatyński, członek RPP, Reuters, 19 marca

Przez jakiś czas przedsiębiorcy są w stanie akceptować zmniejszający się udział zysków w produkcji wynikający ze wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Jednak w pewnym momencie to się musi skończyć. Takie przekonanie, że do 2020 będziemy sobie pływali na 'spokojnych wodach', wydaje mi się ryzykowne.

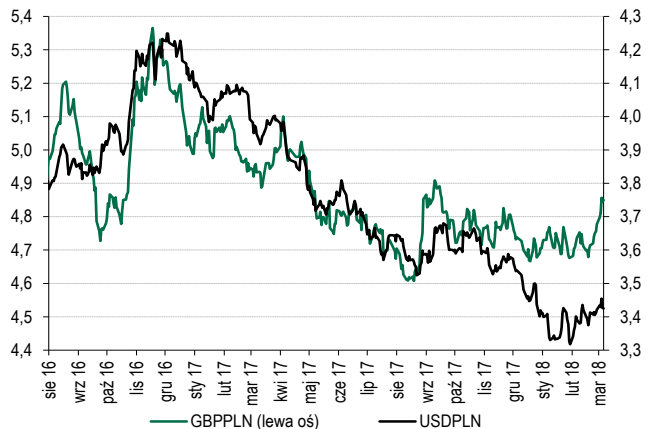
Ostatnie tygodnie, które przyniosły niższą projekcję inflacyjną, spadek inflacji CPI i nieco słabszy wzrost płac to triumf dla gołębi bankierów centralnych pod wodzą Adama Głapińskiego. Jerzy Żyżyński i Jerzy Kropiwnicki chcą utrzymania stóp bez zmian przez najbliższe kwartały i są zadowoleni z dotychczasowej polityki. Stwierdzili nawet, że następnym ruchem może być obniżka. Jerzy Osiatyński uważa, że inflacja może być nieco wyższa niż w projekcji i należy zachować czujność, ale nie wypowiedział się o stopach. Eugeniusz Gatnar to już chyba ostatni jastrząb, spodziewający się dwucyfrowego wzrostu płac, inflacji bazowej blisko 4% w 2019-2020 r. i sugerujący konieczność podwyżki stóp jeszcze w tym roku. Naszym zdaniem najbliższe miesiące nie zmienią perspektyw polityki pieniężnej. Nawet mimo przyspieszenia wzrostu płac, inflacja pozostanie dość niska, co zbija argumenty jastrzębi.

Rynek walutowy – Przedświąteczny spadek zmienności

EURPLN



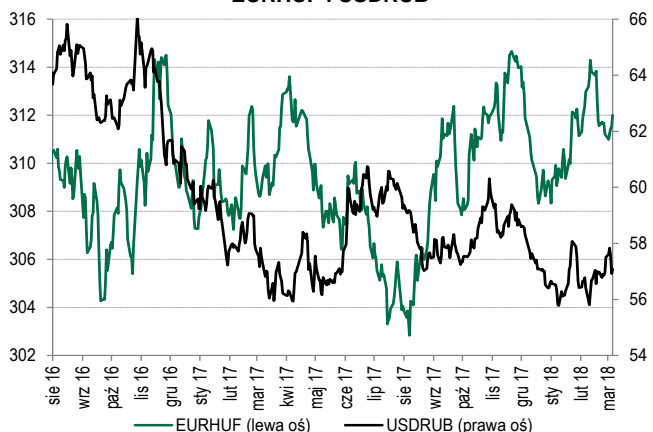
USDPLN i GBPPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



EURPLN nadal wysoko mimo gołębiego FOMC

▪ Kurs EURPLN pozostał w trendzie wzrostowym, ale tempo deprecjacji złotego było wolniejsze niż w poprzednich tygodniach. Chociaż FOMC podniósł oczekiwania odnośnie poziomu stóp w 2019 i 2020, to rynek skupił się na perspektywie krótkoterminowej (wciąż trzy podwyżki w tym roku na wykresie kropkowym) i przekaz z posiedzenia został odczytany jako gołębi a nie jastrzębi. Z drugiej strony, złoty nie skorzystał za bardzo z takiego wydzźwięku decyzji FOMC bowiem nastrój na świecie gwałtownie się pogorszył pod wpływem obaw o światowy handel. EURPLN zakończył tydzień blisko 4,22 po tym jak wcześniej przekroczył 4,24 ustanawiając nowe tegoroczne maksimum. USDPLN wahał się wokół 3,425. Złoty stracił lekko do franka (CHFPLN wzrósł do 3,62 z 3,59) i dość znacznie do funta (GBPPLN odbił do 4,86 z 4,78) po tym jak Wielka Brytania i UE porozumiały się odnośnie warunków obowiązujących w okresie przejściowym, pierwszym etapie Brexitu.

