

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 10 – 16 września 2018

W mijającym tygodniu nastroje na rynkach wciąż nie były sprzyjające dla walut rynków wschodzących i do czwartku obserwowaliśmy ich deprecjację. Dopiero w piątek zaczęło się redukowanie strat. Miała też miejsce przecena krajowych obligacji, stymulowana zarówno negatywnym otoczeniem zewnętrznym jak i wyprzedzą portfeli obligacyjnych przez część lokalnych instytucji finansowych. Indeksy PMI w Europie i Polsce zaskoczyły negatywnie, podobnie jak dane o aktywności gospodarczej w niemieckim przemyśle, sygnalizując, że II poł. 2018 może być naznaczona spowolnieniem gospodarczym. RPP nadal zamierza utrzymywać stopy procentowe bez zmian w tym i przyszłym roku.

W perspektywie nadchodzącego tygodnia spodziewamy się pozostania EURPLN nieco powyżej 4,30, za sprawą utrzymywania się awersji do ryzyka. W dalszej części tygodnia, dalsze słabe dane z Europy, a w szczególności potencjalnie nieco łagodniejszy wydzźwięk konferencji EBC powinien przywrócić dobre nastroje na rynku długu.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	OSTATNIA			
				RYNEK	BZWBK	WARTOŚĆ	
<b>PONIEDZIAŁEK (10 września)</b>							
09:00	CZ	Inflacja	VIII	% r/r	2,4	-	2,3
<b>WTOREK (11 września)</b>							
09:00	HU	Inflacja	VIII	% r/r	3,3	-	3,4
11:00	DE	ZEW	IX	pkt	71,6	-	72,6
<b>ŚRODA (12 września)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	-0,3	-	-0,7
<b>CZWARTEK (13 września)</b>							
08:00	DE	Inflacja HICP	VIII	% m/m	0,1	-	0,0
10:00	PL	<b>Inflacja</b>	<b>VIII</b>	<b>% r/r</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
13:45	EZ	Decyzja EBC		%			
14:00	PL	<b>Saldo obrotów bieżących</b>	<b>VII</b>	<b>mln €</b>	<b>-722</b>	<b>-418</b>	<b>-240</b>
14:00	PL	<b>Bilans handlowy</b>	<b>VII</b>	<b>mln €</b>	<b>-460</b>	<b>-255</b>	<b>-413</b>
14:00	PL	<b>Eksport</b>	<b>VII</b>	<b>mln €</b>	<b>17191</b>	<b>17160</b>	<b>18071</b>
14:00	PL	<b>Import</b>	<b>VII</b>	<b>mln €</b>	<b>17750</b>	<b>17415</b>	<b>18484</b>
14:30	US	Inflacja	VIII	% m/m	0,3	-	0,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	212,5	-	213,0
<b>PIĄTEK (14 września)</b>							
14:00	PL	<b>Inflacja bazowa</b>	<b>VIII</b>	<b>% r/r</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	VIII	% m/m	0,6	-	0,5
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	VIII	% m/m	0,4	-	0,1
16:00	US	Indeks Michigan	IX	pkt	96,2	-	96,2
	PL	<b>Moody's przegląd ratingu</b>					

