

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

4 marca 2019

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Nowy tydzień rozpoczyna się od poprawy nastrojów wynikającej ze znaczącego zbliżenia stanowisk z rozmowach handlowych pomiędzy USA, a Chinami i wydłużeniu - pierwotnie wygasającego z początkiem marca - terminu na zawarcie porozumienia, wspierają wartość dolara, choć przed głębszym umocnieniem amerykańskiej waluty chronią komentarze D.Trumpa o nadmiernej sile dolara. Umiarkowanie optymistyczny nastrój powinien sprzyjać próbie złamania poziomu 4,30 przez kurs EUR/PLN. W dalszej części tygodnia uwaga inwestorów koncentrować się będzie na posiedzeniu Europejskiego Banku Centralnego. Nie oczekujemy jednak, by bank - pod wpływem pogarszających się wyników europejskiej gospodarki - zdecydował się na zmianę swojego *forward guidance*. Także posiedzenie krajowej RPP nie powinno przynieść zmian w dotychczasowej retoryce, szczególnie, że drogę do ewentualnych obniżek stóp zamknęły plany stymulacji fiskalnej rządu. Tydzień zakończy - w naszej ocenie - najmniej istotne dane z amerykańskiego rynku pracy.

Najważniejsze dane tego tygodnia

Marcowa projekcja bez wpływu na dotychczasowy scenariusz RPP

W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, na którym jej członkowie zapoznają się z najnowszą projekcją inflacji i PKB. Po raz pierwszy w tym roku jej horyzont zostanie wydłużony o rok 2021. W naszej ocenie Rada utrzyma stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, a uaktualniona projekcja nie zmieni oczekiwań dotyczących stabilizacji kosztu pieniądza w nadchodzących kwartałach.

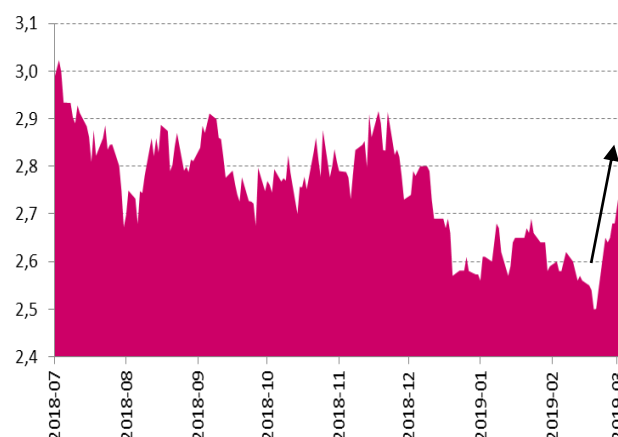
Ślabsze dane ze strefy euro nie zmieniają *forward guidance* EBC

We czwartek o godz. 13:45 poznamy decyzję Europejskiego Banku Centralnego dotyczącą stóp procentowych w strefie euro, które zgodnie z oczekiwaniami zostaną utrzymane na dotychczasowym poziomie. Opublikowana zostanie też nowa projekcja makroekonomiczna. Biorąc pod uwagę słabsze od oczekiwań dane, w szczególności z sektora przemysłowego, prognoza wzrostu PKB w 2019 r. zostanie najprawdopodobniej obniżona z 1,6% szacowanego w grudniu ub. roku. EBC najprawdopodobniej nie zmieni jednak swojego dotychczasowego *forward guidance*.

Rynek pracy w USA nadal bardzo solidny.

W piątek o godz. 14:30 poznamy dane z amerykańskiego rynku pracy za luty. Oczekiwania rynkowe wskazują, że liczba zatrudnionych poza rolnictwem wzrosła o 180 tys. wobec wzrostu aż o 303 tys. w styczniu. Mediana prognoz wskazuje również na niewielkie przyspieszenie wzrostu płacy godzinowej do 3,3% r/r oraz obniżenie stopy bezrobocia do 3,9%. Realizacja tych prognoz potwierdzi dobrą sytuację na rynku pracy w USA, aczkolwiek nie wpłynie to rewizję oczekiwań dotyczących „cierpliwego” podejścia Fed do zmian w polityce monetarnej.

