

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 23 – 29 lipca 2018

W ostatnim tygodniu rynkami wciąż rządziła geopolityka, choć było też trochę miejsca na banki centralne. Najpierw złoty zareagował umocnieniem na informacje o kontynuowanych negocjacjach w sprawie nałożenia ceł na import samochodów przez USA. Złotemu i walutom regionu pomagały też doniesienia o podpisaniu umowy o partnerstwie ekonomicznym między Japonią a Unią Europejską. W drugiej połowie tygodnia pałeczkę przejęli bankierzy centralni. Beżowa Księga Fed podsumowująca stan koniunktury w kraju i wypowiedzi szefa Fed Jerome'a Powella o dobrym stanie amerykańskiej gospodarki osłabiały złotego i waluty regionu przypominając rynek o planach dalszych podwyżek stóp w USA. Koniec tygodnia zdominował Donald Trump, a jego uwagi na temat szkodliwości zacieśnienia monetarnego wsparły rynki długu i waluty krajów rozwijających się. Krajowe dane o produkcji przemysłowej, płacach i sprzedaży detalicznej pokazały wyniki powyżej oczekiwań, zaś dwaj członkowie RPP nawoływali do podwyżek stóp.

W tym tygodniu poznamy wstępne wyliczenia indeksów PMI dla strefy euro za lipiec, a także decyzję EBC. Elementem ryzyka dla stabilizacji złotego może być publikacja wstępnych danych o PKB za II kw. w USA (mocny odczyt może wzmocnić popyt na dolara). Szacujemy, że po czerwcu polski budżet centralny wciąż był w nadwyżce. Wykup obligacji (9,5 mld zł kapitału i 5,2 mld zł odsetek) pozostanie głównym motorem napędzającym rynek długu. Ogranicznikiem dla spadków rentowności raczej nie będzie aukcja, gdzie Ministerstwo Finansów ma zaoferować papiery warte 4-8 mld zł. Sądzymy, że dobra sytuacja płynnościowa zachęci ministerstwo do ograniczenia oferty i postawienia wysokich kryteriów cenowych.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	OSTATNIA			
				RYNEK	BZWBK	WARTOŚĆ	
<b>PONIEDZIAŁEK (23 lipca)</b>							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	VI	% r/r	7,3	7,3	6,6
16:00	US	Sprzedaż domów	VI	% m/m	0,5	-	-0,4
<b>WTOREK (24 lipca)</b>							
09:30	DE	PMI przemysł	VII	pkt	55,5	-	55,9
09:30	DE	PMI usługi	VII	pkt	54,4	-	54,5
10:00	EZ	PMI przemysł	VII	pkt	54,5	-	54,9
10:00	EZ	PMI usługi	VII	pkt	55,0	-	55,2
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VI	%	5,9	5,9	6,1
14:00	HU	Decyzja banku centralnego	24/07/2018	%	0,9	-	0,9
<b>ŚRODA (25 lipca)</b>							
	PL	Wynik budżetu skumulowany	VI	mld zł	-	5,2	9,6
10:00	DE	Ifo	VII	pkt	101,5	-	101,8
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VI	% m/m	-2,8	-	6,7
<b>CZWARTEK (26 lipca)</b>							
13:45	EZ	Decyzja EBC	26/07/2018	%	0,0	-	0,0
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	VI	% m/m	2,7	-	-0,4
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	220,0	-	214,0
<b>PIĄTEK (27 lipca)</b>							
11:30	PL	Aukcja obligacji					
14:30	US	PKB	II kw.	% k/k	4,0	-	2,0
16:00	US	Indeks Michigan	VII	pkt	97,3	-	97,1

Źródło: BZ WBK, Bloomberg

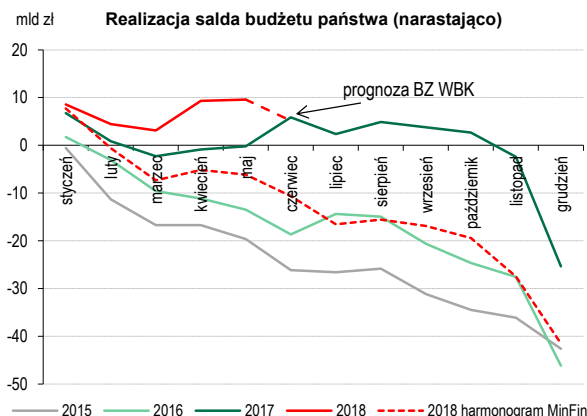
#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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 – Pół roku z nadwyżką budżetową

