

TYGODNIK EKONOMICZNY

11 – 17 czerwca 2018

Mijający tydzień przyniósł odreagowanie ryzykownych aktywów w obliczu ustabilizowania się sytuacji politycznej w Europie, po tym jak we Włoszech powstał nowy rząd. Czynniki ten, razem z jastrzębimi sygnałami z EBC, miał pozytywny wpływ na euro w relacji do dolara, co z kolei wsparło waluty CEE. Niższy popyt na bezpieczne aktywa i wzrost szans na zgodne z harmonogramem zakończenie programu QE w Europie ciążyło obligacjom. W Polsce RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, utrzymując gołębią retorykę i sugerując, że stopy pozostaną bez zmian w najbliższej przyszłości.

Jeszcze w tym tygodniu w piątek spodziewamy się podniesienia przez agencję Fitch perspektywy polskiego ratingu do pozytywnej. Mogłoby to wesprzeć złotego i być raczej neutralnie przyjęte przez rynek obligacji. Wpływ takiej decyzji mógłby być krótkotrwały z uwagi na inne ważne wydarzenia zaplanowane na kolejne dni.

W przyszłym tygodniu rynek skupi się na posiedzeniach EBC i FOMC. Podwyżka stóp w USA w czerwcu o 25 punktów bazowych jest już w cenach, a dla inwestorów kluczowy będzie nowy „wykres kropkowy”. Rynek oczekuje, że EBC uchyli rąbka tajemnicy w kwestii terminu zakończenia QE, co będzie stanowiło wsparcie dla euro wobec dolara. Uważamy, że jakiegokolwiek szczegóły na temat końca skupu aktywów będą podane z komentarzami przypominającymi, że podwyżki stóp procentowych nie są rozważane w najbliższym czasie, więc obligacje powinny uzyskać istotne wsparcie.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	BZWBK	OSTATNIA WARTOŚĆ
W-WA							
PONIEDZIAŁEK (11 czerwca)							
09:00	CZ	Inflacja	V	% r/r	-	-	1,9
WTOREK (12 czerwca)							
11:00	DE	ZEW	VI	pkt	-	-	87,4
14:30	US	Inflacja	V	% m/m	0,2	-	0,2
ŚRODA (13 czerwca)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	IV	% m/m	-	-	0,5
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IV	mIn €	-535	-237	-982
14:00	PL	Bilans handlowy	IV	mIn €	-100	-20	-317
14:00	PL	Eksport	IV	mIn €	17 299	17 288	18 117
14:00	PL	Import	IV	mIn €	17 499	17 308	18 434
20:00	US	Decyzja FOMC		%	1,75-2,0	-	1,50-1,75
CZWARTEK (14 czerwca)							
08:00	DE	Inflacja HICP	V	% m/m	-	-	0,6
10:00	PL	Inflacja	V	% r/r	1,7	1,7	1,7
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	-	-	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	220	-	221
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	V	% m/m	0,4	-	0,2
PIĄTEK (15 czerwca)							
11:00	EZ	HICP	V	% r/r	-	-	1,9
14:00	PL	Inflacja bazowa	V	% r/r	0,6	0,6	0,6
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	V	% m/m	0,3	-	0,7
16:00	US	Indeks Michigan	VI	pkt	98,2	-	98,0

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

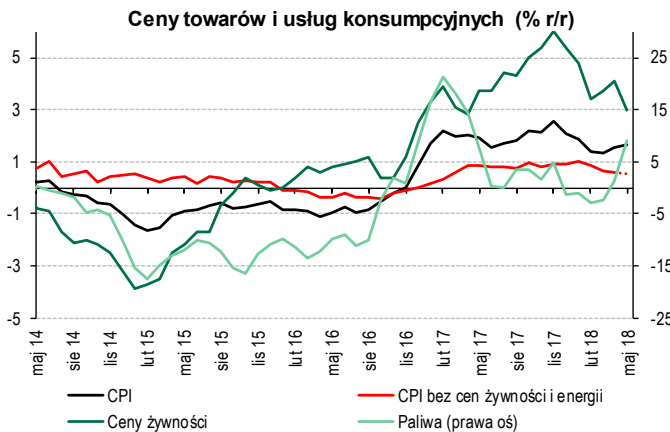
DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