Wykres tygodnia



W ostatnich dniach doszło do wyraźnego rozszerzenia się spreadu pomiędzy 10-latką polską, a niemiecką, który na poziomie 278 bps jest największy od grudnia ubiegłego roku. Źródłem zmian był przede wszystkim silny wzrost dochodowości krajowej 10-latki, po ogłoszeniu rządowego programu stymulacji fiskalnej, który wyraźnie zwiększy potrzeby pożyczkowe w nadchodzących latach.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2970	-0,9%
USD/PLN	3,7891	-0,7%
CHF/PLN	3,7855	-0,8%
EUR/USD	1,1341	-0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,64	0
WIBOR 3M	1,72	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,64	2
5Y	2,32	7
10Y	2,95	6

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,84	2
5Y	2,14	7
10Y	2,53	12

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,17	6
US 10Y	2,74	6

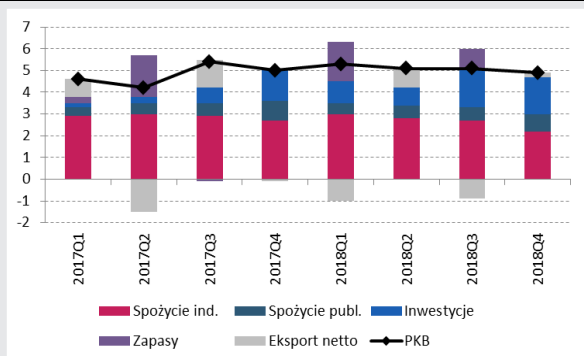
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	59915,0	-1,3
S&P 500	2803,7	0,4
Nikkei 225	19562,0	-3,0

Źródło: Thomson Reuters

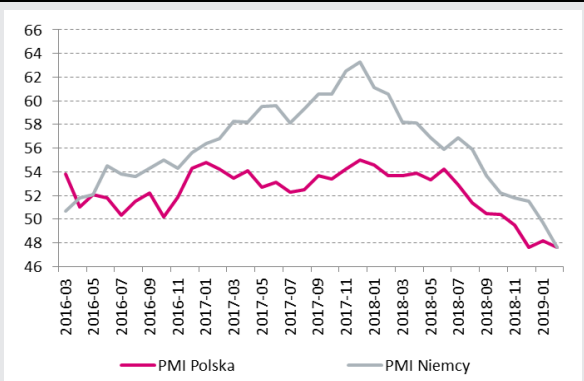
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

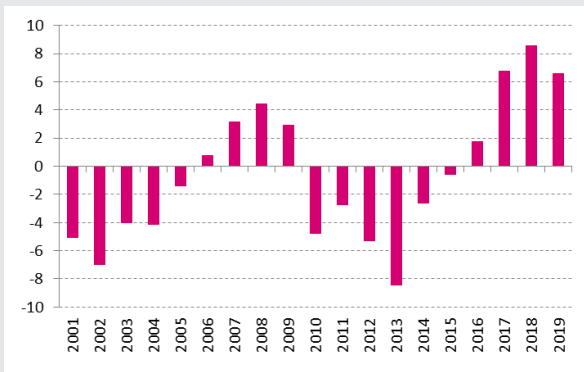
Struktura rocznej dynamiki PKB [pkt. proc.]



PMI dla przemysłu w Polsce i w Niemczech [pkt.]



Wynik budżetu centralnego po styczniu [mld PLN]



