

Trump odpuszcza

Dziś w centrum uwagi:

- **Wstępne dane o PKB w Niemczech w 2q19** to dziś najważniejsze wydarzenie za granicą (o ile nie pojawią się kolejne informacje z frontu wojen handlowych). Konsensus wskazuje, że dynamika PKB największej gospodarki strefy euro obniżyła się poniżej zera (-0,3% r/r) po raz pierwszy od 1q13. Taki lub gorszy wynik scementuje oczekiwania na poluzowanie polityki pieniężnej EBC.
- **Finalne dane o inflacji CPI w lipcu oraz wstępne dane o PKB w 2q19** powinny nieco stłumić oczekiwaną na poluzowanie krajowej polityki pieniężnej. Wyraźnie obniżona krzywa FRA oraz krzywa swapowa (odwrócona na odcinku 2-5 lat, gdzie stawki IRS znalazły się wyraźnie poniżej stawek WIBOR 3M) implikują, że rynek wycenia redukcję stóp procentowych NBP o 25pb do 1q21. Szacujemy, że wzrost PKB w 2q19 wyniósł 4,4% r/r (konsensus: 4,5% r/r), a więc pozostał wyraźnie powyżej potencjalnego tempa (3,7-3,9%), natomiast szczegółowe dane o cenach konsumpcyjnych potwierdzą, że źródłem zaskakująco silnego wzrostu inflacji CPI w lipcu były nie tylko ceny żywności (przejściowy czynnik egzogeniczny), ale również przyspieszenie inflacji bazowej do 2,1-2,2% r/r (fundamentalna presja na wzrost cen o trwałym charakterze). Nadal uważamy, że przeciwko obniżce stóp procentowych NBP w najbliższych latach działać będzie nie tylko relatywnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego i podwyższona inflacja, ale również obawy o stabilność części instytucji finansowych.

Przegląd wydarzeń:

- **USA:** Stany Zjednoczone **zdecydowały się** wycofać część produktów z listy chińskich towarów, które miały być objęte 10% cłami od września. Jednocześnie przesunięto termin wprowadzenia 10% cła dla **wybranych towarów** na 15 grudnia (np. laptopów, telefonów komórkowych, niektórych zabawek, monitorów komputerowych, konsol do gier wideo, a także wybranej odzieży i obuwia). Jednocześnie zaznaczono, że proces wyłączenia towarów z listy ceł będzie kontynuowany.
- **USA:** Inflacja CPI w lipcu wzrosła silniej od oczekiwań (do 1,8% r/r z 1,6% r/r w czerwcu). Wynika to ze wzrostu kosztów energii, a także szeregu towarów i usług wliczanych do inflacji bazowej (która przyspieszyła do 2,2% r/r z 2,1% r/r w czerwcu), m.in. odzieży, biletów lotniczych, usług zdrowotnych oraz mebli. W połączeniu z informacją o wstrzymaniu nałożenia ceł na część towarów importowanych z Chin,

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

@PKO_Research

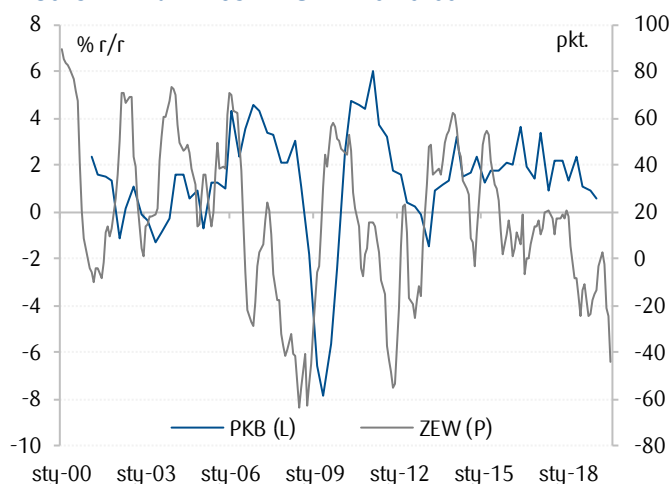
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

