

# TYGODNIK EKONOMICZNY

9 – 15 lipca 2018

Za nami na rynkach tydzień pełen emocji, których tym razem dostarczyły Niemcy – najpierw politycy, potem gospodarka. Napięcie wewnątrz niemieckiej koalicji rządzącej w związku z polityką migracyjną urosło do tego stopnia, że groziło upadkiem rządu. Był to silny negatywny bodziec dla walut w naszym regionie. EURPLN osiągnął nowy tegoroczny szczyt – powyżej 4,41. Gdy ryzyko polityczne opadło, do głosu doszły niemieckie dane: nowe zamówienia w przemyśle, a potem także sama produkcja przemysłowa pokazały wzrosty zdecydowanie przewyższające konsensus, czym przerwały długą serię niepokojąco słabych odczytów i pozwoliły euro przebić się powyżej 1,17 wobec dolara. Przy wzmożonej zmienności inwestorzy obserwowali również dalsze działania Komisji Europejskiej wobec Polski w sporze o sądownictwo, choć trudno ocenić czy miało to zauważalny wpływ na notowania.

Ten tydzień powinien być spokojniejszy. Ogień krytyki Donalda Trumpa został teraz skierowany bardziej na producentów ropy naftowej, co może dać rynkom czas na odreagowanie ostatnich stresów, ale trwają rozmowy USA-UE-Chiny nt. nowego ładu handlowego i nie można wykluczyć, że pojawi się kolejna fala działań odwetowych za już nałożone cła. Pod względem publikacji danych ekonomicznych kalendarz nie jest zbyt rozbudowany. Poznamy kilka odczytów inflacyjnych na świecie, nowe projekcje NBP i decyzję RPP.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	OSTATNIA			
				RYNEK	BZWBK	WARTOŚĆ	
<b>PONIEDZIAŁEK (9 lipca)</b>							
08:00	DE	Eksport	V	% m/m	0,3	-	-0,3
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	V	% r/r	-	-	5,5
<b>WTOREK (10 lipca)</b>							
09:00	HU	Inflacja	VI	% r/r	3,1	-	2,8
11:00	DE	ZEW	VII	pkt	78,0	-	80,6
<b>ŚRODA (11 lipca)</b>							
09:00	PL	Decyzja RPP		%	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
	CZ	Inflacja	VI	% r/r	2,5	-	2,2
<b>CZWARTEK (12 lipca)</b>							
08:00	DE	Inflacja HICP	VI	% m/m	0,1	-	0,1
<b>10:00</b>	PL	<b>Bilans handlowy</b>	<b>V</b>	<b>mln €</b>	-	-	-
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	0,7	-	-0,9
<b>11:30</b>	PL	<b>Aukcja zamiany</b>					
14:30	US	Inflacja	VI	% m/m	0,2	-	0,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	225	-	227
<b>PIĄTEK (13 lipca)</b>							
09:00	CZ	Minutes CNB	27/06/2018				
<b>10:00</b>	PL	<b>Inflacja</b>	<b>VI</b>	<b>% r/r</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>
16:00	US	Indeks Michigan	VII	pkt	98,2	-	98,2

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

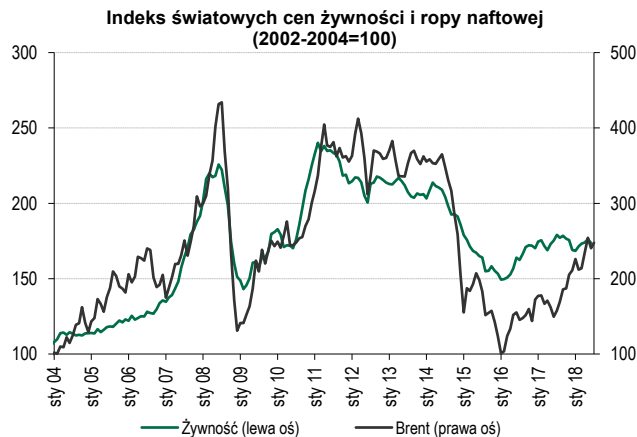
### DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia najbliższego tygodnia – Decyzja, projekcja NBP i handel zagraniczny

