

TYGODNIK EKONOMICZNY

28 maja – 3 czerwca 2018

W ubiegłym tygodniu nastroje na rynkach były wyjątkowo niestabilne. Działo się tak przez geopolitykę, w tym m.in. zerwanie umowy USA z Iranem, rozmowy koalicyjne we Włoszech i negocjacje USA-Chiny/Korea Płn. Te wydarzenia w połączeniu z gorszymi danymi z USA i UE i nieco bardziej gołębimi minutes z posiedzenia FOMC odbiły się negatywnie na aktywach rynków wschodzących i wsparły rynek stopy procentowej. W rezultacie EURPLN dotarł do 4,32, najwyższej w tym roku.

Ten tydzień będzie obfitował w ważne dane, m.in. z rynku pracy USA, CPI i PKB z Polski. Naszym zdaniem majowy odczyt inflacji pokaże odbicie do prawie 2% r/r, ale nie powinno to bardzo zaszkodzić krajowemu rynkowi stóp procentowych. Jednocześnie zakładamy, że aprecjacja dolara się zatrzyma, co dałoby odetchnąć złotemu po ostatniej przecenie.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	BZWBK	OSTATNIA WARTOŚĆ
W-WA							
PONIEDZIAŁEK (28 maja)							
Brak ważnych danych							
WTOREK (29 maja)							
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	V	pkt	128,0	-	128,7
ŚRODA (30 maja)							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	IV	% m/m	0,5	-	-0,3
10:00	PL	Inflacja	V	% r/r	1,7	1,9	1,6
10:00	PL	PKB	I kw.	% r/r	5,1	5,1	4,9
11:00	EZ	ESI	V	pkt	112	-	112,7
14:15	US	Raport ADP	V	tys.	195	-	204
14:30	US	PKB	I kw.	% k/k	2,3	-	2,3
20:00	US	Beżowa Księga					
CZWARTEK (31 maja)							
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	V	% r/r	1,6	-	1,2
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	IV	%	8,5	-	8,5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	220	-	222
14:30	US	Wydatki osobiste	IV	% m/m	0,4	-	0,4
14:30	US	Dochody osobiste	IV	% m/m	0,3	-	0,3
14:30	US	Indeks cen PCE SA	IV	% m/m	0,2	-	0,0
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	IV	% m/m	1,0	-	0,4
PIĄTEK (1 czerwca)							
09:00	CZ	PKB SA	I kw.	% r/r	4,5	-	4,5
09:00	PL	PMI przemysł	V	pkt	53,1	52,9	53,9
09:55	DE	PMI przemysł	V	pkt	56,8	-	56,8
10:00	EZ	PMI przemysł	V	pkt	55,5	-	55,5
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	V	tys.	195	-	164
14:30	US	Stopa bezrobocia	V	%	3,9	-	3,9
16:00	US	ISM przemysł	V	pkt	58,0	-	57,3

Źródło: BZ WBK, Bloomberg

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

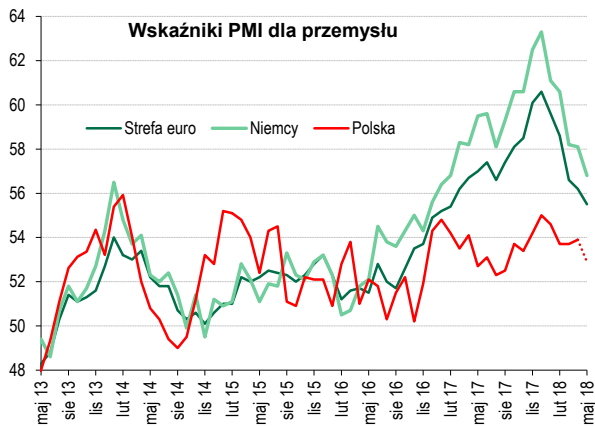
DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – CPI dostało więcej paliwa

