

TYGODNIK EKONOMICZNY

23 – 29 kwietnia 2018

W najbliższym tygodniu ciekawe będą publikacje kwietniowych wskaźników koniunktury dla strefy euro. Gdyby pokazały kontynuację tendencji spadkowej, wątpliwości co do tempa wzrostu gospodarczego w dalszej części roku mogą się pogłębiać. Krajowe dane o sprzedaży detalicznej też powinny być obserwowane z uwagą. Nasza prognoza zakłada mocny wzrost, który przynajmniej częściowo mógłby zniwelować rozczerowanie wynikami przemysłu. GUS poda też zaktualizowane kwartalne dane o PKB za lata 2016-17. Ogólne tendencje w danych prawdopodobnie bardzo się nie zmieniają, choć rewizja może w pewien sposób wpłynąć na prognozowaną ścieżkę PKB na ten rok. Dane o podaży pieniądza i bezrobociu pozostaną raczej bez większego wpływu na rynek. Natomiast miesięczny Biuletyn Statystyczny GUS powinien rzucić nieco więcej światła na strukturę wzrostu wynagrodzeń w marcu i szanse ich dalszego przyspieszenia w kolejnych miesiącach.

Z punktu widzenia rynku długu ważnym wydarzeniem będzie aukcja obligacji w piątek, którą poprzedzą znaczące wykupy i płatności odsetkowe (w sumie ok. 15 mld zł), więc z popytem inwestorów nie powinno być problemu.

Po serii słabszych danych z Eurostrefy inwestorzy będą wsłuchiwać się w ton konferencji po posiedzeniu EBC. Gdyby pojawiły się sugestie nt. możliwości opóźnienia zakończenia QE i normalizacji stóp procentowych, dla rynku byłoby to paliwem do ponownego spadku rentowności.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	OSTATNIA			
				RYNEK	BZWBK	WARTOŚĆ	
PONIEDZIAŁEK (23 kwietnia)							
09:30	DE	PMI przemysł	IV	pkt	57,5	-	58,2
09:30	DE	PMI usługi	IV	pkt	53,7	-	53,9
10:00	EZ	PMI przemysł	IV	pkt	56,0	-	56,6
10:00	EZ	PMI usługi	IV	pkt	54,6	-	54,9
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	III	% r/r	7,9	8,8	7,7
16:00	US	Sprzedaż domów	III	% m/m	0,2	-	3,0
WTOREK (24 kwietnia)							
10:00	DE	Ifo	IV	pkt	102,8	-	103,2
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,9	-	0,9
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	III	% r/r	5,2	5,7	4,9
16:00	US	Conference Board Konsumenci	IV	pkt	126,0	-	127,7
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	III	% m/m	1,1	-	-0,6
ŚRODA (25 kwietnia)							
10:00	PL	Wykup obligacji PS0418 (11,5 mld PLN)	IV				
	PL	Stopa bezrobocia	III	%	6,5	6,6	6,8
CZWARTEK (26 kwietnia)							
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,0	-	0,0
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	III	% m/m	1,1	-	3,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	230,0	-	232,0
PIĄTEK (27 kwietnia)							
11:00	EZ	ESI	IV	pkt	112,0	-	112,6
11:30	PL	Aukcja obligacji					
14:30	US	PKB	I kw.	% k/k	2,1	-	2,9
16:00	US	Indeks Michigan	IV	pkt	98,0	-	97,8

Source: 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 Luzziński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Konrad Soszyński 22 534 18 86

Marcin Sulewski 22 534 18 84

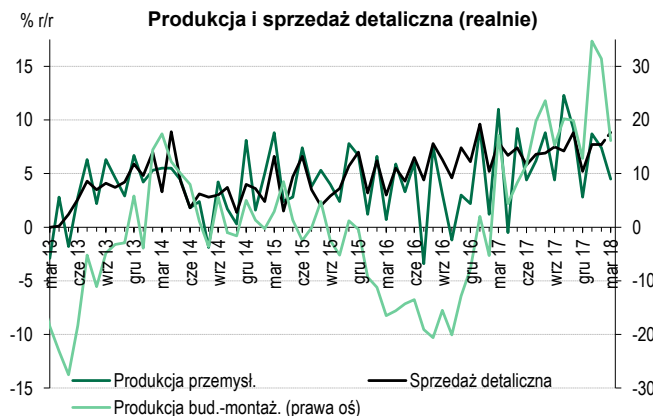
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

