

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 19 – 25 października 2015

Nastroje na rynkach globalnych poprawiły się wyraźnie w ubiegłym tygodniu po tym jak publikacje danych z USA wzmocniły nadzieje, że podwyżka stóp procentowych przez Fed nie nastąpi zbyt szybko, a gołębnie komentarze z EBC zwiększyły oczekiwania na rozszerzenie QE w strefie euro. Dane krajowe potwierdziły niezłe tempo wzrostu eksportu w sierpniu i przyspieszenie wzrostu kredytów i depozytów we wrześniu, co można traktować jako sygnały świadczące, że aktywność polskich firm nie słabnie pomimo niepewnych perspektyw gospodarki światowej. Co więcej, sytuacja na rynku pracy dalej się poprawia, a pogłębienie deflacji we wrześniu było naszym zdaniem jedynie chwilową przerwą w trendzie wzrostowym, który pchnie CPI w górę do ok. 0,5% r/r w grudniu. Polskie obligacje zyskały na fali poprawy nastrojów na świecie, a waluta pozostała w trendzie horyzontalnym wobec euro, czekając na silniejszy impuls.

Kalendarz na ten tydzień jest pełen wydarzeń, ale naszym zdaniem krajowe dane będą przesłonięte przez czynniki zewnętrzne. Dane z Chin (w tym PKB za III kw.) wyznaczają nastroje na początku tygodnia. Jeśli zaskoczą w górę, obawy o światowy wzrost mogą zmaleć, co zwiększy apetyt na ryzyko, wspierając złotego i inne waluty CEE; jednocześnie rynki długu mogą się osłabić. De facto polskie obligacje mogą ucierpieć również kiedy chińskie dane będą znacznie słabsze od prognoz, ponieważ podsyca to globalną awersję do ryzyka. Jednak ewentualne wzrosty rentowności będą ograniczane przez gołębni wydźwięk komunikatu EBC, który może sugerować możliwość rozszerzenia programu QE w razie potrzeby. Część inwestorów może redukować swoje zaangażowanie w polskie aktywa przed wyborami, co może pchnąć w górę rentowności obligacji i stawki IRS oraz osłabić złotego tuż przed wyborami, na fali niepewności politycznej.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (19 października)</b>							
4:00	CN	PKB	III kw.	% r/r	6,8	-	7,0
4:00	CN	Produkcja przemysłowa	IX	% r/r	6,0	-	6,1
4:00	CN	Sprzedaż detaliczna	IX	% r/r	10,8	-	10,8
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Produkcja przemysłowa</b>	<b>IX</b>	<b>% r/r</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>5,3</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Produkcja budowlana</b>	<b>IX</b>	<b>% r/r</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>4,8</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Realna sprzedaż detaliczna</b>	<b>IX</b>	<b>% r/r</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>	<b>2,0</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>PPI</b>	<b>IX</b>	<b>% r/r</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,7</b>
<b>WTOREK (20 października)</b>							
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	1,35	-	1,35
14:30	US	Rozpoczęcie budowy domów	IX	tys.	1142	-	1126
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	IX	tys.	1163	-	1170
<b>ŚRODA (21 października)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							
<b>CZWARTEK (22 października)</b>							
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,05		0,05
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Minutes RPP</b>					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	255
16:00	US	Sprzedaż domów	IX	mln	5,36	-	5,31
<b>PIĄTEK (23 października)</b>							
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	X	pkt	51,9	-	52,3
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	X	pkt	51,8	-	52,0
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Stopa bezrobocia</b>	<b>IX</b>	<b>%</b>	<b>9,9</b>	<b>9,8</b>	<b>10,0</b>

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

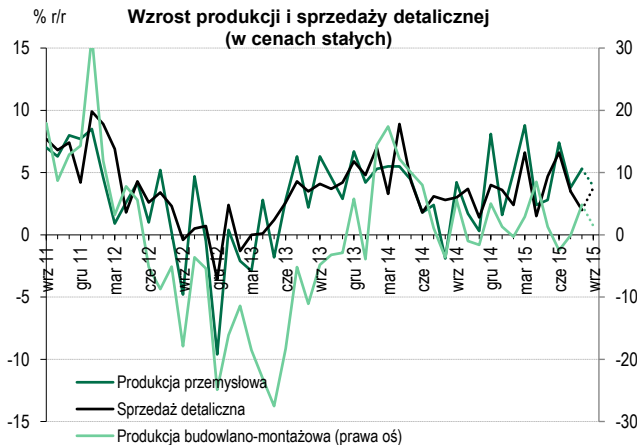
#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40  
 email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>  
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Agnieszka Decewicz 22 534 18 86  
 Marcin Luziński 22 534 18 85  
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30  
 Warszawa 22 586 8320/38  
 Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Ostatnie dane przed wyborami