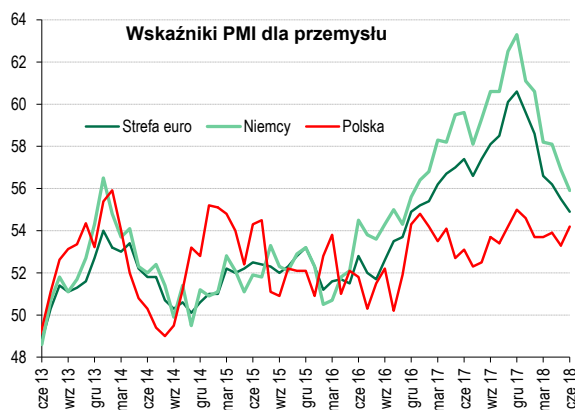


- Przed nami ostatnie posiedzenie decyzyjne RPP przed przerwą wakacyjną i wyniki nowych projekcji NBP. Prezes NBP Adam Glapiński sygnalizował już miesiąc temu, że ścieżka CPI zostanie obniżona, skoro dotychczasowe odczyty odbiegały w dół od marcowej projekcji a jego zdaniem presja płacowa nie odgrywa ważnej roli. O ile w krótkim okresie projekcja może być faktycznie niższa, to mamy wątpliwości, czy prognoza inflacji zmniejszy się istotnie w dalszym horyzoncie. Co więcej, nie wydaje nam się, aby nawet wyraźne zmiany projekcji mogły podważyć opinię większości członków RPP, wg których duża stabilizacja stóp jest pożądana.

- GUS pokaże dane o handlu zagranicznym w maju. Efekty kalendarzowe sugerują wyraźne wyhamowanie wzrostu eksportu, ale silne odbicie zamówień w Niemczech może tu sprawić pozytywną niespodziankę.

- CPI w piątek raczej potwierdzi wstępny szacunek (1,9% r/r).

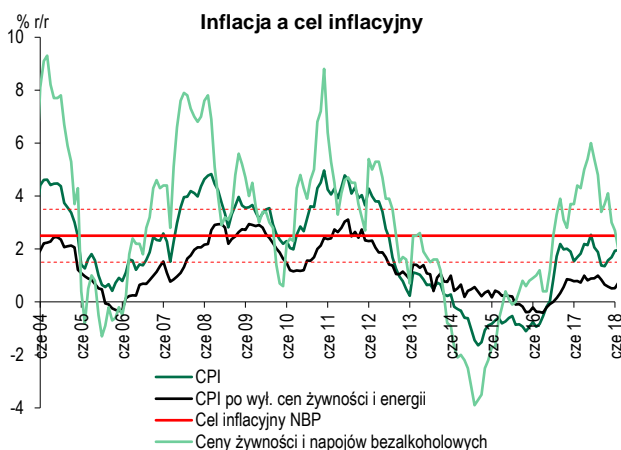
## Ostatni tydzień w gospodarce – PMI zaskoczył w górę, inflacja wręcz przeciwnie



- PMI niespodziewanie wzrósł w czerwcu do 54,2 pkt. z 53,3 pkt. dzięki poprawie w indeksach produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia. Nowe zamówienia eksportowe również nieco się poprawiły, ale w porównaniu do niskiego poziomu w maju. Koszty produkcji rosły najmocniej od 2011 r., wskazując na presję na wzrost cen.

- Wg wstępnego szacunku inflacja CPI wzrosła w czerwcu do 1,9% r/r z 1,7% r/r w maju, mniej niż oczekiwano (konsensus rynkowy 2,0%, nasza prognoza 2,1%). Niespodzianka w dół to głównie skutek słabszego niż oczekiwaliśmy wzrostu cen paliw, które poszły w górę o 1,1% m/m, podczas gdy dane ze stacji benzynowych sugerowały wzrost o ponad 2% m/m. Tendencje w kategoriach bazowych pozostały przytłumione, a inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła naszym zdaniem 0,5% r/r, bez zmian w stosunku do maja. Uważamy, że w czerwcu inflacja była bliska tegorocznego szczytu. Niemniej, dalszy wzrost w lipcu jest możliwy, chociażby ze względu na ostatni wzrost cen ropy oraz osłabienie złotego (4,39 na początku lipca, najwyżej od stycznia 2017 r.), które mogą podbić ceny produktów importowanych. Dodatkową presję na wzrost cen może wywrzeć susza. Po wakacjach inflacja powinna jednak kierować się w dół, w okolice 1,5%.

- Zadłużenie zagraniczne brutto Polski obniżyło się w I kw. br. do 66,8% PKB i było najniższe od 2011 r. W skali roku spadło ono o 7,8 punktu procentowego i było to pochodną szybkiego wzrostu PKB i niskiego deficytu obrotów bieżących. Największy wkład w ten spadek zadłużenia miała redukcja długu rządowego (-3,3 pp). Dalszy spadek długu zagranicznego może być silnym argumentem do poprawy ratingu kredytowego Polski (obecnie S&P: BBB+, Fitch: A-, Moody's: A2). Pozycja inwestycyjna netto też uległa poprawie, do -59,2% PKB z -64% w I kw. 2017.



