

TYGODNIK EKONOMICZNY

2 – 8 lipca 2018

Głównym wątkiem ubiegłego tygodnia wciąż była globalna awersja do ryzyka wywołana obawami o przełożenie się wojen handlowych na światowy wzrost gospodarczy. Środowisko rynkowe pozostało sprzyjające dla dolara a nieprzychylnie walutom wschodzącym, w tym złotemu. EURPLN rósł trzeci tydzień z rzędu i ustanowił nowy tegoroczny rekord. O ile obligacje na rynkach bazowych odczuły wyższy popyt, to w przypadku Polski dochodowości rosły, nawet w obliczu kolejnych dobrych danych o wyniku budżetu centralnego.

Porozumienie ws. migracji osiągnięte na szczycie UE zdaje się rozładowywać wewnętrzne napięcia w Unii (włoski eurosceptycyzm i ryzyko rozłamu w niemieckiej koalicji rządowej). To wydarzenie może nadać pozytywny ton na rynkach w tym tygodniu, pomagając złotemu odrobić część ostatnich strat. Wsparciem powinny być też dane o inflacji, według nas powracającej powyżej 2% r/r, i spodziewany relatywnie mały spadek polskiego indeksu PMI. Za granicą zobaczymy ważne dane o PMI w strefie euro (wstępne odczyty sugerowały ich dalszy spadek) oraz zatrudnienie poza rolnictwem w USA, które będzie istotne w kontekście polityki Fed.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	BZWBK	OSTATNIA WARTOŚĆ
W-WA							
PONIEDZIAŁEK (2 lipca)							
9:00	PL	PMI – przemysł	VI	pkt	53,1	52,9	53,3
9:55	DE	PMI – przemysł	VI	pkt	55,9	-	55,9
10:00	EZ	PMI – przemysł	VI	pkt	55,0	-	55,0
10:00	PL	Wstępny CPI	VI	% r/r	2,0	2,1	1,7
16:00	US	ISM – przemysł	VI	pkt	58,0	-	58,7
WTOREK (3 lipca)							
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	V	% m/m	0,0	-	-0,8
ŚRODA (4 lipca)							
9:55	DE	PMI – usługi	VI	pkt	53,9	-	53,9
10:00	EZ	PMI – usługi	VI	pkt	55,0	-	55,0
CZWARTEK (5 lipca)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	V	% m/m	1,0	-	-2,5
14:15	US	Raport ADP	VI	tys.	190	-	178
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	VI	pkt	-	-	227
16:00	US	ISM-usługi	tyg.	tys.	58,0	-	58,6
20:00	US	Minutes FOMC					
PIĄTEK (6 lipca)							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	0,2	-	-1,0
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	VI	tys.	+198	-	+223
14:30	US	Stopa bezrobocia	VI	%	3,8	-	3,8

Źródło: 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

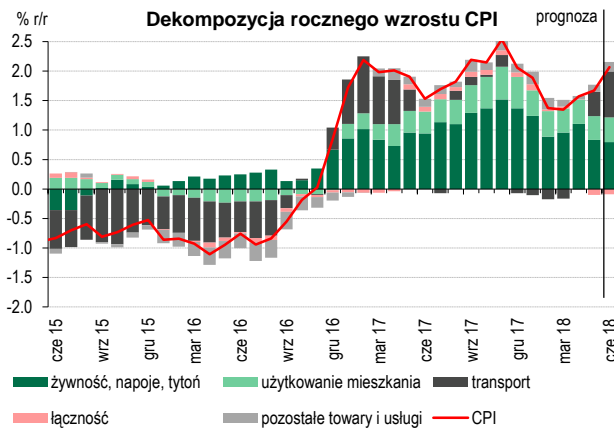
DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

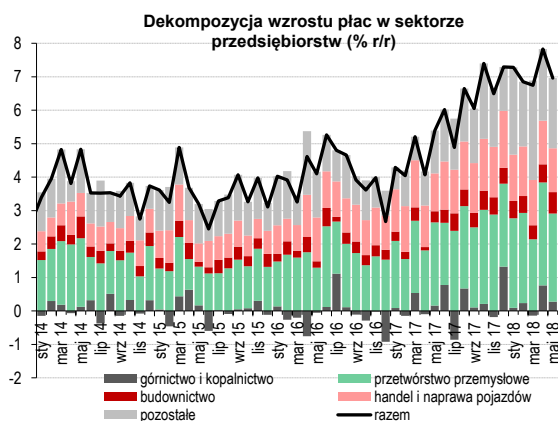
Wydarzenia najbliższego tygodnia – Powrót inflacji do 2% r/r, PMI może spaść



