

TYGODNIK EKONOMICZNY

9 – 15 kwietnia 2018

Po dużym zaskoczeniu ze strony inflacji, oczy inwestorów zwrócone będą na posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej w środę. Retoryka RPP już w poprzednich miesiącach zmieniła się na wyraźnie bardziej „gołębią”. Czy niespodzianka ze strony CPI może jeszcze bardziej złagodzić stanowisko Rady? Z pewnością go nie zaostrzy, więc ryzyko jest tylko po jednej stronie. Warto wspomnieć, że jeszcze przed publikacją CPI liczba członków RPP nie wykluczających, że kolejną decyzją RPP może być obniżka nie podwyżka powiększyła się z 1 (Eryk Łon) do 3 (J.Kropiwnicki, J.Żyżyński). Jednak ze strony Prezesa NBP nie należy raczej oczekiwać sugestii nt możliwych obniżek stóp. Pamiętajmy, że RPP nie obniżała stóp w 2016 r. w warunkach spowolnienia PKB i przedłużającej się deflacji.

Piątek 13-go zakończy się decyzją agencji S&P nt polskiego ratingu. Nie będzie to jednak wieczór strachu – pytanie na dziś jest jak bardzo wzrosły szanse na poprawę oceny dla Polski. Spodziewamy się utrzymania ratingu bez zmian (BBB+/A-2, stabilna perspektywa). Wprawdzie realizuje się część spośród kryteriów wymienianych ostatnio przez S&P jako sprzyjające poprawie ratingu (niska nierównowaga zewnętrzna, obniżenie długu publicznego i kosztów jego obsługi), ale chyba jeszcze za wcześnie, aby przeważały to nad czynnikami ryzyka (obawy dot. perspektyw demograficznych, niepewność instytucjonalna).

Za granicą tematem przewodnim wciąż są wojny handlowe i nastroje rynkowe zmieniają się w rytm informacji w tym temacie. Emocje zmieniają się jak w kalejdoskopie, ponieważ USA wysyłają sprzeczne sygnały – na przemian, że możliwe są negocjacje z Chinami i uniknięcie wojny celnej, a zaraz potem groźby eskalacji konfliktu. Trudno przewidzieć, jakie pomysły przedstawi Donald Trump w kolejnych dniach.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS W-WA | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | RYNEK | BZWBK | OSTATNIA WARTOŚĆ |
|----------------------------------|------|----------------------------|------------|-------|--------|---------------------|
| PONIEDZIAŁEK (9 kwietnia) | | | | | | |
| 08:00 | DE | Ekspert | II | % m/m | - | -0,4 |
| WTOREK (10 kwietnia) | | | | | | |
| 09:00 | CZ | Inflacja | III | % r/r | 1,7 | 1,8 |
| 09:00 | HU | Inflacja | III | % r/r | - | 1,9 |
| ŚRODA (11 kwietnia) | | | | | | |
| 14:30 | PL | Decyzja NBP | | % | 1,50 | 1,50 |
| 14:30 | US | Inflacja | III | % m/m | 0,0 | 0,2 |
| 20:00 | US | Minutes FOMC | 21/03/2018 | - | - | 0,0 |
| CZWARTEK (12 kwietnia) | | | | | | |
| 11:00 | EZ | Produkcja przemysłowa | II | % m/m | - | -1,0 |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | | tys. | 225 | 215 |
| PIĄTEK (13 kwietnia) | | | | | | |
| 08:00 | DE | Inflacja HICP | III | % m/m | - | 0,4 |
| 10:00 | PL | Inflacja | | % r/r | 1,3 | 1,3 |
| 14:00 | PL | Inflacja bazowa | III | % r/r | - | 0,6 |
| 14:00 | PL | Saldo obrotów bieżących | II | mln € | -412 | 2005 |
| 14:00 | PL | Bilans handlowy | II | mln € | -468 | -204 |
| 14:00 | PL | Ekspert | II | mln € | 16 688 | 16 792 |
| 14:00 | PL | Import | II | mln € | 17 221 | 17 102 |
| 16:00 | US | Indeks Michigan | IV | pkt | 101,0 | 101,4 |