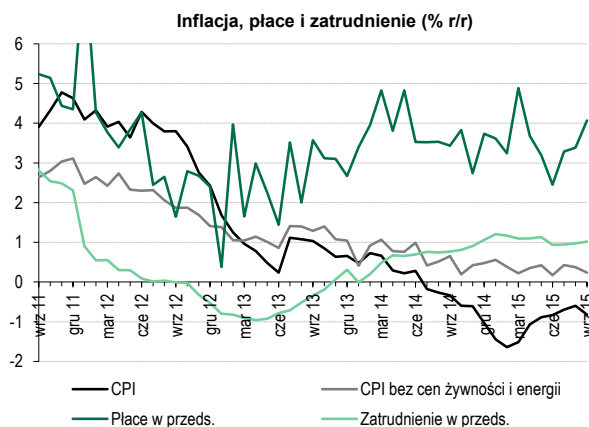


▪ Dane o produkcji za wrzesień nie będą raczej szczególnie mocne i naszym zdaniem pokażą spowolnienie wzrostu wobec sierpnia. Tym razem, w przeciwieństwie do sierpnia, dynamika nie będzie podwyższona większą niż przed rokiem liczbą dni roboczych. We wrześniowych danych jeszcze raczej nie będzie widać namacalnych efektów skandalu VW, chociaż indeksy koniunktury zdążyły się już pogorszyć. Przedział prognoz rynkowych jest szeroki – między -4% a +6% r/r w przypadku budownictwa oraz 2.7-5.1% r/r dla przemysłu.

▪ Dane o sprzedaży detalicznej powinny być nieco bardziej optymistyczne, pokazując pewne odbicie, wspierane dobrymi dochodami z pracy i potwierdzając, że wzrost popytu konsumentów utrzymuje się na niezłym poziomie.

▪ Stopa bezrobocia spadła wg Min. Pracy do 9,9%, ale nie wykluczamy, że było to nawet 9,8%, ponieważ ministerstwo systematycznie zawyża szacunki liczby bezrobotnych.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Eksport i płace przyspieszają

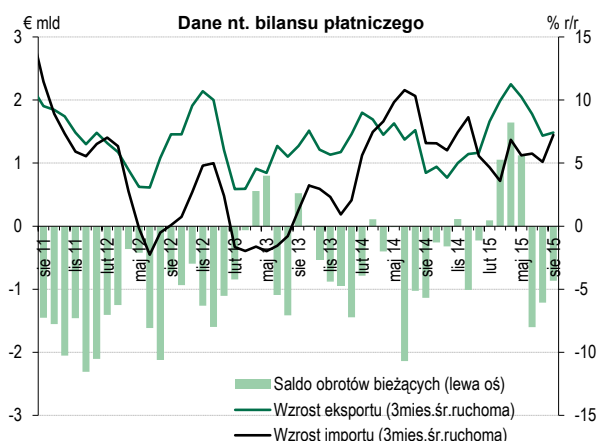


▪ CPI spadł we wrześniu do -0,8% r/r, zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS. Trzy główne czynniki, które pchnęły inflację w dół to obniżka cen gazu, darmowe podręczniki szkolne i dużo tańsze paliwa. Dwa pierwsze nie powtórzą się w kolejnych miesiącach, a spadek cen paliw hamuje. Mocniej od prognoz rosną za to ceny żywności (0,6% m/m) i ten trend zapewne będzie kontynuowany. Czynniki te, razem z niską bazą będą pchać CPI w górę w najbliższych miesiącach.

▪ Sierpniowe saldo obrotów bieżących wyniosło -864 mln € i było wyraźnie lepsze od prognoz rynkowych, tak jak dynamika eksportu i importu, które odbiły po chwilowym spowolnieniu w lipcu. Jednocześnie, NBP zrewidował dane za lipiec w górę. Nadal zakładamy, że niezły wzrost gospodarczy w strefie euro przełoży się na szybki wzrost polskiego eksportu w kolejnych kwartałach, co przyczyni się do utrzymania wzrostu PKB w Polsce wyraźnie powyżej 3% r/r. Dane GUS o handlu zagranicznym potwierdziły, że w sierpniu eksport do głównych partnerów znowu przyspieszył. Szacujemy, że eksport do Niemiec wzrósł o prawie 17%, najwięcej od marca 2011.