## Cytat tygodnia – KE wzywa Polskę do usunięcia uchybienia

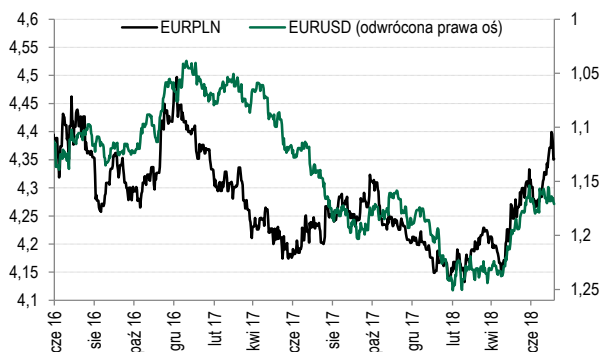
### Komisja Europejska, 2 lipca

Komisja Europejska wszczęła dziś postępowanie w sprawie uchybienia zobowiązaniom państwa członkowskiego, wysyłając do Polski wezwanie do usunięcia uchybienia dotyczące ustawy o Sądzie Najwyższym. Ze względu na brak postępów w drodze dialogu na rzecz praworządności oraz zbliżające się wdrożenie nowego systemu emerytalnego dla sędziów Sądu Najwyższego Komisja postanowiła w trybie pilnym wszcząć postępowanie w sprawie uchybienia zobowiązaniom państwa członkowskiego. Władze polskie mają miesiąc, aby odpowiedzieć na wezwanie Komisji do usunięcia uchybienia.

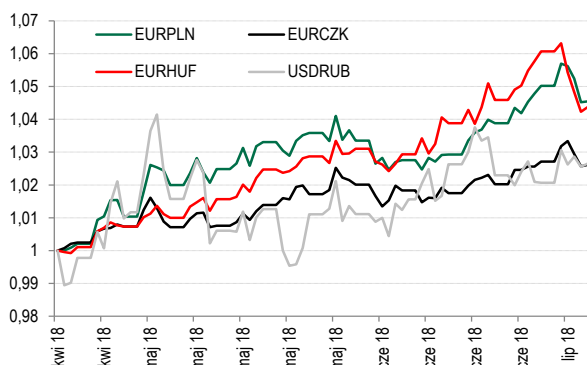
Procedura praworządności wobec Polski trwa nadal (kolejne wystąpienie Polski w Radzie UE możliwe we wrześniu), ale wydaje się być ślepą uliczką z uwagi na potencjalne weto Węgier w sprawie sankcji. Wygląda na to, że KE zmieniła strategię i skupiła się na procedurze naruszenia prawa UE, w której ostateczny głos ma sąd (TSUE) a nie politycy, i która daje możliwość nakładania kar finansowych. Zamieszanie ze zmianami w Sądzie Najwyższym i uruchomieniem nowej procedury przyciągnęło uwagę inwestorów, zwłaszcza, że odbyło się to w czasie rynkowego zamieszania, jednak trudno powiedzieć, czy odbiło się zauważalnie na notowaniach. W dniu ogłoszenia procedury przez KE złoty był najsłabszy w tym roku, ale w kolejnych dniach się umocnił.

## Rynek walutowy i stopy procentowej – Geopolityka, wojny handlowe zdominowały rynek

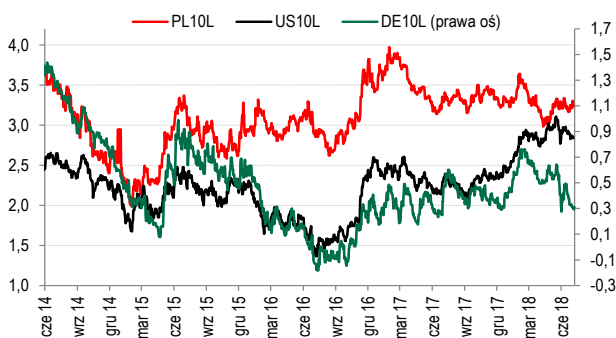
### EURPLN i EURUSD



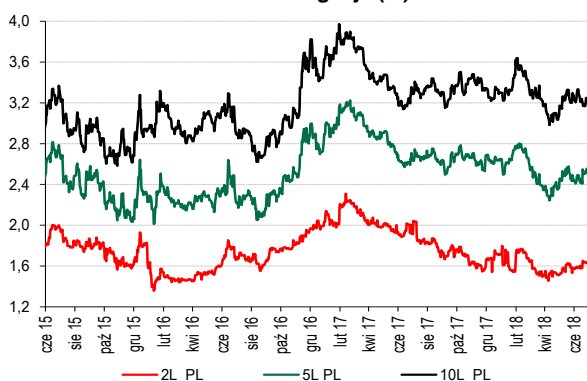
### Waluty CEE (17 kwietnia = 100)