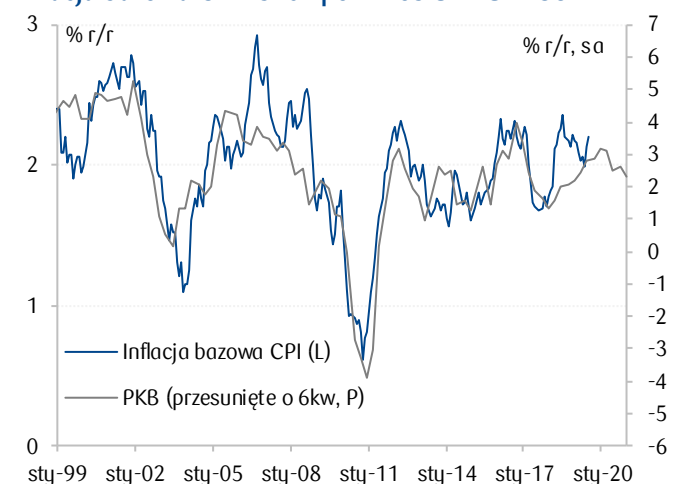
Urszula Kryńska
Ekonomista
tel. 22 521 51 32

Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Indeks ZEW a wzrost PKB w Niemczech



Inflacja bazowa CPI vs tempo wzrostu PKB w USA



Źródło: Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

odczyt inflacyjny zmniejsza presję na FOMC, aby obniżyć stopy już we wrześniu. Biorąc pod uwagę średnioterminowe trendy (zarówno inflacyjne, jak i polityki handlowej), które dla szefa Fed, J.Powella, są o wiele istotniejsze od pojedynczych odczytów danych i informacji napływających z rynku, utrzymujemy naszą prognozę obniżki stóp na najbliższym, wrześniowym posiedzeniu FOMC.

- **GER: Kanclerz Niemiec, A.Merkel, uważa, że nie ma obecnie potrzeby wdrażania projektów stymulujących koniunkturę.** Merkel przyznała, że niemiecka gospodarka znajduje się w „trudniejszej fazie”. Jej zdaniem powodem są międzynarodowe konflikty handlowe i „wiele błędów” popełnionych przez przemysł motoryzacyjny. Jest to szczególnie odczuwalne przez Niemcy, które są uzależnione od eksportu. Jej zdaniem nie rodzi to jednak konieczności podjęcia działań stymulujących wzrost gospodarczy. Zaapelowała też, by nie przesadzać z pesymistyczną oceną sytuacji gospodarczej.
- **GER: Indeks ZEW za sierpień spadł wyraźnie do -44,1 pkt.** (vs. -24,5 pkt. w lipcu; konsensus -28 pkt.), co jest najgorszym wynikiem od grudnia 2011. Przy interpretacji indeksu ZEW należy pamiętać, że jest on słabo skorelowany (słabiej niż PMI i Ifo) z faktyczną dynamiką aktywności gospodarczej w Niemczech. Coraz więcej sygnałów wskazuje jednak, że kłopoty niemieckiego przemysłu, eksponowanego na globalne łańcuchy produkcyjne, nie skończą się latem tego roku, a problemy niektórych sektorów (np. motoryzacji) będą ciążyły na całym gospodarce Niemiec. Rosnące ryzyko „twardego” brexitu, możliwość nałożenia ceł przez D.Trumpa na import pojazdów z UE, a także problemy niemieckiego sektora bankowego powodują, że szanse na wyraźną poprawę nastrojów w największej gospodarce strefy euro są w najbliższym czasie ograniczone.
- **POL: Bilans płatniczy za czerwiec pokazał stabilizację salda rachunku obrotów bieżących** (niewielka nadwyżka 21 mln EUR w samym czerwcu oraz 0% PKB w ujęciu 12-miesięcznym) przy wyraźnym obniżeniu dynamiki obrotów handlowych (zarówno eksportu, jak i importu), co można wiązać z niekorzystnym efektem kalendarzowym (-2 dni robocze) i wpływem upałów. (więcej w Makro Flashu: [Czerwcowe wakacje](#)).
- **POL: Liczba oświadczeń o powierzeniu pracy cudzoziemcowi w 1h19 wyniosła 845,9 tys.** wobec 756,8 tys. rok wcześniej.
- **EUR: Komisja Europejska rozpoczęła we wtorek dochodzenie antydumpingowe w sprawie stali walcowanej na gorąco, sprowadzanej z Chin, Tajwanu i Indonezji.** Może ono zakończyć się nałożeniem ceł. Dochodzenie jest następstwem skargi złożonej przez Europejskie Stowarzyszenie Stali (EUROFER), w ocenie którego przywóz z tych krajów odbywa się po cenach dumpingowych, co jest szkodliwe dla producentów europejskich. Komisja ma teraz do 8 miesięcy na zebranie dowodów w sprawie i podjęcie ewentualnej decyzji o wprowadzeniu ceł.

