

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 14 – 20 maja 2018

Ostatnie dwa tygodnie na globalnym rynku obfitowały w zmienność, co miało negatywny wpływ na notowania walut i obligacji z rynków wschodzących. Obniżona płynność na polskim rynku na początku maja dodatkowo wzmocniła wahania pchając EURPLN do prawie 4,30, a rentowość 10-letniej obligacji o ok. 30 pb w górę. Polski PMI zaskoczył tymczasem na plus sugerując, że gwałtowne spowolnienie nie jest scenariuszem na najbliższy czas.

W tym tygodniu poznamy wstępny PKB Polski za I kw. Naszym zdaniem, tempo wzrostu pozostanie blisko 5%, co może być pozytywnie odebrane przez inwestorów. Retoryka RPP nie powinna się zmienić i wynik posiedzenia powinien być neutralny dla rynku. Sytuacja geopolityczna pozostaje niestabilna, więc podwyższona zmienność na rynkach może utrzymać się w krótkim terminie. W efekcie, nie widzimy dużego potencjału do umocnienia złotego, a obligacje mogą radzić sobie dość dobrze w najbliższych dniach.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	OSTATNIA			
				RYNEK	BZWBK	WARTOŚĆ	
<b>PONIEDZIAŁEK (14 maja)</b>							
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	III	mIn €	-1 088	-1 184	-1 017
14:00	PL	Bilans handlowy	III	mIn €	-502	-625	-573
14:00	PL	Eksport	III	mIn €	18 075	18 230	16 271
14:00	PL	Import	III	mIn €	18 522	18 855	16 844
<b>WTOREK (15 maja)</b>							
08:00	DE	PKB WDA	I kw.	% r/r	2,4	-	2,9
09:00	CZ	PKB SA	I kw.	% r/r	4,8	-	5,5
09:00	HU	PKB	I kw.	% r/r	4,2	-	4,4
10:00	PL	Inflacja	IV	% r/r	-	1,6	1,4
10:00	PL	Wstępny PKB	I kw.	% r/r	4,8	4,9	4,9
11:00	EZ	PKB SA	I kw.	% r/r	2,5	-	2,5
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	III	% m/m	0,6	-	-0,8
11:00	DE	ZEW	V	pkt	86,2	-	87,9
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	IV	% m/m	0,4	-	0,6
<b>ŚRODA (16 maja)</b>							
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50	1,50
08:00	DE	Inflacja HICP	IV	% m/m	-0,1	-	-0,1
11:00	EZ	HICP	IV	% r/r	1,2	-	1,2
14:00	PL	Inflacja bazowa	IV	% r/r	0,6	0,7	0,7
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	IV	% m/m	0,1	-	1,9
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	IV	% m/m	0,6	-	0,5
<b>CZWARTEK (17 maja)</b>							
14:30	US	Indeks Philly Fed	V	pkt	21,7	-	23,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	219	-	211
<b>PIĄTEK (18 maja)</b>							
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	IV	% r/r	3,7	3,7	3,7
10:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	IV	% r/r	7,1	7,4	6,7

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 Luziński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Konrad Soszyński 22 534 18 86

Marcin Sulewski 22 534 18 84

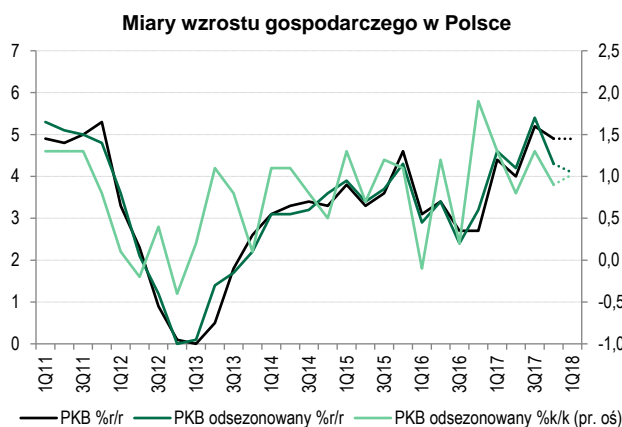
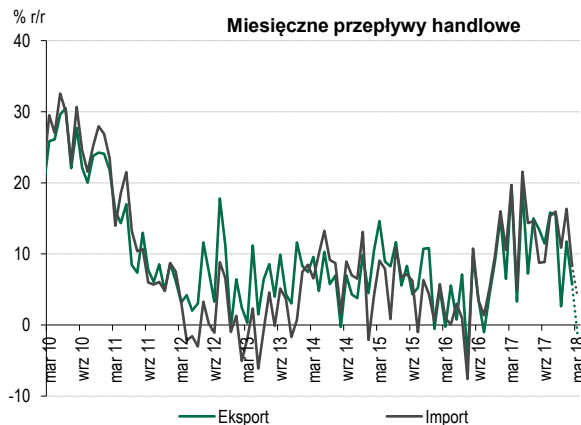
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia najbliższego tygodnia – RPP, szybki szacunek PKB, CPI i bilans płatniczy



