

TYGODNIK EKONOMICZNY

6 – 12 sierpnia 2018

Ostatni tydzień był relatywnie spokojny, głównie dzięki malejącemu ryzyku eskalacji wojen handlowych. Wyższy apetyt na ryzyko wspierał polskie aktywa: zarówno złoty jak i obligacje umacniały się, przy czym krajowemu długowi pomagało odwołanie sierpniowej akcji. Krajowe obligacje zachowywały się dużo lepiej niż Bund. Rentowności na rynkach bazowych poszły w górę, a BoE i CNB podwyższyły stopy procentowe. Najslabiej spośród walut gospodarek wschodzących radziła sobie turecka lira, a kurs USDTRY przekroczył 5,00 z powodu amerykańskich sankcji nałożonych na tureckich polityków. W Polsce inflacja ustabilizowała się na poziomie 2,0% w lipcu i oczekujemy spadku tej miary nadchodzących miesiącach. Natomiast PMI nieoczekiwanie spadł.

W tym tygodniu poznamy ważne dane z gospodarki Niemiec, które mogą pomóc ocenić pierwsze skutki wojen handlowych. Naszym zdaniem mogły one mieć negatywny wpływ na zamówienia a pozytywny wpływ na eksport (przyśpieszenie dostaw w celu uniknięcia ceł). W tym tygodniu opublikowana zostanie także inflacja CPI w USA, ale naszym zdaniem te dane nie przyciągną dużej uwagi, gdyż to wskaźnik cen PCE jest ulubioną miarą inflacji dla FOMC. W innych krajach ważnych danych zabraknie, podobnie jak w Polsce. W związku z tym oczekujemy, że ceny polskich aktywów będą podążały za globalnymi trendami z możliwą realizacją zysków na złotym i korekcyjnym wzrostem na obligacjach.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	RYNEK	BZWBK	OSTATNIA WARTOŚĆ
PONIEDZIAŁEK (6 sierpnia)						
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VI	% m/m	-0,4	2,6
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	VI	% r/r	1,9	1,4
10:00	PL	Ankieta nt. sytuacji na rynku kredytowym	III kw.			
WTOREK (7 sierpnia)						
08:00	DE	Eksport	VI	% m/m	0,0	1,8
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	VI	% m/m	-0,6	2,6
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	VI	% r/r	-	3,8
14:00	PL	Oficjalne aktywa rezerwowe	VII	mld €	-	93,6
ŚRODA (8 sierpnia)						
03:00	HU	Minutes MNB	24/07/2018	-		
09:00	HU	Inflacja	VII	% r/r	3,3	3,1
CZWARTEK (9 sierpnia)						
09:00	CZ	Inflacja	VII	% r/r	2,3	2,6
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	220,0	217,0
PIĄTEK (10 sierpnia)						
14:30	US	Inflacja	VII	% m/m	0,2	0,1

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

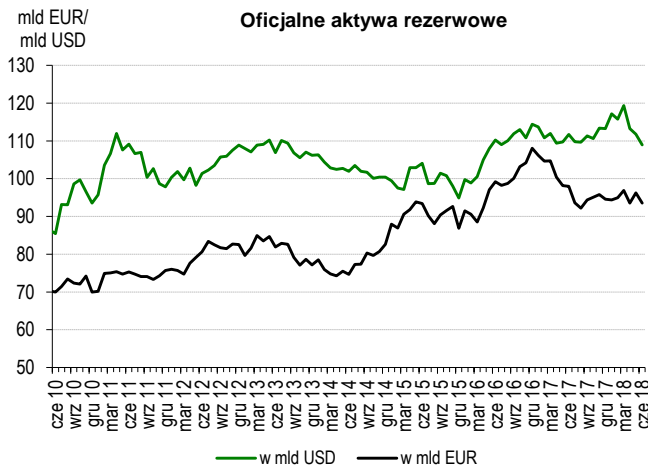
Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

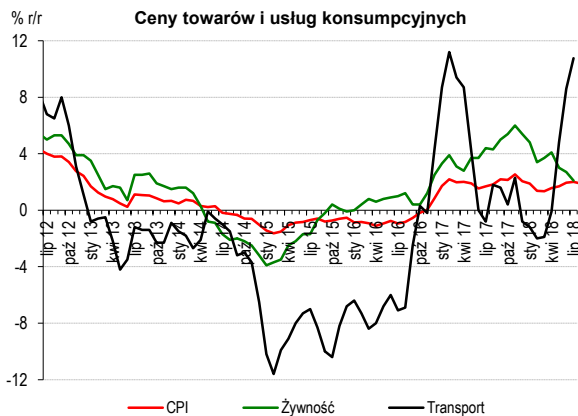
Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – Brak ważnych publikacji

▪ W tym tygodniu nie wychodzą żadne ważne dane na temat polskiej gospodarki. Z tych mniej istotnych rynkowo zobaczymy informacje na temat aktywów rezerwowych w lipcu oraz wyniki ankiety dot. rynku kredytowego w III kw.