Źródło: Macrobond, MinFin

Struktura wzrostu PKB w 4Q bez zaskoczeń

Główny Urząd Statystyczny potwierdził tzw. szybki szacunek PKB, zgodnie z którym wzrost gospodarczy wyniósł w 4Q ub. roku 4,9% r/r wobec 5,1% r/r przed kwartałem. GUS przedstawił również strukturę wzrostu gospodarczego w 4Q. Głównym motorem wzrostu gospodarczego była konsumpcja gospodarstw domowych, choć jej wzrost nieznacznie spowolnił do 4,3% r/r z 4,5% r/r w 3Q. Obniżyła się również dynamika inwestycji do 6,7% r/r z 9,9% r/r przed kwartałem. Dane te potwierdzają, że szczyt aktywności gospodarczej w tym cyklu koniunkturalnym został już osiągnięty, aczkolwiek hamowanie wzrostu PKB jest łagodne. W 2019 r. główną składową wzrostu pozostanie spożycie gospodarstw domowych, czemu sprzyjać będzie nadal bardzo dobra sytuacja na rynku pracy. Sytuację dochodową dodatkowo poprawią nowe propozycje dotyczące zwiększenia wydatków społecznych - jednorazowe transfery dla emerytów i rencistów, a także rozszerzenie programu 500 plus także na pierwsze dziecko w rodzinie. Czynniki te pozwalają sądzić, że wzrost PKB w 2019 r. wyniesie ok. 4,0%.

PMI w lutym zaskakująco słaby

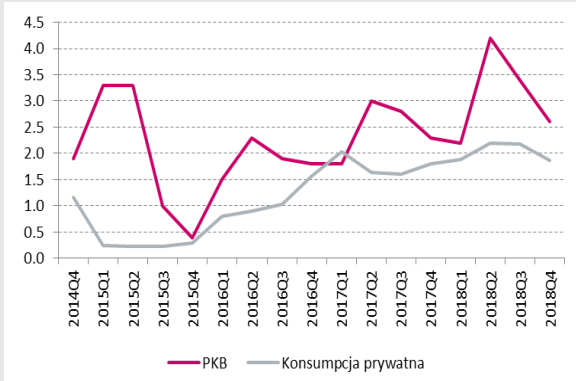
Indeks PMI dla krajowego przemysłu obniżył się w lutym do 47,6 pkt. z 48,2 pkt. w styczniu. Indeks ten zaskoczył negatywnie, gdyż mediana prognoz rynkowych wynosiła 48,4 pkt. Luty jest czwartym miesiącem z rzędu, gdy indeks przyjmuje wartość poniżej 50 pkt., a dłuższą serią odnotowano ostatni raz w 2013 r. Według raportu z badania produkcja w przemyśle obniżyła się w lutym najszybciej od niemal 10 lat. Przyczynił się do tego silny spadek liczby zamówień, co wynika ze słabnącego popytu z zagranicy, w szczególności z Niemiec. Obniżająca się sprzedaż wyrobów gotowych wpłynęła na wzrost zapasów, najszybszy niemal od początku badania PMI dla Polski. Dane te wyraźnie wskazują, że słaba aktywność w przemyśle w strefie euro, w szczególności w Niemczech, odbija się na koniunkturze w krajowym sektorze wytwórczym. Niemniej skala spowolnienia wskazywana przez PMI jest nieco większa niż wynikałoby to z twardych danych o produkcji przemysłowej i badań koniunktury GUS. W tym momencie nie widać przesłanek do widocznego odbicia indeksu PMI, spodziewamy się zatem, że w najbliższych miesiącach będzie on nadal utrzymywał się poniżej bariery 50 pkt. Pod koniec roku natomiast koniunktura za granicą powinna się zauważalnie poprawić, co znalazłoby swoje odzwierciedlenie w powrocie PMI do poziomów przewyższających 50 pkt.