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

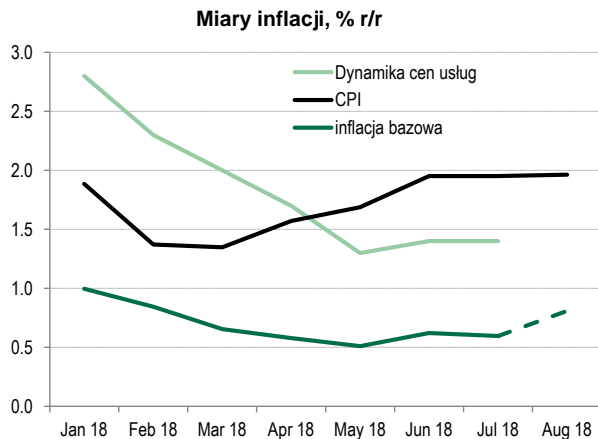
Marcin Sulewski 22 534 18 84

#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

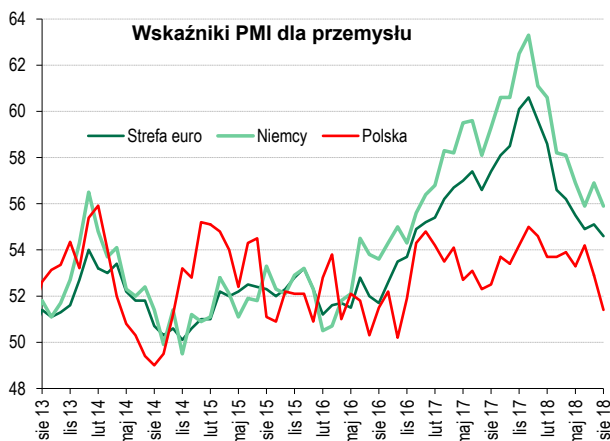
Wrocław 71 369 9400

**Wydarzenia najbliższego tygodnia – Więcej inflacji bazowej**

▪ Sierpniowy wstępny odczyt CPI 2% r/r, gdy zakładaliśmy 1,8% skłonił nas do rewizji w górę szacunku inflacji bazowej. Wygląda na to, że po raz pierwszy w tym roku wykonała istotny ruch w górę, do 0,8-0,9% r/r. Dlatego ważna będzie analiza szczegółowych danych CPI i miar inflacji bazowej, publikowanych w tym tygodniu. Możliwe, że odbiła inflacja cen usług, która mimo presji płacowych osłabła w I poł 2018 z 2,8% r/r do 1,4% i tam utknęła. Inflacja bazowa naszym zdaniem będzie narastać przez resztę roku, nawet jeśli w tym czasie spodziewamy się stopniowego obniżania się dynamiki CPI.

▪ Bilans płatniczy za lipiec powinien wypaść dobrze, ze wzrostem eksportu i importu wciąż rzędu 10-11% r/r. W obliczu pogorszenia nastrojów biznesowych i nowych zamówień w Niemczech martwimy się raczej kolejnymi miesiącami.

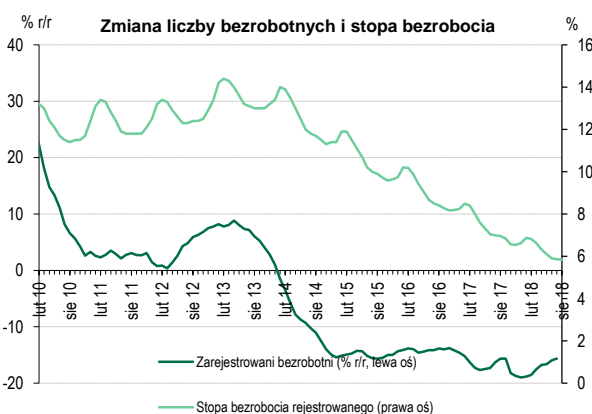
▪ Moody's ma dokonać przeglądu ratingu Polski (A2/stabilny) 15 września. Nie wydaje nam się, żeby miało dojść teraz do zmian oceny kredytowej i/lub jej perspektywy.

**Ostatni tydzień w gospodarce – Zanikający optymizm**

▪ Wskaźnik PMI dla przemysłu za sierpień spadł z 52,9 pkt do 51,4, najniżej od prawie dwóch lat, przy oczekiwaniach rynku na 53 pkt. Raport wskazuje na osłabienie aktywności w wielu obszarach: składnik opisujący nowe zamówienia wypadł najslabiej od dwóch, a zamówienia eksportowe – od czterech lat, obniżyła się też bieżąca produkcja i zaległości produkcyjne oraz wskaźnik zatrudnienia. W ciągu dwóch miesięcy PMI stracił 2,8 pkt. – co jest wyraźnym znakiem potwierdzającym stopniowe spowolnienie w II poł. 2018. Naszym zdaniem osłabienie aktywności w sierpniu ujawni się też w realnych danych a drugie półroczne będzie już pod znakiem (stopniowego) spowolnienia.

