

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 2 – 8 kwietnia 2018

W kalendarzu krajowym po Świątach trzy ważne publikacje: deficyt fiskalny i dług za 2017 r., marcowy PMI i wstępna inflacja. Spodziewamy się trzeciego z rzędu spadku polskiego PMI, do 53.5 pkt, czyli poziomu sprzed mniej więcej pół roku. Wstępny odczyt CPI pokaże naszym zdaniem wzrost inflacji do 1,6% r/r. Dopóki jednak pozostajemy w obszarze poniżej 2% (a tak będzie przez większą część tego roku), temat podwyżek stóp procentowych przez RPP jest pieśnią odległej przyszłości.

Złoty trochę się umocnił w ostatnich dniach pomimo mocniejszego dolara, w czym mogły pomóc informacje o rosnących szansach na kompromis Polski z UE w sprawie praworządności. Pole do dalszej aprecjacji PLN wciąż wydaje się ograniczone. Na rynkach długu rentowności obligacji niemieckich i amerykańskich wyraźnie zeszyły w dół. Rentowności polskich 10-latek walczą z kluczowym technicznie poziomem 3,20%, którego przełamanie otwiera drogę do głębszego ruchu w dół. Argumentem do takiego ruchu mogłaby być np. zaskakująco niska inflacja w kraju czy strefie euro. W najbliższym miesiącu krajowym obligacjom będzie dodatkowo sprzyjać relacja podaży/popytu: oferta MF będzie zapewne ograniczona, przy wciąż wysokim popycie ze strony banków i niebankowych instytucji finansowych (przesuwającym się pewnie z WZ na papiery stałokuponowe) i dużym napływie gotówki - ponad 15 mld zł łącznie z wykupów i płatności odsetkowych.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	BZWBK	OSTATNIA WARTOŚĆ
<b>PONIEDZIAŁEK (2 kwietnia)</b>							
16:00	US	ISM przemysł	III	pkt	60.0		60.8
<b>WTOREK (3 kwietnia)</b>							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	0.7		-1.0
<b>09:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI przemysł</b>	<b>III</b>	<b>pkt</b>	<b>-</b>	<b>53,5</b>	<b>53.7</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Deficyt sektora finansów publicznych</b>	<b>2017</b>	<b>% PKB</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>
09:55	DE	PMI przemysł	III	pkt	58.4		58.4
10:00	EZ	PMI przemysł	III	pkt	56.6		56.6
<b>ŚRODA (4 kwietnia)</b>							
03:45	CN	PMI usługi	III	pkt	54.5		54.2
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja</b>	<b>III</b>	<b>% r/r</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	III	% r/r	1.4		1.2
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	II	%	8.5		8.6
14:15	US	Raport ADP	III	tys.	205.0		234.7
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	II	% m/m	-		3.1
16:00	US	ISM usługi	III	pkt	59.0		59.5
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	II	% m/m	1.7		-1.4
<b>CZWARTEK (5 kwietnia)</b>							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	II	% m/m	2.4		-3.9
09:55	DE	PMI usługi	III	pkt	54.2		54.2
10:00	EZ	PMI usługi	III	pkt	55.0		55.0
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	0.3		-0.1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	230.0		229.0
<b>PIĄTEK (6 kwietnia)</b>							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	II	% m/m	0.3		-0.1
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	III	tys.	189.0		313.0
14:30	US	Stopa bezrobocia	III	%	4.0		4.1

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

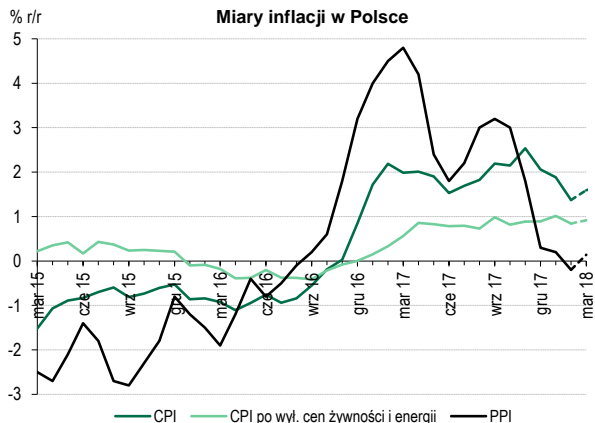
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