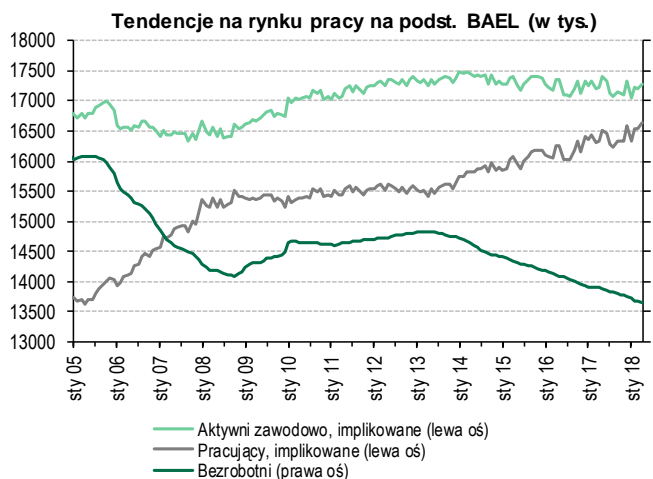
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – Krajowe dane w cieniu banków centralnych



- Posiedzenia EBC i Fed będą kluczowymi wydarzeniami tygodnia i mogą odsunąć w cień lokalne publikacje danych.
- Dane o bilansie płatniczym za kwiecień powinny wyglądać dość optymistycznie – deficyt obrotów bieżących będzie o wiele mniejszy niż w kilku poprzednich miesiącach, a wzrost eksportu/importu powinien wyraźnie przyspieszyć (po części za sprawą efektu niskiej bazy).
- Dane o inflacji bazowej będą ważniejsze niż sama publikacja CPI. Po tym jak wstępne dane o CPI pokazały słabszy od oczekiwań wzrost w maju do 1,7% r/r, nasz szacunek inflacji bazowej jest na granicy 0,5% i 0,6% r/r, z nieco większym prawdopodobieństwem na ten drugi odczyt. Obraz inflacyjny uzupełnią w piątek dane o HICP z Eurostatu.
- W piątek pojawią się zrewidowane kwartalne dane o PKB za lata 2013-17, nie mamy jednak przekonania czy i w którą stronę zmienią się one wobec wcześniejszych publikacji.

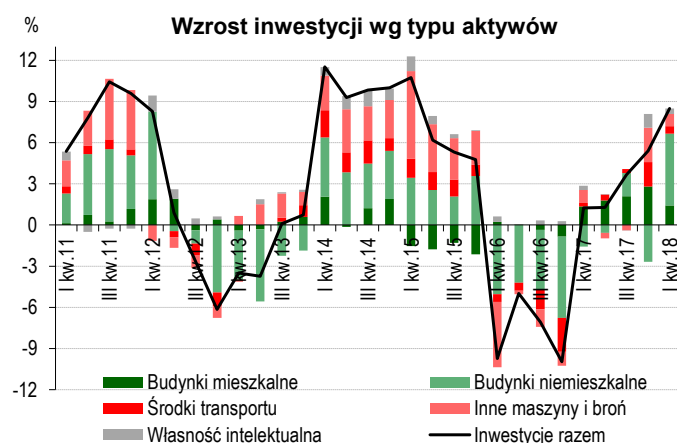
Ostatni tydzień w gospodarce – Stopa bezrobocia w dół, procentowa bez zmian



- Stopa bezrobocia BAEL (wyrównana sezonowo) spadła w kwietniu do rekordowo niskiego poziomu 3,8%, a poprzednie miesiące zrewidowano w dół. Liczba bezrobotnych wg BAEL wyniosła w kwietniu zaledwie 643 tys., obniżając się w ciągu roku o 242 tys., co wskazuje, że podaż krajowej siły roboczej jest niemal na wyczerpaniu. Istnieją dwa bufony, które bronią rynek pracy przed uderzeniem w ścianę: wciąż silny napływ migrantów zarobkowych oraz potencjalny wzrost aktywności zawodowej krajowej populacji pod wpływem rosnących płac. Niemniej, warto odnotować, że liczba osób aktywnych zawodowo, którą można oszacować z danych BAEL, była w kwietniu o 432 tys. mniejsza niż przed rokiem.