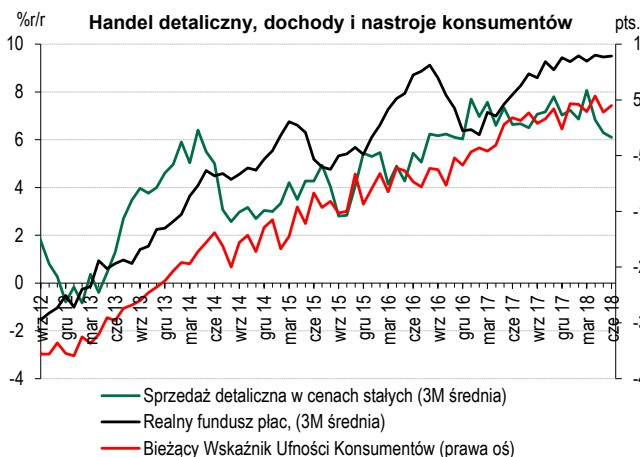


- Według nas saldo budżetu centralnego pogorszyło się w czerwcu, ale pozostało dodatnie, ok. 5 mld zł. To oznaczałoby utrzymanie się nadwyżki przez całą I poł. roku, po raz pierwszy w historii. Spodziewamy się utrzymania dobrych wyników w kolejnych miesiącach, a cały rok może się zamknąć wynikiem rządu -25 mld zł. W tym roku nie ma przelewu zysku NBP, który stał za poprawą salda rok temu.
- Szacujemy, że stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w czerwcu do 5,9%. Dane z Ministerstwa Pracy to potwierdziły, więc wynik, który poda GUS, powinien być taki sam. Według nas bezrobocie może jeszcze spadać w kolejnych miesiącach, ale na koniec roku powróci do 5,9%.
- Podaż pieniądza M3 mogła przyspieszyć w czerwcu z 6,6% r/r do 7,3% (według nas i konsensusu rynkowego), ale głównie za sprawą silnego efektu rewaluacji wskutek wyraźnego osłabienia złotego na koniec miesiąca.

## Ostatni tydzień w gospodarcie – Mocna produkcja i sprzedaż, podejście PPI i inflacji bazowej



- W czerwcu produkcja przemysłowa wzrosła o 6,8% r/r a budowlana o 24,7%. Obie przebiły oczekiwania rynkowe. Po oczyszczeniu z wahań sezonowych ich wzrost okazał się podobny jak w poprzednich miesiącach. PPI skoczył do 3,7% r/r, pokazując nasilającą się presję kosztową na firmy. W przeszłości takie zrywy PPI pociągały za sobą wyższe odczyty CPI, ale w kolejnych miesiącach inflację obciąży efekt wysokiej bazy statystycznej w żywności i paliwach.
- Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii wzrosła w czerwcu po raz pierwszy w tym roku, z 0,5% r/r do 0,6%. Pozostałe miary inflacji bazowej również się podniosły. Jej wzrost powinien być kontynuowany powyżej 1% r/r do końca roku.
- Majowy rachunek obrotów bieżących zaskoczył nadwyżką. Bilans handlowy zaskoczył w górę za sprawą rozczarowania importem, rosnącym 1,7% r/r (eksport 2,7% r/r).



- Wskaźniki nastrojów konsumentów pogorszyły się w lipcu i były najniższe w tym roku. Spadki wynikały z gorszej oceny zdolności do oszczędzania i podejmowania się ważnych zakupów. Ten spadek nie powinien być powodem zmartwień, optymizm konsumentów pozostaje bliski rekordowi. Płace rosną szybko - w czerwcu 7,5% r/r, ponad oczekiwania rynku, wobec 7% w maju, z potencjalnym przyspieszeniem powyżej 9% na koniec roku. Zatrudnienie wciąż rośnie o 3,7% r/r, ale w II poł. br. może zwolnić.
- Realna sprzedaż detaliczna przyspieszyła w czerwcu z 6,1% r/r do 8,2%, dużo bardziej niż zakładał rynek (6,8%) i my (7,3%). Wyraźnie odbiły zakupy dóbr trwałych, z 4,5% r/r do 11,8%. Mogło dojść do przesunięcia ich zakupów w czasie, bo maj wypadł słabo. Sprzedaż detaliczna i produkcja za ostatni miesiąc II kw. wspierają naszą prognozę rządu 5% r/r dla konsumpcji prywatnej i PKB w tym kwartale.

