

# Tygodnik ekonomiczny

## Co powie Fitch?

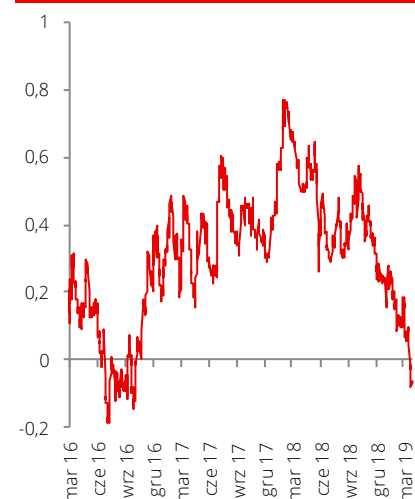
### Kluczowe wydarzenia tygodnia

- Dzisiaj wieczorem **przeгляд polskiego ratingu może przedstawić Fitch**. Naszym zdaniem agencja nie zmieni oceny kredytowej ani perspektywy, ale w komunikacie znajdzie się zapewne szerszy komentarz nt. potencjalnych skutków nowych obietnic wyborczych PiS. Wstępny komentarz na ten temat pojawił się na początku marca i sygnalizował wyraźną zmianę prognoz deficytu i długu publicznego. Od tego czasu analiza została zapewne pogłębiona, czego efektem jest m.in. podniesienie przez Fitch w tym tygodniu prognoz PKB. Przy ostatnim oficjalnym przeglądzie ratingu w październiku ub.r. analitycy agencji stwierdzili, że jakiegokolwiek sygnały tego, że maleje istotność kotwicy fiskalnej w postaci limitu deficytu 3% PKB mogą negatywnie wpływać na rating. Nie można wykluczyć, że piątkowy komunikat zwróci na to jeszcze większą uwagę. Zmiana tonu komunikatu bez zmiany perspektywy ratingu, nie wywoła raczej istotnej reakcji rynku.
- **Temat Brexitu nie daje o sobie zapomnieć**. Dzisiaj kolejne głosowanie w sprawie umowy z EU. Jeśli Izba Gmin poprze umowę, to prawdopodobnie do uporządkowanego Brexitu dojdzie 22 maja. W przeciwnym wypadku wszystkie opcje wciąż pozostają otwarte a datą bezumownego Brexitu będzie 12 kwietnia.
- **W kraju posiedzenie RPP**. Stopy pozostaną bez zmian, ale w polskiej polityce pieniężnej robi się trochę ciekawiej. Ostatnio aż pięcioro członków RPP stwierdziło, że stabilności stóp po 2019 r. nie można już zagwarantować ze względu na pakiet stymulacji fiskalnej. Niemniej, w tym gronie nie ma prezesa Glapińskiego, a to on nadaje zwykle ton konferencji RPP. Dlatego oficjalna retoryka Rady pozostanie zapewne niezmienną w najbliższym czasie, a deklaracje Prezesa NBP o stabilności stóp do 2022 r. mogą się powtarzać. **Ponadto GUS opublikuje szacunek długu i deficytu publicznego za 2018 r.**
- Poznamy też sporo danych, które rzucą więcej światła na perspektywy globalnej gospodarki i polityki pieniężnej: PMI dla Polski i innych krajów, statystyki z Niemiec (zamówienia, produkcja przemysłowa) oraz USA (przede wszystkim zatrudnienie poza rolnictwem, sprzedaż detaliczna, zamówienia na dobra trwałe użytku). Przewidujemy stabilizację PMI na niskim poziomie z lutego (47 pkt) i jednocześnie przypominamy, że wskazania PMI nie są dobrymi predyktorami sytuacji w polskim przemyśle, szczególnie w ostatnich miesiącach. Z kolei o ile niemieckie wskaźniki PMI wciąż wieszczą kryzys, to w realnych danych widać załężki odbicia.

