

TYGODNIK EKONOMICZNY

30 lipca – 5 sierpnia 2018

W zeszłym tygodniu globalny nastrój uległ wyraźnej poprawie dzięki mocnym wstępnym indeksom PMI w strefie euro, lekko gołębiej retoryce EBC i wzrostowi szans na pauzę lub chociaż wolniejsze wprowadzanie ceł przez USA. Wzrost popytu na ryzykowne aktywa wsparł wyraźnie złotego, który zanotował nowy najmocniejszy poziom do euro w tym miesiącu. Rentowności na rynkach bazowych rosły, ale polski dług ponownie radził sobie lepiej, co doprowadziło do dalszego zawężenia spreadów.

W tym tygodniu poznamy wstępny polski CPI za lipiec. Sądzymy, że inflacja spadła w stosunku do czerwca w wyniku niższych cen żywności. Zakładamy, że PMI nie wzrósł zbyt mocno. Naszym zdaniem, krajowe dane powinny być neutralne dla polskich aktywów.

W USA opublikowanych zostanie sporo danych, kluczowe mogą okazać się ISM dla przemysłu i miesięczny raport z rynku pracy. Ewentualne pozytywne niespodzianki w danych z USA mogą ciążyć złotemu. Rynek wycenia już jednak w dużym stopniu jeszcze dwie podwyżki stóp Fed w tym roku i reakcja złotego może być ograniczona. Niezależnie, sądzymy, że potencjał do dalszej aprecjacji złotego i spadku rentowności jest ograniczony.

W regionie CEE, bank centralny Czech podejmie decyzję ws. stóp. W czerwcu bank zaskoczył podwyżką o 25 pb czemu towarzyszyła raczej neutralna retoryka. W ostatnich dniach dwóch członków sugerowało jednak, że kolejny taki ruch możliwy jest już sierpniu. My nie zakładamy takiego scenariusza i jeśli podwyżki nie będzie, wtedy EURCZK mógłby wzrosnąć.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	OSTATNIA			
				RYNEK	BZWBK	WARTOŚĆ	
PONIEDZIAŁEK (30 lipca)							
14:00	DE	Inflacja HICP	VII	% m/m	0,4	-	0,1
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VI	% m/m	0,4	-	-0,5
WTOREK (31 lipca)							
10:00	PL	Wstępna inflacja	VII	% r/r	2,1	1,9	2,0
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	VII	% r/r	2,0	-	2,0
11:00	EZ	PKB SA	II kw.	% r/r	2,2	-	2,5
14:30	US	Wydatki osobiste	VI	% m/m	0,4	-	0,2
14:30	US	Dochody osobiste	VI	% m/m	0,4	-	0,4
14:30	US	Indeks cen PCE SA	VI	% m/m	0,1	-	0,2
16:00	US	Conference Board Konsumentów	VII	pkt	126,0	-	126,4
ŚRODA (1 sierpnia)							
09:00	PL	PMI przemysł	VII	pkt	54,5	54,5	54,2
10:00	EZ	PMI przemysł	VII	pkt	55,1	-	55,1
14:15	US	Raport ADP	VII	tys.	180,0	-	177,2
16:00	US	ISM przemysł	VII	pkt	59,2	-	60,2
20:00	US	Decyzja FOMC		%	2,0	-	2,0
CZWARTEK (2 sierpnia)							
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	1,3	-	1,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	28/07/2018	tys.	215,0	-	217,0
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VI	% m/m	1,7	-	0,4
PIĄTEK (3 sierpnia)							
03:45	CH	PMI usługi	VII	pkt	0,0	-	53,9
10:00	EZ	PMI usługi	VII	pkt	54,4	-	54,4
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	VII	tys.	190,0	-	213,0
14:30	US	Stopa bezrobocia	VII	%	3,9	-	4,0
16:00	US	ISM usługi	VII	pkt	58,6	-	59,1

Źródło: BZ WBK, Bloomberg

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzbwbk.pl Web site: <http://www.bzbwbk.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