▪ Tydzień przed Wielkanocą nie przyniesie publikacji wielu ważnych danych, więc wahania powinny być ograniczone.

▪ Inwestorzy skupili się na gołębich wątkach posiedzenia FOMC. W nowym tygodniu poznamy trochę danych z USA, które jeśli zaskoczą na plus, to mogą zwrócić uwagę na jastrzębie elementy z posiedzenia FOMC.

▪ Podtrzymujemy nasz pogląd, że potencjał do wznowienia aprecjacji złotego jest niewielki i EURPLN pozostanie powyżej 4,20 w nadchodzących tygodniach.

EURUSD nadal czeka na impuls

▪ Wynik posiedzenia FOMC, słabe dane z Europy i kolejne sygnały z polityki nie zdołały wypchnąć kursu EURUSD z przedziału 1,22-1,25. Zeszłotygodniowa różnica między maksimum i minimum była nawet nieco mniejsza niż poprzednio.

▪ Nie spodziewamy się, by w najbliższych dniach EURUSD opuścił powyższy przedział. W USA opublikowanych zostanie trochę ważnych danych, ale perspektywa Wielkanocy może ograniczać aktywność inwestorów.

MNB i CNB podejmą decyzję o stopach

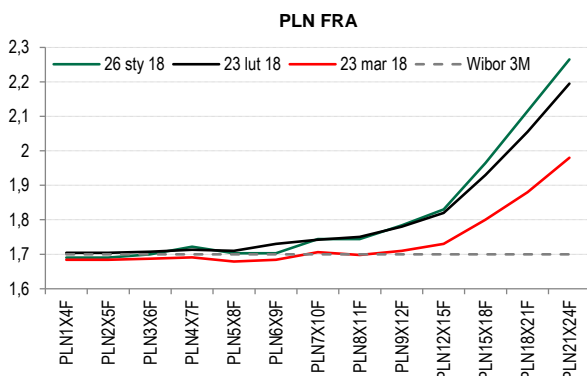
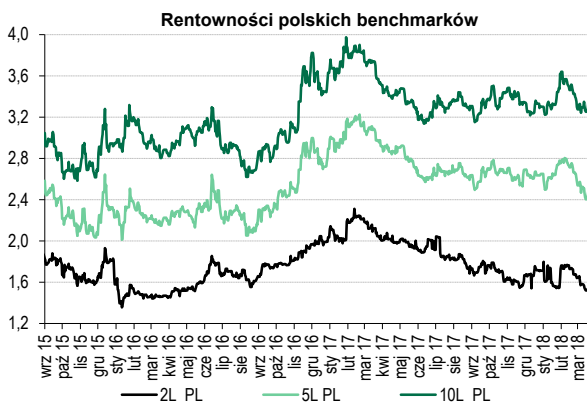
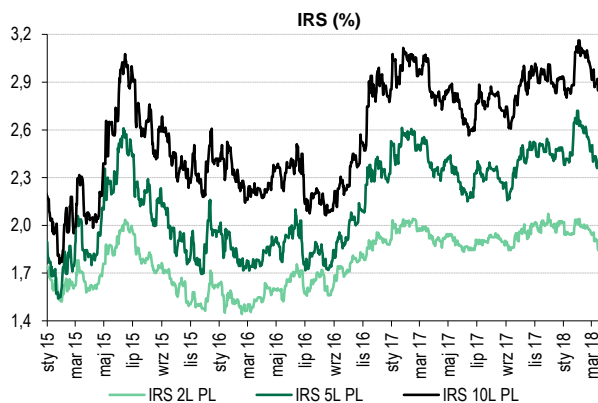
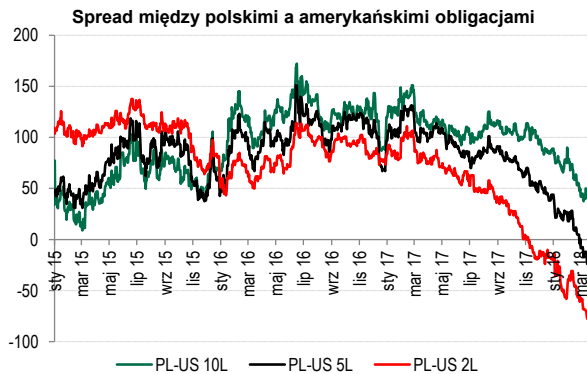
▪ W przypadku pozostałych walut regionu, największe wahania miały miejsce w przypadku EURHUF i USDRUB. Forint był pod presją słabego nastroju na świecie i osłabił się do 313 z 310 za euro. Osłabienie dolara po posiedzeniu FOMC pchnęło USDRUB w dół do 56,8 z 58 widzianych na początku tygodnia. Dodatkowym wsparciem dla rubla była drożająca ropa.