▪ Lipcowy odczyt nowych zamówień dla przemysłu w Niemczech wypadł poniżej konsensusu i był kolejną niepokojącą publikacją na ten temat, co zle wróży perspektywom polskiego sektora przemysłowego. Wszystkie odczyty niemieckich zamówień z 2018 oprócz majowego okazały się gorsze od oczekiwań, co rodzi obawy, że gospodarcze osłabienie jakie dotknęło strefę euro w I kw. 2018 nie było jedynie chwilowym zjawiskiem. Dynamika zamówień w niemieckim przemyśle spadła r/r drugi miesiąc z rzędu, podczas gdy zaczęła rok od +8% r/r. Odczyty bliskie zeru były także odnotowywane między II poł. 2014 a I poł. 2016 – w okresie kiedy strefa euro nie mogła się przebić ze wzrostem PKB powyżej 2% r/r. W Europie, niższe od oczekiwań były też odczyty sprzedaży detalicznej oraz indeksów PMI (dla przemysłu i usług). Chiński PMI dla usług też zaskoczył w dół.

▪ Minister Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej Elżbieta Rafalska poinformowała, że według wstępnych danych w sierpniu stopa bezrobocia rejestrowanego zdołała jeszcze spaść, z 5,9% do 5,8% wobec konsensusu rynkowego zakładającego brak zmian. Liczba bezrobotnych zmniejszyła się w skali miesiąca o 2,3 tys. (w sierpniu 2017 o 3,9 tys.).

**Cytat tygodnia – Jesteśmy oazą stabilności**

**Adam Głapiński, prezes NBP, konferencja prasowa RPP, 5 września**  
Jesteśmy oazą stabilności. Do końca 2019 r. z bardzo dużym prawdopodobieństwem stopy będą stabilne. W 2020 r. zakładając, że się coś dramatycznie na zewnątrz nie zmieni, szczególnie w Niemczech i w Europejskim Banku Centralnym, to w pierwszy, drugi kwartał 2020 też tak wejdziemy, a może do końca. Wszyscy czekają na podwyżki a może się pojawić sytuacja, że EBC obniża, będzie ilościowo luzował.

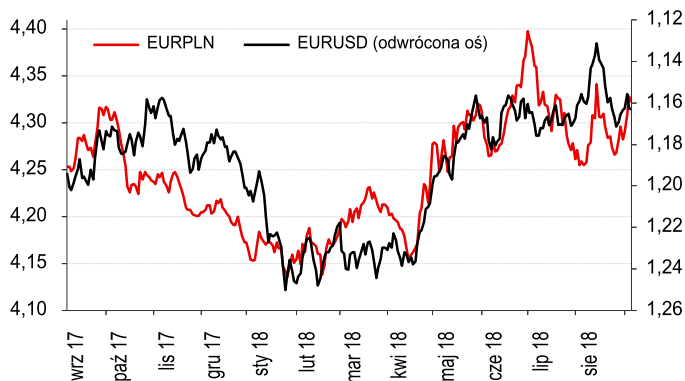
**Kamil Zubelewicz, członek RPP, konf. prasowa RPP, 5 września**  
W przyszłości ten cel będziemy przekraczać. (...) Jeżeli takie ryzyko nastąpi, to myślę, że pojawiają się wnioski o podwyżki stóp. Obecna polityka stóp jest stabilna [tylko] w sensie nominalnym, a nie realnym.

**Jerzy Żyżyński, członek RPP, konf. prasowa RPP, 5 września**  
Jesteśmy poniżej celu inflacyjnego. Nie ma powodu, by ingerować w to co się dzieje w gospodarce.

RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian na 1,50%, zgodnie z oczekiwaniami. Konkluzja zawarta w komunikacie niezmiennie wskazuje na przekonanie Rady o dalszym długotrwałym pozostawianiu inflacji w pobliżu celu. Zdaniem Rady perspektywy gospodarcze są korzystne, pomimo zakładanego obniżenia dynamiki PKB w kolejnych latach. W związku z powyższym RPP uważa, że brak zmian stóp jest optymalnym rozwiązaniem. Adam Głapiński wspominał, że w przyjętych przez RPP (jeszcze nie publikowanych) założeniach polityki pieniężnej na 2019 r. nie ma zasadniczych zmian. Według nas stopy pozostaną stabilne co najmniej do listopada 2019 r. a decyzja o podwyżce stóp wymagać będzie utrzymywania się korzystnych warunków i perspektyw gospodarczych, przebiecia celu inflacyjnego oraz uprzedniej podwyżki przez EBC.

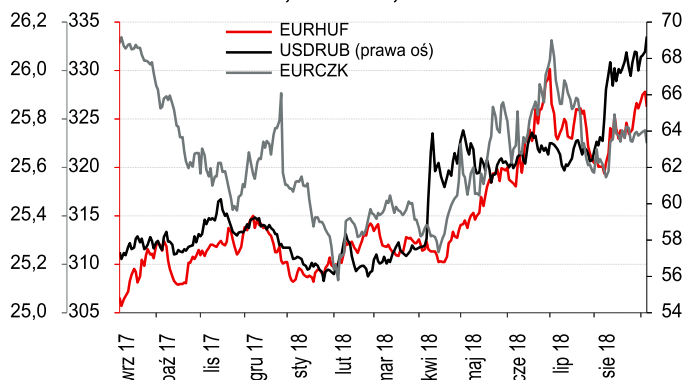
## Rynek walutowy i stopy procentowej – Żegluga po wzburzonym morzu

## EURPLN i EURUSD



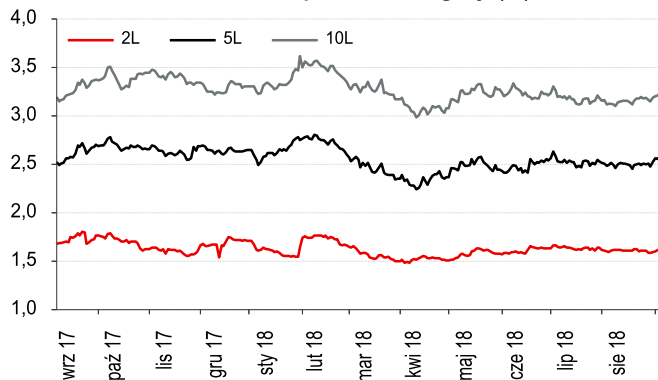
Source: Thomson Reuters Datastream, Bank Zachodni WBK

## EURHUF, USDRUB, EURCZK



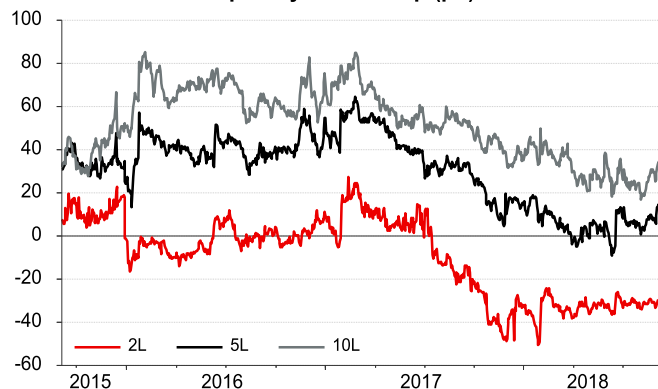
Source: Thomson Reuters Datastream, Bank Zachodni WBK