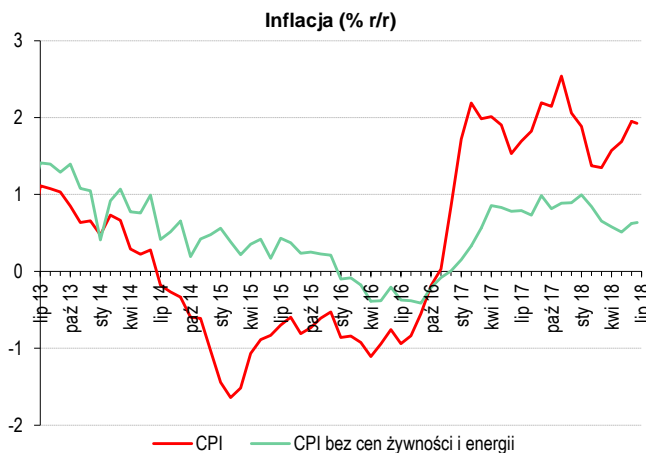
DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

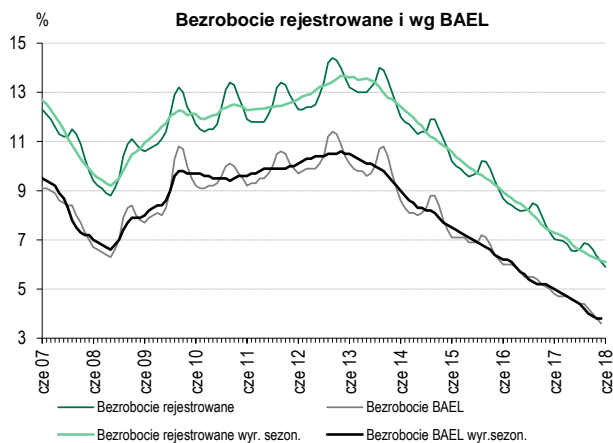
Wydarzenia najbliższego tygodnia – Wstępny CPI i PMI



▪ Sądzymy, że CPI za lipiec będzie niższy niż odczyt za czerwiec, a inflacja bazowa bez cen żywności i energii pozostanie bez zmian. Głównym winowajcą spadku CPI była żywność, która naszym zdaniem potaniała o 1% m/m ze względu na spadek cen owoców i warzyw, które przeważały nad tendencjami wzrostowymi cen masła i drobiu. Ceny paliw były czynnikiem podtrzymującym inflację blisko poziomu z czerwca, głównie poprzez efekt niskiej bazy statystycznej (w lipcu ceny paliw wzrosły tylko o 1% m/m). W kolejnych miesiącach spodziewamy się większej presji ze strony cen żywności (efekt suszy), wzrostu inflacji bazowej i cen energii (w czwartek URE zatwierdził wyższe cła na gaz, podnosząc ceny tego surowca dla gospodarstw domowych o 3,6% co doda prawie 0,1 pp do inflacji CPI w grudniu). Pomimo tego, w kolejnych miesiącach CPI będzie się obniżać.

▪ Według nas, dobre dane ze strefy euro wpłyną pozytywnie na nastroje polskich firm, dlatego spodziewamy się, że w lipcu PMI pójdzie w górę.

Ostatni tydzień w gospodarce – Szybki Monitoring NBP sugeruje spowolnienie, górnictwo podbija płace