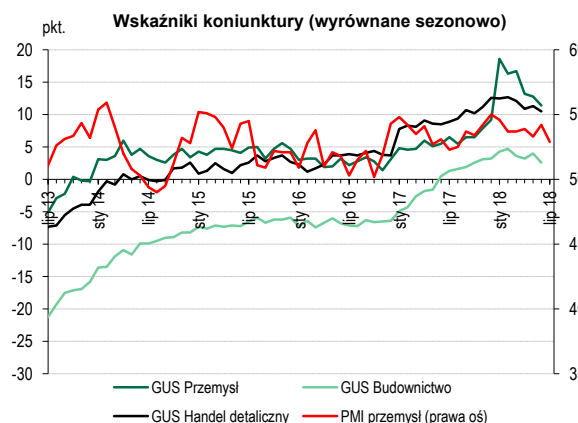
▪ Oficjalne aktywa rezerwowe wyniosły w czerwcu 93,6 mld €, co odpowiada wartości importu za 4,7 miesiąca (IMF rekomenduje >3), 20,3% PKB lub 217% krótkookresowego długu zagranicznego (zalecenia IMF >100%). W ciągu ostatniego roku aktywa rezerwowe oscylowały w pobliżu 95 mld €, po tym jak spadły z rekordu na 108 mld € z grudnia 2016, kiedy to NBP sztucznie podbiło swoje aktywa rezerwowe stosując na masową skalę operacje repo i reverse repo (dodatkową przyczyną spadku wartości aktywów wyrażonych w euro było też umocnienie tej waluty). Naszym zdaniem aktywa będą relatywnie stabilne w kolejnych miesiącach.

▪ Sądzymy, że ankieta dotycząca rynku kredytowego prawdopodobnie pokaże dalszy wzrost popytu na kredyty oraz brak znaczących zmian na rynku kredytowym.

Ostatni tydzień w gospodarce – CPI na tegorocznym maksimum, PMI nieoczekiwanie w dół

▪ Wstępny CPI w lipcu wyniósł 2,0% r/r, bez zmian do czerwca i wobec naszej prognozy 1,9% r/r i konsensusu 2,0% r/r. Choć główna miara nie zmieniła się, to inflację w dół ciągnęły ceny żywności, które spadły 0,7% m/m – wg nas głównie ze względu na tańsze owoce i warzywa, podczas gdy drożało masło i drób. Niższa presja ze strony warzyw została zrównoważona przez efekt niskiej bazy statystycznej w paliwach (w 2017 ceny spadły o ok. 2% m/m, w tym +1,4% m/m). Wg nas, bazowy CPI po wyłączeniu cen żywności i energii nie zmienił się (0,6% r/r). Wzrost cen drobiu mógł być skutkiem zakazu UE na import kurczaków z Brazylii. W kolejnych miesiącach oczekujemy wyższych cen żywności (efekt suszy), wzrostu inflacji bazowej i cen energii (w czwartek URE zatwierdził wyższe cła na gaz, podnosząc jego ceny dla gospodarstw domowych o 3,6% co doda prawie 0,1 pp do inflacji CPI w grudniu). Mimo to według nas odczyty inflacji w czerwcu i lipcu ustanowiły tegoroczny szczyt, a w kolejnych miesiącach dynamika CPI będzie spadać a na koniec roku spodziewamy się 1,6% r/r.

▪ Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa niespodziewanie spadł w lipcu do 52,9 pkt. w porównaniu do 54,2 pkt. z czerwca. Powodem spadku była zniżka subindeksów produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia. Badanie PMI pokazało dalszy wzrost presji na koszty przedsiębiorstw (subindeks cen produktów osiągnął najwyższy poziom od marca 2011). Przedsiębiorstwa wciąż operują przy pełnym wykorzystaniu mocy wytwórczych, co miało swoje odbicie w rosnących zaległościach w zamówieniach i wydłużającym się czasie dostaw. Ostatnie odbicie indeksu PMI w strefie euro i w Niemczech sugeruje, że popyt zagraniczny na polskie produkty powinien pozostać silny. W nadchodzących kwartałach oczekujemy jednak delikatnego spowolnienia polskiej gospodarki oraz dalszego nasilenia się napięcia na rynku pracy. Stąd sądzymy, że mocne odbicie indeksu PMI jest mało prawdopodobne.