▪ Ostatnie cztery odczyty 2017 przekraczały 2%, ale w tym roku inflacja nie dała jeszcze rady wspiąć się tam z powrotem, a w lutym i marcu spadła poniżej 1,5% (dolny brzeg przedziału dopuszczalnych wahań wokół celu. Uważamy, że w czerwcu wreszcie wrócimy powyżej 2%, głównie dzięki cenom paliw: dalszemu wzrostowi ich średniego poziomu wobec maja oraz ich nagłemu załamaniu o 4,1% m/m rok temu (dynamika cen w transporcie spadła wtedy z 4,2% r/r do 0%). To, jak długo CPI utrzyma się powyżej 2% (przez miesiąc, czy przez prawie wszystkie pozostałe miesiące br.), zależy będzie od globalnych cen ropy oraz [skali reakcji cen żywności na dotkliwą suszę](#).

▪ Nastroje w biznesie delikatnie spadły w czerwcu wg GUS, przy dość wyraźnym dalszym spadku indeksów PMI dla przemysłu Niemiec i strefy euro. Uważamy, że polski PMI również mógł spaść w czerwcu, do 52,9 pkt.

Ostatni tydzień w gospodarce – Nastroje i dynamika płac pozostały na solidnym poziomie

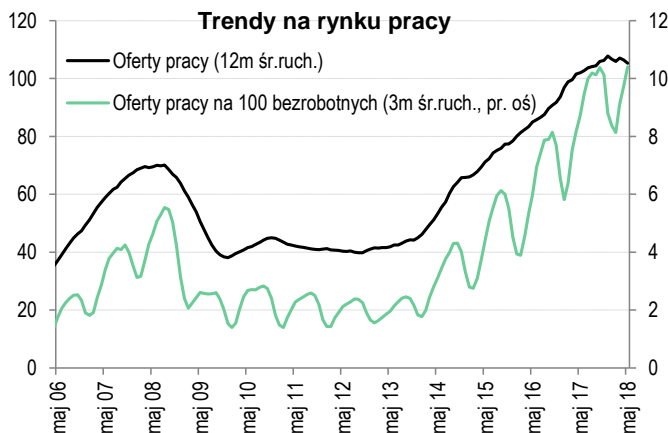


▪ Dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw z wyłączeniem górnictwa spadła w maju do 6,9% r/r z 7,3% w kwietniu. Taka skala wyhamowania płac odpowiada z grubsza negatywnemu wpływowi różnicy w dniach roboczych, nie jest więc symptomem zmniejszania się napięcia na rynku pracy. W sektorze budowlanym, gdzie firmy najczęściej zgłaszają niedobory siły roboczej, dynamika płac przyspieszyła w maju z 8,6% r/r do 10,2% (najszybsze tempo od 2008 r.). Przyspieszenia nie widać w sektorze usług – tam wzrost płac przez ostatnie dziewięć miesięcy porusza się wokół 7% r/r.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w maju z 6,3% do 6,1%. W pokrzysovych latach spadek między kwietniem a majem wynosił 0,3-0,5 pp, co sugeruje, że jest coraz trudniej o znalezienie pracowników spośród pozostałych bezrobotnych. Z drugiej strony, najwyraźniej strumień ofert pracy już osiągnął szczyt a wskaźnik koniunktury GUS opisujący przewidywane zatrudnienie w przemyśle obniża się od trzech miesięcy.

▪ Syntetyczny wskaźnik koniunktury GUS utrzymał się w czerwcu na historycznie wysokim poziomie 109 pkt. Z kolei wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury spadł trzeci raz z rzędu, ale mimo to pozostał zdecydowanie powyżej odczytów z 2017. Mimo kilku negatywnych akcentów (niższy wskaźnik trendu w produkcji i ocena sytuacji biznesowej w usługach), czerwcowe wskaźniki koniunktury GUS wypadły pozytywnie i nie zapowiadają wyraźnego pogorszenia sytuacji gospodarczej w kolejnych kwartałach.

▪ Dynamika podaży pieniądza wzrosła w maju z 5,7% do 6,6% r/r, wyżej od prognoz (5,9% r/r) przez szybszy wzrost gotówki w obiegu (9,5% r/r po 7% w kwietniu) oraz depozytów (6,0% r/r, poprzednio 5,1%), zwłaszcza depozytów gospodarstw domowych (5,9% r/r wobec 4,5%). Osłabienie złotego podbiło wartość depozytów walutowych.