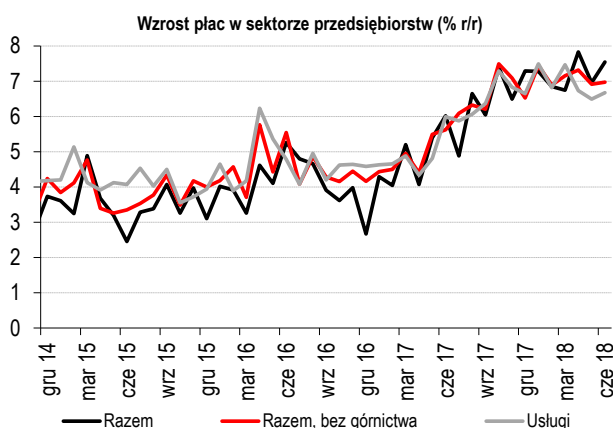


▪ Podaż pieniądza M3 wzrosła w czerwcu o 7,3% r/r wobec 6,6% r/r w maju. Kredyty dla gospodarstw domowych rosły w tempie 5,2% r/r (dane dostosowane o zmiany kursowe), bez większych zmian w porównaniu do maja (5,1% r/r), również jeśli chodzi o strukturę. Kredyty dla firm spowolniły do 5,6% r/r z 6,5% r/r. Przyczyną był spadek dynamiki kredytów na inwestycje (-1,0% r/r wobec 4,3% r/r przed miesiącem), co było pochodną wysokiej bazy z czerwca 2017 r., kiedy wartość kredytów inwestycyjnych została podbita przez transakcję przejęcia jednego z banków. Depozyty przyspieszyły do 6,4% r/r z 5,7% r/r, głównie pod wpływem depozytów firm, które po tymczasowej obniżce stopy wzrostu do 3,0% r/r w maju odbiły do 5,9% r/r. Depozyty terminowe spadły zaledwie o 0,2% r/r i prawdopodobnie już niedługo przestaniemy obserwować spadki w tej kategorii (a widzimy je od grudnia 2016 r.).

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła do 5,9% w czerwcu, zgodnie z oczekiwaniami. Liczba bezrobotnych spadła do poniżej 1 mln po raz pierwszy od wczesnych lat 90.

▪ Szczegółowe dane o płacach potwierdziły, że przyspieszenie w czerwcu do 7,5% r/r z 7,0% r/r wynikało głównie z podwyżek płac i premii w górnictwie (+23,9% r/r). Wzrost płac poza górnictwem wyniósł 7,0% r/r, blisko odczytu z maja, a w usługach pensje wzrosły o 6,7% r/r (6,5% r/r w maju).

▪ Według raportu Szybki Monitoring NBP, w pierwszej połowie roku firmy oceniały swoją sytuację jako dobrą, ale odnotowały lekkie pogorszenie wyników finansowych i rentowności, szybki wzrost kosztów płacowych oraz dalsze pogłębianie się problemów ze znalezieniem wykwalifikowanej siły roboczej. Gospodarka borykała się też z wysokim stopniem wykorzystania mocy wytwórczych, a problem ten dotyczył przede wszystkim budownictwa. Wyniki badania są spójne z naszą prognozą lekkiego spowolnienia wzrostu PKB w kolejnych kwartałach.



Cytat tygodnia – NBP wciąż krytyczny wobec PPK

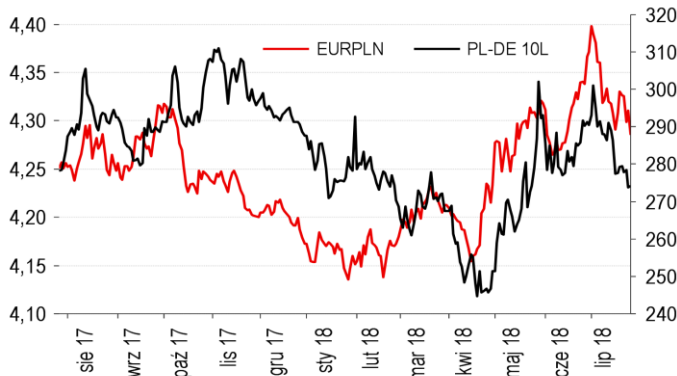
Narodowy Bank Polski, komentarz do projektu ustawy PPK, 11 lipca 2018

W odniesieniu do zapisów przedłużonego projektu ustawy o pracowniczych planach kapitałowych (PPK) z dnia 4 lipca 2018r. (...), Narodowy Bank Polski podtrzymuje wcześniej zgłoszone uwagi. W odniesieniu do nowych zapisów zaproponowanych w przedłożonym projekcie ustawy (z dnia 4 lipca 2018r.) wraz z aktami wykonawczymi, Narodowy Bank Polski zgłasza uwagi w zakresie uregulowań dotyczących struktury lokat funduszy zdefiniowanej daty, które mogą prowadzić w szczególnych przypadkach do powstawania baniek cenowych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz w zakresie stopy referencyjnej, do której byłyby odnoszone wyniki funduszu inwestycyjnego dla celów obliczania wynagrodzenia za osiągnięty wynik.