Znalezione w sieci:

- Swapy walutowe a finansowanie i podejmowanie decyzji inwestycyjnych (ECB): [„Role of cross currency swap markets in funding and investment decisions.”](#)
- Banki centralne kupują złoto (FT): [Central banks make record \\$15.7bn gold purchases](#)
- Kto najbardziej traci na bezumownym brexicie? (FT): [No-deal Brexit: how prepared are the EU and UK?](#)
- Gdzie szukać oznak recesji w USA? (NYTimes): [A Recession Is Coming \(Eventually\). Here's Where You'll See It First.](#)
- Zapowiedź, że rola produkcji „nowej” motoryzacji w Polsce będzie rosła (Puls Biznesu): [Toyota podwoi produkcję w Polsce.](#)

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO	Odczyt	Komentarz
Piątek, 9 sierpnia						
CHN: Inflacja CPI (lip)	3:30	2,7% r/r	2,7% r/r	--	2,8% r/r	Niskie ceny surowców i osłabienie popytu wewnętrznego hamują inflację, a wręcz stymulują obawy przed deflacją dając władzom monetarnym kolejny argument za luzowaniem polityki pieniężnej.
CHN: Inflacja PPI (lip)	3:30	0,0% r/r	-0,1% r/r	--	-0,3% r/r	Silny spadek PKB (-0,2% k/k) wskazuje na wzrost zagrożenia recesją.
UK: Wzrost PKB (2q)	10:30	1,8% r/r	1,4% r/r	--	1,2% r/r	Bazowa inflacja PPI była w lipcu najniższa od 2h17. Przestrzeń do wzrostów cen ogranicza słabnący popyt.
USA: Inflacja PPI (lip)	14:30	1,7% r/r	1,7% r/r	--	1,7% r/r	
Poniedziałek, 12 sierpnia						
CZE: Inflacja CPI (lip)	9:00	2,7% r/r	2,7% r/r	--	2,9% r/r	Wysokie ceny żywności mogą opóźnić powrót inflacji do celu. CNB oczekuje jednak, że w ślad za słabszym wzrostem gospodarczym w przyszłym roku inflacja powróci do 2%.
Wtorek, 13 sierpnia						
GER: Inflacja CPI (lip, rew.)	8:00	1,6% r/r	1,7% r/r	--	1,7% r/r	Niemiecki Destatis przyznał, że za wzrostem zmienności inflacji częściowo stoi zmiana sposobu liczenia cen wyjazdów zorganizowanych.
GER: Indeks instytutu ZEW (sie)	11:00	-24,5 pkt.	-28,0 pkt.	--	-44,1 pkt.	Indeks ZEW sugeruje, że problemy niemieckiej gospodarki nie skończą się latem.
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (cze)	14:00	1006 mln EUR	243 mln EUR	100 mln EUR	21 mln EUR	W porównaniu z poprzednim miesiącem nastąpiło wyraźne schłodzenie wymiany towarowej, na co wpłynęły negatywne efekty kalendarzowe. Lipiec powinien przynieść odbicie wolumenu obrotów towarowych.
POL: Eksport (cze)	14:00	19,703 mld EUR	18,650 mld EUR	18,463 mld EUR	18,068 mld EUR	
