

TYGODNIK EKONOMICZNY

16 – 22 lipca 2018

Ostatnie dni przyniosły ulgę walutom CEE i obligacjom po gwałtownym osłabieniu z zeszłego tygodnia. Mimo kolejnej odłony wojny handlowej, popyt na ryzykowne aktywa pozostał solidny, co pomogło EURPLN, EURHUF oraz EURCZK pozostać poniżej lokalnych szczytów i pozwoliło rentownościom nieco się obniżyć. RPP pozostawiła stopy bez zmian, a nowa projekcja NBP nie dała powodów do rozważania zmiany nastawienia w polityce pieniężnej. Finalny czerwcowy CPI wyniósł 2,0% pod wpływem głównie cen paliw i żywności. Szacujemy, że inflacja bazowa nie uległa zmianie.

W tym tygodniu poznamy sporo danych USA, w tym sprzedaż detaliczną oraz produkcję przemysłową. Czerwcowa inflacja była najwyższą od początku 2012 i dane o aktywności ekonomicznej mogą zweryfikować czy scenariusz jeszcze dwóch podwyżek stóp procentowych w tym roku jest aktualny. W Polsce poznamy m.in. dane o czerwcowej produkcji oraz sprzedaży detalicznej. Wynik dla przemysłu będzie pod pozytywnym wpływem efektu dni roboczych, ale i mocnych danych z Niemiec. Sprzedaż powinna odbić po słabszym maju kiedy zadziałał efekt długich weekendów. Nasze prognozy są powyżej konsensusu i powinny potwierdzić, że w II kw. dynamika PKB może utrzymać się blisko 5%. Wciąż aktywni są politycy i zakładamy, że pojawić się mogą kolejne komentarze w kwestii wojen handlowych lub napięć geopolitycznych.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	BZWBK	OSTATNIA WARTOŚĆ
W-WA							
PONIEDZIAŁEK (16 lipca)							
14:00	PL	Inflacja bazowa	VI	% r/r	0,6	0,5	0,5
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	V	mln €	52	-563	-21
14:00	PL	Bilans handlowy	V	mln €	-129	-272	314
14:00	PL	Eksport	V	mln €	17 325	17 148	17 176
14:00	PL	Import	V	mln €	17 410	17 420	16 862
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	VI	% m/m	0,6	-	0,8
WTOREK (17 lipca)							
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VI	% r/r	3,7	3,6	3,7
10:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VI	% r/r	7,0	7,7	7,0
15:15	US	Produkcja przemysłowa	VI	% m/m	0,6	-	-0,1
ŚRODA (18 lipca)							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	VI	% r/r	6,0	7,0	5,4
10:00	PL	Produkcja budowlana	VI	% r/r	20,4	19,5	20,8
10:00	PL	PPI	VI	% r/r	3,7	3,5	2,8
10:00	PL	Koniunktura Konsumentcka					
11:00	EZ	HICP	VI	% r/r	2,0	-	2,0
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VI	% m/m	-1,7	-	5,0
20:00	US	Beżowa Księga					
CZWARTEK (19 lipca)							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	225	-	214
14:30	US	Indeks Philly Fed	VII	pkt	20,5	-	19,9
PIĄTEK (20 lipca)							
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	VI	% r/r	6,8	7,3	6,1
10:00	PL	Wskaźniki koniunktury GUS	VII				