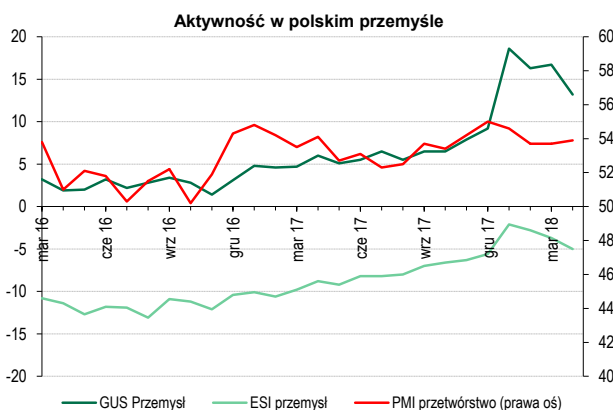
▪ Posiedzenie RPP prawdopodobnie przejdzie bez echa. Podczas poprzedniego Rada pokazała się z niezwykle gołębiej strony a od tego czasu nie było informacji, które mogłyby to zmienić.

▪ Według nas marcowy rachunek obrotów bieżących zamknął się saldem ok. -1,2 mld € a pogorszenie wobec wyniku sprzed roku (-0,3 mld €) wynika głównie z bilansu handlowego towarów, z eksportem spadającym o 1,5% r/r a importem rosnącym o 3,5% r/r. Ostatnie trzy odczyty eksportu rozczarowały, a ich ścieżka w tym roku kształtuje się wyraźnie niżej niż oczekiwano. Rozbicie po towarach pokazuje, że najgorzej wypadły eksport sprzętu transportowego i przemysłowych dóbr pośrednich – które są częścią globalnych łańcuchów dostaw, przez co są skorelowane z globalną koniunkturą.

▪ Wstępny odczyt inflacji za kwiecień wyniósł 1,6% r/r i naszym zdaniem będzie potwierdzony przez GUS. Za przyspieszeniem z 1,3% r/r stały składniki niebazowe, głównie paliwa. Nasz szacunek inflacji bazowej na podstawie informacji zawartych we wstępnym komunikacie to 0,6-0,7% r/r, czyli bez dużych zmian wobec 0,65% z marca. Zakładamy, że inflacja bazowa wkrótce rozpocznie systematyczne wzrosty, prowadzące ją prawdopodobnie powyżej 1,5% r/r w tym roku. Naszym zdaniem, CPI będzie rosła w kolejnych miesiącach a w połowie roku przekroczy na pewien czas 2% r/r, by opaść do ok. 1,8% na koniec 2018

▪ Spodziewamy się, że wzrost PKB pozostał w I kw. na 4,9% r/r z IV kw. ub.r. Nie zobaczymy teraz szczegółów – dopiero na koniec maja. Naszym zdaniem będą podobne jak ostatnio, z konsumpcją prywatną jako głównym motorem wzrostu. Zakładamy dalsze przyspieszenie inwestycji, być może nawet powyżej 10% r/r.

## Ostatnie dwa tygodnie w gospodarce – PMI ciut w górę, bezrobocie spada wolniej



▪ PMI dla polskiego przemysłu wyniósł w kwietniu 53,9 pkt czym przebił oczekiwania rynkowe (53,2 pkt) i poprzedni odczyt 53,7 pkt. Tak jak w przypadku wskaźników PMI dla strefy euro, odbicie w kwietniu jest stosunkowo małe w porównaniu ze spadkiem w I kw. (jeszcze w grudniu polski PMI był na 55 pkt). Raport PMI podkreślił nieco lepszą bieżącą produkcję, wciąż wysoki poziom wskaźnika zatrudnienia oraz pewną poprawę w zakresie nowych zamówień z zagranicy.