POL: Import (cze)	14:00	19,607 mld EUR	18,800 mld EUR	18,474 mld EUR	18,145 mld EUR	
USA: Inflacja CPI (lip)	14:30	1,6% r/r	1,7% r/r	--	1,8% r/r	W połączeniu z informacją o wstrzymaniu nałożenia ceł na część towarów importowanych z Chin, odczyt inflacyjny zmniejsza presję na FOMC, aby obniżyć stopy już we wrześniu.
USA: Inflacja bazowa (lip)	14:30	2,1% r/r	2,1% r/r	--	2,2% r/r	
Środa, 14 sierpnia						
GER: Wzrost PKB (2q)	8:00	0,7% r/r	-0,3% r/r	--	--	Niemiecka gospodarka balansuje na krawędzi recesji. Nieoczyszczone o efekty kalendarzowe dane najpewniej pokażą pierwszą od 1q13 ujemną dynamikę r/r.
POL: Wzrost PKB (2q)	10:00	4,7% r/r	4,5% r/r	4,4% r/r	--	Spowolnienie inwestycji i wzmocnienie konsumpcji prywatnej zaowocują nieznacznym wyhamowaniem dynamiki PKB.
POL: Inflacja CPI (lip, rew.)	10:00	2,6% r/r	2,7% r/r*	2,9% r/r	--	Główną niespodzianką były w lipcu ceny żywności.
UK: Inflacja CPI / infl. bazowa (lip)	10:30	2,0% r/r / 1,8% r/r	1,9% r/r / 1,8% r/r	--	--	Silna fala osłabienia funta sugeruje, że wyraźne odbicie inflacji jest tylko kwestią czasu.
EUR: Produkcja przemysłowa (cze)	11:00	-0,5% r/r	-1,2% r/r	--	--	Produkcja w Niemczech silnie spadła, co wskazuje na ryzyko in minus dla i tak niskiego konsensusu.
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	1,1% r/r	1,1% r/r	--	--	Drugi szacunek pokaże już dane dla poszczególnych państw i strukturę wzrostu.
Czwartek, 15 sierpnia						
NOR: Posiedzenie Norges Banku	10:00	1,25%	1,25%	--	--	Od 3q18 Norges Bank już 3 razy podniósł stopy procentowe. W czerwcu zasignalizował, że we wrześniu może podnieść stopy po raz kolejny. W obliczu globalnego luzowania – może zmienić zdanie.
USA: Sprzedaż detaliczna (lip)	14:30	0,4% m/m	0,2% m/m	--	--	Optymistyczni konsumenci stabilizują gospodarkę.
USA: Produkcja przemysłowa (lip)	15:15	0,0% m/m	0,3% m/m	--	--	Wskaźniki koniunktury sugerują, że nad przemysłem zbierają się ciemne chmury.
Piątek, 16 sierpnia						
POL: Inflacja bazowa (lip)	14:00	1,9% r/r	2,1% r/r	2,1% r/r	--	Ceny usług napędzają inflację bazową.
USA: Rozpoczęte budowy domów (lip)	14:30	1,253 mln	1,26 mln	--	--	Rynek nieruchomości kurczy się od 6 kwartałów zarówno ze względu na czynniki popytowe, jak i podażowe.
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie, wst.)	16:00	98,4 pkt.	97,1 pkt.	--	--	Historycznie fale eskalacji napięć handlowych przekładały się na spadki indeksu.