### Wnioski rynkowe

- Sądzymy, że konferencja RPP zaplanowana na środę nie będzie miała wpływu na rynek, a inwestorzy skupią się na wydarzeniach globalnych. Wierzymy, że na początku tygodnia dojdzie do realizacji zysków na rynkach długu. W horyzoncie połowy tygodnia spodziewamy się wyhamowania wzrostowego ruchu na rentownościach za sprawą publikacji danych o zamówieniach i produkcji w niemieckim przemyśle, gdzie nie spodziewamy się pozytywnego zaskoczenia. Końcówka tygodnia upłynie pod znakiem oczekiwania na dane o zmianie zatrudnienia w sektorach pozarolniczych w USA, gdzie po słabym lutym spodziewamy się odbicia. Jednak w ich wypadku negatywny wpływ na dług będzie naszym zdaniem umiarkowany.
- W przypadku EURPLN spodziewamy się korekty w dół, w reakcji na oczekiwane odbicie EURUSD w ramach korekty ruchu z mijającego tygodnia. Sądzymy, że umocnieniu euro i w konsekwencji złotego sprzyjać powinny dane PMI z Eurostrefy. Jeśli okażą się być zgodne z oczekiwaniami, mogą zostać przyjęte pozytywnie przez inwestorów mających długą pozycję w EUR i PLN. Publikacja danych z rynku pracy w USA powinna zaskoczyć pozytywnie i w konsekwencji zahamować ruch w górę EURUSD i umocnienie złotego.

### Rentowność niemieckich obligacji 10L %



Źródło: ThomsonReuters, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 Strona www: skarb.santander.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, CFA** 22 534 18 84

## Ostatni tydzień w gospodarce

W ostatnim tygodniu poznaliśmy sporo informacji, które rzucają nieco więcej światła na **perspektywy inwestycji w 2019 r. Jak na razie, ulegają one pogorszeniu.**

Minister finansów Teresa Czerwińska podkreśliła swoje **przywiązanie do przestrzegania stabilizującej reguły wydatkowej i 3% limitu deficytu.** W Ministerstwie trwa przegląd dochodów i wydatków, by sfinansować nowy program fiskalny. Naszym zdaniem, jeśli dojdzie do cięć wydatków, to inwestycje będą pierwszą ofiarą. Ponadto, Ministerstwo będzie wywierać presję na spółki kontrolowane przez Skarb Państwa, żeby zmaksymalizować wypłatę dywidendy, co również może ujemnie wpłynąć na ich skłonność do inwestowania.

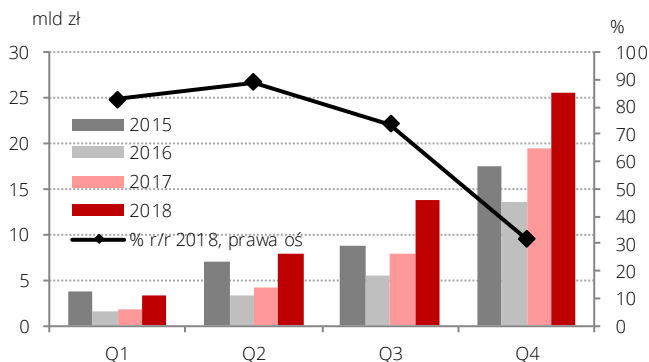
W IV kw. **inwestycje samorządów wzrosły o 31% r/r** i dodały ok. 4 punkty procentowe do wzrostu inwestycji ogółem (z 6,7%). Za ok. 60% z tego wzrostu odpowiedzialny był skok w wykorzystaniu funduszy unijnych. Dynamika inwestycji w samorządach jest wysoka i pewnie siłą rozpędu początek 2019 r. też może być dobry. Jednak na cały 2019 r. samorządy planują spadek inwestycji wobec 2018 r., więc dla danych całorocznych spodziewamy się raczej ujemnego wkładu z tego sektora.