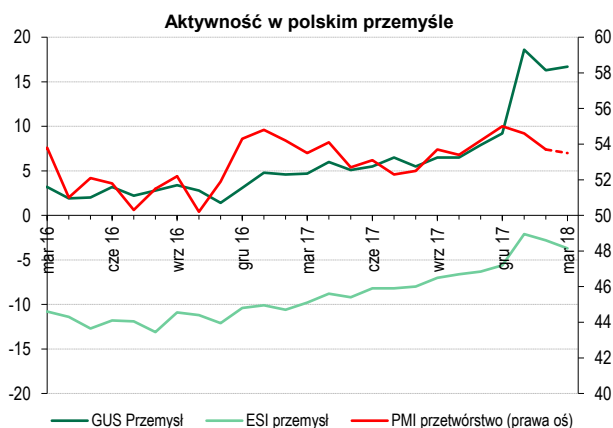
Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia najbliższego tygodnia – CPI, deficyt finansów publicznych i PMI



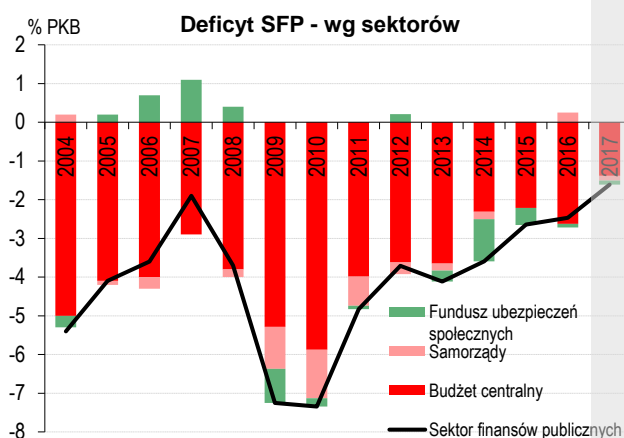
- Oczekujemy wzrostu CPI do 1,6% r/r w marcu z 1,4% w lutym. Będzie to wynikało głównie z wyższego wzrostu cen żywności r/r, a to z kolei zasługa efektu bazy. W skali miesiąca zanotowaliśmy spadek cen paliw oraz gazu. Spodziewamy się też kontynuacji spadkowego trendu w łączności. Inflacja bazowa bez żywności i energii prawdopodobnie wzrośnie do 0,9% r/r z 0,8% r/r. Naszym zdaniem CPI pozostanie poniżej 2% w nadchodzących miesiącach, z tylko tymczasowym wybięciem powyżej w połowie roku. Niski CPI będzie wspierał gołębią retorykę RPP.
- Naszym zdaniem deficyt finansów publicznych obniżył się do 1,6% PKB w 2017 r. z 2,5% w 2016 r. Był to najniższy deficyt od kiedy dostępne są porównywalne dane (1998).
- Uważamy, że na przełomie 2017/18 polska gospodarka osiągnęła szczyt cyklu, przed nami więc spowolnienie, którego zapowiedzią będzie dalszy spadek indeksu PMI.

## Ostatni tydzień w gospodarce – ESI w dół, Moody's podniósł prognozy dla Polski



- Wskaźniki ESI wskazały na pogorszenie nastroju w marcu. Marzec był najłabszym miesiącem tego roku jeśli chodzi o ogólny wskaźnik koniunktury oraz główne indeksy sektorowe (przemysł, usługi, konsumenci), ale wciąż optymizmu było więcej niż w 2017 r. Napływ nowych zamówień w przemyśle pozostał blisko rekordowych poziomów. Osłabła bieżąca aktywność budowlana a niedobór siły roboczej w nieco większym stopniu niż miesiąc wcześniej ograniczał produkcję. Niektóre sektory już obniżyły oczekiwania co do przyszłego poziomu zatrudnienia (budownictwo, handel), podczas gdy przemysł i usługi wciąż wierzą, że uda im się zapełnić wakaty pomimo rekordowo niskiego bezrobocia. Konsumenci stracili trochę optymizmu jeśli chodzi o przyszłą kondycję gospodarki. Istotnie spadły oczekiwania inflacyjne konsumentów i ich ocena bieżącej inflacji – do najniższego poziomu od odpowiednio ośmiu i pięciu miesięcy.