▪ Przeciętne zatrudnienie w firmach wzrosło we wrześniu o 1,0% r/r, a wzrost średniego wynagrodzenia przyspieszył do 4,1% r/r, wyraźnie przekraczając prognozy. Łączny fundusz płac w sektorze firm zwiększył się we wrześniu o 6% r/r w cenach stałych. Niestłabnący popyt na pracowników w warunkach wyczerpującego się zasobu rąk do pracy powinien skutkować dalszym wzrostem presji płacowej, co będzie wspierać wzrost konsumpcji i sprzyjać wzrostowi inflacji.

▪ Dane nt. podaży pieniądza pokazały dalsze przyspieszenie wzrostu kredytów i depozytów przedsiębiorstw we wrześniu. Wygląda na to, że firmy nadal cieszą się bardzo dobrymi wynikami finansowymi i nie wstrzymują inwestycji.



## Cytat tygodnia – Deflacja będzie ustępowała

**Mateusz Szczurek, minister finansów, 15.10.2015, PAP**

Na przełomie listopada i grudnia oczekujemy ustąpienia deflacji. Wskaźnik CPI oczekujemy, że wzrośnie do 0,4 proc. lub więcej. Będzie to efekt głównie poprawy sytuacji na rynku pracy. Jest to powolny powrót do celu NBP, ta tendencja będzie jeszcze bardziej widoczna w 2016 roku.

**Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 15.10.2015, PAP**

Deflacja będzie ustępowała. Na przełomie roku odczyt CPI powinien być pozytywny. Rada podtrzymuje swoje wcześniejsze stanowisko, że nie widzi wystarczających podstaw, aby zaostrzać bądź luzować politykę pieniężną.

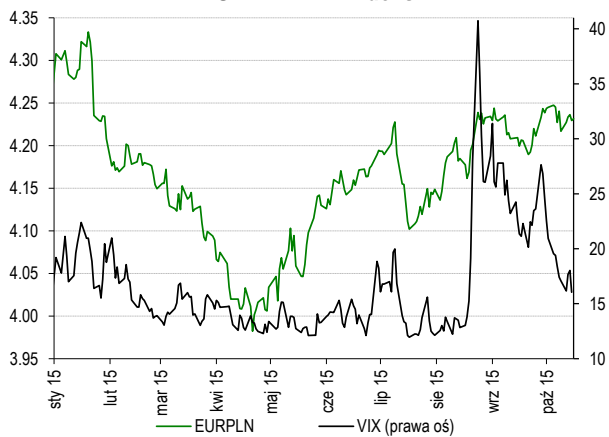
**Andrzej Kaźmierczak, członek RPP, 16.10.2015, PAP**

Według prognozy, którą ostatnio dysponowaliśmy, wskaźnik CPI ma osiągnąć dodatni poziom w grudniu tego roku. Najwyższy poziom w najbliższym okresie możemy osiągnąć w lutym i to jest 1,2 proc. Później wskaźnik ma się nieco obniżyć. Nie uzasadnia to jednak zmiany obecnej polityki stóp procentowych. Na dużą część spadku cen nie mamy wpływu. Zmiana poziomu stóp procentowych nic tu nie da. Kolejne ruchy na stopach będą już zadaniem następnej Rady.

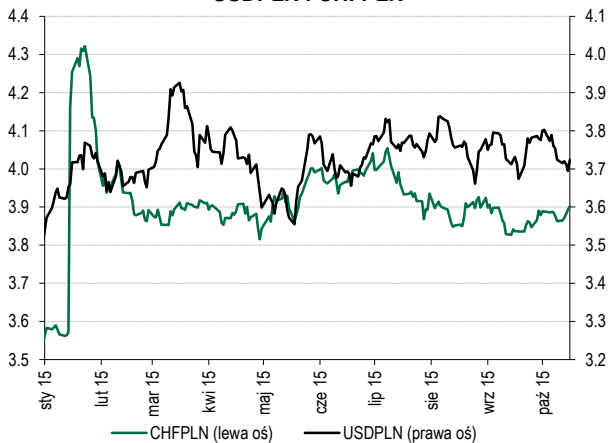
Wygląda na to, że panuje obecnie dość powszechne przekonanie, że stopa inflacji w Polsce wzrośnie powyżej zera przed końcem roku. Wg naszych prognoz, inflacja już w listopadzie znajdzie się bardzo blisko zera, ale czy poziom ten będzie przeбитo już w tym miesiącu czy dopiero w grudniu będzie zależało w dużym stopniu od cen paliw i żywności. Niemniej, jak powiedział minister Szczurek, trend wzrostowy powinien być dość wyraźny w 2016 i napędzany będzie nie tylko przez efekt niskiej bazy i odwrócenie trendu cen energii i żywności, ale też przez poprawę sytuacji na rynku pracy i solidny popyt konsumpcyjny. W naszej ocenie, w 2016 inflacja zbliży się do 2%.