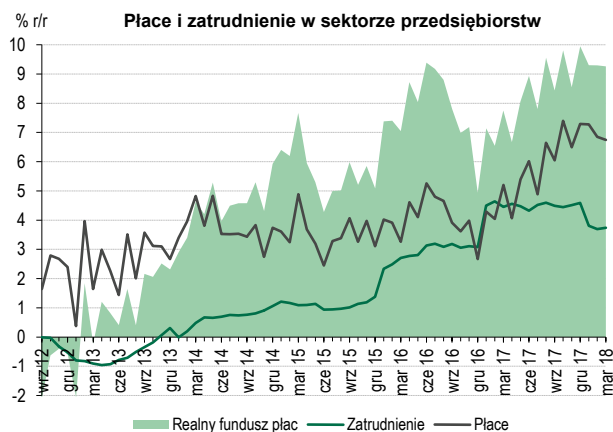
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – PKB w I kw.: Ostatnia nadzieja

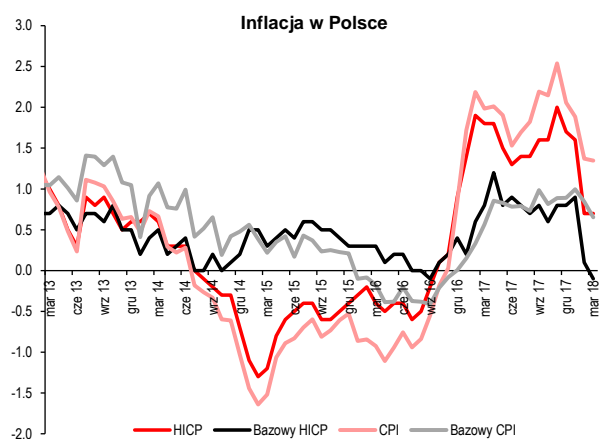


- Mocny odczyt sprzedaży może zrównoważyć słabe dane o produkcji i powstrzymać ewentualne obniżki prognoz wzrostu w I kw. 2018 r. Nasz wysoki szacunek (8,8% r/r), wspierany przez optymizm konsumentów i wzrost funduszu płac, jest powyżej konsensusu. Z drugiej strony, zimna pogoda w marcu ujemnie wpłynęła na sprzedaż ubrań. Ponadto, w marcu wprowadzony został zakaz handlu w niedzielę, co utrudnia prognozowanie.
- Marcowy Biuletyn Statystyczny pomoże ocenić przyczyny stabilizacji wzrostu płac i spowolnienia produkcji.
- Marcowe minutes RPP pojawią się po słowach J. Kropiwnickiego, że Rada chce „na wszelki wypadek” przedyskutować użycie niestandardowych środków (bo obniżki stóp nie wchodzi w grę) oraz po spadku CPI poniżej ścieżki z projekcji NBP.
- Prasa donosi, że nowy Program Konwergencji zakłada deficyt w 2019 r. na poziomie 1,5% PKB wobec 2,1% w 2018 r. oraz spadek długu do PKB.

Ostatni tydzień w gospodarce – Perspektywa ratingu w górę, wzrost produkcji w dół