- Agencja ratingowa Moody's stwierdziła, że ryzyka dla ratingu Polski (obecnie A2 z neutralną perspektywą) są zbilansowane. Zdaniem analityków agencji, podwyżka oceny ratingowej byłaby możliwa w przypadku konsolidacji fiskalnej, poprawy równowagi systemu ubezpieczeń społecznych oraz otoczenia instytucjonalnego. Z kolei pogorszenie pozycji fiskalnej, osłabienie klimatu inwestycyjnego lub brak reform strukturalnych może obniżyć ocenę. Agencja podniosła prognozy dla Polski: PKB na 2018 r. z 3,5% do 4,3% i do 4% w 2019 r., inflacja z 2,2% do 2,7% na ten rok a na koniec przyszłego roku na 3%. Wyraźnie zredukowana została prognoza deficytu fiskalnego – z 2,7% PKB do 1,8% na ten rok. W przyszłym roku miałyby to być 2,3%, a więc też dość daleko od progu 3% ograniczającego kraje UE. Mimo tak pozytywnych rewizji agencja zakłada, że na gospodarce odbiją się negatywnie niedobory siły roboczej, tylko częściowo rekompensowane napływem imigrantów i rosnącą aktywnością zawodową.



## Cytat tygodnia – Poważna szansa na porozumienie

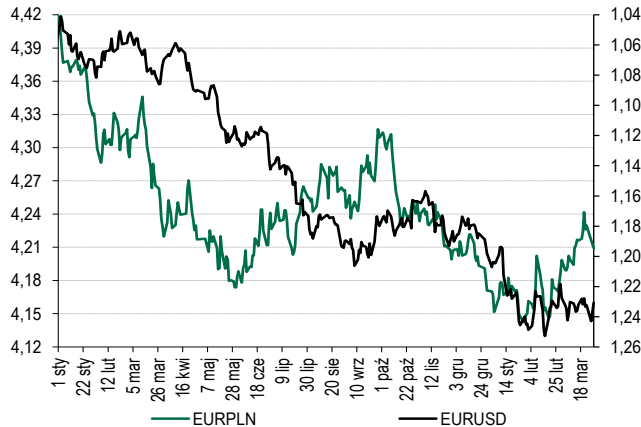
**Mateusz Morawiecki, premier, Reuters, wPolityce.pl, 27 marca**  
 Projekty ustaw dotyczących polskiego systemu sądownictwa, ostatnio zaproponowane przez PiS, spotkały się z dużym zainteresowaniem. Jest poważna szansa na porozumienie [z Komisją Europejską].

**Jean-Claude Juncker, przewodniczący KE, TVN, 23 marca**  
 Przyjąłem inicjatywę polskiego parlamentu z sympatią.

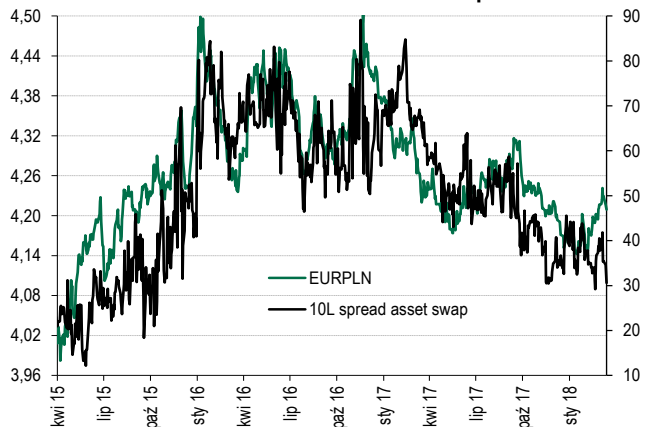
Premier Morawiecki widzi duże szanse na porozumienie z Komisją Europejską w sprawie procedury ochrony praworządności. Ostatnio PiS wykonał pewien „krok w tył” w kwestii ustaw dotyczących sądownictwa oraz Trybunału Konstytucyjnego, proponując poprawkę obejmującą m. in.: ogłoszenie trzech nieopublikowanych wyroków TK z 2016 r., wprowadzenie dwustopniowej procedury konsultacji przy odwołaniu prezesów i wiceprezesów sądów w ustawach o ustroju sądów powszechnych i Sądu Najwyższego. Jeśli KE pozytywnie oceni te ruchy i uzna je za wystarczające dla zniesienia procedury ochrony praworządności, to obniży się ryzyko dotyczące unijnych środków dla Polski, co powinno być pozytywne dla polskich aktywów. Warto zauważyć, że przewodniczący KE wypowiedział się pozytywnie o proponowanych zmianach.

