

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 17 – 23 lipca 2017

Czerwcowe dane o inflacji potwierdziły, że zaskakujący spadek CPI do 1,5% r/r to głównie sprawka cen żywności i paliw, a inflacja bazowa utrzymała się na poziomie 0,8%. Na najbliższym posiedzeniu Sejmu (wtorek-czwartek) mogą się rozstrzygnąć losy nowej „opłaty drogowej”, ale jej wpływ na inflację może się okazać osłabiony i rozłożony w czasie, jeśli państwowe spółki Orlen i Lotos wezmą (przynajmniej początkowo) część kosztów na siebie, jak deklarują niektórzy politycy. Prędzej czy później nowa opłata zapewne przełoży się w pełni na ceny detaliczne, ale spada ryzyko, że będzie to wpływ „szokowy”. W efekcie, moment wzrostu CPI powyżej 2% raczej przesuwają się ponownie na 2018 r.

W najbliższym tygodniu w kalendarzu dominują krajowe publikacje danych. We wtorek płace i zatrudnienie, w środę produkcja przemysłowa i budowlana oraz sprzedaż detaliczna, w piątek podaź pieniądza. W czerwcu ponownie liczba dni roboczych była mniejsza niż przed rokiem, więc odczyty raczej nie będą imponujące, potwierdzając, że tempo wzrostu PKB w II kwartale zapewne lekko spowolniło z 4,0% r/r w I kw. Wydarzeniem tygodnia będzie zapewne decyzja EBC w czwartek. Zmian w polityce pieniężnej na tym posiedzeniu nikt się raczej nie spodziewa, ale ton wypowiedzi Mario Draghiego na konferencji prasowej będzie pilnie analizowany w kontekście niedawnych kontrowersji nt. tego, czy jego poprzednie bardziej jastrzębie komentarze były poprawnie zinterpretowane przez rynek. Wydaje się, że niższa inflacja i brak presji płacowej w Europie, a w szczególności mocne euro, będą zniechęcać EBC do zbyt szybkiego skręcania w kierunku bardziej jastrzębiej retoryki. W tej sytuacji możliwe jest odreagowanie ostatniej wyprzedaży na rynkach obligacji. Dobrym wstępem do tego odreagowania były ostatnie słabsze dane z USA.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (17 lipca)</b>							
11:00	EZ	CPI	VI	% r/r	1,3	-	1,4
<b>WTOREK (18 lipca)</b>							
11:00	GE	Indeks ZEW	VII	pkt	88,0	-	88,0
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,9	-	0,9
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VI	% r/r	5,0	4,6	5,4
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VI	% r/r	4,3	4,2	4,5
<b>ŚRODA (19 lipca)</b>							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	VI	% r/r	3,9	3,9	9,1
14:00	PL	Produkcja budowlana	VI	% r/r	9,8	9,5	8,4
14:00	PL	PPI	VI	% r/r	2,1	2,1	2,5
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych	VI	% r/r	6,0	5,5	8,4
14:30	US	Rozpoczęcie budowy domów	VI	% m/m	5,8	-	-5,5
14:30	US	Pozwolenie na budowę domów	VI	% m/m	3,0	-	-4,9
<b>CZWARTEK (20 lipca)</b>							
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,0	-	0,0
14:30	US	Indeks Philly Fed	VII	pkt	23,4	-	27,6
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	245	-	247
<b>PIĄTEK (21 lipca)</b>							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	VI	% r/r	5,9	5,7	6,2

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

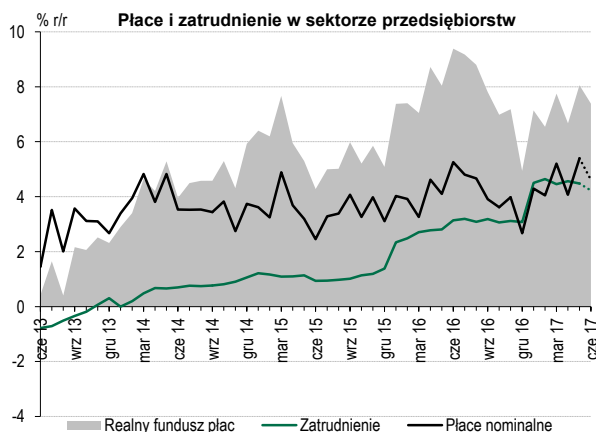
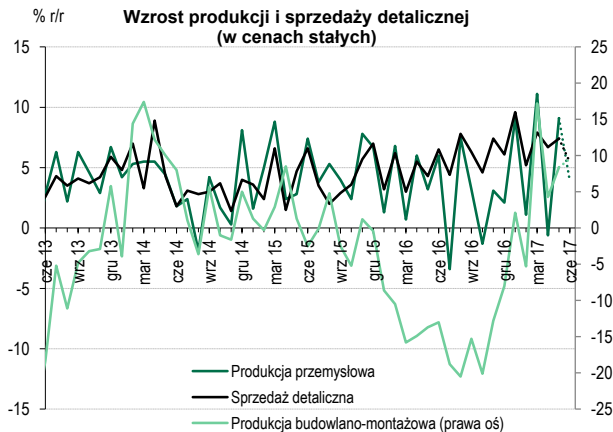
#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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  
 Izabela Sajdak, CFA 22 534 18 86  
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

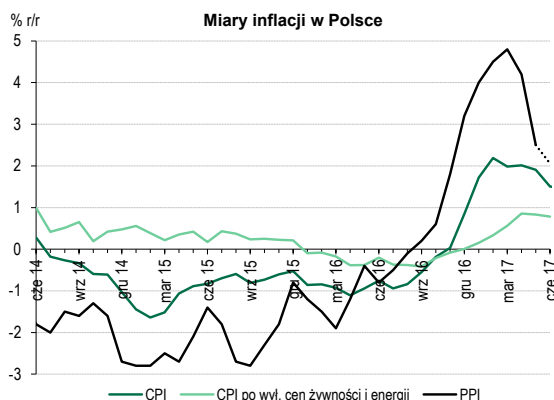
Poznań 61 856 5814/30  
 Warszawa 22 586 8320/38  
 Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia najbliższego tygodnia – Sporo krajowych danych makro



- Najbliższy tydzień będzie obfitował w krajowe publikacje. Efekt dni roboczych w czerwcu znowu był negatywny (-1 r/r vs +1 w maju) co odbije się na statystykach. Warto zauważyć, że piątek po Bożym Ciele zachęcał do brania urlopów, co wg nas obniżyło efektywną liczbę dni roboczych w miesiącu.
- Oczekujemy spowolnienia wzrostu produkcji przemysłowej w czerwcu do 3,9% r/r, głównie z powodu efektu dni roboczych. Zjawisko to zaważy też na realnej sprzedaży detalicznej, która wg nas wzrosła o 5,5% r/r. Jednak w obu przypadkach sądzimy, że ogólny trend (po oczyszczeniu z różnic w dniach roboczych) pozostał jednak pozytywny.
- Nieco ciekawsze mogą być dane o produkcji budowlanej, jako że jest ona mniej podatna na efekt dni roboczych i w maju zaskoczyła w dół. Sytuacja w sektorze budowlanym jest jednym z indykatorów tendencji w inwestycjach, a więc utrzymanie się tej dynamiki poniżej oczekiwań sugerowałoby dalsze opóźnienie w ożywieniu inwestycji.
- Oczekujemy spowolnienia wzrostu płac w czerwcu z 5,4% r/r do 4,6% r/r. Przypomnijmy, że wysoki majowy wynik przypisujemy czynnikom jednorazowym. Warto przyrzeć się tendencjom w zatrudnieniu, ponieważ ostatnie dane z rynku pracy sugerowały, że pozytywne tendencje wygasają.
- Szacujemy, że wzrost PPI obniżył się do 2,1% r/r z 2,5% r/r. Niski wzrost cen producentów wynika ze spadku cen surowców, szczególnie ropy naftowej (10% m/m dla w ujęciu złotowym).
- Oczekujemy lekkiego spowolnienia wzrostu podaży pieniądza do 6,2% r/r z 5,7%. Jesteśmy ciekawi, czy utrzyma się widoczny w maju odpływ depozytów. Na to zjawisko zwracał ostatnio uwagę członek RPP E. Gatnar, jako przykład efektu ujemnych realnych stóp procentowych.

## Ostatni tydzień w gospodarce – CPI w dół w czerwcu, obroty bieżące poniżej oczekiwań



- Za spadkiem inflacji CPI w czerwcu do 1,5% r/r z 1,9% w maju stały zmiany cen transportu (paliwa potaniały o 4,1% m/m + mieliśmy do czynienia z wysoką bazą czerwca 2016 r.) podczas gdy zmiany w innych kategoriach były minimalne. Inflacja bazowa bez cen żywności i energii wyniosła 0,8% r/r. Spodziewamy się stabilizacji inflacji ok. 1,5% r/r w kolejnych miesiącach, przy czym ryzyko jest asymetryczne w górę przez możliwe wprowadzenie opłaty drogowej.
- Polskie majowe saldo obrotów bieżących wyniosło -179 mln € przy konsensusie +335 mln €. Wszystkie składowe salda były niższe od naszych prognoz, zwłaszcza na rachunku dochodów pierwotnych. Dane o handlu pokazały przyspieszenie wzrostu eksportu i importu, do odpowiednio 14,5% r/r i 19,1% r/r z 1,4% i 3,3%. Naszym zdaniem ich wzrost utrzyma się na wysokim poziomie w tym roku, choć dynamika importu będzie wyższa.

## Cytat tygodnia – Ujemne realne stopy powodem do podwyżek

**Grażyna Ancyparowicz, członkini RPP, 12 lipca, PAP**

Prognozy nie wskazują na taką konieczność [podwyżki stóp]. Do podniesienia stóp NBP może jednak dojść w sytuacji, gdy inflacja bazowa będzie nadal rosła pod wpływem napięć na rynku pracy (...). Jednak, nawet jeśli tak się stanie, nastąpi to raczej dopiero w drugiej poł. 2018 r.

**Eugeniusz Gatnar, członek RPP, 12 lipca, PAP**

Jeżeli te negatywne skutki ujemnych realnych stóp procentowych będą się nasilać (...) to będzie to dla mnie argumentem za rozważeniem podwyżki stóp nawet pod koniec tego roku. Drugim czynnikiem, który mógłby mnie do tego skłonić, jest szybszy od oczekiwań wzrost inflacji i przekroczenie celu NBP.

**Eryk Łon, członek RPP, 10 lipca, PAP**

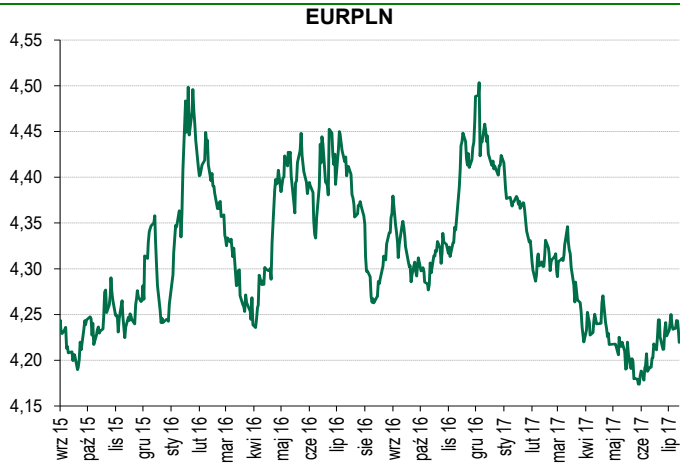
Nie ma obecnie potrzeby dokonywania zmian stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego.

**Łukasz Hardt, członek RPP, 10 lipca, Bloomberg**

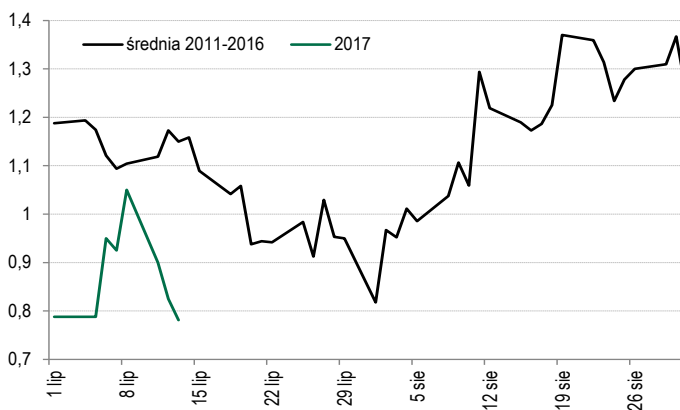
Jeśli kolejne projekcje pokażą, że realne stopy procentowe pozostają ujemne w 2018 r., pojawiają się próby zaostreżenia polityki na początku roku.

Rosnąca rozbieżność opinii wśród członków RPP stała się faktem. Kilku bankierów centralnych (Gatnar, Hardt i Zubelewicz) jest już zniecierpliwionych ujemnymi realnymi stopami procentowymi i naszym zdaniem to właśnie oni rozpoczną dyskusję o podwyżkach stóp procentowych w 2018 r. Wprawdzie wizję podwyżek już w tym roku należy raczej włożyć między bajki, ale naszym zdaniem wzrost CPI skłoni RPP do podwyżek stóp pod koniec 2018 r. Odrobinę bardziej jastrzębie nastroje w RPP, w połączeniu z podobnymi sygnałami z FOMC i EBC, przesunęły wycenę rynkową podwyżek w Polsce na IV kw. 2018 z I kw. 2019. Inni członkowie RPP, jak Ancyparowicz czy Łon, zdają się podążać za wizją prezesa Glapińskiego, który nie widzi potrzeby podwyższenia stóp nawet w 2018 r.

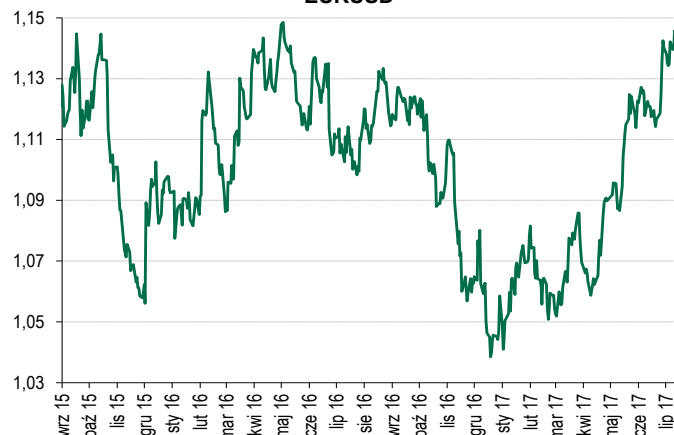
## Rynek walutowy – W oczekiwaniu na sygnał



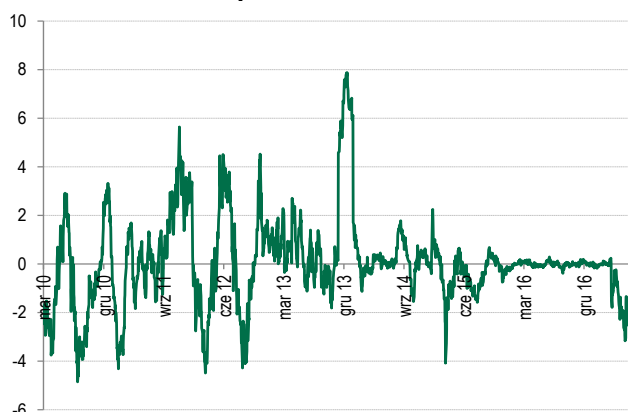
3-miesięczny risk reversal EURPLN



EURUSD



3-miesięczna % zmiana EURCZK



## W oczekiwaniu na sygnał

W zeszłym tygodniu zmienność na polskim rynku walutowym była bardzo niewielka. Globalny nastrój był dość optymistyczny, co pozwoliło kursowi EURPLN obniżyć się do 4,215 z 4,238, ale i tak pozostał on w przedziale 4,20-4,26 obserwowanym od połowy czerwca. USDPLN utrzymał się blisko 3,70. Warto zanotować, że zakres wahań kursu EURPLN z ostatnich czterech tygodni jest najmniejszy w historii, co dobrze oddaje atmosferę wyczekiwania na impuls, który zainicjowałby kierunkowy ruch.

Na początku lipca zaprezentowaliśmy sezonową zależność, według której EURPLN zazwyczaj spada w lipcu, podczas gdy sierpień przynosi odbicie. Drugi wykres pokazuje, że to samo dotyczy zmienności kursu.

W tym tygodniu poznamy dużo ważnych danych o aktywności ekonomicznej w Polsce. Pokażą one zapewne wyraźne pogorszenie w stosunku do poprzedniego miesiąca, ale nasze prognozy są blisko konsensusu, więc ewentualny negatywny wpływ tych odczytów na złotego powinien być ograniczony.

Na globalnym rynku kluczowym wydarzeniem będzie zapewne decyzja EBC i w naszej ocenie wynik posiedzenia banku centralnego może być istotny również dla złotego. Ostatnie tygodnie pokazały, że krajowa waluta jest wrażliwa zarówno na gołębie jak i jastrzębie sygnały, co sugeruje, że czwartkowa konferencja prasowa może zainicjować wzrost wahań na rynku złotego.

## EURUSD wciąż wysoko

EURUSD utrzymał się blisko wielomiesięcznych maksimum w pobliżu 1.15. Podobnie jak w przypadku złotego, ostatnie dwa tygodnie nie przyniosły znaczących zmian w notowaniach kursu.