- Agencja S&P podniosła perspektywę polskiego ratingu ze stabilnej do pozytywnej. Poprawa ratingu byłaby możliwa w sytuacji dalszego spadku długu do PKB. Obniżenie ratingu mogłoby nastąpić w przypadku pogorszenia sytuacji ekonomicznej i fiskalnej lub zamrożenia środków UE. Agencja prognozuje wzrost PKB w 2018 r. o 4,5% (poprzednio 3,8%). Ważna dla szans poprawy ratingu jest pozytywna ocena obecnej polityki rządu. Zdaniem S&P reforma administracji podatkowej skutkowałą trwałym wzrostem wpływów podatkowych, a rząd był w stanie poradzić sobie z ryzykiem przegrzania gospodarki i złożonymi relacjami z UE (mimo nierozwiązanego sporu nt praworządności). Analityk S&P Frank Gill powątpiewa, czy możliwe jest dalsze zwiększenie ściągalności VAT, ale jego zdaniem najnowsze propozycje rządu nie rodzą obaw o wpływ na sytuację fiskalną.
- Dziennik Gazeta Prawna ujawnił projekt Aktualizacji Planu Konwergencji, który zakłada brak obniżek CIT, utrzymanie limitu 30-krotności składek na ZUS dla lepiej zarabiających i wzrost płac sektora publicznego o 2,3% w 2019 r.
- Inflacja HICP w Polsce pozostała w marcu na 0,7% r/r, a inflacja bazowa spadła do -0,1% r/r, wyrównując rekord z września 2016. Słabość inflacji bazowej coraz mocniej stawia pod znakiem zapytania jej odbicie w tym roku.
- Wzrost produkcji przemysłowej zwolnił w marcu do 1,8% r/r. Rozczarowujący odczyt pokazał się po serii słabych danych o aktywności w Niemczech. Produkcja w budownictwie wzrosła o 16,2% r/r. Więcej w [komentarzu](#).
- Płace wzrosły w marcu o 6,7% r/r, a wzrost zatrudnienia pozostał na 3,7% r/r. Więcej w [komentarzu](#).



Cytat tygodnia – Piątka Morawieckiego

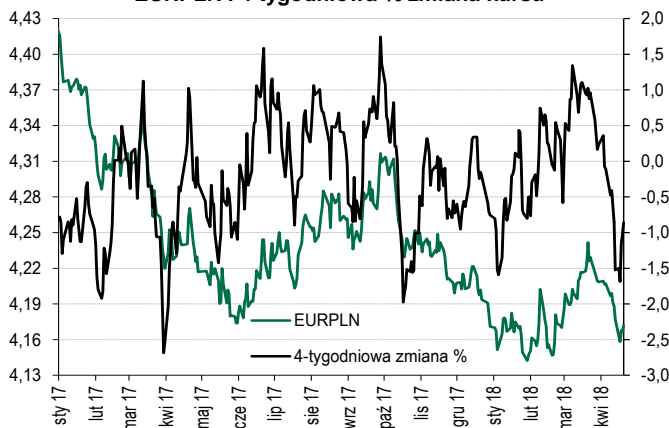
Mateusz Morawiecki, premier, PAP, 15 kwietnia

Chcemy, żeby każde dziecko w wieku szkolnym do ukończenia 18 roku życia otrzymywało 300 zł jako wyprawkę przed każdym rokiem szkolnym. Nie będzie tam żadnych warunków, to dla wszystkich rodziców. Po raz drugi obniżymy podatek dla wszystkich małych i średnich firm. Rząd zagwarantuje na program Dostępność+ w ciągu „najbliższych kilku lat 23 mld zł”. – To jest tyle, ile rocznie wydajemy na 500+, po to, żeby poprawić warunki życia seniorom, osobom słabszym, niepełnosprawnym. W najbliższym czasie rząd zaproponuje dodatkową, minimalną emeryturę dla kobiet, które „osiągnąwszy wiek emerytalny nie mają minimalnej emerytury, a urodziły co najmniej czwórkę dzieci. Już w tym roku przeznaczymy do tej pory nigdy nie przeznaczaną kwotę na drogi gminne, powiatowe, na te drogi, które są najbardziej potrzebne.

W weekend podczas konwencji PiS premier Mateusz Morawiecki przedstawił zestaw nowych planowanych działań rządu. Od przyszłego roku CIT dla małych firm ma zostać obniżony do 9% z 15%. Nastąpić ma także uzależnienie składek do ZUS dla małych przedsiębiorców od przychodów. Rząd planuje przeznaczyć kolejne środki na budowę dróg oraz na dodatkowe wsparcie dla seniorów i rodzin. Szacujemy, że realizacja wszystkich powyższych programów zwiększy deficyt finansów publicznych o ok. 4,5 mld zł rocznie (0,2% PKB), czyli w sposób nieznaczny. Szacujemy, że w 2019 r. reguła wydatkowa pozwoli na wzrost wydatków publicznych o co najmniej 30 mld zł. Część tej kwoty pochłonie zapewne wzrost wydatków na programy już istniejące (choćby niższy wiek emerytalny), ale wydaje się to do pogodzenia z realizacją nowych propozycji rządu, których koszt jest umiarkowany. Więcej szczegółów w [naszym komentarzu](#).