Budżet centralny po styczniu z nadwyżką

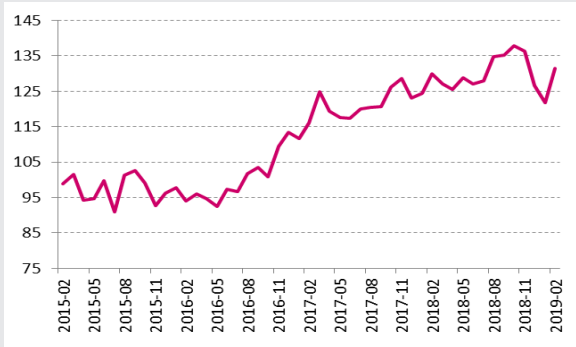
Według danych Ministerstwa Finansów po styczniu budżet osiągnął nadwyżkę wynoszącą 6,6 mld PLN, a więc była ona nieco niższa niż przed rokiem, gdy wyniosła 8,6 mld PLN. Na dobry wynik budżetu złożyły się dochody w wysokości 38,7 mld PLN (10% planu) i wydatki na poziomie 32,1 mld PLN (7,7% planu). W odniesieniu do stycznia ub. roku dochody były natomiast wyższe o 7,9%, w szczególności odnotowano dwucyfrowe tempo wzrostu wpływów z podatku VAT i PIT. Styczniowe dane potwierdzają nadal dobrą sytuację budżetu centralnego, jest jednak zbyt wcześnie aby wnioskować na ich podstawie o wyniku całości roku, w szczególności w kontekście zapowiadanego przez rząd pakietu transferów społecznych. Oczekujemy, że deficyt całości sektora finansów publicznych (obejmującego oprócz budżetu centralnego m.in. samorządy i FUS) wyniesie w tym roku ok. 2,0% PKB wobec szacowanego 0,5% PKB w 2018 r.

Makro - zagranica

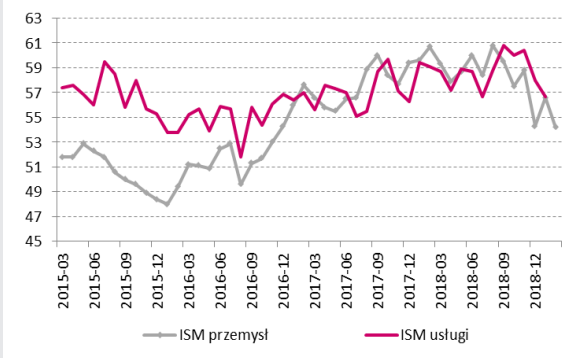
PKB i konsumpcja prywatna w USA [% kw/kw SAAR]



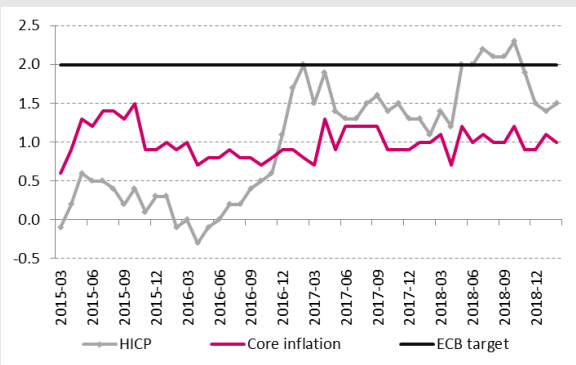
Indeks Conference Board [pkt.]



Indeks ISM dla gospodarki USA [pkt.]



Inflacja w strefie euro [% r/r]



Źródło: Macrobond

Dobre dane o PKB w Stanach Zjednoczonych w 4Q

Wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych obniżył się w 4Q ub. roku do 2,6% kw/kw (po odsezonowaniu w ujęciu zannualizowanym) z 3,4% kw/kw przed kwartałem. Natomiast w całym 2018 r. PKB wzrósł o 2,9%, najsilniej od wybuchu kryzysu gospodarczego. Pomimo solidnego wzrostu gospodarczego w 4Q Fed będzie pozostawał „cierpliwy” w odniesieniu do dalszego zacieśniania polityki pieniężnej w USA, gdyż czynniki ryzyka dla amerykańskiej gospodarki (wojny handlowe, brexit, spowolnienie gospodarcze w Europie i w Chinach) nadal utrzymują się, a presja inflacyjna nie narasta.

Poprawa nastrojów konsumenckich w USA w lutym

Indeks Conference Board obrazujący koniunkturę konsumencką w Stanach Zjednoczonych wyniósł w lutym 131,4 pkt. wobec 121,7 pkt. w styczniu (po rewizji z 120,2 pkt.). Szacunek ten przewyższył oczekiwania rynkowe, które kształtowały się na poziomie 124,2 pkt. W lutym indeks ten odreagował styczniowy spadek, do którego, według naszych przypuszczeń, przyczyniało się zawieszenie pracy przez część pracowników federalnych (*government shutdown*). Indeks Conference Board potwierdza bardzo dobre nastoje konsumpcyjne gospodarstw domowych, czemu sprzyja korzystna sytuacja na amerykańskim rynku pracy. Konsumpcja prywatna powinna zatem nadal solidnie wspierać wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych.