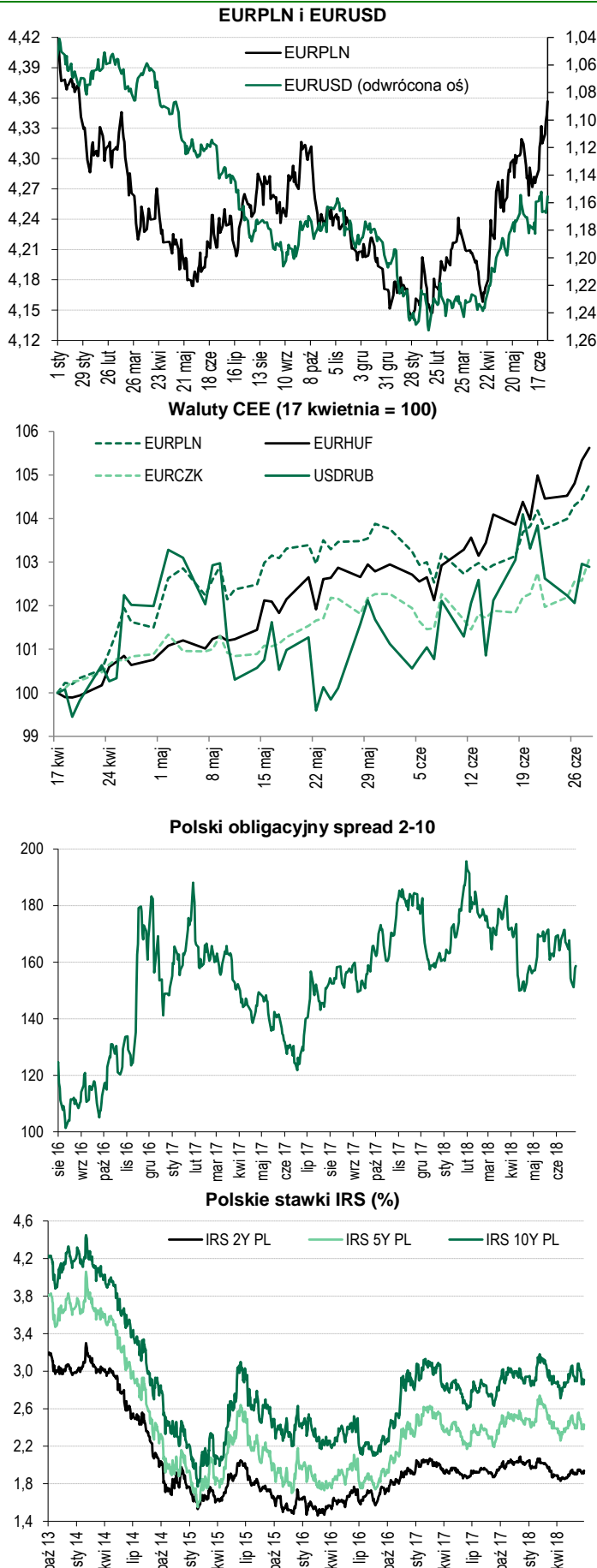
Cytat tygodnia – Relacja bezrobocie-inflacja wymyka się standardowym teoriom

Łukasz Hardt, członek RPP, forsal.pl, 22 czerwca

Relacja pomiędzy inflacją a bezrobociem wydaje się obecnie wymykać standardowym teoriom ekonomicznym. Ostatnio przeprowadzone badania pokazują, że w ostatnich latach wzrosła sztywność płac i cen - ich poziom jest mniej podatny na zmiany koniunktury. Ważną rolę w osłabianiu inflacji odgrywa globalizacja, m.in. przez wzrost konkurencji wynikającej z integracji rynków, przenoszenie produkcji do tańszych krajów, rozwój globalnych łańcuchów produkcyjnych i sieci dostaw itp. Być może skala niewykorzystania zasobów w gospodarce jest większa, niż się zakłada, lub, innymi słowami, luka bezrobocia jest większa, niż to się obecnie szacuje. Co bardzo ważne w kontekście Polski, w ostatnich latach doszło do istotnej zmiany w kanałach sprzedaży detalicznej – wzrosło znaczenie dyskontów, a spadło mniejszych sklepów, co doprowadziło do nasilenia konkurencji cenowej.

Gdy zagadka uporczywie niskiej inflacji wciąż czeka na powszechnie akceptowane rozwiązanie, bankierzy centralni pozostają relatywnie ostrożni i są skłonni reagować z opóźnieniem w sytuacjach, gdy inflacja powinna się nasilać, a do działania przejdą zapewne dopiero gdy dane potwierdzą trwałą wzrost inflacji. Członek RPP Łukasz Hardt też zdaje się skłaniać ku temu podejściu. Choć jest postrzegany jako zwolennik bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej, nie wywiera presji na podnoszenie stóp procentowych, a swoje sądy nt. przyszłych działań wyraża w trybie warunkowym. Wciąż uważamy, że do podwyżki stóp dojdzie pod koniec 2019, choć konsensus wśród analityków co do terminu pierwszej podwyżki zaczyna przesuwac się na rok 2020.