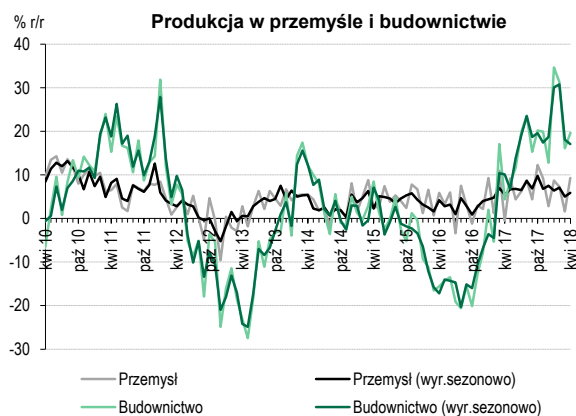


■ W maju inflacja powinna dalej rosnąć, głównie ze względu na wyższe ceny paliw. Sam transport dołoży 0,4 punktu proc. do CPI w maju, przy wzroście cen paliw o 6,0% m/m i 9,5% r/r. Naszym zdaniem inflacja bazowa również podeszła nieco wyżej w maju, do 0,7% r/r – miesiąc ten powinien przynieść przełom po trzech miesiącach spadków. Pod koniec roku inflacja bazowa powinna przekroczyć 1,5%.

■ Polski wskaźnik PMI oddalił się od niemieckiego w I poł. 2017 r., ale od II poł. ub.r. znów dość dokładnie śledzi jego zmiany, choć jest od niego mniej zmienny. Wstępny odczyt za maj dla Niemiec rozczarował, co sugeruje spadek polskiego indeksu. Z drugiej strony, wskaźniki koniunktury GUS poprawiły się w maju po dwóch miesiącach spadków.

■ Spodziewamy się potwierdzenia wzrostu PKB na 5,1%, przy konsumpcji rosnącej o ok. 5% i inwestycjach przyspieszających do ok. 10% r/r.

Ostatni tydzień w gospodarce – Sprzedaż niżej przez Wielkanoc i zakaz handlu, mocny przemysł



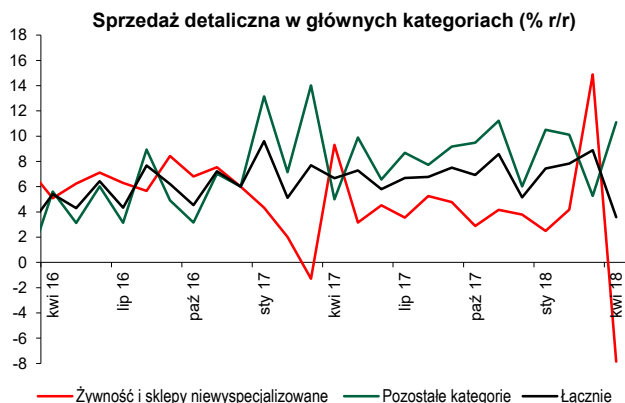
■ Produkcja przemysłowa wzrosła w kwietniu o 9,3% r/r po 1,6% w marcu. W produkcji budowlanej wystąpił wzrost o 19,7% r/r, wyraźnie mniejszy niż oczekiwał rynek. Może to być oznaką pojawiania się ograniczeń po stronie popytowej w tym sektorze przy wciąż silnym popycie, zwłaszcza że, ceny produkcji budowlanej wzrosły w kwietniu o 2,1% r/r i miara ta była najwyższa od stycznia 2009 r. Więcej [tutaj](#).

■ Sprzedaż detaliczna wyhamowała w kwietniu z 8,8% r/r do 4,0% r/r, bardziej niż zakładał rynek. Zadziałał negatywny efekt bazy związany z kwietniową datą Wielkanocy przed rokiem. Do tego zakaz handlu objął wszystkie niedziele kwietnia oprócz jednej. Głównymi winowajczyniami były sprzedaż żywności i w sklepach niewyspecjalizowanych. W pozostałych kategoriach wzrost wyraźnie przyspieszył. Trzymamy się opinii, że konsumpcja prywatna pozostanie najważniejszym silnikiem wzrostu w 2018 r. rosnąc o ok. 5%. Zakładamy, że wzrost sprzedaży detalicznej powróci w okolice 7% r/r w kolejnych miesiącach. Więcej [tutaj](#).

■ Kwietniowe dane o produkcji i sprzedaży nie skłaniają nas do rewizji prognoz ścieżki PKB zakładających stopniowe spowalnianie wzrostu w tym roku.

■ Szczegółowe dane o placach potwierdziły, że wzrost o 7,8% r/r w kwietniu to efekt podwyżek w górnictwie (+26,6% r/r). Wzrost w pozostałych sektorach był jedynie odrobinę szybszy (7,3% r/r wobec 7,2% r/r w marcu).