Indeks ISM potwierdza kontynuację ożywienia w przemyśle USA

Indeks ISM dla amerykańskiego przemysłu obniżył się w lutym do 54,2 pkt. z 56,6 pkt. przed miesiącem. Wskaźnik nadal przewyższa poziom 50 pkt. potwierdzając solidne ożywienie w tym sektorze, wspierane silnym popytem wewnętrznym.

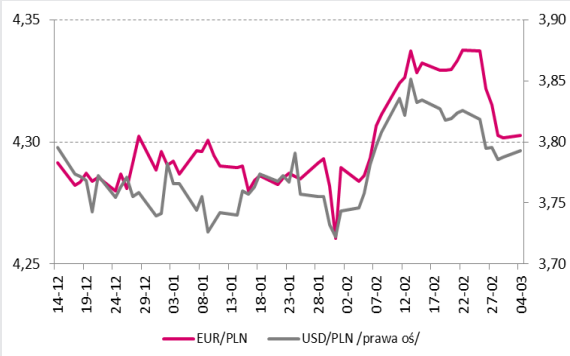
Niska presja inflacyjna w strefie euro

Według wstępnych danych inflacja HICP w strefie euro wyniosła w lutym 1,5% r/r wobec 1,4% r/r w styczniu. Dynamika cen konsumenta w Eurolandzie napędzana jest głównie przez czynniki podażowe. Wskaźnik cen energii przyspieszył bowiem do 3,5% r/r z 2,7 r/r, a inflacja składowej obejmującej m.in. żywności, alkoholu i tytoniu do 2,4% r/r z 1,8% r/r. Po wyłączeniu tych elementów koszyka z wskaźnik cen (bazowy) obniżył się do 1,0% r/r z 1,1% r/r w styczniu i nadal kształtuje się wyraźnie poniżej celu inflacyjnego Europejskiego Banku Centralnego. Biorąc pod uwagę niską presję cenową w gospodarce Eurolandu oraz spowolnienie aktywności gospodarczej, w szczególności w przemyśle, perspektywa zacieśnienia polityki pieniężnej odwleka się w czasie.

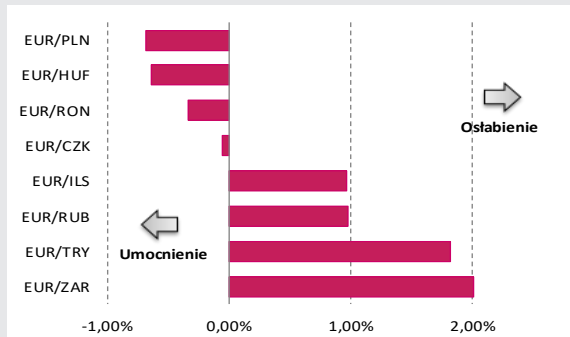
Rynek walutowy

W całym minionym tygodniu polska waluta zyskiwała na wartości w relacji do euro. W tym czasie notowania obniżyły się z poziomu 4,34 do psychologicznej bariery 4,30. Złotego wspierała poprawa nastrojów na rynkach globalnych w związku ze spadkiem ryzyka eskalacji wojen handlowych pomiędzy USA i Chinami, a także spadającym prawdopodobieństwem niekontrolowanego Brexitu. Miniony tydzień na rynku eurodolara to czas stabilizacji notowań wokół poziomu 1,1380. Emocji nie wzbudziły między innymi piątkowe dane PMI z największych europejskich gospodarek oraz publikacja ISM w przemyśle amerykańskim. Nastrój wyczekiwania widoczny był także w notowaniach kursu EUR/CHF, który koncentrował się na poziomie 1,1350.