Po opublikowaniu nowej wersji projektu ustawy o PPK (Pracownicze Plany Kapitałowe, o wstępnej propozycji napisaliśmy [tutaj](#)), NBP podtrzymał swoją krytykę wobec projektu, w której zwrócił uwagę przede wszystkim na zakładany 10-letni okres wypłat, oznaczający wsparcie finansowe dla emerytów tylko do osiągnięcia 70 roku życia, kiedy koszty opieki medycznej rosną znacząco, a prawdopodobieństwo utrzymania aktywności zawodowej spada. NBP był również sceptyczny co do tezy, że PPK pozytywnie wpłynie na oszczędności emerytalne najmniej zarabiających, którzy często pracują w małych firmach, a te akurat mają możliwość wycofania się z PPK. W najnowszym piśmie NBP dodatkowo skrytykował przepisy mówiące, że co najmniej 50% portfela akcyjnego musi być ulokowane w spółkach z WIG20, gdyż utrudniłoby to dywersyfikację alokacji środków funduszy i mogłoby skutkować powstaniem bańki cenowej.

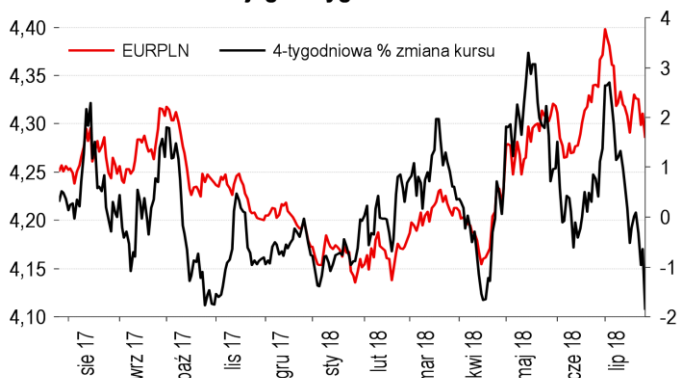
Rynek walutowy i stopy procentowej – EURPLN najniżej w tym miesiącu, obligacje stabilne

EURPLN i spread rentowności obligacji PL-DE 10L



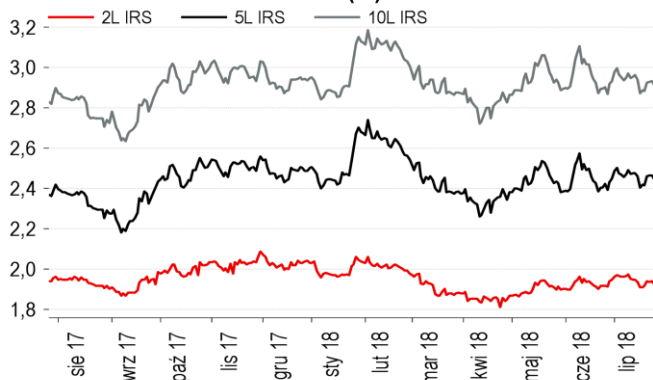
Source: Thomson Reuters Datastream, Bank Zachodni WBK

EURPLN i jego 4-tygodniowa % zmiana



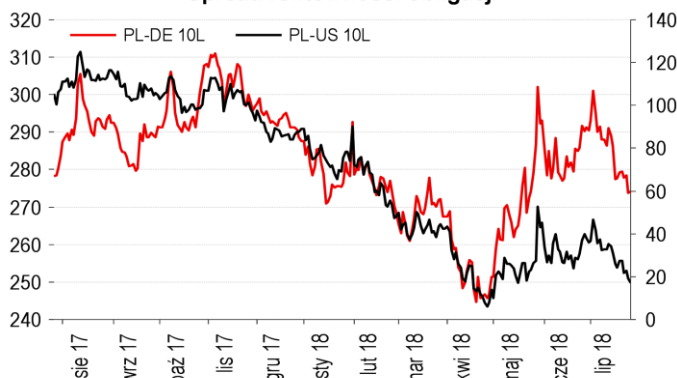
Source: Thomson Reuters Datastream, Bank Zachodni WBK

IRS (%)



Source: Thomson Reuters Datastream, Bank Zachodni WBK

Spread rentowności obligacji



Source: Thomson Reuters Datastream, Bank Zachodni WBK

Ostatni tydzień na rynkach

▪ **Rynek FX** Złoty skorzystał z mocnych danych z Europy oraz spadku napięcia w kwestii handlu międzynarodowego. EURPLN spadł do 4,28 (nowy lipcowy dołek), USDPLN wahał się blisko 3,86, CHFPLN był stabilny w pobliżu 3,70, a GBPPLN spadł do 4,81 z 4,86.