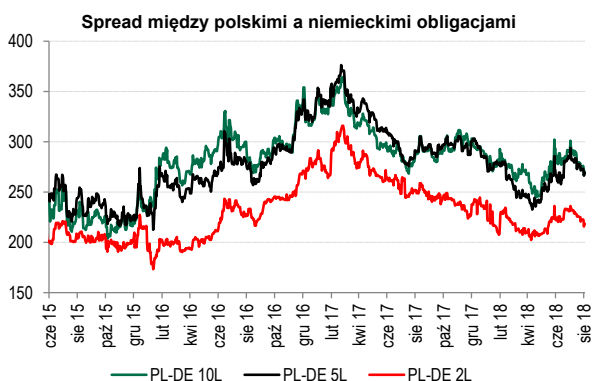
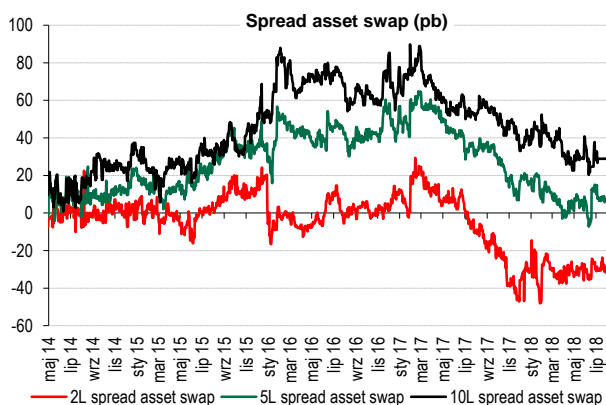
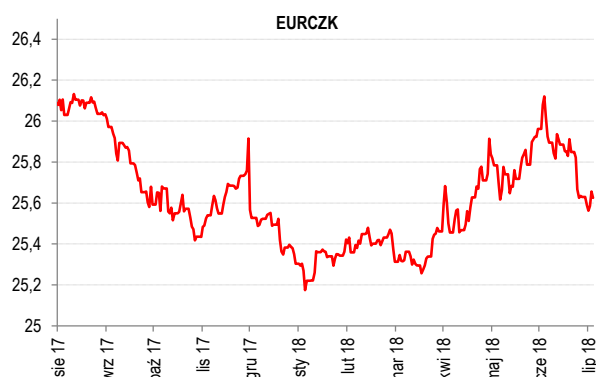
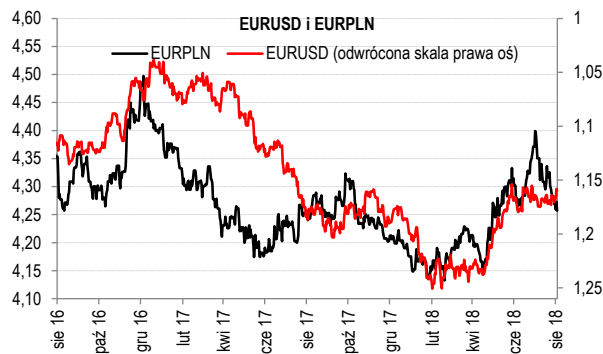
**Cytat tygodnia – Stopy procentowe w 2019 roku bez zmian, niepewny 2020**

Rafał Sura, członek RPP, PAP, 30 lipca

Prawdopodobieństwo stabilizacji stóp proc. przez cały 2019 jest bardzo duże. Jeśli natomiast chodzi o rok 2020, to duże znaczenie będzie dla mnie miała projekcja z listopada. Na razie nie chciałbym wybiegać w tak daleką przyszłość w kategoriach zerojedynkowych. Perspektywa normalizacji stóp procentowych w strefie euro to ważny czynnik w naszym procesie decyzyjnym, ale nie zakładam tutaj szybkiego przełomu. Przypominam, że w ubiegłym roku też były zapowiedzi odchodzenia od luźnej polityki pieniężnej, a mieliśmy tylko zmniejszenie skali skupu aktywów. Trzeba również pamiętać, że stopy w strefie euro są na dużo niższym poziomie niż u nas, więc jedna podwyżka stóp proc. przez EBC nie musi oznaczać, że będziemy automatycznie podwyższać stopy w Polsce.

Członek RPP Rafał Sura wsparł stanowisko prezesa NBP Adama Glapińskiego, twierdząc że stopy nie zmienią się w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Jednocześnie stwierdził, że perspektywy na 2020 są już dość niepewne, czym ujawnił, że jest jednak nieco bardziej jastrzębi niż prezes Glapiński, który nie widzi potrzeby zmian stóp aż do 2020 r. Sura zauważył też, że rynek pracy stanowi ryzyko dla inflacji, podobnie jak nadchodzące wybory, które mogą spowodować wzrost presji płacowej w sektorze publicznym. Członek RPP odrzucił zacieśnianie ECB jako argument wspierający podwyżkę stóp w Polsce, jako że dysparytet stóp pozostanie wysoki według Sury. My oczekujemy, że stopy pozostaną bez zmian w najbliższych miesiącach, a pierwsza podwyżka będzie możliwa dopiero na koniec 2019 r. pod warunkiem zacieśnienia polityki ECB i wyższej inflacji bazowej.