## Rynek walutowy – Dolar i złoty w natarciu

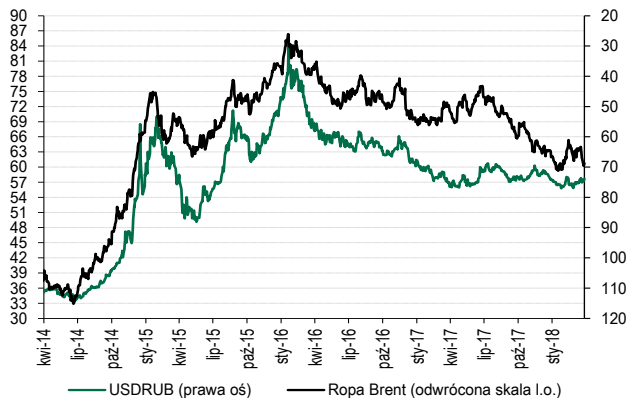
EURPLN i USDPLN



EURPLN i 10L asset swap



USD RUB i ceny ropy Brent



## Złoty odbudowuje pozycję wraz ze spadkiem obaw o światowy handel

▪ Końcówka poprzedniego tygodnia upłynęła pod znakiem wzrostów EURPLN. Presję na naszą walutę wywierały rosnące obawy o światowy handel (wpływ na to miały informacje z USA o planie nałożenia ceł na chiński eksport). W efekcie początek tygodnia EURPLN zaczął na poziomie 4,2330. W dalszej części tygodnia złoty umacniał się wspierany przez poprawę nastrojów do walut rynków wschodzących. W konsekwencji, EURPLN w połowie tygodnia znalazł się na poziomie 4,2030, po czym nieznacznie wzrósł. USDPLN poruszał się w mijającym tygodniu w przeciwnym kierunku, wspinając się z 3,3910 w poniedziałkowe popołudnie do 3,4230 w czwartek w ciągu dnia. CHFPLN maszerował w dół w ślad za EURPLN (z 3,6070 do 3,5770) w czym sprzyjał taniejący w relacji do euro szwajcarski frank. GBPPLN nieznacznie spadł (z 4,8250 do 4,8040), podobnie jak CHFPLN korzystając na umacniającym się do euro złotym.

▪ Naszym zdaniem perspektywy dla umocnienia złotego są małe, a jeśli do niego dojdzie to będzie ono miało charakter przejściowy. Co za tym idzie podtrzymujemy naszą opinię, że w perspektywie kolejnych tygodni złoty będzie wahał się w granicach 4,21-4,22.