▪ Dane Eurostatu nt. struktury inwestycji wg typu aktywów wskazują, że wzrost w I kw. br. wynikał niemal w całości z wydatków na infrastrukturę, a wkład ze strony maszyn i urządzeń był mniejszy niż w ostatnio.

- RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami. Komunikat został jeszcze bardziej skrócony co naszym zdaniem wskazuje na brak dużych rozbieżności poglądów w Radzie nt. scenariusza stóp procentowych. Na konferencji prasowej prezes NBP Adam Glapiński powiedział, że ceny ropy naftowej, tempo wzrostu płac i słabszy złoty nie zwiększyły wzrostowej presji na inflację. Jego zdaniem, ścieżka inflacji w lipcowej projekcji może być niższa niż w poprzedniej. Szef NBP powiedział też, że wzrost płac spowolnił ostatnio, co jest sprzeczne z tym co widzieliśmy w danych (w sektorze przedsiębiorstw dynamika wzrosła w kwietniu z 6,7% do 7,8% r/r). Jego zdaniem, stopy procentowe pozostaną stabilne w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, chyba że wystąpią jakieś szoki. Jastrzębi E. Gatnar powiedział, że mógłby rozważyć podwyżkę stóp, gdyby napięcia inflacyjne nasiliły się, jednak nie widać sygnałów, że może nastąpić to w najbliższym czasie, zaś presja płacowa jest słabsza niż oczekiwali. Podtrzymujemy nasze stanowisko, że następnym ruchem RPP będzie podwyżka stóp w końcu 2019 roku.



Cytat tygodnia – Wystarczający postęp by rozpocząć stopniowe wygaszanie QE?

Peter Praet, Główny Ekonomista EBC, Bloomberg, Reuters, 6.06

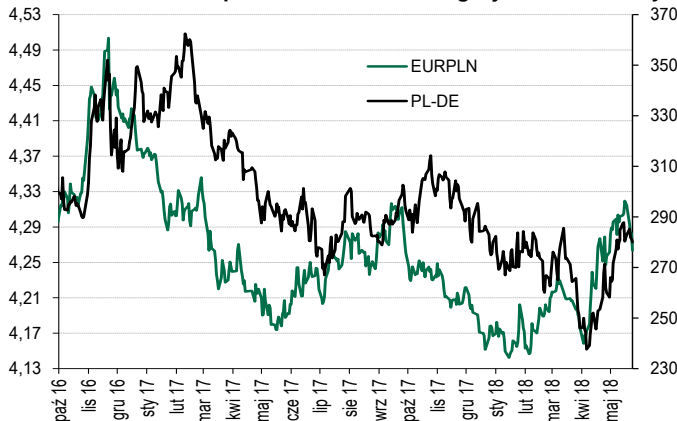
Jest jasne, że w przyszłym tygodniu Rada Prezesów (EBC) będzie musiała sformułować ocenę; ocenę tego, czy osiągnięto wystarczający postęp aby zagwarantować stopniowe wygaszanie naszego programu skupu aktywów.

Sygnaly wskazujące na zbieżność inflacji w kierunku naszego celu poprawiają się i zarówno fundamentalna siła wzrostu gospodarczego w strefie euro, jak i fakt, że ta siła coraz mocniej wpływa na zachowanie płac wspierają nasze przekonanie, że inflacja osiągnie poziom poniżej, ale blisko 2% w średnim terminie.