Źródło: BZ WBK, Bloomberg

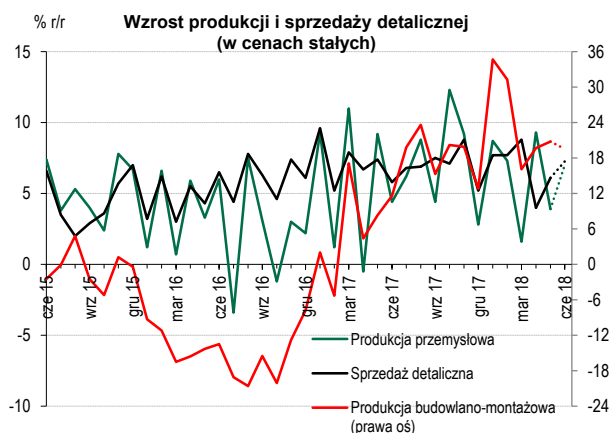
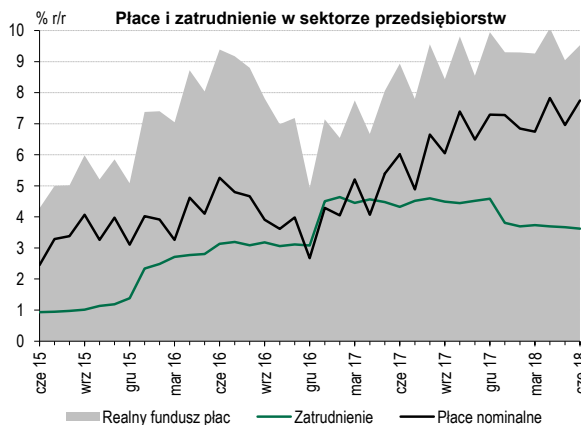
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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 Luzziński 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 – Zestaw ważnych danych makro



Wygłąda na to, że dynamika zatrudnienia traci rozpęd i miesięczne zmiany w tym roku są wyraźnie niższe niż w 2016 i 2017 r. W czerwcu spodziewamy się spowolnienia do 3,6% r/r. Z kolei wzrost płac powinien przyspieszyć dzięki korzystniejszemu niż w maju efektowi dni roboczych i podwyżkom w górnictwie.

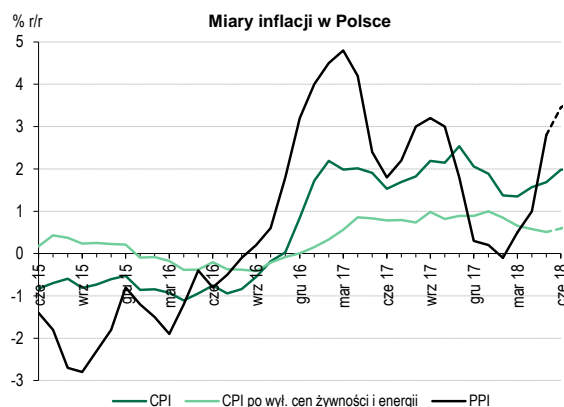
Spodziewamy się przyspieszenia produkcji przemysłowej w czerwcu. Wsparciem dla sektora będzie lepszy efekt dni roboczych. Poprawa w niemieckim przemyśle w maju również jest dobrą prognozą dla polskiego przetwórstwa. Z kolei po budownictwie spodziewamy się lekkiego spowolnienia wobec maja. W kolejnych miesiącach tempo wzrostu w tym sektorze będzie się obniżało.

Sprzedaż detaliczna również powinna zanotować odbicie w czerwcu. W maju wyniki sprzedaży były słabsze ze względu na układ świąt, którzy stworzył dużo możliwości dla wykorzystania długiego weekendu. To, wraz z korzystnymi warunkami atmosferycznymi, zniechęcało do wizyt w sklepach. W czerwcu świąt już nie było, zatem taka sytuacja się nie powinna powtórzyć. Naszym zdaniem konsumpcja prywatna pozostanie głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w tym roku.

Spodziewamy się przyspieszenia inflacji PPI powyżej 3% r/r pod wpływem słabszego złotego i wyższych cen surowców. Zwykle mocne wzrosty PPI były preludeum do wzrostu CPI.

Dane o handlu zagranicznym GUS pokazały majowy eksport na poziomie 18,9 mld euro oraz import 18,6 mld euro. W obu przypadkach odczyty GUS sugerują ryzyko w górę dla naszych prognoz eksportu i importu w ujęciu NBP (odpowiednio 17,1 i 17,4 mld euro), przy czym większe dla eksportu, co oznacza też, że bilans handlowy może być lepszy od naszych prognoz.

Ostatni tydzień w gospodarce – CPI ponownie na 2%



Inflacja przyspieszyła w czerwcu z 1,7% r/r do 2,0%, przy wzroście m/m o 0,1%. Odbicie inflacji wciąż opiera się na żywności i paliwach. Inflacja bazowa nadal nie wykazuje reakcji na napięcia na rynku pracy, które generują istotną presję płacową. Według naszego szacunku inflacja bazowa pozostała w czerwcu na 0,5% r/r, najniższej od lutego ub.r.