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg, Parkiet

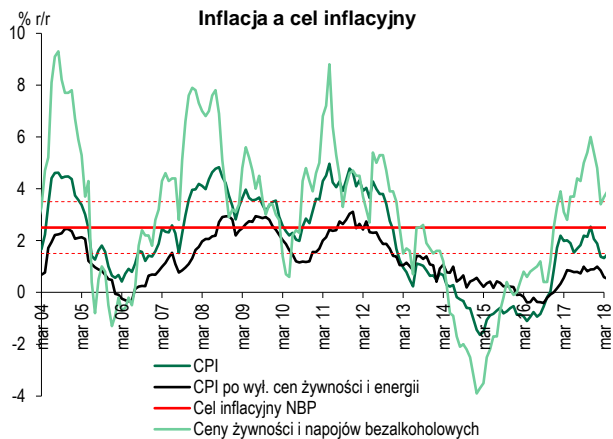
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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:

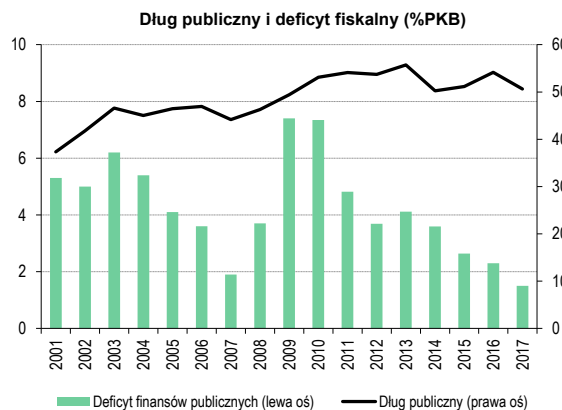
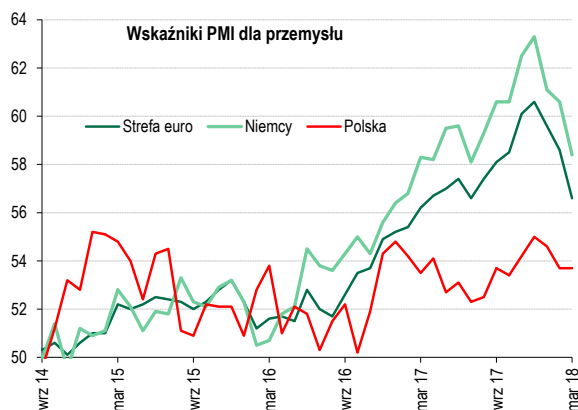
Poznań 61 856 5814/30
 Warszawa 22 586 8320/38
 Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – RPP powie „a nie mówiliśmy?”



- W tym tygodniu RPP. Nie uważamy, by komunikat wymagał dużych zmian w obliczu ostatnich informacji z gospodarki. Na pierwszy plan podczas konferencji wyjdzie zapewne CPI. W lutym i marcu inflacja nieoczekiwanie wyszła z pasma dopuszczalnych odchyłań od celu. CPI oraz inflacja bazowa są już poniżej ścieżki ze świeżutkiej marcowej projekcji NBP. Prezes Głański może po prostu powtórzyć, że w rozsądnym horyzoncie stopy powinny pozostać bez zmian, a zmiany w CPI to idealna egzemplifikacja niepewności, z którą borykać się muszą krajowi bankierzy centralni. Sugerowanie obniżek stóp nie wydaje się prawdopodobne – w 2016 r. RPP nie chciała ciąć stóp pomimo miesięcy deflacji i słabszego wzrostu PKB. W każdym razie, teraz już 3 członków napomyka o możliwości cięcia.
- Uważamy, że 13 kwietnia S&P nie zmieni oceny i perspektywy ratingu Polski.