## Rynek walutowy – Złoty pod wpływem czynników globalnych (i wyborów?)

### EURPLN i VIX indeks



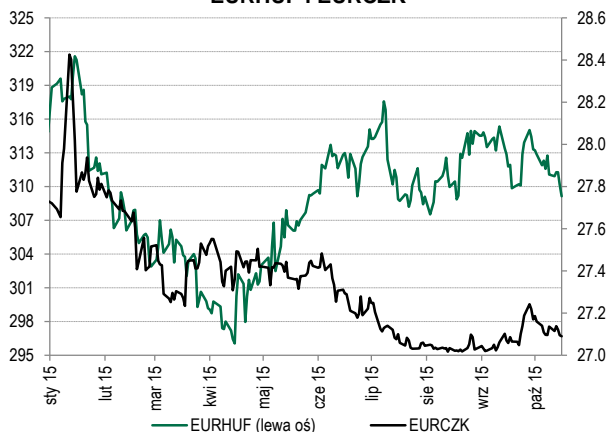
### USDPLN i CHFPLN



### EURUSD



### EURHUF i EURCZK



### Złoty czeka na impuls

W minionym tygodniu złoty poruszał się w trendzie bocznym. EURPLN wahał się w relatywnie wąskim przedziale między 4,212 i 4,242. Inwestorzy nie wykorzystali lepszych danych z krajowej gospodarki (głównie informacji o mocnym odbiciu eksportu) do wzmocnienia krajowej waluty, która reagowała głównie na informacje z zagranicy. Te ostatnie miały największy wpływ na kurs USDPLN. Kurs szybko dostosowywał się do zmian nastrojów na rynku globalnym wyrażanymi przez ruch na EURUSD. Znaczący wzrost EURUSD w kierunku 1,15 spowodował, że USDPLN na chwilę obniżył się do 3,674 (najniższy od końca sierpnia), a następnie ponownie wzrósł powyżej 3,73% w wyniku spadku EURUSD.

Sytuacja na wykresie EURPLN nie zmieniła się znacząco w ostatnim tygodniu. Warto jednak zauważyć, że korekty po szybkim wzroście kursu są coraz płytsze. To sugeruje, że rynek czeka na impuls. W tym tygodniu pojawi się szereg publikacji krajowych i zagranicznych. W naszej ocenie krajowe dane mogą jednak pozostać w cieniu istotnych informacji z Chin (włączając publikację PKB za III kw. 2015 r.), które mogą ustalić kierunek rynku na początku tygodnia. Dane z rynku nieruchomości USA i wstępne odczyty indeksów PMI dla gospodarek strefy euro publikowane w kolejnych dniach będą również istotne, gdyż będą one interpretowane w kontekście przyszłej polityki monetarnej ECB i Fed. Mimo oczekiwanej gołębiej retoryki EBC i, w naszej ocenie, mieszanych danych z USA (wspierających rynkowe oczekiwania, że Fed nie będzie się spieszył z podwyżkami stóp) spodziewamy się wzrostu zmienności na rynku walutowym i osłabienia złotego przed wyborami parlamentarnymi 25 października.

### Dolar najsłabszy od siedmiu tygodni

Miniony tydzień przyniósł dość znaczące osłabienie amerykańskiej waluty, która w relacji do euro osiągnęła tymczasowo najniższy poziom od siedmiu tygodni. EURUSD wzrósł do prawie 1,15 (dość blisko sierpniowego maksimum na 1,17) po serii słabszych od oczekiwań danych z USA, które zinterpretowano jako czynniki przeciw szybkim podwyżkom stóp przez FOMC. W konsekwencji prawdopodobieństwo podwyżki stóp w grudniu spadło nieco poniżej 30%. Jednak gołębia wypowiedź członka EBC pomogła dolarowi odrobić część strat i na koniec tygodnia EURUSD spadł do ok. 1,135.