Ceny paliw urosły o 15,2% r/r i 1,1% m/m a ceny żywności o 2,7% r/r (-0,2% m/m) – w obu kategoriach finalne odczyty pokryły się ze wstępnymi.

Inflacja CPI może pozostać w pobliżu 2% również w lipcu, ale później zacznie ulegać wpływowi wyższej bazy z 2017 r. i naszym zdaniem zakończy rok na ok. 1,5% r/r. Taka prognoza obarczona jest ryzykiem w górę z uwagi na suszę. Obecnie szacujemy, że jeśli straty w zbiorach okażą się istotne to może to podbić ścieżkę inflacji o 0,1-0,2pp.

Cytat tygodnia – Nowa projekcja NBP nie sugeruje zmiany polityki

	Wzrost PKB			
	lip 17	lis 17	mar 18	lip 18
2018	2.5÷4.5	2.8÷4.5	3.5÷5.0	4.0÷5.2
2019	2.3÷4.3	2.3÷4.3	2.8÷4.8	2.8÷4.7
2020	-	-	2.6÷4.6	2.4÷4.3
	Inflacja CPI			
	lip 17	lis 17	mar 18	lip 18
2018	1.1÷2.9	1.6÷2.9	1.6÷2.5	1.5÷2.1
2019	1.3÷3.6	1.7÷3.7	1.7÷3.6	1.9÷3.5
2020	-	-	1.9÷4.1	1.7÷3.9

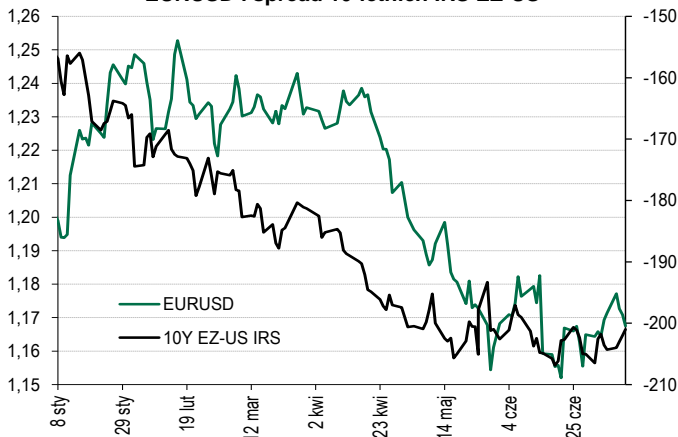
RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian na 1,50%, zgodnie z oczekiwaniami. W nowej projekcji NBP ścieżka inflacji została lekko zrewidowana w dół w latach 2018 i 2020 w stosunku do marcowych prognoz. Jednocześnie, nadal oczekuje się, że inflacja wzrośnie powyżej celu w latach 2019-2020 (środek przedziału w roku 2020 na poziomie 2,8% wobec 3,0% poprzednio). Prognoza PKB została podniesiona w 2018 r. i obniżona dla 2019 i 2020. Nowa projekcja NBP nie dostarczyła nowych argumentów za zmianą polityki pieniężnej. W związku z tym nie zmieniamy swoich zapatrywań na perspektywy stóp procentowych w Polsce: uważamy, że zostaną one stabilne co najmniej do listopada 2019 r. Pierwsza podwyżka jest możliwa pod koniec 2019 r., jeśli wzrost utrzyma się na solidnym poziomie, inflacja przekroczy cel i nie będzie oznak, że trend wzrostowy szybko wygaśnie, a EBC zacznie zacieśniać politykę pieniężną.

Rynek walutowy i stopy procentowej – Dane z Polski neutralne dla waluty, ale mogą umocnić dług

EURPLN



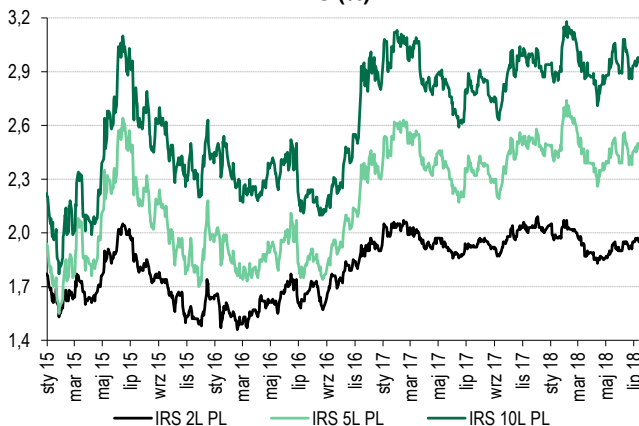
EURUSD i spread 10-letnich IRS EZ-US



Spread 2-10 dla obligacji (pb)