Rynek walutowy – Czekając na dane i EBC

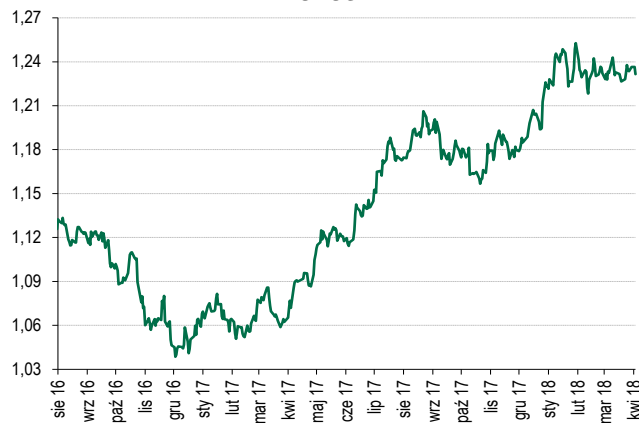
EURPLN i 4-tygodniowa % zmiana kursu



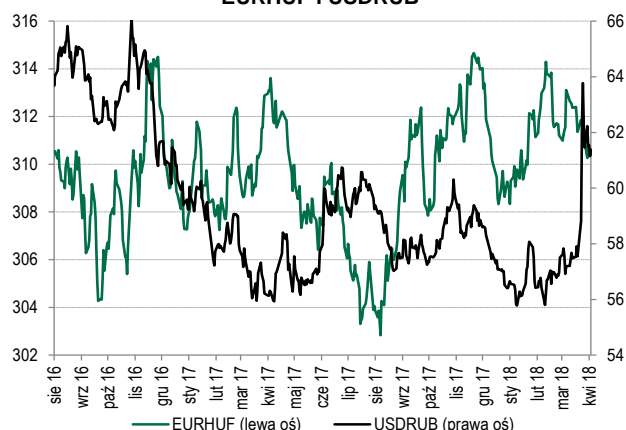
CHFPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



Aprecjacja złotego dobiega końca

- Trend spadkowy EURPLN obserwowany w ostatnich trzech tygodniach zatrzymał się. Na początku tygodnia złoty umocnił się do 4,15 za euro w reakcji na zaskakującą rewizję w górę perspektywy polskiego ratingu przez S&P, ale w kolejnych dniach krajowa waluta oddała zyski. USDPLN spadł do 3,345 z 3,38, a GBPPLN do 4,76 z 4,81.
- CHFPLN obniżył się z 3,51 do 3,46 (najniższego poziomu od grudnia 2014). Było to możliwe nie tylko dzięki spadkowi kursu EURPLN, ale i wzrostowi kursu EURCHF do 1,20, poziomu ostatni raz widzianego w styczniu 2015, kiedy to bank centralny Szwajcarii nieoczekiwanie zaprzestał swojej polityki bronięcia kursu przed spadkiem poniżej tej wartości.
- Wykresy pokazują, że złoty porusza się w takt zmian na rynku akcji i obligacji. Widać jednak, że o ile rentowność krajowej 10-latki spadła poniżej lokalnego minimum, to EURPLN pozostaje powyżej dołka z początku tego roku. Umocnienie długu wspierane jest przez dane inflacyjne, ale także przez słabsze perspektywy globalnego wzrostu, które z kolei mogą ograniczać potencjał do umocnienia złotego. Z ostatnich danych ze świata wynika, że tempo wzrostu straciło nieco na sile, a „wojny handlowe” raczej nie poprawią nastroju na rynku. W tym tygodniu poznamy wstępne kwietniowe indeksy PMI i niemiecki indeks Ifo, które pomogą ocenić czy trend na spowolnienie aktywności ekonomicznej jest kontynuowany.
- Statystyczne ujęcie ostatnich zmian na rynku pokazuje, że 4-tygodniowa procentowa zmiana EURPLN osiągnęła najniższy poziom od końca 2017, co sugeruje, że skala ostatniego spadku kursu powoli staje się zbyt duża w kontekście zmian historycznych.
- Oczekujemy, że złoty może jeszcze oddać część ostatnich zysków i nie spodziewamy się wznowienia trendu spadkowego EURPLN.