Oczekujemy, że EURUSD pozostanie w trendzie bocznym, gdyż czynniki przemawiające za wzrostem kursu lub za jego spadkiem bilansują się. Sądzymy, że dane z rynku nieruchomości USA będą raczej mieszane, podtrzymujące oczekiwania inwestorów na normalizację polityki Fed dopiero w 2016r. Będzie to działało na niekorzyść dolara. Z drugiej strony posiedzenie EBC (22 października) potwierdzi gotowość banku do kontynuacji łagodnej polityki, co powinno ograniczać zyski euro. Kluczowe poziomy dla EURUSD to 1,108 i 1,17.

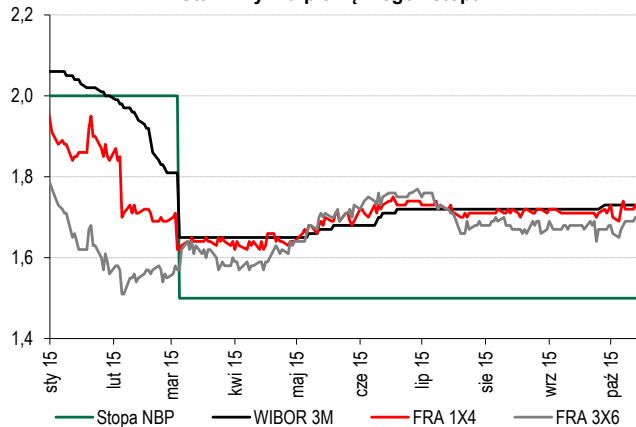
### Waluty CEE w trendzie bocznym

Waluty CEE, podobnie jak złoty, były dość zmienne. O ile na początku tygodnia obserwowaliśmy lekkie ich osłabienie, to w kolejnych dniach ograniczały one swoje wcześniejsze straty w wyniku poprawy globalnych nastrojów. W skali tygodnia forint umocnił się o 0,6% wobec euro, a czeska korona i rubel zyskały 0,2%.

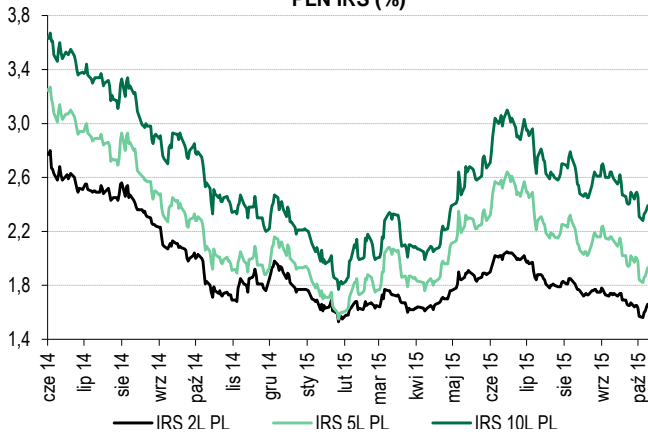
W tym tygodniu trend boczny powinien również się utrzymać. Czynniki globalne będą kluczowe dla walut CEE, w szczególności posiedzenie EBC. W naszej ocenie gołębia retoryka EBC powinna wspierać HUF, CZK i RUB. Posiedzenie banku centralnego Węgier nie powinno mieć wpływu na rynek, gdyż oczekujemy, że bank utrzyma politykę monetarną na niezmiennym poziomie.

## Rynek stopy procentowej – Możliwe rozszerzenie spreadów

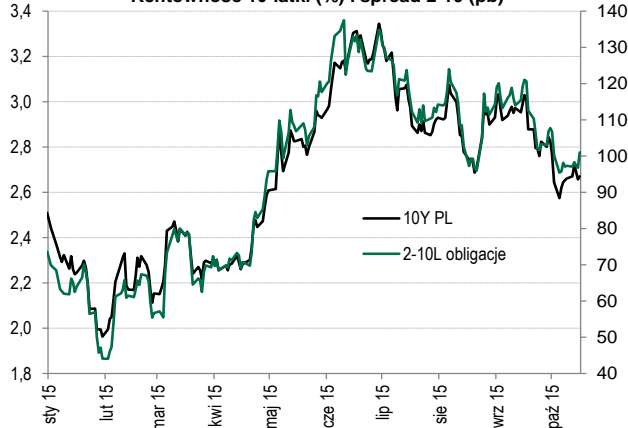
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