## Euro słabsze po danych PMI i PKB z USA

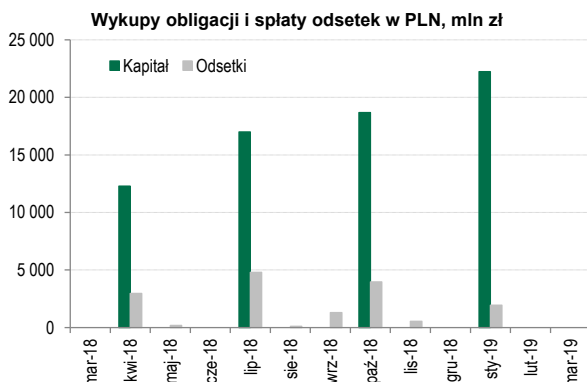
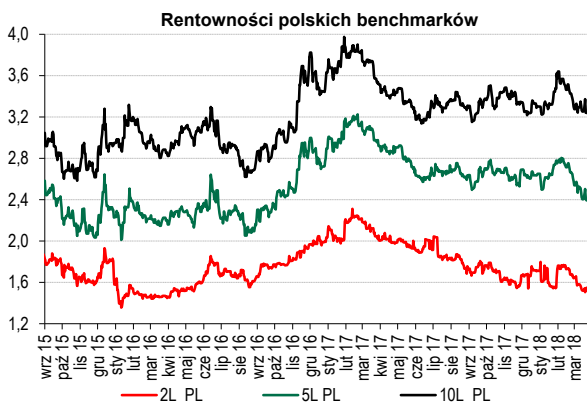
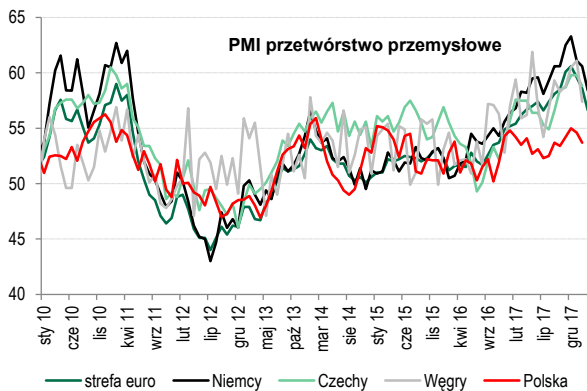
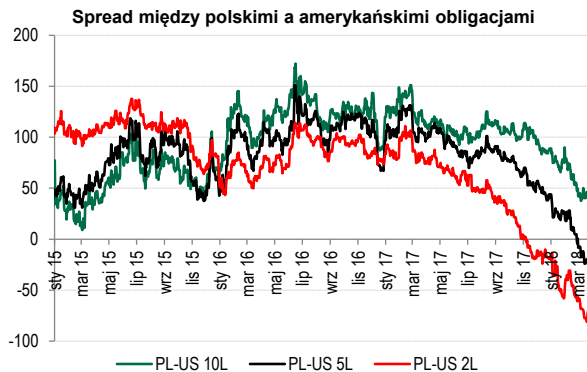
▪ Spadkowi EURUSD towarzyszyło osłabienie euro, które znalazło odzwierciedlenie w postaci spadku EURUSD z 1,2450 do 1,2310 (co w dużej mierze było reakcją na gorsze niż oczekiwano dane wyprzedzające z Eurostrefy (ESI spadł z 114,1 do 112,6 pkt). Ponadto dolar otrzymał dodatkowy napęd ze strony wyższego od oczekiwań odczytu finalnych danych o PKB IV kw. w USA (2,9% r/r vs. prognozy na poziomie 2,7% r/r). W perspektywie kolejnych tygodni spodziewamy się nieznacznego umocnienia dolara do euro i spadku kursu EURUSD do nieco poniżej 1,2290. Sprzyjać temu powinny oczekiwane przez nas nieco mocniejsze dane z rynku pracy w USA oraz utrzymanie się na niskim poziomie wskaźników wyprzedzających z Europy.

## MNB i CNB nie zmieniły stóp

▪ W minionym tygodniu EURCZK powrócił do poziomu 25,37 (po tym jak w środę uderzył w 25,48) w reakcji na decyzję banku centralnego o utrzymaniu stóp na bieżącym poziomie oraz informację o wstrzymaniu się z podwyżkami stóp co najmniej do końca 2018 roku (i pozostanie w trybie „wait and see”). EURCZK powinien skorygować część spadków z końca zeszłego tygodnia w ramach realizacji zysków. W przypadku EURHUF mieliśmy do czynienia z przejściowym wzrostem z 312,20 na 313,10 i powrotem w okolice 312,20, gdzie zmiany były napędzane obawami o rozpętanie wojny handlowej USA-świat. Decyzja węgierskiego banku centralnego o utrzymaniu stóp na bieżącym poziomie oraz decyzja o dalszym stosowaniu niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej dla podtrzymania łagodnych warunków monetarnych nie wpłynęła na węgierską walutę. W tym tygodniu oczekujemy lekkiego osłabienia EURHUF w reakcji na gorsze dane o produkcji przemysłowej.

▪ USDRUB wspiął się przez zeszły tydzień, rubla osłabiły spadające ceny ropy naftowej i napięcia wywołane przez kryzys dyplomatyczny związany z wydalaniem rosyjskich dyplomatów. W efekcie USDRUB wzrósł z 57,10 do 57,50. W tym tygodniu spodziewamy się stabilizacji tej pary walutowej.