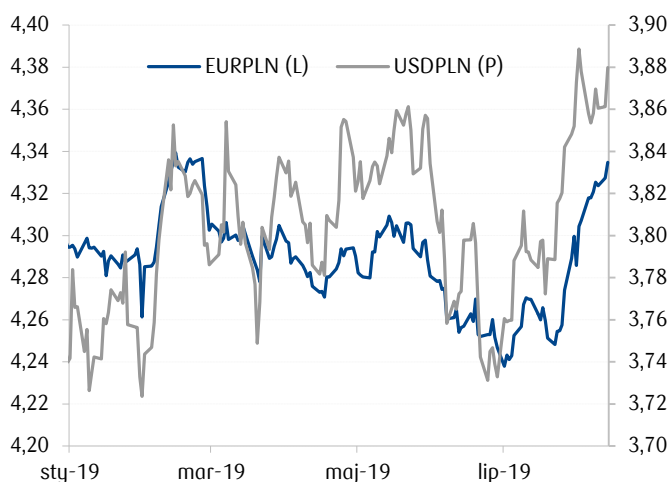
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.*sprzed publikacji szybkiego szacunku za czerwiec.

Podstawowe dane rynkowe

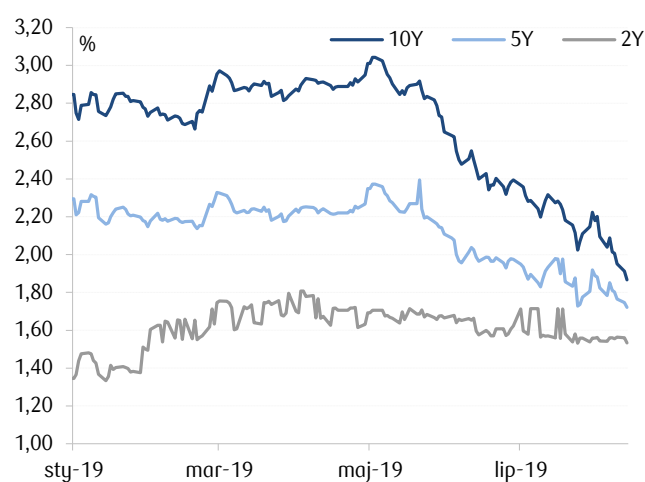
		Wartość 2019-08-13	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,3253	0,10%	0,49%	1,30%
	USDPLN	3,8617	0,24%	-0,79%	1,77%
	CHFPLN	3,9506	-0,20%	0,91%	2,98%
	GBPPLN	4,6834	0,00%	-0,99%	-1,58%
	EURUSD	1,1201	-0,13%	1,28%	-0,47%
	EURCHF	1,0949	0,30%	-0,42%	-1,64%
	GBPUSD	1,2134	-0,16%	-0,13%	-3,22%
	USDJPY	106,22	0,42%	-1,82%	-1,96%
	EURCZK	25,81	0,19%	0,16%	0,73%
EURHUF	324,43	-0,46%	-0,87%	-0,49%	
Obligacje	PL2Y	1,56	0	-1	-1
	PL5Y	1,80	-1	-8	-11
	PL10Y	2,01	-1	-20	-28
	DE2Y	-0,85	1	-8	-13
	DE5Y	-0,84	1	-9	-22
	DE10Y	-0,56	2	-11	-29
	US2Y	1,62	5	-11	-24
	US5Y	1,54	3	-14	-34
US10Y	1,72	3	-18	-41	
Akcje	WIG20	2158,9	1,0%	-3,7%	-6,8%
	S&P500	2938,1	1,9%	-0,5%	-2,1%
	Nikkei**	20639,7	0,2%	-2,1%	-4,8%
	DAX	11845,4	1,7%	-3,3%	-3,9%
	VIX	16,91	-13,2%	-5,4%	30,8%
Surowce	Ropa Brent	59,8	0,0%	-5,9%	-10,7%
	Złoto	1496,5	-0,4%	5,8%	6,0%

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji **zamknięcie dnia bieżącego.