Rynek walutowy i stopy procentowej – EURPLN wróci do 4,30, obligacje będą słabsze



źródło: Thomson Reuters, BZWBK

Ostatni tydzień na rynkach

▪ **Rynek FX** - EURPLN spadł na przestrzeni tygodnia o 2 grosze do 4,2560, pozytywnie reagując na spadek napięcia związanego z negocjacjami celnymi. W przypadku GBPPLN mieliśmy do czynienia z przesunięciem z 4,82 do 4,80 w oczekiwaniu na (zrealizowaną) podwyżkę stóp procentowych przez BoE. W przypadku EURCZK obserwowaliśmy umacnianie w reakcji na oczekiwaną (i zrealizowaną przez CNB) podwyżkę stóp.

▪ **Rynek stopy** - Rentowności krajowego długu spadały na przestrzeni ostatniego tygodnia (wspierane przez anulowanie sierpniowej aukcji), pomimo postępujących wzrostów dochodowości na bazowych rynkach długu. W efekcie krajowa krzywa przesunęła się w dół o 3-5 pb w dół, silniej w długim końcu krzywej. Przełożyło się to na 3-5 pkt zniżki spreadów ASW na całej długości krzywej oraz spadek spreadu do 10L niemieckiego Bunda poniżej 270 pb, zaś do US-treasuries w okolicie 15 pb.

Kluczowe wydarzenia nowego tygodnia

▪ Na ten tydzień nie została zaplanowana publikacja żadnych istotnych danych z kraju, jeżeli chodzi o dane z zagranicy będą dominować Niemcy (produkcja przemysłowa, eksport i zamówienia w przemyśle). Poza nimi w kalendarzu znajdziemy też dane inflacyjne z USA.

▪ Naszym zdaniem inwestorzy będą koncentrować swoją uwagę na danych o zamówieniach z Niemiec, w których powinny ujawnić się pierwsze efekty wojen handlowych w postaci niższych zamówień. Jednak dane te będą równoważone przez informacje o niemieckim eksporcie i produkcji przemysłowej, gdzie spodziewamy się nieco wyższych odczytów. W USA oczekujemy publikacji danych o inflacji, gdzie jednak nie powinny spotkać nas większe zaskoczenia, zaś inwestorzy i FED większą uwagę przywiązują do danych PCE niż do publikowanych w tym tygodniu danych CPI.

▪ Z punktu widzenia walut regionu istotne mogą być publikację o inflacji w Czechach, gdzie bank centralny chce kontynuować podwyżki stóp, zaś inflacja na Węgrzech nie powinna budzić większych emocji.

Wpływ na rynek

▪ **Rynek FX** Brak publikacji krajowych danych powinien sprzyjać nieznacznej przecenie złotego. Naszym zdaniem ostatni rajd był głównie wynikiem odreagowania po spadku oczekiwań na szybkie i szeroko zakrojone podwyżki ceł w ramach prowadzone przez USA w ramach polityki równoważenia bilansu handlowego. W związku z powyższym spodziewamy się powrotu EURPLN w okolicie 4,30. W perspektywie końca miesiąca spodziewamy się utrzymania kursu na tym poziomie. Sądzymy, że publikacja danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej (publikowane w II połowie miesiąca), gdzie spodziewamy się odczytów powyżej konsensusu, nie będzie miała wpływu na wycenę złotego, który w dalszym ciągu będzie zależny od trendów globalnych.

▪ **Rynek stopy** W perspektywie najbliższego tygodnia oczekujemy wzrostów dochodowości rządu 10 pb w ślad za spodziewanymi przez nas na rynkach bazowych, powrotami rentowności do wzrostów. Uważamy, że utrzymujące się perspektywa dwóch podwyżek stóp w USA w tym roku będzie negatywnie oddziaływać na polskie obligacje w horyzoncie końca miesiąca. Dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, publikowane w drugiej połowie miesiąca powinny pomóc w przecenie obligacji. Czynnikiem ograniczającym wzrosty dochodowości może być brak aukcji obligacji w sierpniu. Jednak podwyższone podaże amerykańskiego długu powinny pchać rentowności UST do góry i w konsekwencji szkodzić krajowemu długowi.

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