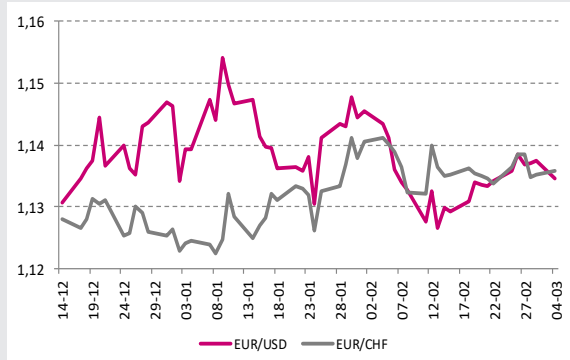
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



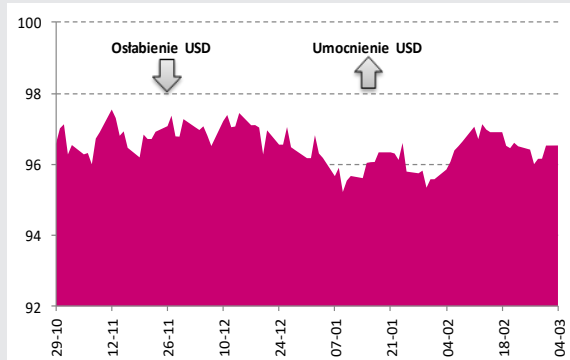
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego

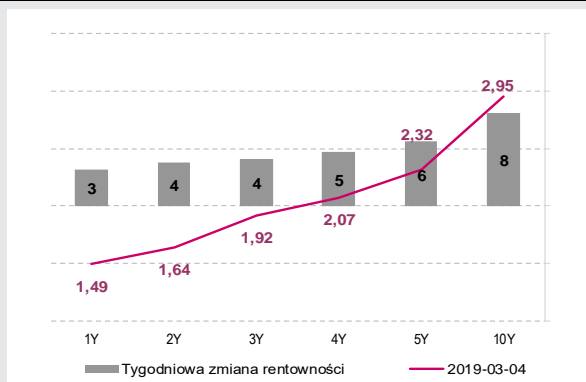


Źródło: Thomson Reuters Datastream

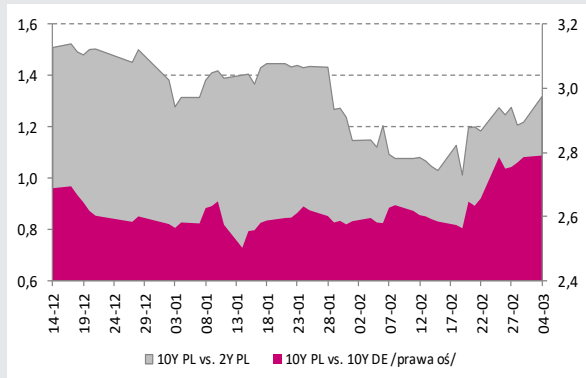
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN ↓	Nasze oczekiwania na ten tydzień zakładają kontynuację umocnienia złotego w ślad za niewielkim wzrostem apetytu na ryzyko po doniesieniach na temat możliwego porozumienia handlowego pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, a Chinami. Kluczowe z punktu widzenia kursu EUR/PLN będzie przelamanie psychologicznej bariery 4,30 które w naszej ocenie powinno nastąpić w pierwszej połowie tego tygodnia. Koniec omawianego okresu to posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, które jedynie w przypadku zmiany retoryki - co nie jest naszym scenariuszem bazowym - mogłoby wpłynąć na rynki finansowe. Wpływ posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej oceniamy jako marginalny.
USD/PLN ↓	Prognozowane niewielkie umocnienie złotego w połączeniu z zatrzymaniem przez wypowiedzi D.Trumpa presji na umocnienie dolara sprawia, iż w tym tygodniu liczymy się z możliwością spadku notowań USD/PLN. Prezydent USA ponownie wyraził zaniepokojenie zbyt silnym dolarem, co dość skutecznie zniechęciło inwestorów do gry na niższą eurodolara. Wpływ wydarzeń tego tygodnia tj. posiedzenia EBC, raport z rynku pracy USA nie powinien mieć istotnego wpływu na notowania o ile nie przyniosą one zaskoczeń.
EUR/USD ↑	Zakładając brak zmian w retoryce Europejskiego Banku Centralnego spodziewamy się utrzymania dotychczasowego trendu bocznego w notowaniach eurodolar. Kurs EUR/USD powinien skupiać się zatem wokół poziomu 1,14 oczekując na nowe impulsy. Takimi mogłyby być nowe informacje w sprawie brexitu, bądź wyraźne odchylenia w publikowanych danych makroekonomicznych.