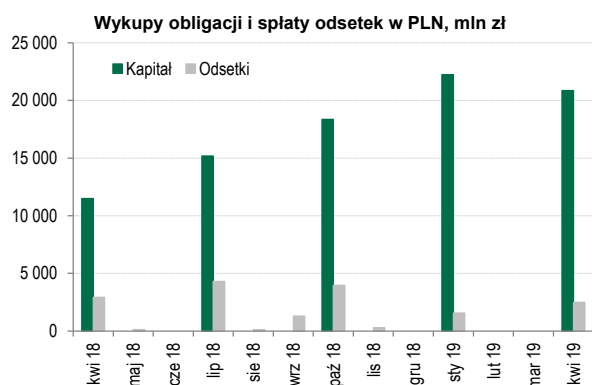
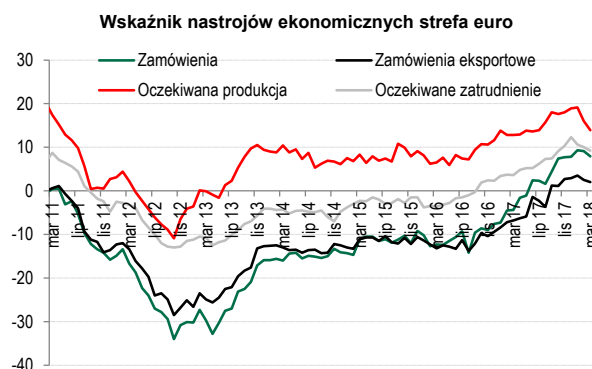
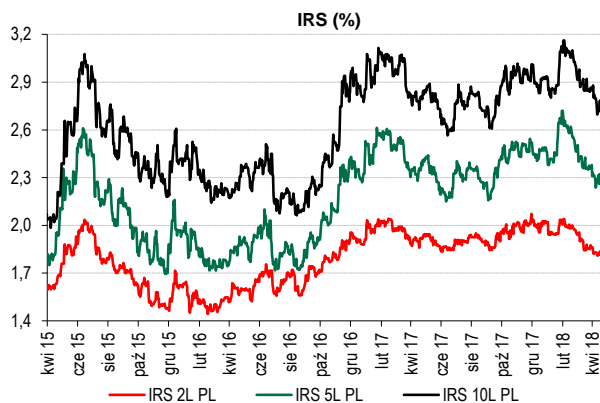
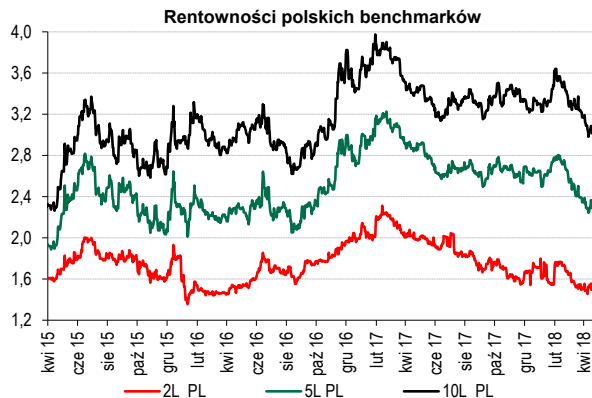
EURUSD nadal w wąskim pasmie wahań

- EURUSD nie uległ żadnym istotnym zmianom pozostając w wąskim pasmie wahań wokół 1,235.
- Od początku roku EURUSD porusza się w trendzie bocznym, a w ostatnich dniach zmienność spadła.
- Wciąż czekamy na impuls, który pchnąłby kurs w kierunku dolnego lub górnego ograniczenia przedziału 1,22-1,255. W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie EBC i jest to pierwszy kandydat do wywołania wzrostu wahań w nowym tygodniu. Jednocześnie, nie należy wg nas zapominać o kwestiach geopolitycznych, choć w ostatnich dniach zeszyły one na nieco dalszy plan.