Przeprowadzana co pół roku **ankieta inwestycyjna** pokazuje zmniejszenie planów firm na 2019 r. Inwestycje miałyby w tym roku wzrosnąć o 4,1% zamiast wskazywanych w październiku 5,5% r/r. Wyraźnie spadły wskazania firm zatrudniających 10-49 osób (planują zmniejszenie nakładów inwestycyjnych o ok. 40%), za to wzrosły plany firm zatrudniających 250-499 osób (wzrost o 13,4% zamiast sygnalizowanej pół roku temu delikatnej redukcji nakładów). Firmy największe nadal planują przeznaczyć na inwestycje kilkanaście procent więcej niż w 2018 r. Słabsze plany inwestycyjne pasują do gorszych **wyników przedsiębiorstw niefinansowych z IV kw. 2018.** Wynik finansowy spadł o 33,4% r/r w ujęciu brutto i o 40% r/r w ujęciu netto (najmocniej od 2012 r.). Wzrost przychodów spowolnił do 5,6% r/r, o wiele bardziej niż wzrost kosztów (7,5% r/r, wciąż podbijany przez materiały, energię i płace). Relacja wyniku finansowego brutto do przychodów ogółem, który przybliży zachowanie marż przedsiębiorstw, wyraźnie spadła do 2,9%, najniższej od IV kw. 2014 r., z ok. 5% średnio w poprzednich kwartałach. Dane potwierdzają naszą ocenę, że postępuje proces kompresji marż, co powinno wytwarzać presję w górę na inflację. **Inwestycje w największych firmach** również nieco spowolniły, do 11,9% r/r z 15,7% r/r, głównie ze względu na spadek nakładów na budynki, przy mocnym przyśpieszeniu inwestycji w środki transportu.

Wstępny odczyt **inflacji CPI w marcu pokazał wzrost do 1,7% r/r z 1,2% r/r** w lutym, nieco więcej od konsensusu rynkowego i zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Oczekiwaliśmy, że żywność podrożeje nieco mocniej niż zwykle w tym miesiącu, a odczyt okazał się jeszcze o oczko wyższy (0,4% m/m). Na podstawie skąpych informacji, które GUS publikuje we wstępnym odczycie szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do 1,3% r/r z 1,0% r/r i była najwyższa od października 2013 r. i zdecydowanie nie był to ostatni wzrost w tym roku. Naszym zdaniem do połowy roku inflacja bazowa może dojść do 1,7% r/r a do grudnia do 2,5% r/r. Główny wskaźnik CPI powinien natomiast zbliżyć się do 2,0-2,5% r/r pod koniec roku. Marcowy odczyt CPI nie zmienia sytuacji jeśli chodzi o perspektywy polityki pieniężnej i jest mniej więcej zgodny z marcową projekcją NBP, ale ostatnio **pięciu z dziesięciu członków RPP wyraziło opinię, że nie można zagwarantować stabilności stóp procentowych** w obliczu nowego programu stymulacji fiskalnej.

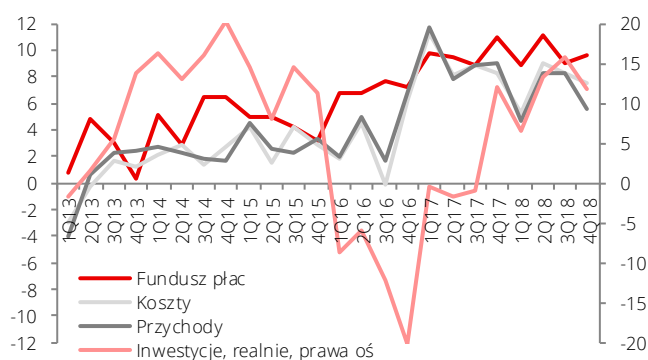
W 2018 r. **samorządy zanotowały deficyt wynoszący 7,3 mld zł** wobec deficytu 0,3 mld zł w 2017 r. Naszym zdaniem ostateczny wynik sektora GG może okazać się nieznacznie wyższy niż 0,5% PKB.

## Kwartalne inwestycje w samorządach, mld zł



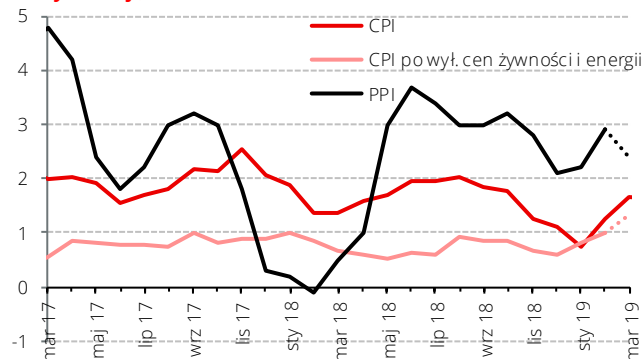
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

## Wyniki przedsiębiorstw niefinansowych, % r/r



Źródło: GUS, Santander

## Miary inflacji, % r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Przez większą część tygodnia EURPLN pozostawał stabilny, nie reagując trwale na wypowiedzi szefa EBC o potencjalnie negatywnym wpływie ujemnych stóp depa na sektora bankowy. Również będące tego pochodną umocnienie dolara nie wywarło większego wpływu na EURPLN. W końcu tygodnia złoty osłabił się, w efekcie w skali tygodnia EURPLN przesunął się z 4,2920 do 4,3030.