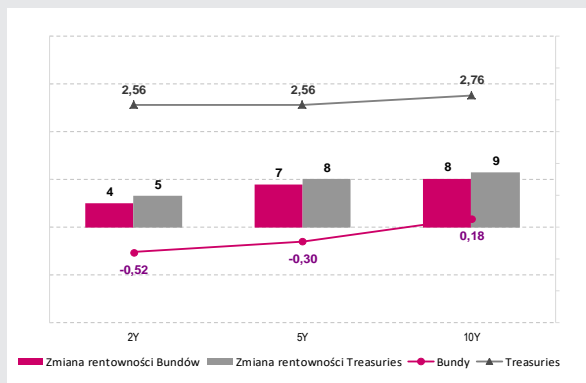
Rentowność obligacji krajowych [%]



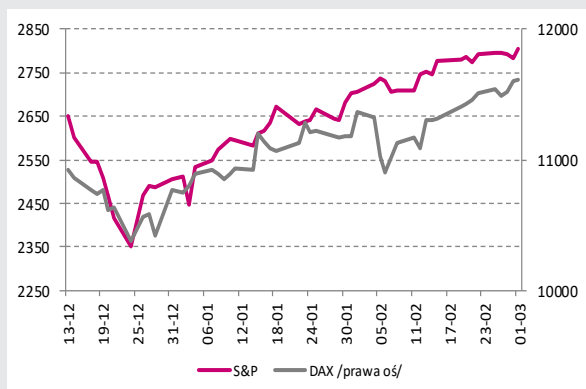
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Thomson Reuters Datastream

Rynek obligacji

Ubiegły tydzień był czasem wyraźnego wzrostu dochodowości krajowego długu jako reakcja na propozycje stymulacji fiskalnej ogłoszone przez partię rządzącą. Dochodowość - głównie długoterminowego długu - dynamicznie zwiększała. W przypadku 10-latki rentowność wzrosła o 6 bps do 2,95% tj. najwyższego poziomu w tym roku. Najbardziej stabilna - wzrost o 2 bps do 1,64% - była wycena 2-latki. Była to reakcja na wykasowanie ewentualnych oczekiwań na obniżkę stóp procentowych w Polsce. W tym czasie na bazowych rynkach długu również doszło do wzrostu dochodowości 10-letniego długu USA i Niemiec w ślad za poprawą sentymentu inwestycyjnego na świecie. Rentowność Bunda zwiększała o 6 bps do 0,17%. Nieco silniej, bo o 7 bps do 2,75% wzrosła dochodowość analogicznego papiery USA.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↑	Krajowy rynek długu pozostawać będzie pod negatywnym wpływem informacji o wzroście potrzeb pożyczkowych budżetu, w następstwie obietnic wyborczych ogłoszonych przez PiS. Wiążąca się z tym perspektywa wyższych emisji obligacji, a także spadek prawdopodobieństwa obniżek stóp procentowych (taki scenariusz mógł być dyskontowany przez część inwestorów) będą generowały presję na wzrost rentowności polskich obligacji, szczególnie o dłuższych terminach zapadalności. W miarę upływu dni jednak spodziewamy się wyhamowywania takiego trendu. Testem nastrojów będzie piątkowy przetarg obligacji organizowany przez Ministerstwo Finansów.
10Y DE (%)	↔	Po tym jak rentowność niemieckiej 10-latki odbiła się od minimum z początku listopada 2016 r. spodziewamy się uspokojenia notowań i przejścia notowań w tryb horyzontalny. Wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, jednak nie spodziewamy się zmian w dotychczasowej retoryce, a tym samym wygenerowania impulsu dla rynkowej zmienności.
10Y US (%)	↔	Do czasu rozstrzygnięcia rozmów handlowych USA - Chiny nie spodziewamy się istotnych korekt w wycenie amerykańskiego długu. W szczególności, iż kalendarium publikacji danych makroekonomicznych nie powinno stanowić źródła zmienności aktywów. Publikacja danych z rynku pracy nie powinna bowiem zmienić perspektyw amerykańskiej gospodarki.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 4 marca					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Marzec	-3.7	-3.1%	
11:00 Inflacja PPI	EZ	Styczeń	-3.0%		
Wtorek 5 marca					
09:55 PMI w usługach	Niemcy	Luty	53.0	55.1	
10:00 PMI w usługach	EZ	Luty	51.2	52.3	
11:00 Sprzedaż detaliczna m/m	EZ	Styczeń	-1.6%		
15:45 PMI w usługach	USA	Luty	54.2	56.2	
16:00 ISM w usługach	USA	Luty	56.7	57.3	
Środa 6 marca					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Marzec	1.50%		1.50%
14:15 Raport ADP	USA	Luty	213k		185k
Czwartek 7 marca					
11:00 PKB SA r/r	EZ	4Q	1.2%	1.2%	
13:45 Decyzja w sprawie stóp procentowych	EZ	Marzec	0.000%	0.000%	0.000%
Piątek 8 marca					
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m	Niemcy	Styczeń	-1.6%	0.5%	
14:30 Zamiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	USA	Luty	304k	170k	
14:30 Płaca godzinowa r/r	USA	Luty	3.2%	3.3%	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Luty	4.0%	3.8%	
14:30 Rozpoczęte budowy mieszkań	USA	Styczeń	1078k		
Poniedziałek 11 marca					
08:00 Produkcja przemysłowa	Niemcy	Styczeń	-0.4%		
09:00 Raport o inflacji i PKB	Polska	Marzec			
13:30 Sprzedaż detaliczna	USA	Styczeń	-1.2%		