▪ Według Ministerstwa Pracy w kwietniu bezrobocie rejestrowane obniżyło się do 6,3% z 6,6% w marcu, zgodnie z naszą prognozą. W ujęciu miesięcznym liczba bezrobotnych spadła o 48 tysięcy, czyli wyraźnie mniej niż przed rokiem (72 tys.). Tempo spadku bezrobocia spowalnia, naszym zdaniem w grudniu stopa bezrobocia znajdzie się nieco poniżej 6,0%.

## Cytat tygodnia – Uogólnione braki w zakresie praworządności

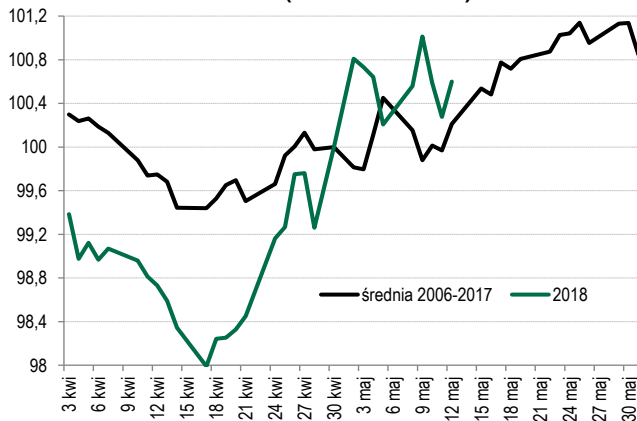
**Komisja Europejska, prezentacja propozycji budżetu UE, 2 maja**  
Najważniejsza zmiana w ramach proponowanego budżetu to wzmocnienie związku między finansowaniem UE i praworządnością. Poszanowanie praworządności jest koniecznym warunkiem należytego zarządzania finansami i efektywnego finansowania ze środków unijnych. Komisja proponuje wprowadzenie nowego mechanizmu chroniącego budżet UE przed ryzykiem finansowym związanym z uogólnionymi brakami w zakresie praworządności w państwach członkowskich. Nowe proponowane narzędzia umożliwią Unii zawieszanie i zmniejszanie finansowania ze środków UE lub ograniczenia dostępu do niego.

**Věra Jourová, Komisarz UE ds. Sprawiedliwości, PAP, 2 maja**  
Pieniądze europejskich podatników nie mogą być wykorzystywane przez kraj członkowski, który nie respektuje zasad praworządności. Byłoby teoretycznie możliwe, żeby uruchomić nową procedurę wobec Polski, gdyby już obowiązywała.

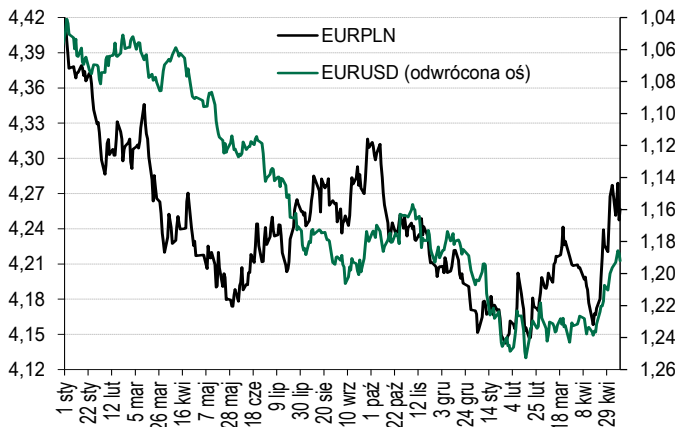
Według propozycji Komisji Europejskiej, budżet UE na lata 2021-2027 wyniesie 1,279 bln € - nominalnie więcej niż budżet 2014-2020 pomimo Brexitu. Jednak okrojone zostaną środki na polityki, za sprawą których Polska była olbrzymim beneficjentem netto. Polityka spójności otrzyma 7% mniej (inne źródła mówią o 12%) niż w latach 2014-2020 a Wspólna Polityka Rolna 5% mniej (możliwe, że nawet 20%). Rozdysponowanie 80% funduszy spójności wciąż będzie oparte o relatywną zamożność – a Polska osiągnęła w tym dużą poprawę (co oznacza potencjalnie mniejszy przydział środków, ale jednocześnie wyższą składkę do budżetu UE, również opartą o PKB). Poza tym, nad Polską wisi ryzyko zamrożenia lub odebrania przyznanych środków jeśli nie zostanie zakończony spór z UE nt. praworządności. Przydział środków pomiędzy kraje ma być ogłoszony między 29 maja a 12 czerwca.