■ Stopa bezrobocia BAEL obniżyła się w I kw. 2018 do rekordowo niskiego 4,2%. Zatrudnienie wzrosło o zaledwie 0,4% r/r wobec 1,4% średnio w 2017 r. Liczba bezrobotnych spadła o 23,4% y/y. Wskaźnik aktywności obniżył się do 56,0% z 56,2% w I kw. 2017 r. GUS potwierdził też kwietniową stopę bezrobocia rejestrowanego na 6,3% w kwietniu.



Cytat tygodnia – Nie dostrzeżono zmian w narracji RPP

Kamil Zubelewicz, członek RPP, PAP, 21 maja

Odnoszę wrażenie, że nie dostrzeżono zmian w narracji RPP. Po pierwsze, prezes Glapiński wyraźnie zdystansował się od obniżek stóp. Po drugie, postulat obniżek nie znalazł się w ostatnim komunikacie po posiedzeniu. Po trzecie wreszcie, zmianie uległ układ sił w Radzie. Większość głosów za ewentualnymi obniżkami stóp przycichła. (...) Podwyższenie stopy referencyjnej do 2 proc. i dalsza stabilizacja na tym poziomie byłaby najlepszym rozwiązaniem. (...) Jeszcze trzy miesiące temu szanse na podwyżki stóp były niewielkie, ale teraz sytuacja w Radzie jest bardzo zrównoważona. (...) Reakcja Rady zapewne nastąpi, gdy pojawią się przekonujące dowody wskazujące na spłot czynników grożących wzrostem inflacji. Wydaje mi się, że czynniki zagraniczne przykuwają w Polsce większą uwagę niż te krajowe, ale do reakcji Rady konieczne będzie ich równoległe wystąpienie. (...) Na razie stopy zostaną stabilne.

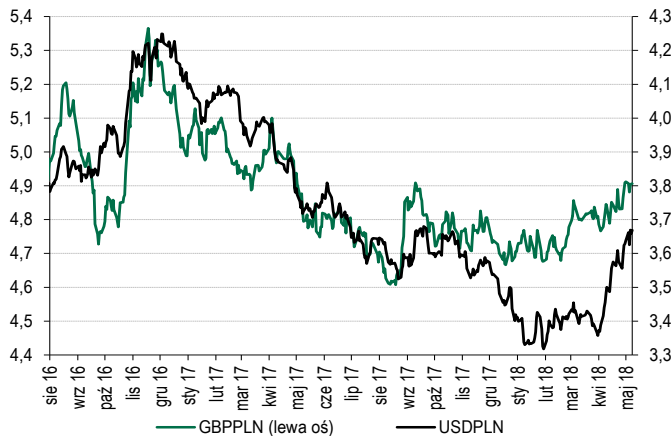
Według Kamila Zubelewicza w ostatnim czasie wzrosły szanse na podwyżki stóp, choć jego zdaniem pozostaną one stabilne. Opinia, że RPP stała się w ostatnim czasie mniej gołębia jest dość zaskakująca, ponieważ wsłuchując się w ostatnią konferencję prasową RPP odnieśliśmy przeciwne wrażenie. Trudno się spierać, że wiemy lepiej co dzieje się podczas posiedzeń, więc być może źle odczytaliśmy ewolucję poglądów wewnątrz Rady. Minutes RPP z majowego posiedzenia są publikowane w tym tygodniu i ciekawi nas czy ten dokument pokaże jakieś dowody na to, że w Radzie zaszły zmiany w układzie sił. Ostatnie wypowiedzi Zubelewicza potwierdzają, że jest on najbardziej jastrzębim członkiem obecnej RPP. Jakkolwiek naszym zdaniem na razie nie uzbiera się większość do podwyżek stóp, to może tak się stać pod koniec przyszłego roku.