## Cytat tygodnia – Zostawiamy problem następczej RPP

### Kamil Zubelewicz, członek RPP, Bloomberg/PAP, 19 lipca

Lipcowa projekcja dostarcza silnych argumentów do rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych. Powstrzymując się od wkroczenia w restrykcyjny cykl nie robimy nic innego, jak tylko odpychamy problem lub po prostu przesuwamy go na następną kadencję Rady. Ostatnie prognozy skłoniły kolejnych członków do rozmów o zacieśnieniu polityki

### Grażyna Ancyparowicz, członkini RPP, PAP, 16 lipca

Jeżeli nie będzie żadnych zagrożeń zewnętrznych, a raczej ich nie widzę, to w polityce pieniężnej nie powinny nastąpić żadne zmiany i Rada może utrzymać stabilne stopy procentowe przez całą kadencję.

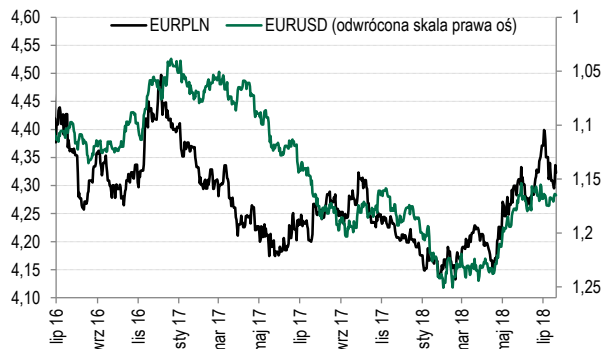
### Eugeniusz Gatnar, członek RPP, PAP, 19 lipca

Mamy miejsce na dwie podwyżki po 25 pb, pierwszy ruch mógłby nastąpić na początku 2019 r. Podwyżka w strefie euro mogłaby być inspiracją dla drugiej podwyżki w Polsce.

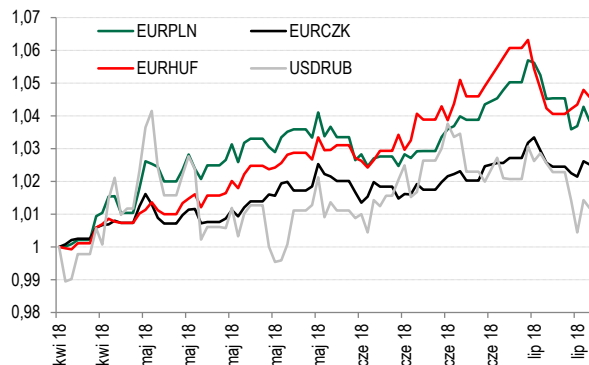
Za delikatną korektą w dół projekcji inflacji NBP na lata 2018-2020 stoi całkiem pokaźna rewizja w dół ścieżki inflacji bazowej, o 0,8pp, 0,5pp i 0,3pp, do odpowiednio 0,8%, 2,1% i 2,7%. Rewizja była większa niż skala negatywnych zaskoczeń inflacją bazową w I poł. br. Do tego NBP podkreślił, że czynniki krajowe sprzyjają odbiciu inflacji bazowej, ale zaszła strukturalna zmiana (przez globalizację, sprzedaż online) opóźniająca przełożenie tych czynników na CPI. W reakcji na nową projekcję jastrzębi członkowie RPP Kamil Zubelewicz i Eugeniusz Gatnar przedstawili bardziej radykalne poglądy. Za to umiarkowana w opiniach Grażyna Ancyparowicz uznała, że obecna Rada mogłaby w ogóle nie podnieść stóp. Naszym zdaniem projekcja raczej utrzymała w Radzie większość za dalszą długotrwałą stabilizacją stóp niż zachęciła do zaostrzenia poglądów.

## Rynek walutowy i stopy procentowej – Dług zyskuje dzięki wykupom, złoty stabilizuje się

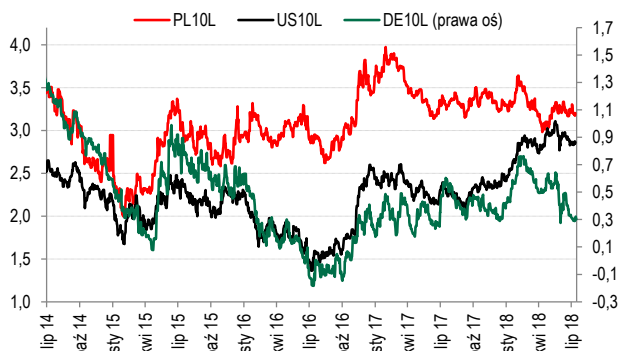
### EURPLN i EURUSD



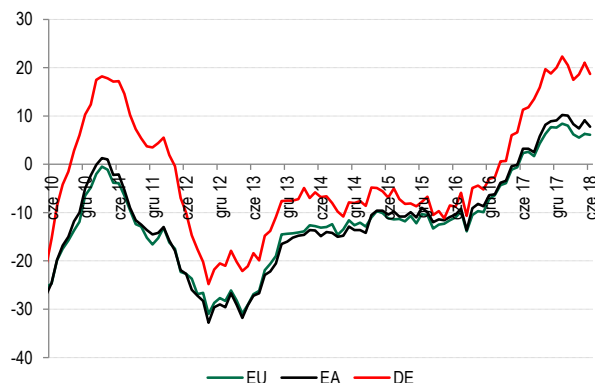
### Waluty CEE (17-kwi-2018 = 100)



