



# Makro i rynek

## komentarz dzienny

**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

21 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

### Informacje na dziś

- PL:** O godz. 10:00 opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej w lutym. Nasza prognoza wskazuje, że wzrosła ona o 5,9% r/r (w cenach stałych) przy konsensusie rynkowym wynoszącym 5,4% r/r. Sądzymy, że szacunek za luty, podobnie jak styczniowy (5,2% r/r), potwierdzi scenariusz solidnego, aczkolwiek nieco spowalniającego w najbliższych kwartałach wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych w Polsce.

### Wydarzenia i komentarze

- US:** Zgodnie z oczekiwaniami amerykański Fed jednogłośnie utrzymał główną stopę procentową na poziomie 2,25-2,50% redukując jednakże w stosunku do grudnia swoje oczekiwania dotyczące dalszej ścieżki zacieśniania polityki pieniężnej. Uaktualniona wersja wykresu dot-plot wskazuje bowiem na brak podwyżek stóp procentowych do końca tego roku, podczas gdy wcześniej oczekiwano wzrostu stóp o 50 bps. Prognoza na 2020 r. nie uległa natomiast zmianie - 1 podwyżka o 25 bps. Utrzymano również oczekiwania braku modyfikacji stóp procentowych w 2021 r. Jednocześnie bankierzy centralni w USA skorygowali w dół swoje oczekiwania dotyczące dynamiki PKB i deflatora PCE - podstawowej miary inflacji dla Fed, aczkolwiek rewizje nie miały dużej skali. Obecnie prognozy wskazują na spowolnienie wzrostu PKB z 2,9% w ub. roku do 2,1% w 2019 r. i do 1,9% w 2020 r. W grudniu prognozy te wynosiły dla lat 2019-2020 odpowiednio 2,3% i 2,0%. Oczekiwania dla inflacji PCE obniżono w marcu o 0,1 pkt proc. w całym horyzoncie. Bieżące prognozy wynoszą zatem 1,8% dla 2019 r. i 2,0% dla 2020 r., co oznacza że spodziewana dynamika cen konsumenta jest w dużej mierze zgodna z celem inflacyjnym Fed (2,0%). Bankierzy centrali ogłosili również, że proces zmniejszenia sumy bilansowej Fed zostanie zakończony do końca września tego roku.
- PL:** Produkcja przemysłowa w ujęciu realnym wzrosła w lutym o 6,9% r/r po wroście o 6,1% r/r przed miesiącem. Odczyt ten znacznie przewyższył konsensus rynkowy wynoszący 4,7% r/r. Dane o wzroście produkcji przemysłowej na początku 2019 r. są zbliżone do średniej wieloletniej, co stanowi pozytywną niespodziankę biorąc pod uwagę polskie dane PMI poniżej granicy 50 pkt. oznaczającej spowolnienie w sektorze. Ponadto struktura danych jest korzystna, gdyż wskazuje na mocne wzrosty produkcji w działach o wysokim udziale sprzedaży za granicę, m.in. w produkcji pozostałego sprzętu transportowego (20,5% r/r), urządzeń elektrycznych (13,8% r/r), czy samochodów (9,7% r/r). Szacunki te wskazują, że jak dotąd spowolnienie gospodarcze na świecie oraz niepewność dotycząca polityki handlowej i brexitu nie wpłynęły na koniunkturę w krajowym sektorze wytwórczym w ograniczonym zakresie. Dla oceny trwałości tej tendencji należy jednak poczekać na odczyty z nadchodzących miesięcy, gdyż zaskakująco dobre dane za styczeń i luty mogą w pewnym stopniu wynikać z odreagowania po słabszej produkcji pod koniec ub. roku.

### Rynki na dziś

Wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej okazał się dla rynków dużym zaskoczeniem. Mimo, iż inwestorzy nie oczekiwali w tym roku żadnej podwyżki stóp procentowych to uznawali, że Fed będzie stopniowo aplikował taki scenariusz w swoich prognozach. Tymczasem amerykańscy bankierzy centralni zdecydowali o całkowitej redukcji tegorocznych podwyżek stóp procentowych - wobec dwóch podwyżek w 2019 roku oczekiwanych w grudniowym zestawie prognoz - oraz zakończeniu redukcji sumy bilansowej banku z końcem września tego roku. Reakcją rynku eurodolara było wybiecie górą notowań z obowiązującego od początku roku kanału spadkowego. Rynek stopy procentowej natomiast zaczął z 45% prawdopodobieństwem wyceniać obniżkę stóp procentowych w tym roku. Tak jak zakładaliśmy złagodzenie postawy Fed jest czynnikiem, który powinien utrzymywać kurs EUR/PLN poniżej poziomu 4,30. W trakcie dzisiejszej sesji notowania kierować się będą w stronę oporu na 4,2750. Na krajowym rynku długu wydarzeniem dnia będzie przetarg zamiany, na którym Ministerstwo Finansów sprzeda papiery OK0521, PS0424, WZ0524, WZ0528 i DS1029 - w naszej ocenie o wartości 8 mld PLN - a odkupi OK0419, PS0719, DS1019 i WZ0120.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2808	-0,2%
USD/PLN	3,7695	-0,2%
CHF/PLN	3,7780	0,0%
EUR/USD	1,1356	0,0%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,64	1
5Y	2,23	-2
10Y	2,91	-1

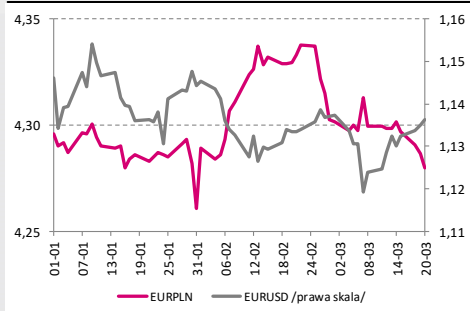
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,82	0
5Y	2,03	-2
10Y	2,37	-2