## Rynek stopy procentowej – Niższa inflacja wzmacnia obligacje



### Dane inflacyjne z Eurostrefy zepchnęły krzywą w dół

Na przestrzeni ostatniego tygodnia krajowa krzywa przesunęła się w dół o 3-6 pp, silniej na długim końcu. Skala ruchów segmencie 5-10L była zbliżona do zmian na krzywej amerykańskiej i nieco mniejsza niż skala zmian na krzywej niemieckiej. Skala spadku w długim końcu krzywej IRS była zbliżona do zmian na długim końcu krzywej rentowności. Krzywe były spychane w dół przez zachowanie rynków bazowych i dane inflacyjne z Eurostrefy.

### Niższa podaż będzie wspierać dług

Sądzymy, że poświęteczny tydzień na rynku długu upłynie pod znakiem publikacji danych PMI dla Polski i Europy oraz wstępnych danych inflacyjnych dla Polski. W końcu tygodnia spodziewamy się publikacji danych o zatrudnieniu w sektorze pozarolniczym w USA. W krajowym kalendarzu może znaleźć się regularna aukcja obligacji (ostatecznie dowiemy się tego w piątek 30 marca). Naszym zdaniem istnieje duża szansa, że Ministerstwo Finansów wycofa się z organizacji aukcji lub zorganizuje w tym dniu aukcję zamiany, ze względu na sugerowaną niższą podaż długu.

W przypadku finalnych danych PMI z Europy nie spodziewamy się zaskoczeń w górę. Wstępne dane PMI pokazały niższe odczyty na co wpływ miał obniżony poziom oczekiwań dotyczący zamówień zagranicznych (naszym zdaniem z powodu mocniejszego euro). Prawdopodobieństwo rewizji finalnego odczytu w górę zmniejsza też zawartość indeksów ESI, gdzie firmy są mniej optymistyczne jeśli chodzi o popyt i ocenę nowych zamówień (również z powodu mocniejszego euro). Wstępne dane inflacyjne z kraju nie powinny naszym zdaniem zaskoczyć w górę. Sądzymy, że nawet w wypadku gdyby to nastąpiło, zaskoczenie to zostanie zneutralizowane przez kolejne niższe odczyty inflacji z Eurostrefy. W efekcie uważamy, że w pierwszej połowie tygodnia nastroje na rynku długu pozostaną pozytywne. Pewne ryzyko niesie ze sobą otwarcie nowego kwartału. Może to przynieść nieznaczną i tymczasową przecenę w segmencie 8-10L.

### Dane o zatrudnieniu w USA nie zaszkodzą polskim obligacjom

W końcówce tygodnia oczy inwestorów będą skoncentrowane na danych z rynku pracy w USA. W naszej opinii dane te mogą być nieco powyżej oczekiwań (185 tys.), co może negatywnie odbić się na amerykańskim długu, jednak nie powinno to mieć większego wpływu na krajowy rynek obligacji. W perspektywie tygodnia-dwóch spodziewamy się utrzymania presji na niżki dochodowości krajowych papierów. Pozytywny wpływ na dług powinna mieć publikacja kolejnych danych z kraju i Europy (nie spodziewamy się zaskoczeń w górę) oraz oczekiwań na wykup krajowych obligacji (ponad 15 mld zł) w końcu kwietnia.

### Aukcja

Na zapowiedzianej (w planie rocznym) na czwartek aukcji obligacji spodziewamy się podaży na poziomie 3 mld zł (w zeszłym roku na pierwszej kwietniowej aukcji sprzedano 5 mld zł papierów dłużnych). Na aukcji oczekujemy wystawienia serii OK0720, PS0123, WZ0524, WS0428 i WZ0528. Naszym zdaniem aukcja powinna być udana, ze względu na niską oczekiwaną podaż długu i spodziewany w końcu kwietnia wykup obligacji PS0418 (12,3 mld zł kapitału). Nie wykluczamy, że aukcja czwartkowa zostanie anulowana bądź zastąpiona aukcją zamiany. Ostateczny plan podaży na kwiecień Ministerstwo powinno podać 30 marca.

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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)