▪ W tym tygodniu bank centralny Węgier (MNB) i Czech (CNB) podejmą decyzję ws. stóp procentowych.

▪ Nie sądzimy, by MNB zmienił parametry polityki pieniężnej. Bank powtórzy zapewne, że jest gotowy podjąć dodatkowe działania jeśli zajdzie taka potrzeba, ale nie powinno to zaskoczyć rynku.

▪ Odnośnie CNB, rynek wycenia jeszcze jedną podwyżkę stóp o 25 pb w dalszej części roku, co jest zgodne z wypowiedziami bankierów centralnych. Wydaje się więc, że jedynym czynnikiem, który mógłby wywołać reakcję rynku byłaby informacja, że rozważanym terminem na podwyżkę stóp jest raczej pierwsza połowa tego roku, niż druga. Jeśli tak by się stało, korona mogłaby zyskać do euro.

Rynek stopy procentowej – Gołębi Fed spycha rentowności w dół



Obligacje w kolejce górskiej

Na przestrzeni ostatniego tygodnia obserwowaliśmy silną zmienność na rynku długu. Krajowe papiery podążały za trendami na rynkach bazowych, przy czym skala ruchów krajowego długu była istotnie większa. Pewien wpływ miały też odczyty krajowych danych (słabsze: produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna i PPI), które w pierwszej części tygodnia chwilowo wsparły krajowy dług. W skali tygodnia rentowności wzrosły o 2-4 pb wzdłuż całej krzywej, po drodze uderzając w najwyższe od miesiąca poziomy (przed konferencją Fed). W drugiej części tygodnia rentowności gwałtownie spadły, po tym jak inwestorzy zostali zaskoczeni mało jastrzębim tonem konferencji FOMC (rynkami oczekiwały wyraźniej jastrzębiego).

Dane z USA nie powinny szkodzić długowi

W tym tygodniu spodziewamy się publikacji minutes RPP, danych o wydatkach i dochodach gospodarstw domowych w USA oraz danych o nastrojach konsumentów (Conference Board i Uniwersytetu Michigan). Ponadto we wtorek (wyjątkowo z powodu Świąt Wielkiej Nocy) odbędzie się regularna aukcja obligacji. Uważamy, że wydarzenia powyższe mogą raczej pomóc niż zaszkodzić krajowemu długowi, jednak przejściowa przecena w ramach realizacji zysków jest możliwa w pierwszej połowie tygodnia (raczej przed aukcją). W perspektywie kolejnych tygodni spodziewamy się kolejnego słabszego odczytu PMI dla Polski, co może dalej pomagać długowi.

W przypadku danych o wydatkach i dochodach amerykańskich spodziewamy się solidnych odczytów. Jednak ostatnie dane z Europy (raport PMI) pokazują, że europejski przemysł wytraca przyspieszenie (na co pewien wpływ ma mocne euro i obawy o rozpoczęcia wojny handlowej). W związku z tym uważamy, że dane z USA nie będą miały większego znaczenia dla krajowych obligacji, które pozostają obecnie silniej związane z rynkiem europejskim. Podobnie nie spodziewamy się silnego oddziaływania na krajowy dług odczytów nastrojów konsumentów (Michigan i Conference Board).

Sądymy, że publikacja minutes NBP nie będzie miała wpływu na rynek długu. Naszym zdaniem (kontrakty FRA także to wyceniają) ostatnie dane inflacyjne z Polski (spadek inflacji z 1,9% r/r w styczniu do 1,4% r/r w lutym) uwiarygodniły przekaz z ostatniej konferencji RPP, że stopy pozostaną stabilne przez dłuższy czas.

Aukcja

Na zapowiedzianej na wtorek aukcji obligacji Ministerstwo zapowiedziało sprzedaż 3 mld obligacji serii OK0720, PS0123, WZ0524, WS0428 i WZ0528. Naszym zdaniem aukcja powinna być udana, ze względu na niską podaż długu i spore zainteresowanie krajowymi papierami ze strony inwestorów zagranicznych. Inwestorzy krajowi utrzymają swoje zainteresowanie obligacjami zmienno- kuponowymi i segmentem 2-5L (pozostając pod wpływem spodziewanych za miesiąc wykupów obligacji PS0418).

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, www.bzwbk.pl