### Rentowność PL, DE i US obligacji 10L



### ESI zamówienia w przemyśle



### Ostatni tydzień na rynkach

▪ **Rynek FX** Pierwsza połowa zeszłego tygodnia przyniosła spadki EURPLN. Nasza waluta była wspierana przez informacje o negocjowaniu nowych umów handlowych. Podpisanie umowy o partnerstwie gospodarczym między UE a Japonią oraz negocjacje ceł na samochody między UE a USA zostały odebrane jako stabilizujące perspektywy światowego handlu. W drugiej połowie tygodnia miała miejsce realizacja zysków, napędzana korzystnymi ocenami gospodarki amerykańskiej przez szefa Fed. W efekcie EURPLN powrócił na poziomy z początku tygodnia. Podobną ścieżką podążała czeska korona, podczas gdy forint i rosyjski rubel traciły przez większą część tygodnia, szybciej reagując na zmiany globalnych nastrojów.

▪ **Rynek stopy** W pierwszej połowie tygodnia miał miejsce silny spadek rentowności polskich obligacji, w drugiej odbicie i realizacja zysków. W sumie krzywa rentowności obniżyła się (o 2-6 pb.) silnie reagując na spodziewany w przyszłym tygodniu wykup krajowego długu, niż na wzrosty rentowności obligacji z rynków bazowych.

### Kluczowe wydarzenia nowego tygodnia

▪ Z punktu widzenia rynków najważniejsze w tym tygodniu będą: wstępny odczyt PMI z Eurostrefy oraz PKB za II kw. z USA. Inwestorzy będą także z uwagą przysłuchiwać się konferencji EBC. W przypadku graczy aktywnych na rynku krajowego długu istotny będzie wykup i aukcja obligacji oraz dane o deficycie budżetowym w kraju za czerwiec (choć ich publikacja może nie zmieścić się w tym tygodniu).

▪ W przypadku danych PMI spodziewamy się odczytów zbliżonych do ostatnich, zaś amerykańskie PKB w II kw. prawdopodobnie będzie bardzo mocne (może sięgnąć 4% r/r). Konferencja EBC w dalszym ciągu pozostanie pod wpływem obaw o skutki wojen handlowych. Przekaz na niej powinien pozostać niezmienny w stosunku do poprzedniej konferencji. W kraju spodziewamy się dobrych wyników aukcji, na której inwestorzy (głównie krajowe banki) będą próbowali odtworzyć swoje przetrzebione wykupem portfele. Pozostałe dane, jak Ifo czy zamówienia na dobra trwałe w USA, raczej nie zrobią wrażenia na inwestorach.

### Wpływ na rynek

▪ **Rynek FX** Wobec braku publikacji ważniejszych danych z kraju i podtrzymania przekazu przez EBC spodziewamy się, że EURPLN zostanie blisko 4,30. Elementem ryzyka może być publikacja wstępnych danych o PKB za II kw. w USA, która przy wysokich odczytach może umocnić dolara i w konsekwencji przejściowo wypchnąć EURPLN powyżej 4,35.

▪ **Rynek stopy** Wykup obligacji (9,5 mld zł kapitału i 5,2 mld zł odsetek) pozostanie głównym motorem napędzającym rynek długu. Ogranicznikiem dla spadków rentowności raczej nie będzie aukcja, gdzie Ministerstwo ma zaoferować 4-8 mld zł. Sądzymy, że dobra sytuacja płynnościowa zachęci Ministerstwo do ograniczenia oferty i postawienia wysokich kryteriów cenowych. W efekcie spodziewamy się dalszego obniżenia krzywej dochodowości o 4-6 pb w środku i długim końcu i o 2 pb w krótkim.

▪ W końcówce tygodnia pewne odreagowanie powinny przynieść publikacje wstępnych danych o PKB w II kw. z USA (spodziewamy się mocnych odczytów). Oczekiujemy przez nas odczyt danych PMI (bliski czerwcowemu) powinien ograniczać perspektywę poważniejszych wzrostów rentowności w krótkim okresie.

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)