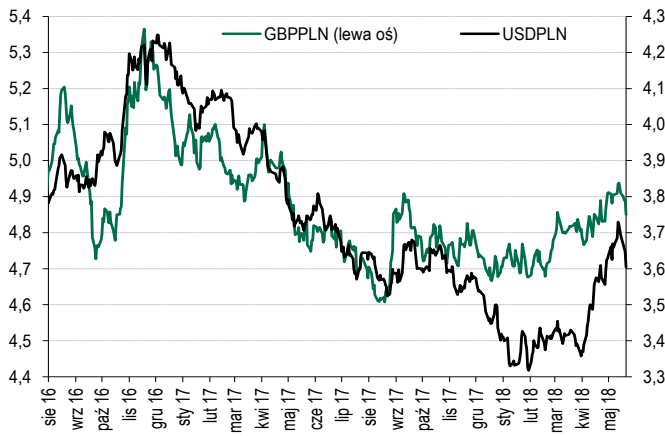
Ostatnie wypowiedzi anonimowych przedstawicieli EBC a potem głównego ekonomisty banku, potwierdzające gotowość do dyskusji o wygaszaniu programu skupu aktywów, wywołały gwałtowną reakcję rynku. Najwyraźniej wielu inwestorów zakładało, że EBC przedłuży program QE, szczególnie w kontekście zawirowań rynkowych w związku z sytuacją we Włoszech. Wprowadzie takiego scenariusza nie można całkowicie wykluczyć, ale nasz scenariusz bazowy zakłada, że EBC faktycznie zasygnalizuje w czerwcu, że po wrześniu rozpocznie stopniowe ograniczanie skupu aktywów i cały program QE zakończy się do końca tego roku.

Rynek walutowy i stopy procentowej – EBC może umocnić polskie aktywa

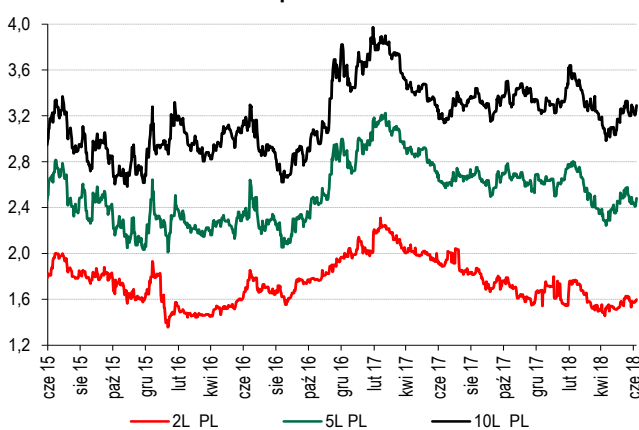
EURPLN i 10-letni spread rentowności obligacji Polska-Niemcy



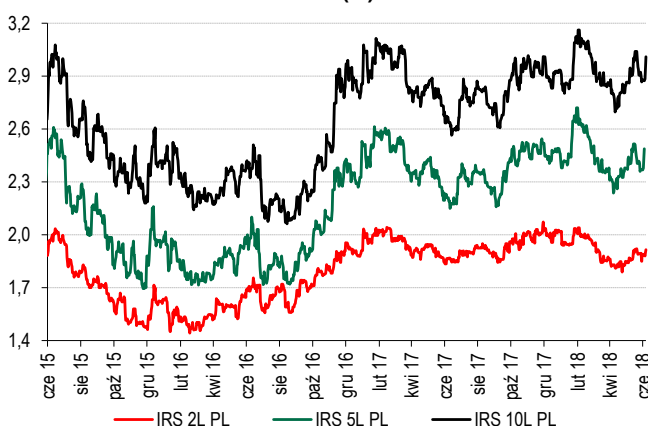
USDPLN i GBPPLN



Rentowności polskich benchmarków



IRS (%)