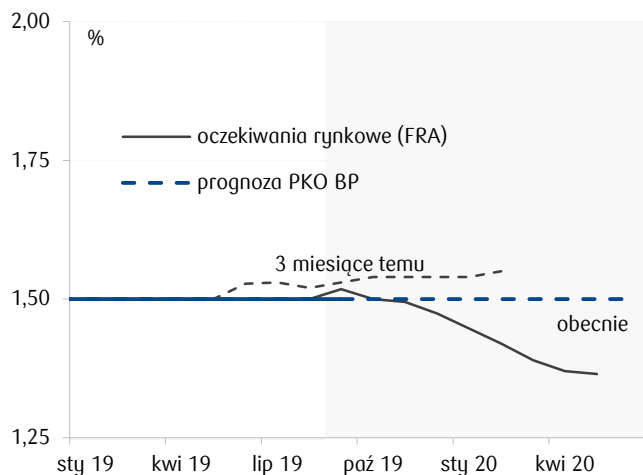
Notowania złotego wobec głównych walut



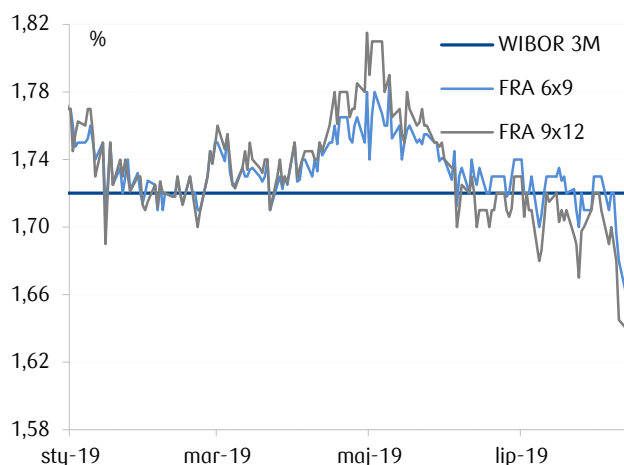
Rentowności polskich obligacji skarbowych



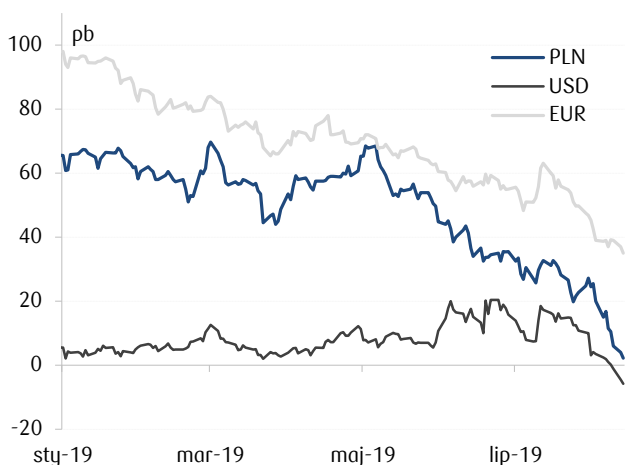
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