Rynek walutowy – EURPLN wciąż wysoko

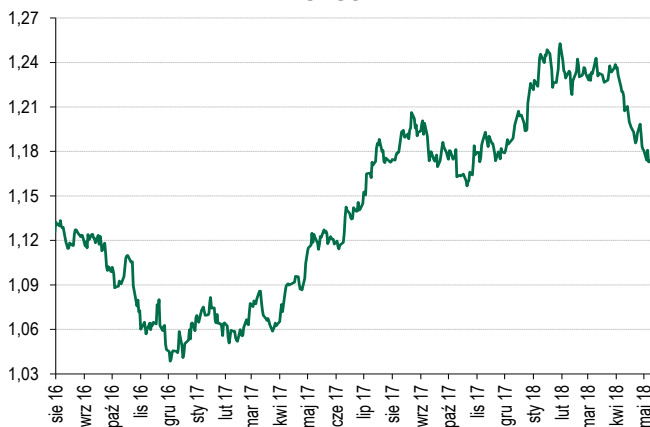
EURPLN



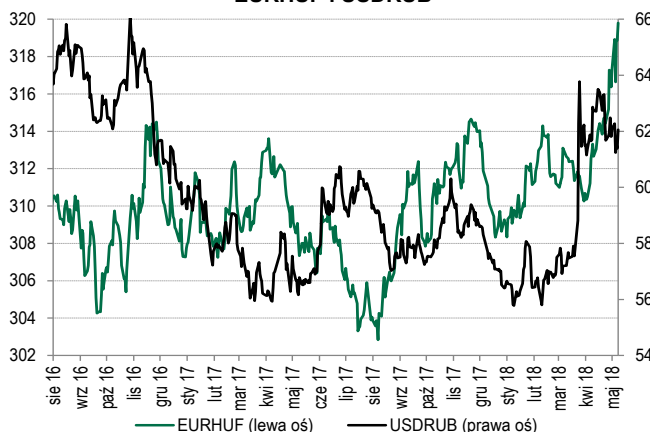
USDPLN i GBPPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



EURPLN wciąż wysoko

▪ Krajowa waluta pozostała pod presją mocnego dolara oraz niestabilnego nastroju na globalnym rynku wobec słabszych od oczekiwań danych z Europy oraz wypowiedzi polityków. W efekcie, EURPLN ustanowił nowy tegoroczny szczyt na prawie 4,32, USDPLN zbliżył się do 3,70, CHFPLN odbił do 3,72, a GBPPLN pozostał na podwyższonym poziomie blisko 4,92.

▪ Korelacja EURPLN z EURUSD nadal jest wysoka i aprecjacja dolara ciąży złotemu i innym walutom regionu. W tygodniu poznamy sporo danych ze świata, które mogą wpłynąć na kurs EURUSD. Jak piszemy poniżej, zakładamy, że impuls na umocnienie dolara powoli się wyczerpuje i jeśli tak się stanie, to byłaby to okoliczność korzystna dla złotego i kurs EURPLN mógłby pozostać poniżej 4,32.

▪ W tym tygodniu poznamy szczegółowe dane o PKB za I kw., ale nie przypuszczamy, aby publikacja ta wywołała istotną reakcję rynku. Jednocześnie, prognozujemy, że majowy CPI odbił do prawie 2% r/r i jeśli wstępny odczyt potwierdzi nasze przypuszczenia, wtedy mogłyby to być pozytywne dla złotego.

▪ Czynnikiem ryzyka dla scenariusza mocniejszej krajowej waluty jest długi weekend. Warto pamiętać, że na początku maja złoty był pod mocną presją kiedy polski rynek był zamknięty i płynność była bardzo niska.

▪ Pierwsza strefa oporu dla EURPLN to 4,32-4,33. Wsparcie jest na 4,27.

Euro pod presją danych

▪ EURUSD spadł szósty tydzień z rzędu w obliczu pogorszenia nastroju na świecie oraz rozczarowujących indeksów PMI dla Europy. W efekcie, kurs EURUSD testował 1,17 i blisko tego poziomu jest na koniec tygodnia.

▪ W nadchodzących dniach poznamy sporo danych z USA, w tym majowy raport z rynku pracy. W ostatnich dwóch miesiącach przyrost liczby zatrudnionych rozczarowywał i tym razem rynek też oczekuje poprawy.

▪ Zakładamy, że ostatnie słabe dane z Europy oraz czerwcowe podwyżka stóp Fed o 25 pb są już w dużym stopniu wycenione przez rynek i potencjał do dalszego spadku EURUSD jest ograniczony. Czynnikiem ryzyka dla tego scenariusza jest włoska polityka i możliwe kolejne kontrowersyjne pomysły partii koalicyjnych.