Źródło: Bloomberg, Parkiet, Bank Millennium S.A.

Dane i prognozy

	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q419
PKB	4,8	5,1	3,6	5,2	5,1	5,1	4,9	4,3	4,2	3,2	3,3
Stopa bezrobocia	6,6	5,8	5,8	6,6	5,9	5,7	5,8	6,1	5,5	5,5	5,9
Inflacja CPI (% r/r) **	2,0	1,6	2,1	1,5	1,8	2,0	1,4	1,5	2,0	2,2	2,3
Ropa naftowa Brent **	54,2	71,7	67,0	66,9	74,0	79,0	72,2	62,0	64,0	70,0	72,0
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M (%)	1,65	1,64	1,85	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,65	1,66
WIBOR 3M (%)	1,72	1,72	1,90	1,70	1,70	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
WIBOR 6M (%)	1,81	1,79	2,00	1,78	1,78	1,79	1,79	1,78	1,78	1,79	1,79
Obligacja 2-letnia (%)	1,71	1,33	1,65	1,50	1,63	1,58	1,33	1,45	1,50	1,55	1,65
Obligacja 10-letnia (%)	3,30	2,82	3,00	3,17	3,21	3,24	2,82	2,85	2,90	2,90	3,00
EUR/PLN	4,17	4,30	4,29	4,21	4,36	4,27	4,30	4,30	4,29	4,29	4,31
USD/PLN	3,48	3,76	3,70	3,41	3,74	3,68	3,76	3,75	3,74	3,70	3,65
GBP/PLN	4,70	4,79	4,90	4,80	4,93	4,81	4,79	4,75	4,80	4,85	4,90
EUR/USD	1,13	1,14	1,16	1,23	1,17	1,16	1,14	1,15	1,15	1,16	1,18
EURIBOR 3M	-0,33	-0,31	-0,25	-0,33	-0,32	-0,35	-0,31	-0,34	-0,30	-0,25	-0,25
LIBOR 3M USD	1,69	2,81	3,28	2,31	2,34	2,40	2,81	2,60	2,65	2,85	2,85

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium ** średnio w okresie
 Źródło: GUS, NBP, Thomson Reuters, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.