**Rynek stopy procentowej** Ostatni tydzień upłynął pod znakiem spadków dochodowości na globalnych i krajowym rynku długu. Początek ruchu dała publikacja wstępnych danych PMI w Eurostrefie, zaś wyzwaczem największych zmian była wypowiedź prezesa EBC Mario Draghiego. Powiedział on, że przy kształtowaniu polityki monetarnej należałoby wziąć pod uwagę negatywny wpływ ujemnych stóp procentowych na sektor bankowy. Zostało to odebrane przez rynki jako sygnał obaw o poważniejsze, niż do tej pory sygnalizował EBC, pogorszenie koniunktury w Eurostrefie. W konsekwencji doszło do wyraźnych spadków dochodowości obligacji na rynkach bazowych. W ślad za tym krzywa krajowa przesunęła się w dół o 5 pb w segmencie 5-10L. Część tego ruchu została wymazana w końcu tygodnia, gdy inwestorzy realizowali zyski. Krótki koniec podniósł się o 1-2 pb w skali tygodnia.

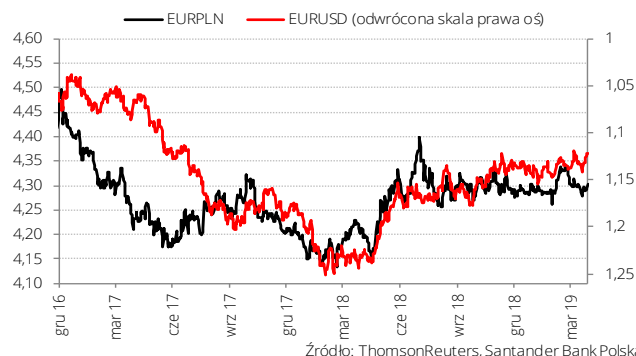
### Kluczowe wydarzenia

W tym tygodniu kluczowymi wydarzeniami dla rynków będą dane o zmianie zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (publikacja w piątek) oraz dane ADP z rynku pracy z USA (w środę). Pewne znaczenie mogą mieć także dane o nowych zamówieniach w niemieckim przemyśle (czwartek). Inwestorzy mogą też patrzeć na dane PMI z Europy. Sądzimy, że konferencja RPP zaplanowana na środę nie będzie miała wpływu na rynek.

**Rynek FX** W przypadku EURPLN spodziewamy się korekty w dół, w reakcji na oczekiwane odbicie EURUSD w ramach korekty ruchu z mijającego tygodnia. Sądzimy, że umocnieniu euro i w konsekwencji złotego sprzyjać powinny dane PMI z Eurostrefy. Jeśli okażą się być zgodne z oczekiwaniami, mogą zostać przyjęte pozytywnie przez inwestorów mających długą pozycję w EUR i PLN. Publikacja danych z rynku pracy w USA powinna zaskoczyć pozytywnie i w konsekwencji zahamować ruch w górę EURUSD i umocnienie złotego.

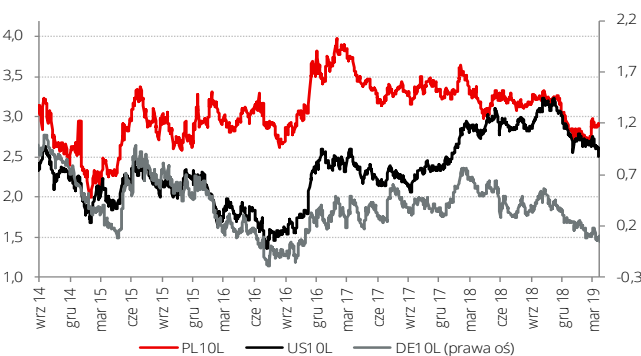
**Rynek stopy procentowej** Wierzymy, że na początku tygodnia dojdzie do realizacji zysków na globalnych i krajowym rynku długu. W przypadku obligacji krajowych dobre tło stanowić może zaplanowana na 29 marca 2019 rewizja ratingu. W horyzoncie połowy tygodnia spodziewamy się wyhamowania wzrostowego ruchu na rentownościach za sprawą publikacji danych o zamówieniach i produkcji w niemieckim przemyśle, gdzie nie spodziewamy się pozytywnego zaskoczenia. Końcówka tygodnia upłynie pod znakiem oczekiwania na dane o zmianie zatrudnienia w sektorach pozarolniczych w USA, gdzie po słabym lutym spodziewamy się odbicia. Jednak w ich wypadku negatywny wpływ na dług będzie naszym zdaniem umiarkowany. W perspektywie kolejnego tygodnia zaplanowana jest konferencja EBC, która powinna przywrócić dobry nastrój na rynku długu.