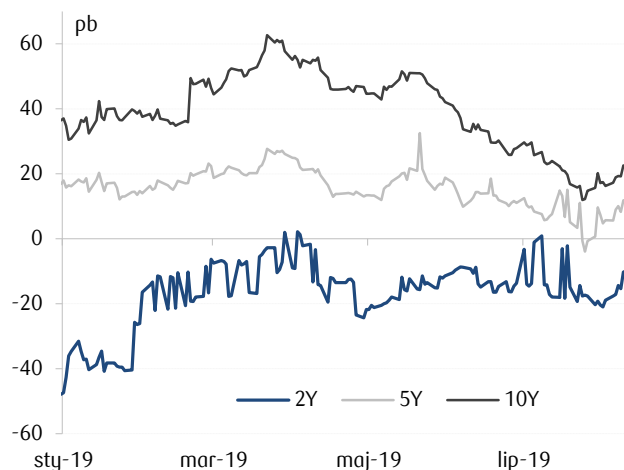
Krótkoterminowe stopy procentowe



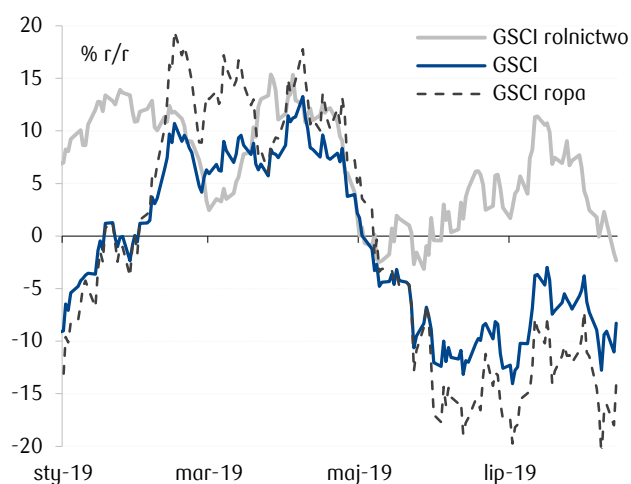
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



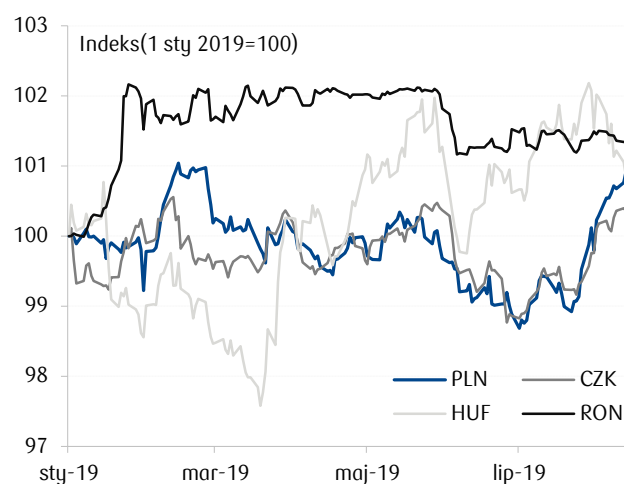
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne. *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski SA
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
t: (22) 521 80 84
f: (22) 521 88 87
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

(22) 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

(22) 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska

marta.petka-zagajewska@pkobp.pl

(22) 521 67 97

dr Marcin Czaplicki, CFA

marcin.czaplicki@pkobp.pl

(22) 521 54 50

Urszula Kryńska

urszula.krynska@pkobp.pl

(22) 521 51 32

dr Michał Rot

michal.rot@pkobp.pl

(22) 580 34 22

Zespół Analiz Sektorowych

analizy.sektorowe@pkobp.pl

(22) 521 81 22

dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek

agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl

(22) 521 81 22

dr Mariusz Dziwulski

mariusz.dziwulski@pkobp.pl

(22) 521 81 88

Michał Koleśnikow

michal.kolesnikow@pkobp.pl

(22) 521 81 23

Piotr Krzysztofik

piotr.krzysztofik@pkobp.pl

(22) 521 81 25

Wojciech Matysiak

wojciech.matysiak@pkobp.pl

(22) 521 51 80

Katarzyna Piętka-Kosińska

katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl

(22) 521 65 15

Filip Romanowski

filip.romanowski@pkobp.pl

(22) 521 87 39

Anna Senderowicz

anna.senderowicz@pkobp.pl

(22) 521 81 24

Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki

marcin.morawiecki@pkobp.pl

(22) 521 72 24

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.