Czynniki zewnętrzne umacniają złotego

- Tak jak się spodziewaliśmy, złoty zyskał w tym tygodniu dzięki dobremu nastrojowi na globalnym rynku i osłabieniu dolara. W efekcie, EURPLN spadł drugi tydzień z rzędu i przebił 4,26, USDPLN obniżył się do 3,60 z 3,69, GBPPLN zanotował ruch w dół do 4,84 z 4,92, a CHFPLN do 3,66 z 3,72.
- Chociaż na początku czerwca złoty odrobił część strat, to od połowy kwietnia, kiedy zaczął mocno tracić, nadal jest piątą najłabszą walutą z rynków wschodzących. W tym czasie poznaliśmy sporo pozytywnych wieści z kraju – PKB za I kw. zaskoczył na plus, CPI odbił i może rosnać do 2% w kolejnych miesiącach, budżet państwa nadal radzi sobie nadspodziewanie dobrze, a już w ten piątek Fitch może podnieść perspektywę ratingu Polski do pozytywnej.
- Krajowe obligacje wyglądają dość atrakcyjnie, po tym jak 10-letni spread rentowności PL-DE wzrósł ostatnio do ok. 300 pb, najwyżej od prawie roku. Wg nas, może to zachęcić inwestorów do kupna polskich obligacji, wspierając złotego.
- W następnym tygodniu EBC może podać więcej szczegółów odnośnie do procesu wygaszania programu skupu aktywów, co mogłoby jeszcze umocnić euro do dolara. Główny ekonomista EBC powiedział ostatnio, że inflacja zbliża się do celu co naszym zdaniem sugeruje, że retoryka banku centralnego może być nieco bardziej jastrzębia na czerwcowej konferencji prasowej. Jeżeli tak rzeczywiście będzie, EURUSD mógłby rosnać dalej powyżej 1,18 wspierając waluty z rynków wschodzących. Czynnikiem ryzyka dla tego scenariusza mogą być ewentualne jastrzębie sygnały z FOMC po oczekiwanej środowej podwyżce stóp o 25 pb.
- Nadal sądzimy, że perspektywy na najbliższe tygodnie są dla złotego korzystne i EURPLN może spadać w kierunku 4,23-4,24.

EBC w centrum uwagi

- Na początku ostatniego tygodnia nastąpiła poprawa wycen krajowego długu, szczególnie silnie widoczna w środku i długim końcu krzywej (rentowności w tym segmencie spadły o 6-7 pb.). Obniżki te nastąpiły za sprawą spadku ryzyka politycznego w Eurostrefie po okresie niepewności związanej z tworzeniem włoskiego rządu. W dalszej części tygodnia doszło jednak do odwrócenia w całości tego ruchu w reakcji na spekulacje dotyczące najbliższej konferencji EBC. Dodatkowo, na rynek negatywnie działały oczekiwania na weekendowe spotkania G7, gdzie będą kontynuowane negocjacje między USA a Unią Europejską dotyczące polityki handlowej.
- W nadchodzącym tygodniu kluczowymi wydarzeniami dla rynku długu będą spotkania głównych banków centralnych. W przypadku Fed podwyżka stóp o 25 pb jest w pełni zdyskontowana przez ceny instrumentów finansowych. Jeśli chodzi o EBC, to spodziewamy się kontynuowania przed posiedzeniem spekulacji dotyczących normalizacji polityki monetarnej. W konsekwencji sądzimy, że środek i długi koniec krajowej krzywej pozostaną na podwyższonym poziomie co najmniej do czwartkowej konferencji EBC. Naszym zdaniem spodziewana w piątek decyzja Fitch o poprawie perspektywy polskiego ratingu z neutralnej na pozytywną zniknie w szumie informacyjnym z rynków globalnych. W końcówce tygodnia oczekujemy nieznacznej poprawy wycen w reakcji na wynik posiedzenia EBC, który powinien uspokoić rynki. Uważamy, że ewentualne podanie większej liczby szczegółów odnośnie do zakończenia programu skupu aktywów będzie uzupełnione komentarzem potwierdzającym, że podwyżki stóp nie są scenariuszem na najbliższą przyszłość z uwagi na czynniki ryzyka (możliwość eskalacji wojny handlowej z USA, spadające wskaźniki koniunktury w Eurostrefie).
- W związku z powyższym sądzimy, że na koniec przyszłego tygodnia rentowności polskich papierów skarbowych zaczną zmierzać w kierunku 3,20% dla 10L i 2,40% dla 5L, rentowności papierów 2L powinny pozostać na zbliżonym do obecnego poziomie.

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