### EURPLN i EURUSD

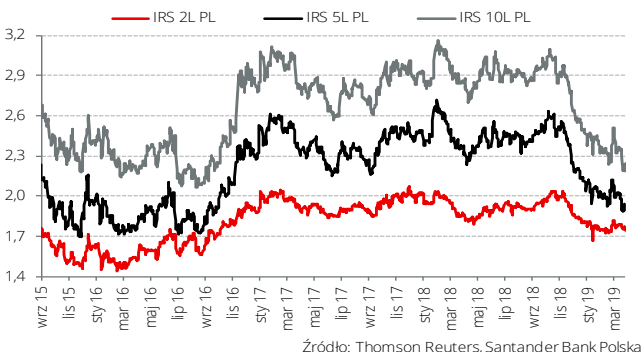


Źródło: ThomsonReuters, Santander Bank Polska

### Rentowności polskich niemieckich i amerykański obligacji 10L

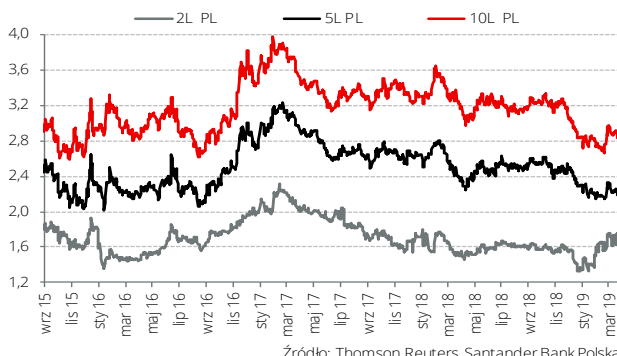


### Stawki IRS (pb)



Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

### Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
<b>PONIEDZIAŁEK (1 kwietnia)</b>							
09:00	PL	PMI przemysł	III	pkt	47,3	47,0	47,6
09:55	DE	PMI przemysł	III	pkt	44,7		44,7
10:00	PL	Deficyt sektora finansów publicznych	2018	% PKB	0,8	0,7	1,4
10:00	PL	Dług sektora finansów publicznych	2018	% PKB	-	48,5	50,6
10:00	EZ	PMI przemysł	III	pkt	47,6		47,6
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	III	% r/r	1,5		1,5
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	II	%	7,8		7,8
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	0,3		0,2
16:00	US	ISM przemysł	III	pkt	54,3		54,2
<b>WTOREK (2 kwietnia)</b>							
09:00	CZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	2,8		2,8
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	II	% m/m	-1,2		0,3
<b>ŚRODA (3 kwietnia)</b>							
	PL	Decyzja RPP		%	1,5	1,5	1,5
03:45	CN	PMI usługi	III	pkt	52,3		51,1
09:55	DE	PMI usługi	III	pkt	54,9		54,9
10:00	EZ	PMI usługi	III	pkt	52,7		52,7
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	0,1		1,3
14:15	US	Raport ADP	III	tys.	180,0		183,0
16:00	US	ISM usługi	III	pkt	58,0		59,7
<b>CZWARTEK (4 kwietnia)</b>							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	II	% m/m	0,3		-2,6
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	30/03/2019	tys.	220,0		211,0
<b>PIĄTEK (5 kwietnia)</b>							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	II	% m/m	0,5		-0,8
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	0,0		5,0
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	III	tys.	175,0		20,0
14:30	US	Stopa bezrobocia	III	%	3,8		3,8

Źródło: Reuters, Parkiet, Bloomberg, Santander Bank Polska

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska 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. Santander Bank Polska 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. Santander Bank Polska 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 Santander Bank Polska 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: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl