

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 7 – 13 sierpnia 2017

W ubiegłym tygodniu EUR/PLN i obligacje nie podlegały dużym zmianom pomimo zaskakującego spadku PMI, wyższej od oczekiwań wstępnej inflacji za lipiec oraz komentarzom trzech agencji ratingowych na temat potencjalnych konsekwencji sporu Polski z Komisją Europejską dla ratingów. Patrząc globalnie, zmienność była wyższa w związku z dalszymi zyskami euro wobec dolara po kolejnych dobrych danych ze strefy euro i z politycznym zamieszaniem w USA w tle. Bank Anglii obniżył swoją projekcję wzrostu PKB czym pograżył funta.

W tym tygodniu będzie mało liczących się publikacji więc rynki mogą pozostać pod wpływem dobrego raportu o amerykańskim rynku pracy, szczególnie, że ostatnie dane z USA były raczej rozczarowujące. Konsekwencją przerwania złej passy w amerykańskich danych powinno być zatrzymanie trendu wzrostowego na EURUSD i wytworzenie presji w górę na rynkowe stopy procentowe. Z drugiej strony będziemy mieli kilka wystąpień członków FOMC, postrzeganych jako zwolennicy ostrożnej polityki, które mogą zneutralizować wpływ danych o zatrudnieniu w USA. W Polsce finalny odczyt inflacji za lipiec nie powinien różnić się od wstępnego wskazania. Nasza prognoza dla czercwowego salda na rachunku obrotów bieżących zakłada wyższy deficyt niż tego oczekuje rynek i te dane mogą zaszkodzić złotemu.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (7 sierpnia)</b>							
8:00	GE	Produkcja przemysłowa	VI	% m/m	0,2	-	1,2
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	VI	% r/r	7,0	-	8,1
<b>WTOREK (8 sierpnia)</b>							
8:00	GE	Eksport	VI	% m/m	0,2	-	1,5
9:00	HU	CPI	VII	% r/r	2,0	-	1,9
<b>ŚRODA (9 sierpnia)</b>							
9:00	CZ	CPI	VII	% r/r	2,3	-	2,3
<b>CZWARTEK (10 sierpnia)</b>							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	240
<b>PIĄTEK (11 sierpnia)</b>							
14:00	PL	CPI	VII	% r/r	1,7	1,7	1,5
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VI	mln €	-750	-1496	-179
14:00	PL	Eksport	VI	mln €	16 577	16 854	16 257
14:00	PL	Import	VI	mln €	16 457	16 862	16 457
14:30	US	CPI	VII	% m/m	0,2	-	0,0

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

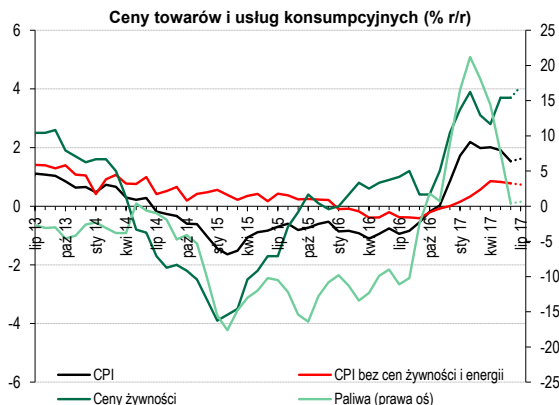
#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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  
 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

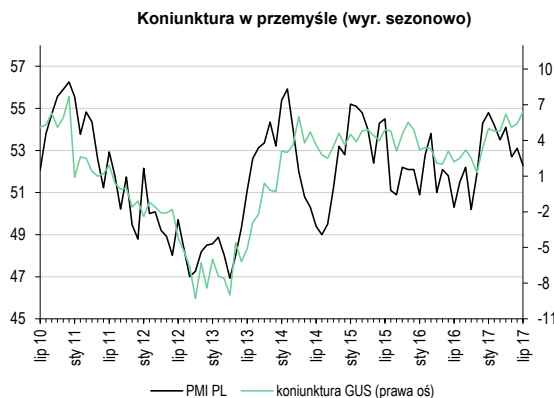
## Wydarzenia najbliższego tygodnia – Źródło wyższej inflacji



▪ Szacunkowy odczyt inflacji za lipiec zaskoczył w górę przyspieszając z 1,5% r/r do 1,7%, gdy my i rynek czekaliśmy na 1,6%. Być może za zaskoczeniem stoi efekt słabszych zbiorów owoców, ale ten czynnik powinien raczej oddziaływać na następne miesiące. Inną potencjalną przyczyną są kontynuowane wysokie wzrosty cen wieprzowiny i masła (ten pierwszy czynnik ma zasięg europejski, ten drugi – globalny). Wzrosty cen masła nie przeniosły się na ogół produktów mlecznych i może spowodować wyższy popyt na substytuty co stłumi wpływ tego produktu na CPI.

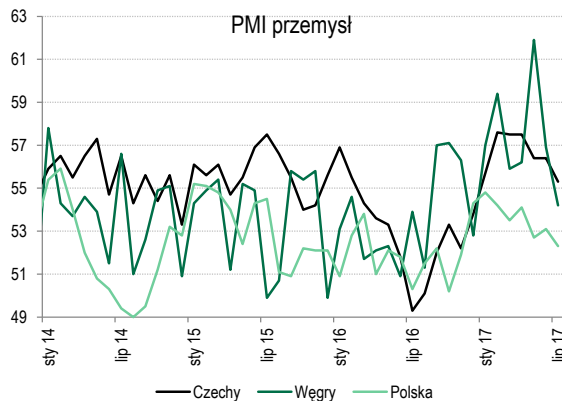
▪ Naszym zdaniem deficyt na rachunku obrotów bieżących wzrósł w czerwcu ze 180 mln EUR do 1,5 mld EUR, co oznaczałoby najwyższy jego poziom od dwóch lat. Jednak bilans handlowy prawdopodobnie pozostał w pobliżu zera a wzrosty eksportu i importu pozostały silne (według nas wyniosły odpowiednio 10,1% r/r i 15%).

## Ostatni tydzień w gospodarce – Przygał optymizm w biznesie, agencje ratingowe śledzą spór z UE



▪ Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu przetwórczego (52,3 pkt) był najniższym odczytem od ośmiu miesięcy, niższym od konsensusu wynoszącego 53,5 pkt i naszej prognozy 54,0 pkt. Ten wynik wyglądał bardzo słabo na tle utrzymującego się optymizmu na zachodzie Europy potwierdzonego finalnymi odczytami PMI oraz wcześniejszą publikacją indeksu Ifo. Podobnie rozczarowujące okazały się odczyty nastrojów w biznesie z Węgier i Czech. Spadek polskiego PMI za lipiec nie jest spójny ze wskazaniem innych podobnych wskaźników za ten okres, opublikowanych wcześniej przez GUS i Komisję Europejską. Subindeks produkcji spadł najniżej od dziewięciu miesięcy. Nowe zamówienia wciąż rosły, ale w najwolniejszym tempie od ośmiu miesięcy (przy czym ta słabość była kwestią wyłącznie zamówień krajowych). Na wysokim poziomie pozostał wskaźnik zatrudnienia. Zważywszy na optymizm w strefie euro i silne alternatywne miary nastrojów dla Polski uznajemy lipcową słabość PMI za zdarzenie jednorazowe.

▪ Komisja Europejska uruchomiła wobec Polski procedurę naruszenia prawa unijnego i oczekuje ustosunkowania się polskiego rządu i odpowiedzi w ciągu miesiąca na wszystkie zarzuty, które pojawiły się do tej pory. Zważywszy na to jakie możliwości wywierania presji ma KE i na to, że nałożenie sankcji wymaga jednomyślności wśród krajów UE wydaje nam się, że prawdopodobieństwo nałożenia na Polskę kar pozostaje niskie. Poza tym polski parlament ma wakacyjną przerwę w obradach, więc trudno liczyć na istotne polityczne zmiany w terminie wskazanym przez KE. Moody's uznał, że spór z KE stwarza ryzyko dla ratingu Polski, za to agencje Fitch i S&P uznały, że polityczne tarcia mogą przeszkadzać w ewentualnych podwyżkach ratingu.



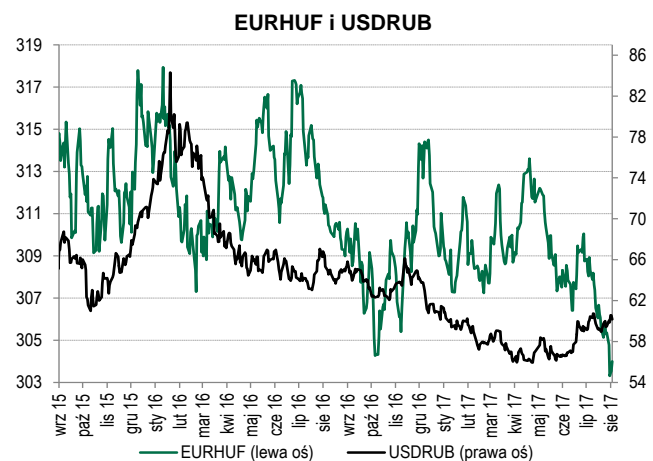
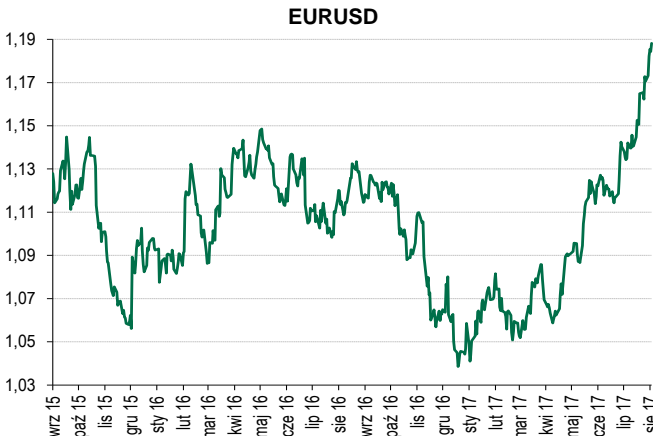
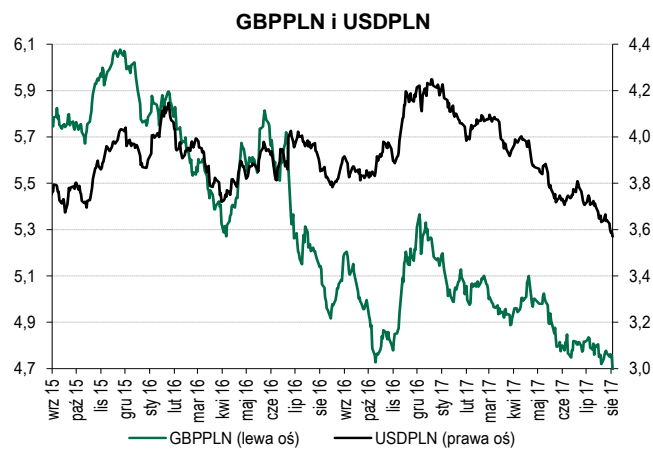
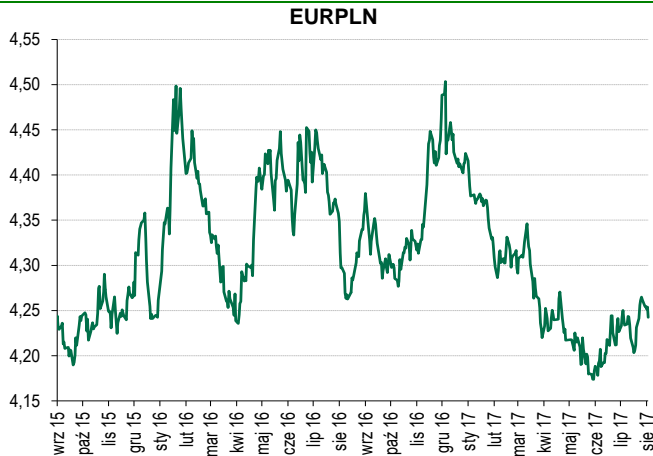
## Cytat tygodnia – Do podwyżek stóp potrzeba hiper-optymizmu

**Eryk Łon, członek RPP, 29 lipca 2017, „Parkiet”**

Uważam za dość prawdopodobne – choć oczywiście nie za pewne – że stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie jeszcze w 2018 r. Obserwowanie inflacji bazowej ma duże znaczenie, ale są też inne, równie ważne dla mnie czynniki, jak wskaźnik PMI i jego poszczególne składowe. Nie dostrzegam istotnych objawów przegrzania koniunktury ani sygnałów zapowiadających jej przegrzanie w tym lub przyszłym roku. W związku z tym polityka pieniężna nie powinna obecnie nastrojów uczestników życia gospodarczego tłumić. Natomiast ich ewentualne pogorszenie – np. spadek wskaźnika PMI poniżej 50 pkt – mogłoby spowodować u mnie powrót do myślenia o obniżce stóp, na co się jednak na razie nie zanosi. Jeśli zaś chodzi o kwestię ujemnych (realnych) stóp procentowych, to moje stanowisko jest wielowątkowe.

Wypowiedź prof. Eryka Łona pokazuje, że pozostaje on zwolennikiem bardzo łagodnej i ostrożnej polityki monetarnej. Prezentowana przez niego opinia (jeszcze zanim znany był wstępny odczyt CPI za lipiec), że presja inflacyjna „nie jest bardzo znacząca” pozostaje w dużym kontraście z obawami innego członka RPP, prof. Eugeniusza Gatnara (wywiad w „Parkiecie” z dn. 18 lipca 2017), że „inflacja przyspieszy bardziej niż zakłada projekcja DAE”. Prof. Gatnar uważa, że „gdyby inflacja miała wrócić do celu pod koniec 2019 r., to stopy procentowe należałoby podwyższyć w pierwszej połowie 2018 r. Być może nawet na początku”. Według nas większości RPP wciąż bliżej do podejścia prof. Łona a także prezesa NBP Adama Glapińskiego i w konsekwencji do podwyżki stóp może dojść dopiero za ponad rok.

## Rynek walutowy – EURPLN w nowym węższym pasmie wahań



## EURPLN w nowym węższym pasmie wahań

Miniony tydzień nie przyniósł przełomowych zmian w notowaniach EURPLN i po wyraźnym odbiciu wywołanym protestami przeciwko planowanym zmianom w polskim sądownictwie kurs pozostał w przedziale 4,23-4,27. Złoty zyskał tymczasem do dolara (USDPLN spadł poniżej 3,57, najniżej od maja 2015) i franka (CHFPLN obniżył się poniżej 3,68, najniżej od stycznia 2015 kiedy to bank centralny Szwajcarii zaprzestał obrony kursu EURCHF).

Zaczął się sierpień, czyli miesiąc który statystycznie przynosi osłabienie złotego. Bardziej szczegółową analizę tego zjawiska przedstawiliśmy w [naszej analizie opublikowanej w poniedziałek](#).

W tym tygodniu poznamy dane o polskim czwarcym rachunku obrotów bieżących. Nasza prognoza zakłada deficyt większy od konsensusu, co mogłoby przynajmniej nieznacznie ciężać złotemu. Finalny lipcowy CPI nie powinien różnić się istotnie od wstępnego szacunku i będzie zapewne neutralny dla rynku.

Wypowiadać się będzie kilku członków FOMC, ale większość z nich należy do gołębiej frakcji. Rynek nie wycenia kolejnych podwyżek stóp Fed w tym roku, więc ich komentarze mogą mieć jedynie nieznacznie pozytywny wpływ na waluty CEE.

## Euro dalej zyskuje

EURUSD kontynuował silny trend wzrostowy i zeszły tydzień był już czwartym z rzędu kiedy euro zyskiwało do dolara. Ostatni raz seria takiej długości miała miejsce w marcu. W efekcie, kurs ustanowił nowe tegoroczne maksimum na ok. 1,19. Wspólna waluta korzystała z dobrych danych makro (indeksy PMI dla przemysłu i usług), a dolar był pod presją zamieszania w amerykańskiej polityce. W naszej ocenie, duży wpływ na ruch z 1,14 do 1,19 miała też realizacja zleceń stop-loss przy ograniczonej wakacyjnej płynności.

Widać, że od końca czerwca trend wzrostowy EURUSD mocno przyspieszył i 6-tygodniowa procentowa zmiana przekroczyła 6%. Ostatni raz kurs rósł w podobnym tempie w takim czasie w 2012.

W tym tygodniu nie poznamy wielu ważnych danych, więc wypowiedzi członków FOMC będą w centrum uwagi. Uważamy, że trudno może być utrzymać takie tempo wzrostów EURUSD i wg nas zbliża się korekta. Szanse na to rosną po mocnym lipcowym raporcie z rynku pracy USA.

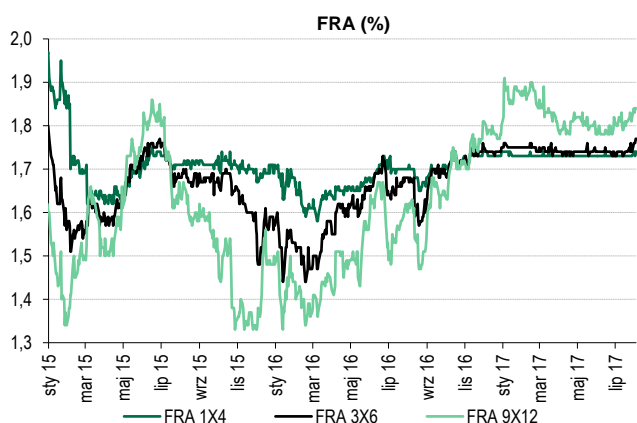
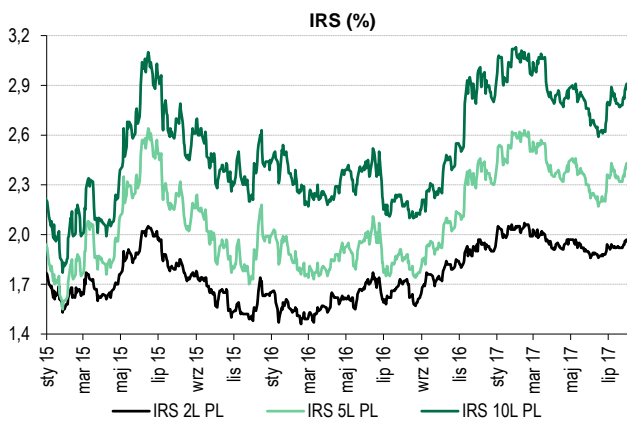
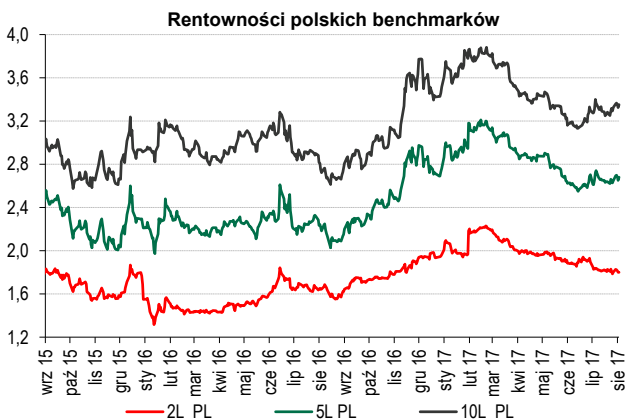
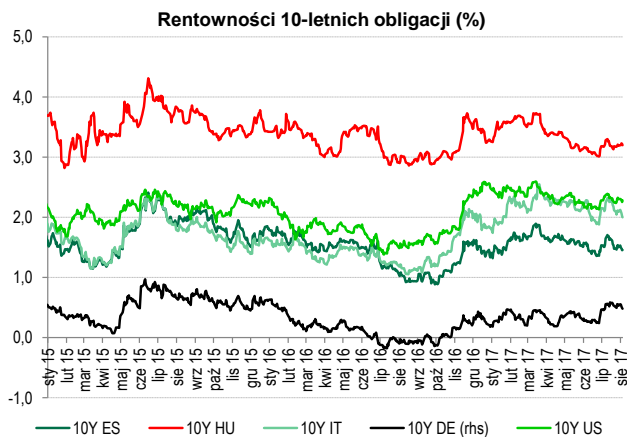
## Stopy w górę w Czechach

Czeski bank centralny (CNB) podwyższył główną stopę procentową o 20 pb do 0,25%. Taka decyzja zaskoczyła rynek, który co prawda zakładał zacieśnienie polityki pieniężnej, ale nie tak szybko od kiedy CNB zakończył interwencję na rynku korony. Reakcja korony była gwałtowna ale stosunkowo mała, bo po dotknięciu przez EURCZK poziomu 25,9 kurs wspiął się znów powyżej 26,0. CNB zrewidował w górę swoje prognozy wzrostu gospodarczego, ale jednocześnie obniżył spodziewaną ścieżkę CPI. Prezes banku podkreślił też, że dalsze podwyżki zależeć będą między innymi od skali aprecjacji korony.

W tym tygodniu poznamy lipcowe dane inflacyjne dla państw CEE. Po podwyżce stóp w Czechach korona zyskała tylko na chwilę i w naszej ocenie tylko wyższy od prognoz odczyt CPI mógłby wyrzucić presję na spadek EURCZK.

Węgierski bank centralny utrzymuje gołębie nastawienie i w tym tygodniu dane inflacyjne nie powinny zasadniczo zmienić obrazu sytuacji.

## Rynek stopy procentowej – Rentowności w dół, wyprzedaż w perspektywie



### Tydzień pod znakiem spadków rentowności

▪ Dane o niższej od oczekiwań inflacji z USA oraz obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego przez Bank Anglii pchnęły rentowności obligacji i spready asset swap w dół na rynkach bazowych oraz na rynkach regionu. Na przestrzeni tygodnia rentowności krajowych papierów obniżyły się o 6 pb na długim końcu i środku krzywej oraz 4 pb na krótkim końcu, przy stabilnych spreadach asset swap. Krajowe i regionalne wydarzenia takie jak aukcja zamiany obligacji, wzrost napięcia politycznego między Polską a KE, czy podwyżka stóp przez CNB zostały zignorowane przez rynek.

### Przecenę poprzedzi stabilizacja

▪ W perspektywie tygodnia spodziewamy się stabilizacji na rynku krajowego długu i rynkach bazowych, czemu sprzyjać będzie brak publikacji ważniejszych danych. Jedynym czynnikiem, który mógłby wywołać wzrost wahań mogą być zapowiedziane na ten tydzień wypowiedzi członków FOMC, gołębio zorientowanych Neela Kashkari-ego i Williama Dudley-a oraz mającego prawo głosu dopiero w przyszłym roku Jamesa Bullarda. Zważywszy jednak zbieżność ich gołębio nastawienia z tonem ostatniego komunikatu po posiedzeniu, nie należy tu oczekiwać niespodzianki.

▪ W naszym przekonaniu do odrealizowania ostatnich zniżek rentowności może dojść dopiero w drugiej połowie miesiąca. Zobaczymy wtedy kolejną porcję krajowych danych (produkcja przemysłowa, PKB), które powinny potwierdzić wysoką stopę aktywności w kraju. W rezultacie, do końca miesiąca spodziewamy się wzrostu spreadów między obligacjami polskimi i niemieckim powyżej 300 pb., oraz polskimi i amerykańskimi powyżej 120 pb. Sprzyjać temu scenariuszowi powinny spodziewane spadki rentowności niemieckiego i amerykańskiego długiego końca krzywej w reakcji na słabsze dane o konsumpcji z USA.

### Polski dług mniej azjatycki

▪ Zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów inwestorzy zagraniczni zwiększyli swoje portfele złotych rynkowych obligacji o 2,2 mld PLN, osiągając w ten sposób nowy rekord nominalnego zaangażowania na poziomie 211,8 mld PLN. W II kw. nierezydenci kupili obligacje o wartości 8,6 mld, wobec 12,4 mld w I kw.

▪ Zaangażowanie banków zagranicznych wzrosło o 2,5 mld do 8,6 mld – najwyższego poziomu od lutego. Banki centralne (głównie z Azji bez Bliskiego Wschodu) zmniejszyły swoje portfele o 2,4 mld, osiągając tym samym najniższy poziom od marca. Zagraniczne fundusze emerytalne powiększyły swoje zaangażowanie o 1,2 mld, podczas gdy fundusze hedgingowe o 730 mln. W przypadku tych drugich, jest to największy miesięczny przyrost od kwietnia 2014 roku. Pomimo to ich udział w całości rynkowego złotowego polskiego długu pozostaje na poziomie 0,2%. Pod względem geograficznym największy wzrost portfeli zarejestrowali inwestorzy ze strefy euro - 4,2 mld, podczas gdy Azja zmniejszyła swoją ekspozycję o 2,2 mld.

▪ Krajowe banki uzupełniły swoje portfele o 3 mld, dzięki czemu osiągnęły one nowy rekord zaangażowania na poziomie 251 mld. Krajowi ubezpieczyciele ograniczyli swoje aktywa o 3 mld.

▪ Na czwartkowym przetargu zamiany MF sprzedało obligacje OK0419 / WZ1122 / PS0123 / WZ0126 / DS0727 / WS0447 łącznie za 5,76 mld PLN. Niemal 40% sprzedanych papierów stanowiły OK0419. Po aukcji MF sfinansowało 72% potrzeb pożyczkowych na ten rok.

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)