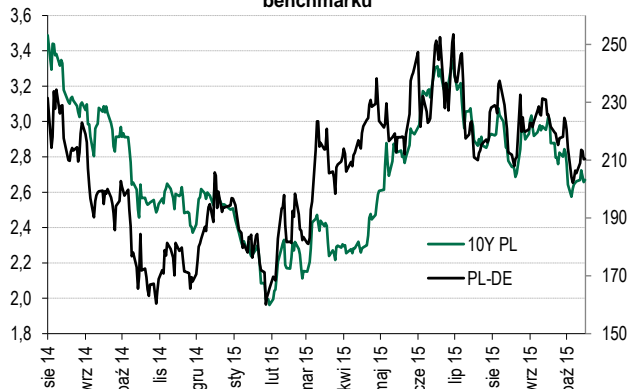
PLN IRS (%)



Rentowność 10-latkii i spread 2-10 (pb)



Rentowność 10-latkii i 10-letni spread do niemieckiego benchmarku



## Niewielkie zmiany na rynku

W zeszłym tygodniu polski rynek stopy procentowej był momentami zmienny, ale w tygodniowym rozrachunku nie odnotowano żadnych przełomowych zmian. Krajowe dane zostały zignorowane.

IRS pozostały nieco powyżej lokalnych minimów z początku miesiąca. Stawka 2-letnia jest nadal blisko 1,65%, 5-letnia lekko powyżej 1,90%, a 10-letnia w pobliżu 2,40%.

## Dług może znaleźć się pod presją...

Sporo ważnych danych poznamy w najbliższych dniach. Uważamy, że polski dług może być pod presją w pierwszej części tygodnia z powodu danych z Chin. Jeśli odczyty zaskoczą na plus, wtedy obawy o globalny wzrost mogą osłabnąć i inwestorzy preferować będą raczej aktywa ryzykowne, a nie dłużne. Polski dług może wg nas stracić jednak również kiedy sygnały z Chin rozczarują, bowiem w takim scenariuszu pojawić się może kolejna fala paniki na globalnym rynku, a krajowy dług traci na wartości jeśli awersja do ryzyka przekroczy krytyczny poziom.

Sądzymy, że obligacje mogłyby odrobić część strat w dalszej części tygodnia. Ewald Nowotny z EBC powiedział w zeszłym tygodniu, że potrzebne są dodatkowe działania, by pchnąć inflację w strefie euro do celu banku centralnego i wg nas Mario Draghi też może być w tym tygodniu dość gołębi na konferencji prasowej po posiedzeniu EBC.

Na tydzień przed decyzją FOMC ws. stóp poznamy wiele ważnych danych z USA, które będą interpretowane w kontekście polityki pieniężnej Fed. Rynek daje mniej niż 5% na podwyżkę stóp w tym miesiącu i ok. 30% na taki ruch w grudniu i trudno oczekiwać, aby w tym tygodniu dane z USA zmieniły konsensus, przynajmniej na październik. Niemniej, dane z amerykańskiej gospodarki mogą wywołać sporą zmienność.

Istotne dane zostaną też opublikowane w Polsce, ale nasze prognozy są bliskie konsensusowi, więc nie sądzimy, aby miały one znaczący wpływ na krajowy rynek stopy procentowej.

## ... a spready mogą ulec korekcie

Krótkie końce krzywych IRS i obligacyjnej są dobrze zakotwiczone i wszelkie zmiany w nachyleniu krzywych wynikają głównie ze zmian na środku i długich końcach. Widzimy ryzyko przynajmniej przejściowego osłabienia długu z tenorów 5- i 10-letniego, więc krzywe mogą przestać się wypłaszczać.

Sądzymy, że 10-letni spread do Bunda też może wzrosnąć i oddalić się jeszcze bardziej od lokalnego minimum na ok. 200 pb osiągniętego dwa tygodnie temu. W naszej ocenie, niemiecki dług może sobie radzić lepiej w sytuacji spadku popytu na bezpieczne aktywa, a na polskie obligacje dodatkową presję może wywierać chęć redukcji zaangażowania przez inwestorów przed wyborami parlamentarnymi. W warunkach niewielkiej płynności nawet niewielkie odpływy mogą mieć znaczenie.

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., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)