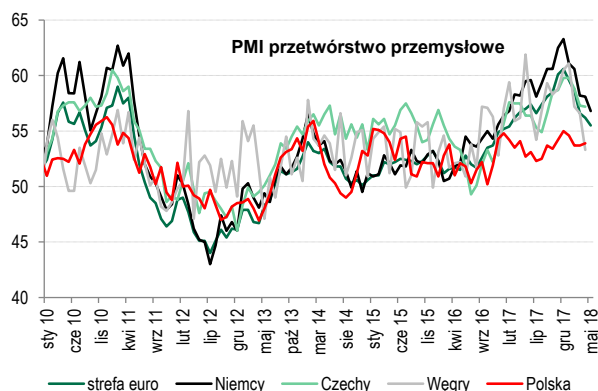
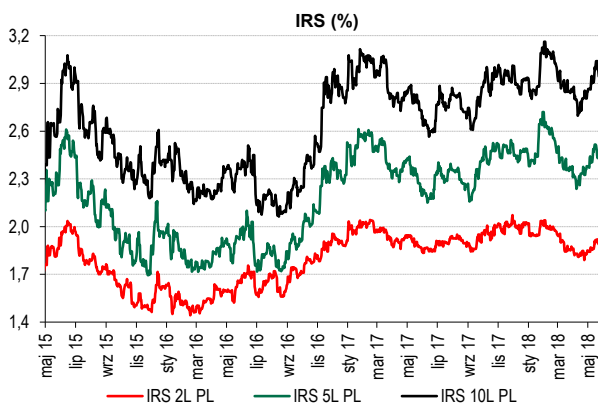
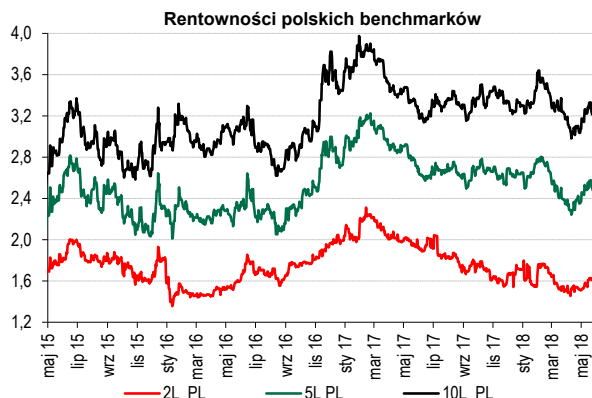
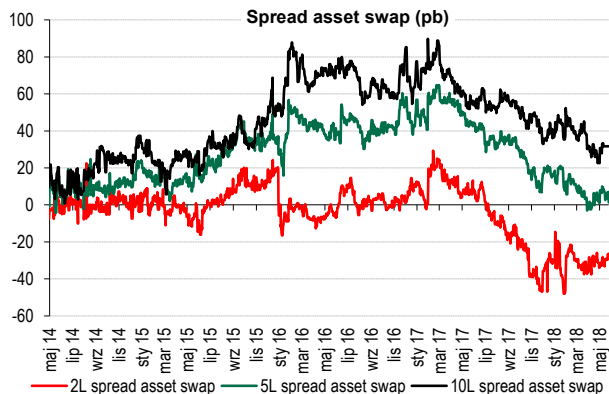
Gołębia retoryka MNB ciąży forintowi

▪ W przypadku innych walut CEE, tylko rubel zyskał dzięki cenom ropy utrzymującym się na wysokim poziomie. EURCZK i EURHUF pozostały w trendzie wzrostowym i ustanowiły nowe tegoroczne szczyty. Forint był pod wyraźną presją i osłabił się do prawie 320 za euro, najniższy poziom od połowy 2016.

▪ Bank centralny Węgier (MNB) utrzymał stopy procentowe bez zmian, w tym główną na 0,90%. Wbrew temu czego się spodziewaliśmy, MNB utrzymał gołębią retorykę pomimo gwałtownego osłabienia forinta oraz wzrostu rentowności węgierskich obligacji. Utrzymanie deklaracji, że polityka pieniężna pozostanie łagodna przez długi czas, ciążyło w zeszłym tygodniu forintowi.