## Rentowności polskich obligacji (%)



Source: Thomson Reuters Datastream, Bank Zachodni WBK

## Spreads asset swap (pb)



Source: Thomson Reuters Datastream, Bank Zachodni WBK

## Ostatni tydzień na rynkach

▪ **Rynek FX EURPLN** rósł przez większą część zeszłego tygodnia wypychany w górę przez obawy o kolejne fale kryzysu w Argentynie i Turcji oraz niepewność dotyczącą przyszłości światowego handlu, w obliczu braku postępu w negocjacjach między USA a Kanadą i USA a UE oraz potencjalnym rozszerzeniem amerykańskich ceł na Chiny. W efekcie EURPLN przesunął się z 4,2970 na początku tygodnia do ponad 4,33 w środę-czwartek i dopiero na koniec tygodnia zdołał ograniczyć straty, wracając do nieco ponad 4,30 dzięki szerszemu odbiciu walut wschodzących i aprecjacji euro wobec dolara.

▪ **Rynek stopy procentowej** W minionym tygodniu rentowności krajowych obligacji wzrosły o ok. 5pb we wszystkich głównych segmentach. Przecena krajowych obligacji miała miejsce w reakcji na kolejne fale kryzysu osłabiające waluty krajów rozwijających się i giełdy. Ponadto długowi szkodziła wyprzedaż portfeli obligacyjnych przez część lokalnych instytucji finansowych.

## Kluczowe wydarzenia nowego tygodnia

▪ W tym tygodniu kluczowe będą publikacje danych ZEW z Niemiec oraz konferencja EBC. W przypadku danych ZEW oczekujemy spadku wartości indeksu w ślad za spadającymi giełdami w Europie i oczekiwaniami pogorszenia wyników europejskich firm. Konferencja EBC powinna przynieść dalsze złagodzenie języka banku centralnego w reakcji na serię słabszych danych z Europy (sprzedaży detalicznej, inflacji i podaży pieniądza). Mimo to na konferencji spodziewamy się potwierdzenia zadeklarowanej wcześniej ścieżki wychodzenia z luzowania ilościowego.

▪ Dane na temat polskiej i europejskiej inflacji nie będą zbyt uważnie obserwowane przez inwestorów, ze względu na wcześniejsze publikacje wstępnych odczytów tych wskaźników. Podobnie nie spodziewamy się wielkiego zainteresowania wynikami na rachunku obrotów bieżących za lipiec. W przypadku zapowiedzianego na koniec tygodnia przeglądu ratingu Polski przez agencję Moody's oczekujemy utrzymania dotychczasowej oceny polskiego długu oraz jego perspektyw.

## Wpływ na rynek

▪ **Rynek FX** W perspektywie najbliższego tygodnia spodziewamy się pozostania EURPLN nieco powyżej 4,30, za sprawą utrzymywania się awersji do ryzyka. Naszym zdaniem potencjalny negatywny wpływ wojen handlowych na gospodarki rozwijające się w połączeniu z perspektywą podwyżek stóp procentowych w USD będzie nadal ciężać walutom rynków rozwijających się.

▪ **Rynek stopy procentowej** Na rynku długu spodziewamy się kontynuacji wyprzedaży na początku tygodnia (ruch rentowności w górę w segmencie 5-10L nie powinien przekroczyć 2-4pb). W dalszej części tygodnia, słabsze dane ZEW, a w szczególności wydzwięk konferencji EBC powinien przywrócić dobre nastroje na rynku długu i wpłynąć na obniżenie krajowej krzywej duchowości. Czynnikiem ryzyka pozostaje zachowanie amerykańskiego rynku obligacji. Zaplanowane znaczne wzrosty podaży amerykańskich skarbówek mogą wypychać krzywą w górę. Negatywne oddziaływanie tego czynnika na krajowe obligacje powinno być jednak przejściowe.

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)