Rynek walutowy i stopy procentowej – Wciąż pod wpływem polityki



Obawy o globalny wzrost ciężą złotemu i obligacjom

▪ **Rynek FX** Awersja do ryzyka wspierana obawami o wpływ wojen handlowych oraz mocniejszego dolara na globalny wzrost osłabiały złotego w mijającym tygodniu. W rezultacie, EURPLN wzrósł powyżej 4,36 ustanawiając nowe tegoroczne maksimum i odnotowując najwyższy poziom od stycznia 2017. USDPLN odbił powyżej 3,78, najwyższy od połowy 2017. Polska waluta straciła też do funta i franka, ale GBPPLN i CHFPLN pozostały poniżej dotychczasowych tegorocznych maksimów.

▪ Pozostałe waluty CEE też straciły, a EURCZK oraz EURHUF osiągnęły nowe tegoroczne szczyty na odpowiednio powyżej 26 i 328. Bank centralny Czech nieoczekiwanie podniósł stopy o 25 pb, ale decyzja ta jedynie na chwilę umocniła koronę. W regionie najlepiej radził sobie rubel, który korzystał ze wzrostu cen ropy.

▪ **Rynek stopy** Polskie IRS i rentowności były pod wzrostową presją pomimo umocnienia obligacji na rynkach bazowych. Towarzyszył temu wzrost 5- oraz 10-letnich spreadów asset swap oraz wystromienie krzywej obligacyjnej. Ministerstwo Finansów odwołało czerwcową aukcję obligacji prawdopodobnie dzięki bardzo dobrej sytuacji płynnościowej.

Kluczowe wydarzenia nowego tygodnia

▪ Rynek pozostanie zapewne pod wpływem kwestii wojen handlowych oraz ewentualnych wypowiedzi mogących pomóc ocenić jak duży negatywny wpływ mogą mieć one na globalną gospodarkę.

▪ W dalszej części tygodnia uwaga rynku może przenieść się na dane z amerykańskiego rynku pracy. Ostatnio członkowie FOMC dodali jedną podwyżkę o 25 pb w drugiej połowie roku i teraz spodziewane są jeszcze dwie do końca 2018. Najbliższe dane mogą pomóc ocenić realność takiego scenariusza biorąc pod uwagę kwestię wojen handlowych.

▪ W Polsce poznamy wstępny szacunek CPI za czerwiec, który pokaże wg nas, że roczna inflacja przekroczy nieznacznie 2%. PMI nie powinien mieć dużego wpływu na rynek.

Wpływ na rynek

▪ **Rynek FX** Zmiany globalnego nastroju pozostaną zapewne kluczowe dla złotego. Waluty z rynków wschodzących są pod presją mocnego dolara i ryzyka wolniejszego wzrostu. EURPLN przebił lokalny opór i szczyt z marca 2017, co może sprawić, że kurs w najbliższym czasie pozostanie na podwyższonym poziomie. Czynnikiem, który mógłby zatrzymać/spowolnić deprecjację złotego jest szansa, że kurs EURUSD nie spadnie poniżej 1,15 wobec mniejszych szans na podwyżki stóp w USA w scenariuszu wolniejszego wzrostu gospodarczego.

▪ **Rynek stopy** W naszej ocenie w najbliższych dniach może się utrzymać presja na wzrost polskich IRS i rentowności, jeśli globalny nastrój pozostanie słaby pod wpływem obaw o wpływ wojen handlowych. W poprzednich miesiącach polski dług zyskał solidne wsparcie w postaci zaskakująco pozytywnych wyników budżetu. Jeżeli rynek będzie nadal wyceniał ryzyko wolniejszego wzrostu na świecie, to mogłoby to być niekorzystne dla krajowego długu, bowiem inwestorzy mogliby zwrócić uwagę na ryzyko pogorszenia wyników budżetowych. Sądzimy, że mogłoby temu towarzyszyć wzrost spreadów asset swap.

▪ Warto też zauważyć, że obligacyjny spread 2-10 odbił się od wsparcia na 150 pb, co może zapowiadać, że w najbliższych dniach krzywa dalej będzie się stromić pod wpływem wzrostu rentowności na długim końcu. 10-letnia rentowność nie zdołała na dłużej utrzymać się poniżej wsparcia na 3,20% i naszym zdaniem może teraz wrócić do przedziału ok. 3,20-3,35%.

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