EURUSD pozostaje tuż poniżej górnego ograniczenia konsolidacji, w której kurs porusza się od 2015 r. i wynik posiedzenia EBC może przesądzić o tym czy strefa 1.15-1.17 zostanie przebita już teraz.

## Forint i rubel zyskują, korona stabilna

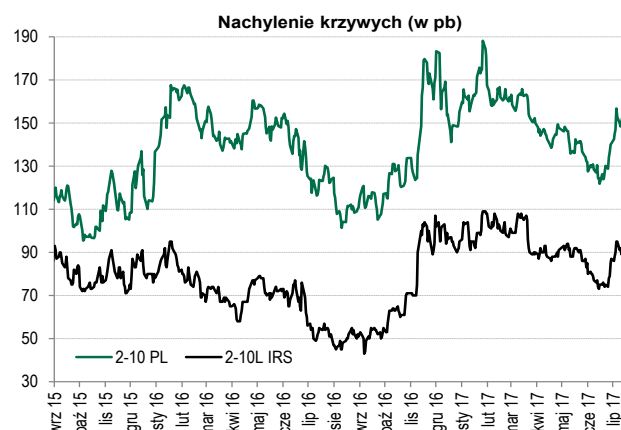
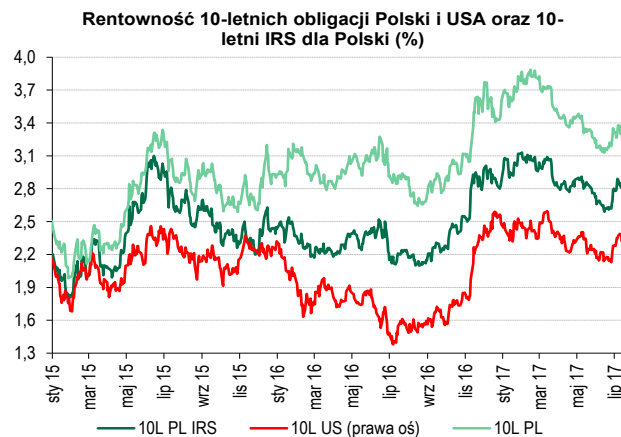
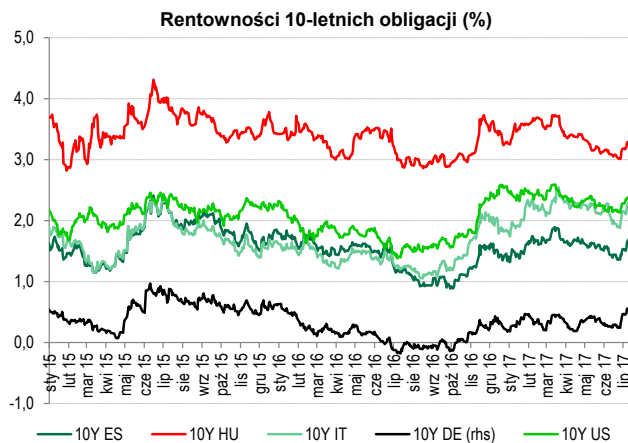
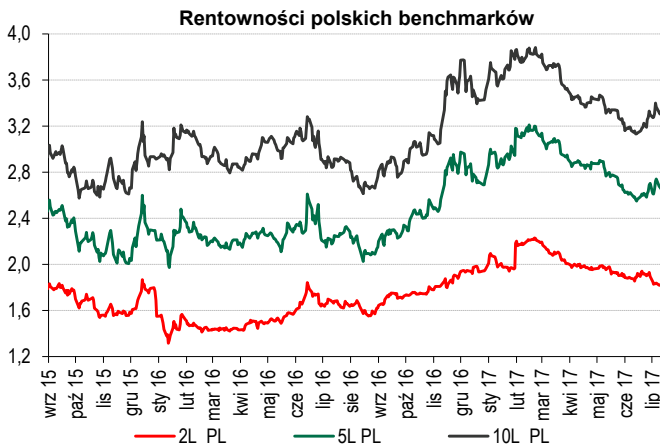
Pozytywny nastrój na globalnym rynku wsparł forinta i kurs EURHUF spadł z ponad 308 do 306, najniższego poziomu od połowy czerwca. Niższa od prognoz czerwcową inflacja (1,9% r/r vs konsensus rynkowy 2,0%) nie powstrzymała forinta przed wzmocnieniem.