## Rynek walutowy – Wysoka zmienność na przełomie miesiąca

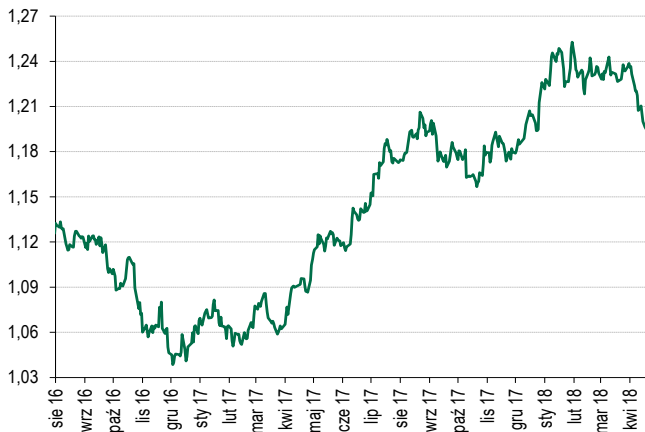
EURPLN (30 kwietnia = 100)



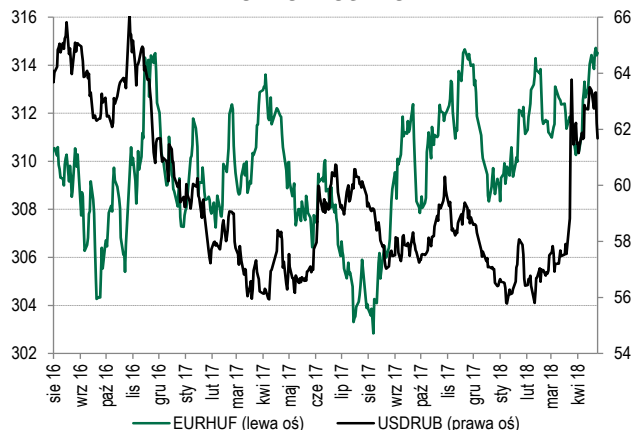
EURPLN i EURUSD



EURUSD



EURHUF i USDRUB



## Złoty pod presją

W ostatnich dwóch tygodniach złoty był pod presją mocnego dolara, który ciążył walutom z rynków wschodzących. Złoty był jedną z najgorzej radzących sobie walut państw rozwijających się, co mogło być pochodną niższej płynności na polskim rynku na początku maja i faktu, że złoty zyskał dużo w 2017, co czyni go bardziej wrażliwym na wzrosty zmienności na świecie. W efekcie, EURPLN zbliżył się do 4,30, a USDPLN odbił do 3,63, w obu przypadkach osiągając wielomiesięczne maksima.

Statystycznie, maj jest raczej niekorzystnym miesiącem dla złotego. W ostatnich dziewięciu latach, krajowa waluta jedynie dwa razy zakończyła ten miesiąc zyskiem do euro i dolara. Pierwszy wykres pokazuje, że w tym roku tylko w dwóch pierwszych tygodniach maja EURPLN zanotował ruch w górę typowy dla zmian notowanych w przeszłości w całym miesiącu. Daje to nadzieję, że kurs może się teraz ustabilizować, a inwestorzy skorzystają ze słabej waluty i podwyższonych rentowności obligacji.

Notowania dolara też miały wpływ na złotego. Jak piszemy niżej, wydaje się, że nie ma zbyt dużego potencjału do dalszego spadku EURUSD w krótkim terminie i jeśli kurs odbije, to może to mieć korzystny wpływ na złotego i innych walut z rynków wschodzących.

W tym tygodniu poznamy wstępny szacunek PKB Polski za I kw. Sądzymy, że odczyt zanotuje spadek poniżej, ale utrzyma się blisko 5%, co może być pozytywnie odebrane przez rynek. Jednocześnie, wydaje się, że kwestie geopolityczne nie zostały jeszcze zupełnie zamknięte i dlatego jesteśmy ostrożni jeśli chodzi o potencjał do aprecjacji złotego. Retoryka RPP powinna pozostać bez zmian, co będzie neutralne dla rynku.

Zakładamy, że EURPLN pozostanie powyżej strefy 4,23-4,24 w najbliższych tygodniach.

## Dane pchają EURUSD w dół

Trend boczny EURUSD trwający od początku roku zakończył się w reakcji na lepsze od oczekiwań dane z USA, podczas gdy odczyty ze strefy euro raczej rozczarowały ciężąc euro. W efekcie, kurs spadł do ok. 1,18, najniżej od grudnia.

Naszym zdaniem, w krótkim terminie dolar może jeszcze utrzymać swoje zyski, ale niebawem euro powinno zacząć odrabiać straty. W naszej ocenie, ostatnia deprecjacja wspólnej waluty była przesadzona biorąc pod uwagę oczekiwany rozwój sytuacji w europejskiej gospodarce – zakładamy, że w najbliższych miesiącach aktywność ekonomiczna pozostanie na solidnym poziomie.

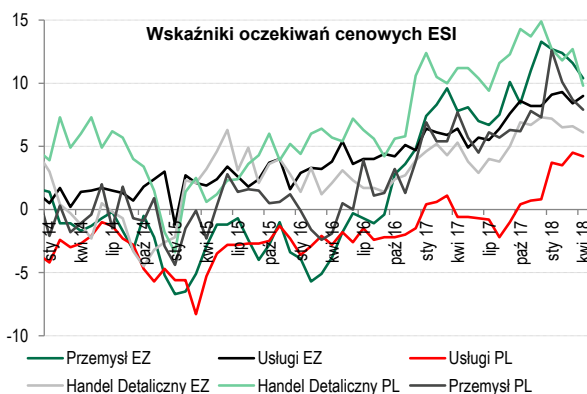
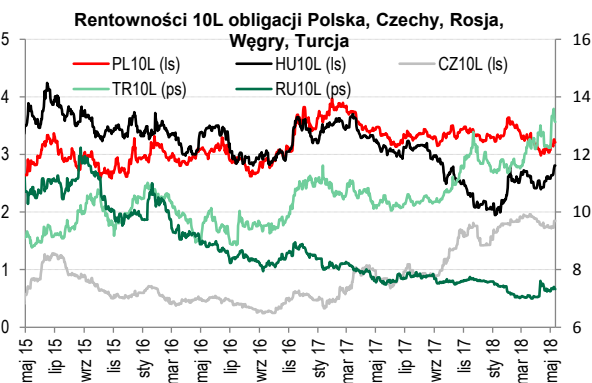
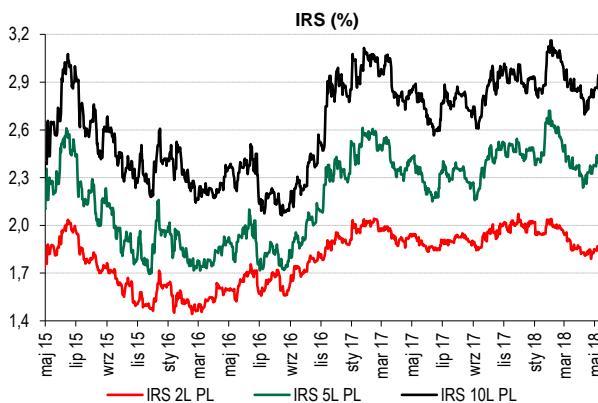
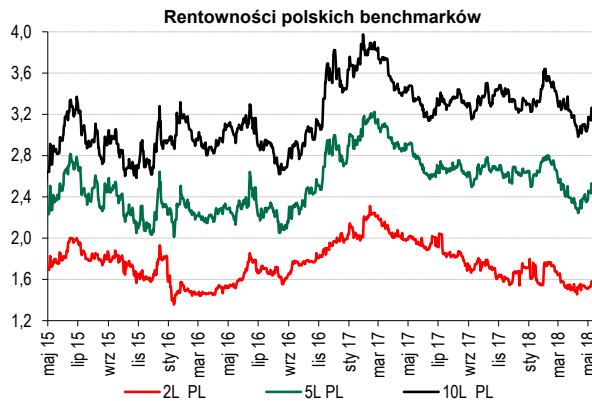
W tym tygodniu uwaga rynku skupić się może na danych z USA i wystąpieniach członków FOMC. Po ostatnim umocnieniu dolara, sądzymy, że na rynku może być większa reakcja na odczyty poniżej oczekiwań niż na pozytywne niespodzianki bowiem rynek wycenił już niemal w 100% czerwową podwyżkę stóp Fed o 25 pb.

## Mieszane zmiany walut CEE

Patrząc na forinta, koronę i rubla, ten ostatni radził sobie najlepiej dzięki drożejącej ropie, która trzymała USDRUB poniżej kwietniowego szczytu na ok. 65. EURCZK odbił na chwilę powyżej 25,8 ale szybko wrócił poniżej 25,6. EURHUF pozostał w trendzie wzrostowym i na chwilę przekroczył 315,5 osiągając najwyższy poziom od lipca 2016.

Na początku maja, bank centralny Czech (CNB) pozostawił stopy procentowe bez zmian, główną na 0,75%. Prezes banku, Jiri Rusonk, powiedział, że możliwa jest podwyżka stóp o 25 pb pod koniec roku, ale jeśli korona będzie się umacniać wolniej, to decyzja taka może zapaść wcześniej. CNB zakłada, że na koniec 2018 EURCZK wyniesie 25,0, podczas gdy my sądzymy, że będzie on nieco wyżej i w efekcie podwyżka stóp może nastąpić wcześniej.

## Rynek stopy procentowej – Powrót do niższych rentowności



### Na geopolitycznej huśtawce

Miniony tydzień to okres podwyższonej zmienności krajowych obligacji. Po względnie spokojnym poniedziałku, wtorek przyniósł informacje o planowanym przez USA wycofaniu się z umowy nuklearnej z Iranem. W reakcji na to doszło do gwałtownego umocnienia dolara i wyprzedzący aktywów części rynków wschodzących, w tym krajowych obligacji. W konsekwencji rentowności krajowych papierów przesunęły się w górę o 10-12 pb w segmencie 5-10L i 4 pb w segmencie 2L (na przestrzeni jednego dnia). W drugiej połowie tygodnia spadek napięcia geopolitycznego, po opublikowaniu informacji o zaaranżowaniu spotkania Trump-Kim Dzong Un, i osłabienie dolara pozwoliło odzyskać krajowym obligacjom około połowy, poniesionych w pierwszej części tygodnia strat. Pewnym wsparciem dla ruchu dochodowości w dół była publikacja danych o inflacji w USA w kwietniu, gdzie większość miar zaskoczyła w dół.

### Czekając na dane inflacyjne

W tym tygodniu spodziewamy się kontynuacji spadków dochodowości na krajowym rynku długu, w ramach odreagowania po wyprzedzący z pierwszej dekady maja. Naszym zdaniem pewne przejaśnienia horyzontu geopolitycznego powinny sprzyjać osłabieniu dolara, a konsekwencji poprawie nastawienia do rynków naszego regionu. Wspierać krajowy dług powinny także publikacje danych o inflacji z Eurostrefy, gdzie spodziewamy się odczytu równego oczekiwaniom lub nieco słabszego (wskazuje na to zawartość badań koniunktury).

Większość wydarzeń krajowych zapowiedzianych na ten tydzień powinna mieć neutralny wpływ na dług (PKB, inflacja, spotkanie RPP). Publikacja danych o PKB w I kw., z punktu widzenia inwestorów, będzie miała charakter wyłącznie historyczny. W przypadku konferencji RPP nie spodziewamy się jakichś zaskoczeń, a co za tym idzie nie wpłynie ona krajową krzywą. Podobnie krajowe dane inflacyjne powinny mieć znikomy wpływ na dług. Nawet jeśli doszłoby do zaskoczenia odczytem w górę (co wydaje się mało prawdopodobne) to jego źródłem będą najprawdopodobniej ceny paliw, a to nie powinno wyrzucić wrażenia na inwestorach.

### Ceny ropy mogą być czynnikiem ryzyka

Jednym elementem ryzyka dla dalszego schodzenia krzywej w dół pozostaje publikacja danych o płacach (zaplanowana na 18 maja), gdzie możemy się spodziewać zaskoczenia w górę. Jednak sądzimy, że przecena którą może ona wywołać będzie miała nieznaczną skalę i charakter przejściowy.

W kolejnych tygodniach wierzymy w utrzymanie umiarkowanie pozytywnego nastroju dla długu. Dane o produkcji przemysłowej w kwietniu, choć lepsze niż odczyty za marzec, będą w znacznym stopniu zdeterminowane przez czynniki sezonowe. W przypadku pozostałych danych, których publikacji spodziewamy się do końca miesiąca, oczekujemy odczytów pozytywnych (PMI, Ifo) lub neutralnych (krajowa sprzedaż detaliczna, niemieckie PKB za I kw.) z punktu widzenia rynku długu.

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)