▪ W tym tygodniu nie poznamy żadnych ważnych lokalnych danych, więc korona, forint i rubel pozostaną pod wpływem trendów globalnych, w szczególności notowań dolara.

Rynek stopy procentowej – Słabsza koniunktura wspiera dług



Ceny obligacji rosną dzięki spadkowi napięcia geopolitycznego

▪ Zeszły tydzień upłynął pod znakiem spadków dochodowości. Łącznie ich skala wyniosła 10-14 pb. w segmencie 5-10L o 3 pb w krótkim końcu krzywej. W przypadku krzywej FRA przełożyło się to na wycenę pierwszej podwyżki stóp w listopadzie 2019 (tydzień temu rynek widział pierwszą podwyżkę w sierpniu 2019). Za te pozytywne zmiany odpowiadało lekkie osłabienie napięcia geopolitycznego (spadek napięć w relacjach USA-Chiny w konsekwencji prowadzenia formalnych negocjacji) oraz niepewności w Europie po podjęciu pierwszych decyzji dotyczących nowego rządu we Włoszech. W ciągu tygodnia dług i rynek pochodny stopy procentowej były wspierane przez słabsze niż oczekiwano dane PMI z Eurostrefy. Również GUS-owskie dane o koniunkturze w sektorze przedsiębiorstw budowały pozytywne tło dla poprawy wycen długu.

PMI spychają krzywą w dół

▪ Ten tydzień na rynku długu powinien przynieść dalszą nieznaczną poprawę wycen. Sądzymy, że krzywa dochodowości obniży się o 5-7 pb. w segmencie 5-10L. Ruchom tym towarzyszyć powinny nieco mniejsze przesunięcie krzywej IRS w środku i długim końcu krzywej. W przypadku krótkiego końca spodziewamy się jego obniżenia o 3 pb i podobnego ruchu na krzywej IRS. W efekcie spodziewamy się zwężenia marż ASW w segmencie 5-10L o kolejne 2-3 pb. Dla ASW10L oznacza to powrót do poziomów z początku marca br., zaś ASW5L ma szansę przebić dołki z czerwca 2014 roku.

▪ Zniżkom dochodowości, stawek IRS i marż ASW sprzyjać powinno spodziewane osłabienie negatywnych reakcji rynków finansowych na sygnały ze świata globalnej polityki. Po tym jak na przestrzeni ostatnich kilku tygodni rentowności i marże były wyciągane w górę przez wstrząsy wywołane przez sytuację polityczną we Włoszech oraz napięcia związane z amerykańskimi zapowiedziami sankcji wobec Iranu, oraz relacjami Chiny-USA, obecnie spodziewamy się odwrócenia trendu. Krajowe obligacje powinny dostać wsparcie ze strony danych PMI z Polski, które naszym zdaniem podąża w maju w dół, w ślad za wskaźnikami wyprzedzającymi z Eurostrefy. Szkodzić krajowemu długowi nie powinny dane o inflacji z kraju za maj. Tu oczekujemy się wzrostu do 1,9% r/r z 1,6% r/r w kwietniu, w większości za sprawą rosnących cen paliw, co raczej nie będzie budzić niepokoju inwestorów. W krajowym kalendarzu pozostanie jeszcze odczyt szczegółowych danych o PKB w I kw., tutaj jednak nie powinniśmy mieć do czynienia z zaskoczeniami, które mogłyby negatywnie wpłynąć na dług. Publikacja minutes RPP, podobnie nie powinna zagrozić wycenie krajowych obligacji.

▪ W przypadku danych ze świata negatywnie, choć naszym zdaniem przejściowo może zadziałać publikacja danych z USA (zmiana liczby zatrudnionych poza rolnictwem). W przypadku danych o inflacji PCE oraz dochodach i wydatkach nie spodziewamy się negatywnego oddziaływania na dług, ze względu na zawartość ostatnich minutes FOMC, gdzie członkowie komitetu akcentowali brak poważnych zagrożeń ze strony inflacji.

Ostatnia aukcja

▪ Na czwartkowej aukcji Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 3 mld zł, największy udział miał PS0123, którego sprzedano za prawie 1,4 mld zł. Wskaźnik bid-to-cover wyniósł 1,75, czyli był wyższy niż na poprzednich aukcjach. Po tej aukcji Ministerstwo ma już sfinansowane 59% potrzeb pożyczkowych brutto na ten rok.

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