### Polskie, niemieckie i amerykańskie obligacje 10L



### Polskie obligacje (%)



▪ **Rynek FX** W pierwszej części tygodnia złoty i waluty regionu traciły w reakcji na widmo kryzysu rządowego w Niemczech oraz będące tego pochodną osłabienie euro. W efekcie EURPLN uderzył w 4,41, EURHUF w 330,70, zaś EURCZK w 26,17, najwyższe poziomy w tym roku. Mniej wrażliwy okazał się rosyjski rubel, którego kurs stabilizowała droga ropa naftowa. Kursy walut regionu były niewrażliwe na publikowane lokalnie dane.

▪ W drugiej połowie tygodnia miało miejsce odreagowanie, za sprawą poprawy nastrojów po zażegnaniu ogniska kryzysu rządowego w Niemczech i sygnałach złagodzenia stanowiska negocjacyjnego USA w sprawie nałożenia ceł na niemieckie samochody. Walutom regionu pomogła też publikacja lepszych danych o zamówieniach w niemieckim przemyśle. W efekcie większość walut regionu odrobiła z nadatkiem straty z początku tygodnia.

▪ **Rynek stopy** Krajowe rentowności rosły w pierwszej części tygodnia negatywnie reagując na wyprzedzaże na giełdach (które tym razem zdominowała europejska polityka). W połowie tygodnia dług osłabiany był przez przejściowy wzrost rentowności na rynkach bazowych (w ślad za turbulencjami na rynku ropy naftowej). Dodatkowo, nienajlepsze tło dla krajowych papierów tworzyła kolejna fala napięć w relacjach Polska-KE (choć zważywszy podobne zachowanie aktywów z rynków CEE wpływ tego czynnika był znikomy). W drugiej części tygodnia miało miejsce odreagowanie. W efekcie w skali tygodnia rentowności spadły o 1-4 pb.

▪ Ministerstwo Finansów zapowiedziało, że na lipcowym przetargu wystawi 4-8 mld PLN obligacji, zaś w całym III kw. 8-18 mld.

### Kluczowe wydarzenia nowego tygodnia

▪ W najbliższych dniach uwaga rynku wciąż będzie koncentrowała się na sygnałach dotyczących negocjacji handlowych USA-reszta świata.

▪ W danych będzie zwracała uwagę piątkowa publikacja o zmianie zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w USA (obstawiamy odczytu powyżej konsensusu), oraz produkcji przemysłowej i inflacji w Eurostrefie (w drugiej połowie przyszłego tygodnia).

▪ Na naszym podwórku kluczowa dla rynku będzie aukcja zamiany. Ponadto poznamy ostateczny odczyt CPI za czerwiec – tu raczej nie będzie niespodzianek. W środę odbędzie się konferencja RPP (gdzie Rada powinna utrzymać dotychczasową gołąbią retorykę), która naszym zdaniem nie będzie miała większego wpływu na rynek.

### Wpływ na rynek

▪ **Rynek FX** Poprawa globalnego nastroju (w wyniku poprawy perspektyw dla większej przewidywalności negocjacji nowego ładu handlowego) powinna sprzyjać złotemu. Przejściowo nasza waluta może ucierpieć w piątek w wyniku publikacji danych o zmianie zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w USA (w reakcji na umocnienie dolara). Jednak w horyzoncie końca nowego tygodnia spodziewane lepsze nastroje na rynkach powinny pozwolić zejść EURPLN poniżej 4,33.

▪ **Rynek stopy** Poprawa nastrojów na rynkach będzie sprzyjać krajowym obligacjom. Publikowane dane, nawet jeśli zaskoczą w górę (dane z rynku pracy w USA), nie powinny mieć większego wpływu na krajowy dług. Dane inflacyjne z Europy, większa przewidywalność procesu negocjacji nowego ładu handlowego, w połączeniu z oczekiwanym w końcu miesiąca wykupem obligacji (13,5 mld PLN) powinny pomagać wycenom. Kluczowym punktem tygodnia będzie zapowiedziana na czwartek aukcja zamiany, gdzie rynek będzie uważnie monitorował (naszym zdaniem wysoki) popyt. W konsekwencji spodziewamy się zejścia rentowności poniżej 3,15% w segmencie 10L i w okolice 2,48% w segmencie 5L.

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)