▪ **Rynek stopy** Rentowności polskich obligacji lekko wzrosły po wyraźnym spadku w poprzednim tygodniu. Krajowy dług znowu radził sobie lepiej niż jego niemiecki i amerykański odpowiednik i 10-letnie spready spadły do odpowiednio ok. 270 pb i 20 pb. Krzywa IRS pozostała stabilna.

Kluczowe wydarzenia nowego tygodnia

- Poznamy sporo danych z USA, najważniejsze będą zapewne ISM dla przemysłu i miesięczny raport z rynku pracy.
- FOMC utrzyma zapewne stopy bez zmian czekając na wrzesień kiedy będzie miał do dyspozycji nowe prognozy.
- We wtorek poznamy polską wstępną lipcową inflację. Nasza prognoza (1,9% r/r) jest poniżej konsensusu (2,1%). Sądzymy, że PMI nie wzrośnie za bardzo i będzie neutralny dla rynku.
- W czwartek decyzję ws. stóp podejmie bank centralny Czech. W czerwcu zaskoczył on podwyżką o 25 pb.

Wpływ na rynek

▪ **Rynek FX** Ewentualne pozytywne niespodzianki w danych z USA mogą ciężać złotemu. Rynek wycenia już jednak w dużym stopniu jeszcze dwie podwyżki stóp Fed w tym roku i reakcja złotego może być ograniczona.

▪ Krajowe dane powinny być neutralne. Lipcowy CPI % r/r zapewne spadł w stosunku do czerwca, a ewentualne odbicie PMI mogło już zostać wycenione kiedy złoty zyskał po danych z Europy.

▪ Tempo spadku EURPLN powoli staje się zbyt szybkie biorąc pod uwagę historyczne wzorce (wykres z 4-tygodniową zmianą % kursu) i widzimy niewielki potencjał do umocnienia złotego w krótkim terminie.

▪ Sierpień jest statystycznie negatywnym miesiącem dla złotego. W ostatnich 13 latach EURPLN spadał w sierpniu tylko trzy razy i średni wzrost kursu wyniósł 1,4% (wobec 1% dla średniego miesięcznego wzrostu od 2000). Zakładamy, że sierpień tym razem nie będzie tak negatywny dla złotego. Warto zauważyć, że w II kw. 2018 EURPLN wzrósł o ok. 3,8%, największy wzrost od 2010 i powyżej średniej zmiany w tym kwartale (0,98%) w ostatnich 13 latach. Wg nas, osłabienie złotego w II kw. nie powinno się szybko powtórzyć i zakładamy, że sezonowy wzorzec z sierpnia będzie słabszy niż w poprzednich latach.

▪ Retoryka banku Czech po czerwcowej podwyżce stóp była neutralna, ale w ostatnich dniach dwóch członków sugerowało, że kolejny taki ruch możliwy jest już sierpniu. My nie zakładamy takiego scenariusza i jeśli podwyżki nie będzie, wtedy EURCZK mógłby wzrosnąć.

▪ **Rynek stopy** W ostatnich dniach, polski dług radzi sobie lepiej niż obligacje z rynków zagranicznych (dzięki korzystnej sytuacji płynnościowej), ale sądzymy, że teraz rola czynników globalnych może zacząć rosnąć. Duża liczba danych z USA może być okazją, by korelacja z rynkami bazowymi wzrosła.

▪ Perspektywa wyższej podaży netto na aukcjach w kolejnych miesiącach może zachęcić inwestorów do realizacji zysków i wywierać presję na wzrost rentowności.

▪ Polski niższy od prognoz wstępny szacunek CPI mógłby być pozytywny dla obligacji, ale ostatni spadek spreadów do Bunda i Treasuries oraz perspektywa wyższej podaży netto długu na aukcjach mogą powstrzymać rentowności przed spadkiem w najbliższej przyszłości.

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