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,08	-2
US 10Y	2,59	-3

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	60788,4	0,0
S&P 500	2824,2	-0,3
Nikkei 225	21608,9	0,2

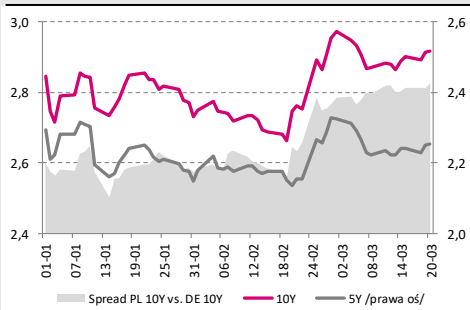
Źródło: Thomson Reuters  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



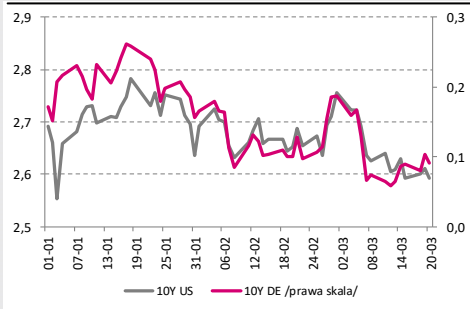
Źródło: Thomson Reuters

## Rentowności polskich obligacji [%]



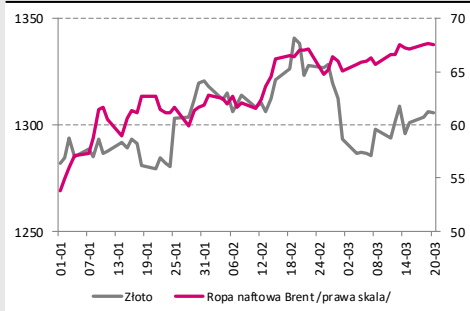
Źródło: Thomson Reuters

## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Thomson Reuters

## Ceny surowców [USD]



Źródło: Thomson Reuters

## Rynek krajowy

Złoty zyskiwał wczoraj w relacji do euro wykorzystując prawdopodobny scenariusz opóźnienia o brexitu oraz dyskontując możliwość złagodzenia retoryki amerykańskiej Rezerwy Federalnej. W rezultacie kurs EUR/PLN obniżył się czwartą z rzędu sesję osiągając poziom 4,2791 tj. minimum z początku lutego. Co ciekawe napływ kapitału - towarzyszący wzrostowi apetytu na ryzyko - widoczny był także w pozostałych walutach regionu, lecz to polska waluta zyskiwała wczoraj najsilniej w relacji do euro. Dodatkowym źródłem umocnienia polskiej waluty była rewizja w górę prognoz dotyczących wzrostu gospodarczego w Polsce w tym i przyszłym roku przez agencję ratingową Fitch, jako konsekwencja zapowiedzianego w tym roku pakietu stymulacji fiskalnej. Na krajowym rynku długu środa była kolejnym dniem stabilizacji notowań. Dochodowość 10-latki obniżyła się o symboliczny 1 bps do 2,91% oczekując na dzisiejszy przetarg zamiany.

## Rynki zagraniczne

Zgodnie z oczekiwaniami wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej był najważniejszym wydarzeniem wczorajszej sesji. Dalsze złagodzenie narracji Fed było oczekiwane, choć skala złagodzenia była silniejsza niż sądzono, w szczególności po stronie oczekiwanej na ten rok skali podwyżek stóp procentowych, która została zredukowana do zera. Reakcją rynku było gwałtowne osłabienie dolara. Kurs EUR/USD zwyżkował do poziomu 1,1450 tj. najwyższego od połowy lutego. Silnie zniżkowała natomiast dochodowość obligacji amerykańskich. 10-latka USA zmalała w rentowności o 10 bps do 2,52%. Z kolei dochodowość Bunda obniżyła się o 2 bps do 0,06%.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Piątek 15 marca</b>						
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Luty	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Luty	1.4%	1.5%	1.5%	
15:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Marzec	93.8	95.3	95.8	
<b>Poniedziałek 18 marca</b>						
14:00 Rachunek obrotów bieżących	Polska	Styczeń	-1400m	2316m		
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Luty	0.8%	1.0%		
<b>Wtorek 19 marca</b>						
10:00 Płace r/r	Polska	Luty	7.5%	7.6%	7.2%	7.0%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Luty	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Marzec	-13.4	-3.6	-11.0	
15:00 Zamówienia w przemyśle m/m	USA	Styczeń	0.1%	0.1%	0.3%	
15:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku	USA	Styczeń	0.4%	0.3%		
<b>Środa 20 marca</b>						
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Luty	6.1%	6.9%	4.7%	5.0%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Luty	2.2%	2.9%	2.7%	2.6%
19:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	USA	Marzec	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
<b>Czwartek 21 marca</b>						
10:00 Sprzedaż detaliczna realna r/r	Polska	Luty	5.2%		5.4%	5.9%
14:00 Opis posiedzenia banku centralnego	Polska	Marzec				
<b>Piątek 22 marca</b>						
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Marzec	47.6		48.0	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Marzec	55.3		54.8	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Marzec	49.3		49.5	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Marzec	52.8		52.7	
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Marzec	8.8%		9.1%	
14:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Marzec	53.0		54.0	
14:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Marzec	56.0		56.5	
15:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Luty	4.94m		5.10m	
<b>Poniedziałek 25 marca</b>						
10:00 Indeks IFO	Niemcy	Luty	98.5			
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Luty	6.1%			

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