W regionie bez dużych zmian

- W przypadku pozostałych walut regionu, korona oraz forint pozostały stabilne, a rubel odrabiał straty do dolara poniesione w poprzednim tygodniu.
- W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie banku centralnego Węgier. Nie spodziewamy się żadnych znaczących zmian w retoryce banku, więc to wydarzenie nie powinno mieć dużego wpływu na forinta.
- Jeżeli chodzi o rubla, waluta odrobiła część strat w wyniku zejścia kwestii geopolitycznych na dalszy plan. Napięcie na linii USA-Rosja wciąż się utrzymuje i dlatego naszym zdaniem rubel nie zacznie już z bieżących poziomów trwałego odregowania po ostatniej silnej deprecjacji.

Rynek stopy procentowej – W oczekiwaniu na dane PMI



Ropa i realizacja zysków wypchnęły rentowności w górę

Na przestrzeni ostatniego tygodnia mieliśmy do czynienia z wzrostem dochodowości w ślad za rynkami bazowymi. Wzrost ten był silniej odczuwalny w segmencie 5-10L (skala ruchów wyniosła tam 4-6 pb) niż w segmencie 1-2L (wzrost o 1-2 pb). Na początku tygodnia impulsem dla realizacji zysków była informacja o podniesieniu przez S&P perspektywy ratingu Polski do pozytywnej. W kolejnych dniach mieliśmy do czynienia ze zniżkami dochodowości. Zakończenie tygodnia przyniosło powrót do wzrostów rentowności. Wzrost rentowności u źródła miał przeceny na rynkach bazowych, gdzie inwestorów wystraszył wzrost cen ropy naftowej i niektórych metali (w reakcji na sankcje nałożone na rosyjskie przedsiębiorstwa).

Krótki koniec będzie korzystał na wykupach

W najbliższym tygodniu spodziewamy się niewielkich zniżek dochodowości krajowych obligacji w segmencie do 4L, za sprawą oczekiwanego w połowie tygodnia wykupu obligacji serii PS0418 (11,5mld kapitału) oraz spłaty odsetek (2,8 mld PLN). Oznacza to, że wolumen krajowych obligacji będzie istotnie niższy, aż do pierwszej majowej aukcji - zaplanowanej na 10 maja.

Długi koniec pozostanie pod presją

Na długim końcu krzywej spodziewamy się niewielkich wzrostów dochodowości, pod wpływem sytuacji na rynkach globalnych, gdzie powinna być odczuwalna lekka presja, w reakcji na wyższe ceny ropy naftowej oraz niektórych metali. Pewien wpływ może mieć także oczekiwana na wyższą podaż długu z USA. Publikacja danych wyprzedzających z Europy (PMI, Ifo) może być neutralna lub umiarkowanie negatywna dla rynku długu, ze względu na spodziewane przez nas spowolnienie spadkowego trendu (PMI) lub niewielką poprawę (Ifo) wskaźników. Presja ta nie powinna być jednak zbyt silna w obliczu zapowiedzianej na czwartek konferencji EBC. Sądzymy, że obawy związane z mocnym EUR i słabszymi wskaźnikami wyprzedzającymi nie skłonią prezesa Dragiego do zmiany języka na bardziej jastrzębi. Neutralizować negatywne czynniki powinna również niższa dostępność krajowego długu przy sporym zainteresowaniu krajowych instytucji finansowych. Większą skalę wyprzedaży ograniczać powinny także perspektywy niskiej inflacji.

W konsekwencji sądzymy, że perspektywie kolejnego miesiąca zobaczymy obniżenie krzywej w segmencie 1-4L o 2-4 pb oraz wzrost dochodowości w segmencie 10L do 3,10-3,15%.

Aukcja obligacji

Na zaplanowanej na 27 kwietnia aukcji spodziewamy się podaży z górnej części zapowiedzianych przez MF widełek (4-8 mld PLN). Na aukcji podobnym zainteresowanie powinny cieszyć się papiery OK0720 (nowy 2L benchmark) i WS0428, spośród oferowanych OK0720, PS0123, WZ0524, WS0428, WZ0528. Mniejszego popytu oczekujemy na obligacje zmienno- kuponowe serii WZ.

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