IRS (%)



Waluty CEE odrabiają straty, rentowności lekko w dół

▪ **Rynek FX** Ostatnie dni przyniosły ulgę złotemu oraz innym walutom CEE po gwałtownym osłabieniu z zeszłego tygodnia. Mimo kolejnej odsłony wojny handlowej, popyt na ryzykowne aktywa pozostał solidny, co pomogło EURPLN, EURHUF oraz EURCZK pozostać poniżej lokalnych szczytów.

▪ **Rynek stopy** Rentowności polskich obligacji spadły o 1-3 pb a stawki IRS wzrosły w podobnej skali prowadząc do zawężenia spreadów asset swap. Krajowy dług radził sobie lepiej niż jego niemiecki odpowiednik i 10-letni spread PL-DE spadł do 285 pb z prawie 300 pb na początku lipca. Krajowa krzywa IRS nieco się wystromiła, a obligacyjna wypłaszczyła.

▪ Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 5,9 mld zł na aukcji zamiany.

Kluczowe wydarzenia nowego tygodnia

▪ W tym tygodniu poznamy sporo danych USA, w tym sprzedaż detaliczną i produkcję przemysłową. Czerwcowa inflacja była najwyższą od początku 2012 i dane o aktywności ekonomicznej mogą zweryfikować czy scenariusz jeszcze dwóch podwyżek stóp procentowych w tym roku jest aktualny.

▪ W Polsce poznamy m.in. dane o czerwcowej produkcji oraz sprzedaży detalicznej. Nasze prognozy są powyżej konsensusu i powinny potwierdzić, że w II kw. dynamika PKB może utrzymać się blisko 5%.

▪ Wciąż aktywni są politycy i zakładamy, że pojawić się mogą kolejne komentarze w kwestii wojen handlowych lub napięć geopolitycznych.

Wpływ na rynek

▪ **Rynek FX** Polityka jest nadal istotnym czynnikiem dla rynku, ale ostatnie kilka dni pokazało, że po silnej deprecjacji teraz waluty są bardziej odporne na informacje o planach nałożenia kolejnych ceł. Chociaż może to być za mało, by zyskać istotnie, to wygląda na to, że potencjał do deprecjacji pod wpływem polityki jest w krótkim terminie ograniczony.

▪ Rynek wycenił już w dużym stopniu kolejne podwyżki stóp Fed i wydaje się, że najbliższe dane z USA mogą mieć duży wpływ na rynek jeśli zaskoczą w dół. Jeśli tak się stanie, co wzrost EURUSD mógłby pchnąć EURPLN w dół.

▪ Nie zakładamy, by dane z Polski mogły wyraźnie wpłynąć na złotego w sytuacji kiedy RPP wysłała jednoznacznie gołębi komunikat mówiący, że nie ma szans na podwyżkę stóp w nadchodzących miesiącach.

▪ **Rynek stopy** Rentowność 10-letniej obligacji Polski testuje ponownie wsparcie na 3,20% i sądzimy, że drugie podejście może być udane. Według nas, wspierająca dla długu będzie w najbliższych tygodniach sytuacja płynnościowa – w lipcu prawie 15 mld zł wpłynie na rynek z tytułu wykupów i płatności kuponów, a na regularnej aukcji Ministerstwo Finansów planuje sprzedaż obligacje za 4-8 mld zł. W efekcie, spread 2-10 może zbliżyć się do wsparcia na 150 pb.

▪ Finalna czerwcowa inflacja wyniosła 2,0% (powyżej majowego 1,7% i wstępnego szacunku 1,9%), ale nie spodziewamy się żadnej istotnej reakcji rynku biorąc pod uwagę retorykę RPP po ostatnim posiedzeniu. Pozytywne niespodzianki w danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej mogą zostać zinterpretowane w kontekście sytuacji budżetu państwa, która może pozostać solidna w warunkach kontynuacji szybkiego wzrostu gospodarczego.

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