Ostatni tydzień w gospodarce – Malutka inflacja, rekordowo niski deficyt SFP



- Wstępny szacunek inflacji za marzec pokazał zaskakujący spadek, z 1,4% r/r do 1,3%. Konsensus rynkowy celował w 1,6-1,7% a my w 1,6%. Zaskoczenie tylko w części wynikało z niższych niż zakładaliśmy cen żywności, a w większości ze spadku inflacji bazowej – z 0,8% r/r do 0,6%. Na razie nie wiadomo dokładnie jakie było źródło tej niespodzianki, ale podejrzenia kierują się m.in. na ceny usług finansowych (mocny spadek w tej kategorii w lutym zanotował Eurostat w danych HICP) oraz ceny odzieży i obuwi. Te ostatnie zwykle sezonowo rosną w marcu, ale tym razem efekt cenowy mógł być zaburzony przez długą zimę, opóźniającą wprowadzenie wiosennych kolekcji do sklepów i zmianę metodologiczną w GUS. Dopóki nie znamy dokładniejszych danych trudno definitywnie przesądzać o zmianie ścieżki inflacji na resztę roku, ale marcowy wstępny odczyt CPI to kolejny bodziec do obniżenia prognoz na kolejne miesiące. Niewykluczone, że w tym roku CPI w ogóle nie przekroczy 2% r/r.

- Indeks PMI dla polskiego przemysłu pozostał w marcu na poziomie 53,7 pkt, pomimo najniższego tempa napływu zamówień od lipca ub.r i brak wzrostu m/m zamówień z zagranicy. Osłabiła aktywność zakupową firm. W górę poszły wskaźniki produkcji i zatrudniania.

- Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2017 r. wyniósł wg GUS 1,5% PKB, najmniej od kiedy dostępne są porównywalne dane (tj. 1995 r.) dzięki wysokiej dynamice dochodów podatkowych przez szybki wzrost konsumpcji i poprawę ściągłości. Pomogły niskie koszty obsługi długu i niskie wydatki na zabezpieczenie społeczne. Naszym zdaniem w 2018 r. deficyt SFP wzrośnie do 2% PKB.

Cytat tygodnia – Porozumienie jest możliwe

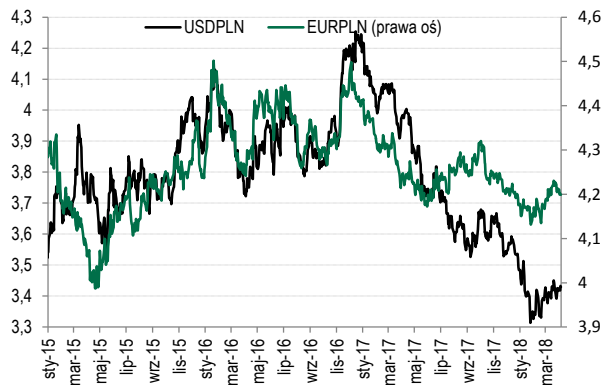
Jarosław Kaczyński, przewodniczący PiS, Gazeta Polska, 4 kwietnia

Szanse na zakończenie sporu Polski z Komisją Europejską ws. praworządności wynoszą 80%. Może się to stać niebawem. Z informacji, którymi dysponuję, wynika, że to porozumienie jest możliwe. Planujemy dokonać zmian w prawie uzgodnionych z KE. Unormowanie sytuacji tego wymaga.

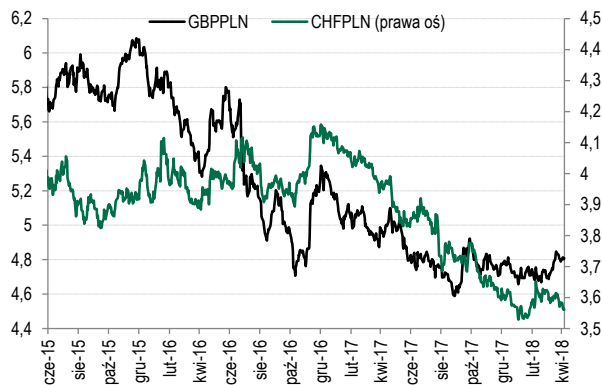
Mamy coraz więcej sygnałów z rządzącej partii PiS, sugerujących, że chce ona zakończyć konflikt z Komisją Europejską na tle rządów prawa. Tydzień temu streściliśmy kroki, jakie parlament chce podjąć w kwestii sądownictwa. Porozumienie może mieć znaczny wpływ na złotego i inne krajowe aktywa (potencjalnie zagrożony jest dostęp do funduszy unijnych). Porozumienie może też być językiem u wagi jeśli chodzi o ratingi kredytowe. 13 kwietnia swoją opinię o polskiej wiarogodności wyda S&P. O ile w styczniu 2016 r. agencja obniżyła naszą ocenę ze względu na obawy o czynniki instytucjonalne, to jej ostatnie oceny dotyczyły tańcej długu publicznego netto, odpowiedzi polityki na starzenie się społeczeństwa i długookresowy wzrost poencjalny.