W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie węgierskiego banku centralnego. Ostatnie dane inflacyjne powinny sprawić, że gołębia retoryka zostanie zachowana. EURHUF zbliżył się do lokalnego minimum na 305,5 i uważamy, że kurs nie spadnie poniżej tego poziomu, biorąc pod uwagę oczekiwany wynik posiedzenia banku centralnego.

Kurs EURCZK już drugi tydzień z rzędu nie uległ dużym zmianom i utrzymał się lekko powyżej 26,0. W połowie czerwca korona czeska zyskała tymczasowo ok. 3% względem euro gdyż na początku kwietnia Narodowy Bank Czeski uwolnił kurs EURCZK. Czwarty wykres pokazuje, że 3-miesięczna zmiana procentowa EURCZK oddaliła się w ostatnim czasie od poziomów postrzeganych historycznie jako przesadzonych, co wzbudza w nas ostrożność wobec możliwości wznowienia tendencji aprecjacyjnej korony w krótkim okresie.

Przerwa w trendzie spadkowym cen ropy naftowej pozwoliła rublowi odrobić część ostatnich strat do dolara – kurs USDRUB spadł do około 59,5 z 61,0.

## Rynek stopy procentowej – EBC w centrum uwagi



## Spokojny tydzień za nami

▪ Ostatni tydzień na polskim rynku obligacji i IRS przebiegał spokojnie. Na krzywej obligacji najmocniejszy spadek był obserwowany na środku o 8 pb do 2,66%. Krzywa IRS wypłaszczyła się na środku i na długim końcu o ok. 6 pb. W efekcie 10-letni spread asset swap nieznacznie się rozszerzył do 51 pb.

▪ W ubiegłym tygodniu gołębie wystąpienie Janet Yellen przed amerykańskim Kongresem wsparły Treasuries, których rentowność spadła o ok. 5 pb do 2,32%. Globalne umocnienie obligacji spowodowało spadek rentowności długu na rynkach wschodzących z rentownością czeskich 10-latek spadającą o 14 pb do 0,977% oraz węgierskich o 13 pb do 3,03%.

## EBC przygotowuje rynki na ogłoszenie ograniczenia programu skupu aktywów?

▪ W tym tygodniu rynek skoncentruje się na czwartkowym posiedzeniu EBC. Według doniesień Wall Street Journal bank centralny ogłosi we wrześniu ograniczenie programu skupu aktywów (APP) na początku przyszłego roku.

▪ Ostatnie wypowiedzi członków EBC oraz poprawiające się dane makro w Europie pomogły uczestnikom rynku przygotować się na zmianę w polityce pieniężnej, która najprawdopodobniej przyjmie formę ograniczenia skupu aktywów. Jednak prognoza inflacji została ostatnio zrewidowana w dół, a EBC wciąż podkreśla, że presja cenowa w strefie euro jest zbyt słaba, aby bank centralny mógł zacieśnić politykę monetarną.

▪ Według ankiety Reuters'a, 47% analityków oczekuje, że we wrześniu EBC ogłosi ograniczenie miesięcznych zakupów obligacji z początkiem 2018.

## Polskie dane i bank Węgier w centrum uwagi

▪ W tym tygodniu poznamy sporo danych z kraju, które wg nas będą miały ograniczony wpływ na polskie rynkowe stawki. Długi koniec krzywych będzie zapewne podążał za Bundem, który z kolei będzie wrażliwy na komentarze w trakcie czwartkowej konferencji prasowej EBC. Jednocześnie sądzimy, że niższa podaż krajowych obligacji na rynku pierwotnym ograniczy potencjał wzrostowy rentowności i 10-letni spread rentowności PL-DE może się jeszcze obniżyć z obecnych ok. 275 pb.

▪ Oczekujemy, że węgierski bank centralny (MNB) utrzyma stopy procentowe bez zmian, w tym główną na 0,90%. Inflacja na Węgrzech spadła w czerwcu już czwarty miesiąc z rzędu i osiągnęła 1,9% r/r wobec 2,1%. Tempo wzrostu cen spowalnia i MNB jest zaniepokojony, że osiągnięcie celu 3% r/r może się oddalić do początku 2019. Oceniamy, że retoryka banku pozostanie gołębia, co może ciążyć węgierskim aktywom.

▪ Odczyt czerwcowej inflacji w Czechach (2,3% r/r) wzmocnił rynkowe oczekiwania na podwyżkę stóp w tym roku. Solidne dane o wzroście gospodarczym i płacach wspierają retorykę czeskiego banku centralnego. My oczekujemy podwyżki stóp w IV kw. 2017.

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)