Rynek walutowy – Złoty mocniejszy dzięki lepszym danym fiskalnym

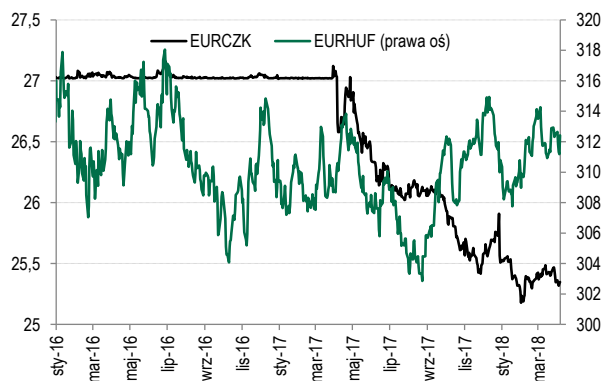
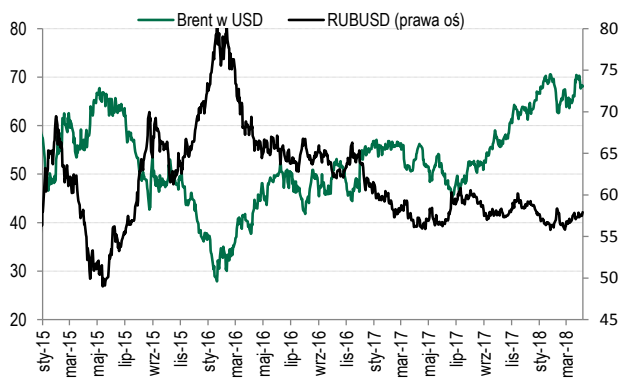
EURPLN i USDPLN



GBPPLN i CHFPLN



USDRUB i ceny ropy Brent



Złoty wzmacnił się pomimo spadku inflacji

▪ Mijający tydzień upłynął pod znakiem stopniowego spadku EURPLN po niewielkich wzrostach w końcówce poprzedniego tygodnia. W efekcie EURPLN przesunął się z 4,2170 na początku tygodnia do 4,1970, po drodze dotykając 4,1930 (w reakcji na spadek EURUSD do 1,2260). USDPLN wahał się przez większą część tygodnia w zakresie 3,4100-3,4340, bez wyraźnego trendu. Wśród danych, które przejściowo wpłynęły na wycenę EURPLN, warto zwrócić uwagę na publikację wstępnej inflacji CPI za marzec, której niski odczyt przełożył się na przejściowy wzrost EURPLN do 4,2110. W przypadku CHFPLN mieliśmy do czynienia ze stopniowym spadkiem, co po części było pochodną nieznacznego umocnienia złotego do euro, a po części osłabianiem się franka do euro (w reakcji negatywne zaskoczenie wskaźnikami wyprzedzającymi KOF i PMI). W efekcie CHFPLN spadł z 3,5870 na początku tygodnia do 3,5630 w czwartek. GBPPLN rósł, korzystając na umacnianiu się funta do euro (w reakcji na dobre dane wyprzedzające z przemysłu). W konsekwencji GBPPLN wzrósł z 4,8040 do 4,8180 w czwartek.

Lepsze dane fiskalne wypchnęły waluty regionu w górę

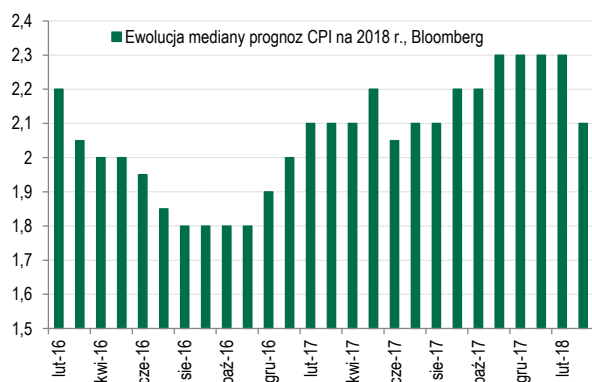
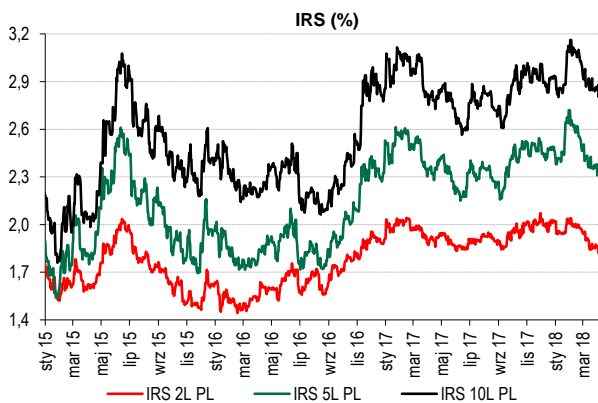
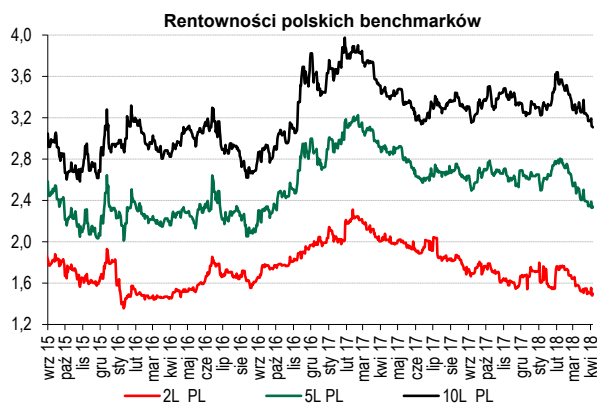
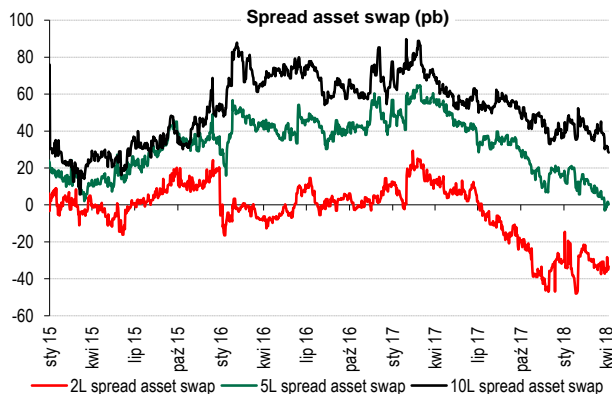
▪ W przypadku pozostałych walut naszego regionu EURCZK zniżkował przez cały tydzień, co było pochodną pozytywnego zaskoczenia finalnymi danymi o PKB za IV kw. 2017r. (5,5% r/r vs. oczekiwane 5,2% r/r) oraz wysokiej nadwyżki budżetowej za 2017 rok (1,6% PKB). W efekcie EURCZK przesunął się z 25,40 w końcu zeszłego tygodnia do 25,32 w czwartek.

▪ W przypadku EURHUF także mieliśmy do czynienia ze spadkiem (z 312,60 do 311,30), co było reakcją inwestorów na informacje o relatywnie małym przyroście deficytu budżetowego w 2017 roku (+0,3 pp do 2,0% PKB). Niższe odczyty PMI w marcu z Czech i Węgier nie zrobiły wrażenia na inwestorach. USDRUB wahał się między 57,20 a 57,90 bez wyraźnego trendu, podążając za zmianami cen ropy naftowej.

Spodziewana stabilizacja EURPLN i wzrost USDPLN

▪ W nadchodzącym tygodniu w centrum uwagi inwestorów walutowych będzie konferencja RPP, szczegółowe dane o inflacji w kraju i w Europie oraz dane Uniwersytetu Michigan o nastrojach konsumentów w USA. W obliczu koncentracji inwestorów na potencjalnych skutkach wojny handlowej USA-Chiny uważamy, że publikacja minutes Fed (ze spotkania 18 marca) nie będzie obecnie postrzegana jako czynnik, który może silnie wpłynąć na rynek. Uważamy, że w reakcji na zaskakująco niskie odczyty inflacji w marcu w Polsce Rada Polityki Pieniężnej potwierdzi chęć utrzymania stóp na bieżącym poziomie przez dłuższy okres, co naszym zdaniem może jeszcze nieznacznie osłabić złotego. W przypadku szczegółowych danych o inflacji w kraju i Europie oraz danych o nastrojach konsumentów za Oceanem nie sądzimy, by były one w stanie mieć większy wpływ na wycenę złotego do euro. W przypadku kursu USDPLN oczekujemy niewielkiego wzrostu w reakcji na utrzymanie niepewności związanej z ryzykiem eskalacji napięć handlowych między USA a Chinami.

Rynek stopy procentowej – Rentowności spadają napędzane inflacją



Niska inflacja pomogła długowi

Na przestrzeni ostatniego tygodnia mieliśmy do czynienia ze spadkiem rentowności krajowych papierów dłużnych. Największy wpływ na to miały bardzo dobre wyniki budżetu za pierwsze dwa miesiące, informacje o spadku długu do PKB w 2017 (do 50,6%) oraz zaskoczenie niską inflacją za marzec. W efekcie krajowa krzywa obniżyła się o 1 pb w segmencie 2L, oraz 1 pb w 5L i 6 pb w segmencie 10L, zaś krzywa IRS odpowiednio o 1, 5 i 5 pb. Przełożyło się to na spadki spreadów asset swap odpowiednio do 26 pb dla 10L (najniżej października 2015) -3 pb dla 5L (najniżej od czerwca 2014) i wzrost do -37 pb dla 2L. Większego wrażenia na inwestorach nie zrobiła aukcja zamiany, na której sprzedano obligacje za ok. 3 mld zł.

Wg danych Ministerstwa Finansów, dług sektora finansów publicznych w Polsce obniżył się do 50,6% (wykres na stronie 2) PKB w 2017 r. z 54,1% PKB w 2016 r. Tak wyraźne obniżenie relacji długu do PKB było możliwe dzięki niskiemu deficytowi fiskalnemu, szybkiemu wzrostowi nominalnego PKB (6,7% - najwięcej od 2011 r.) oraz umocnieniu złotego w relacji do euro i dolara. W 2018 r. spodziewamy się dalszego spadku tej relacji, do ok. 50,0% PKB.

Konferencja RPP na celowniku

Dla rynku długu kluczowym wydarzeniem nadchodzącego tygodnia będzie konferencja RPP. Sądzymy, że konferencja będzie miała neutralny lub gołębi ton. Naszym zdaniem niezależnie od tego jaki będzie ostateczny wydzźwięk konferencji, trudno spodziewać się by mogła ona mieć negatywny wpływ na rynek długu. Pozostałe dane będą miały naszym zdaniem umiarkowany wpływ na rynek długu. W przypadku danych o inflacji z USA spodziewamy się, że podobnie jak miało to miejsce w ostatnich miesiącach dane te mogą mieć trwały wpływ na US Treasuries, jednak krajowy dług pozostanie niewrażliwy. W przypadku danych o produkcji przemysłowej ze strefy euro spodziewamy się nieco niższego odczytu i w konsekwencji pozytywnego oddziaływania na krajowy dług, jednak w umiarkowanej skali. Elementem niepewności pozostaje ostateczny odczyt danych inflacyjnych z kraju (zaplanowane do publikacji na piątek). Jednak naszym zdaniem nawet w wypadku gdyby okazało się, że spadek inflacji w marcu do 1,3% był spowodowany jakimiś jednorazowymi efektami, to skala zaskoczenia inflacji w dół (1,3% r/r vs 1,6-1,7% r/r) przeważa i rynek długu odbierze te dane pozytywnie. Zapowiadana na piątek 13 kwietnia rewizja ratingu polskiego długu nie powinna mieć większego wpływu na krajowe obligacje.

Presja na zniżki utrzyma się dzięki wykupowi i niskiej podaży

W perspektywie końca miesiąca oczekujemy utrzymania presji na zniżki dochodowości (bardziej trwałej w segmencie 2-5L), głównie za sprawą spodziewanych 25 kwietnia wykupów papierów PS0418 (11,5 mld PLN kapitału). Wsparciem dla tego scenariusza jest zadeklarowana niska podaż na aukcji długu (4-8 mld PLN) zaplanowanej na 27 kwietnia, oraz wynikająca z różnicy w datach między aukcją i wykupem „podażowa dziura”.

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