

# TYGODNIK EKONOMICZNY

24 - 30 października 2016

Ostatnie krajowe dane potwierdziły naszą opinię, że wzrost PKB w III kw. był poniżej 3% r/r. Co więcej, GUS właśnie poinformował, że zrewidował w górę wzrost PKB za 2015 r. (z 3,6% do 3,9%), co może oznaczać, że spowolnienie w tym roku będzie nieco głębsze (efekt wyższej bazy). Jeśli wstępne dane o PKB za III kw., które pojawią się w połowie listopada, pokażą tempo rozwoju bliższe 2,5% niż 2,9%, mogą zacząć powracać oczekiwania rynkowe nt. obniżek stóp. Szczególnie, że wcześniej NBP zrewiduje zapewne w dół swoje projekcje PKB i inflacji. Ostatnio z RPP płyną głosy sugerujące, że niektórzy członkowie powoli zmieniają ton i ten proces może postępować, jeśli dane będą dalej rozczarowywać.

W kalendarzu krajowym w najbliższym tygodniu jest prawie pusto – dane o bezrobociu i nowy Biuletyn Statystyczny GUS to będą informacje, które mogłyby istotnie wpłynąć na rynek. Inwestorzy będą uważniej śledzić publikacje i wypowiedzi bankierów centralnych za granicą. Jeśli pod ich wpływem wzrośnie prawdopodobieństwo podwyżki stóp przez Fed w grudniu, złoty i obligacje mogą się osłabić. Oprócz polityki Fed innymi czynnikami, które mogą negatywnie wpływać na kurs złotego w najbliższych tygodniach są: niepewność przed wyborami w USA, ryzyko tzw. hard Brexit, rozczarowanie wzrostem PKB w kraju, prace w Sejmie nad obniżką wieku emerytalnego i sprawą kredytów CHF (Sejm skierował do dalszych prac w komisji m.in. projekt Kukiz'15, zakładający poniesienie przez banki 100% kosztów przewalutowania kredytów). W przypadku obligacji, w średnim horyzoncie zakładamy wzrost rentowności w ślad za rynkami bazowymi, ale krótkoterminowo możliwe jest „łapanie dołków” przez inwestorów (tak jak w ostatnich dniach) – w świecie ultra-niskich stóp rentowności naszych 10-latek na poziomie 3% mogą się wydawać atrakcyjne.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (24 października)</b>							
9:30	GE	Wstępny PMI – przemysł	X	pkt	54,3	-	54,3
9:55	EZ	Wstępny PMI – przemysł	X	pkt	52,6	-	52,6
<b>WTOREK (25 października)</b>							
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Stopa bezrobocia</b>	<b>IX</b>	<b>%</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>8,5</b>
10:00	GE	Indeks Ifo	X	pkt	109,6	-	109,5
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,90	-	0,90
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	X	pkt	101,0	-	104,1
<b>ŚRODA (26 października)</b>							
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	IX	% m/m	-1,2	-	-7,6
<b>CZWARTEK (27 października)</b>							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	260
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	IX	% m/m	0,1	-	0,1
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	IX	% m/m	1,2	-	-2,4
<b>PIĄTEK (28 października)</b>							
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	II kw.	% kw./kw.	2,5	-	1,4
16:00	US	Indeks Michigan	X	pkt	88,1	-	91,2

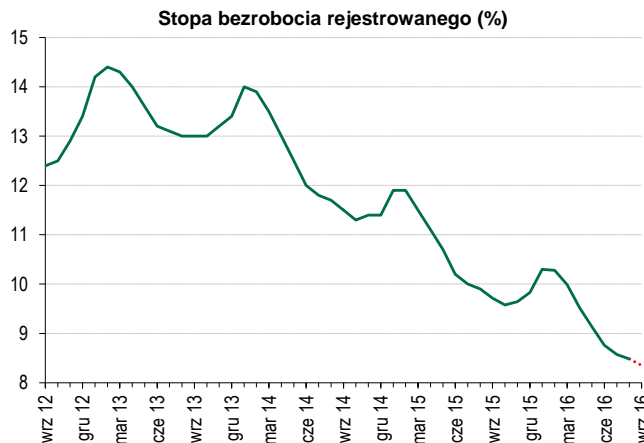
Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

### 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

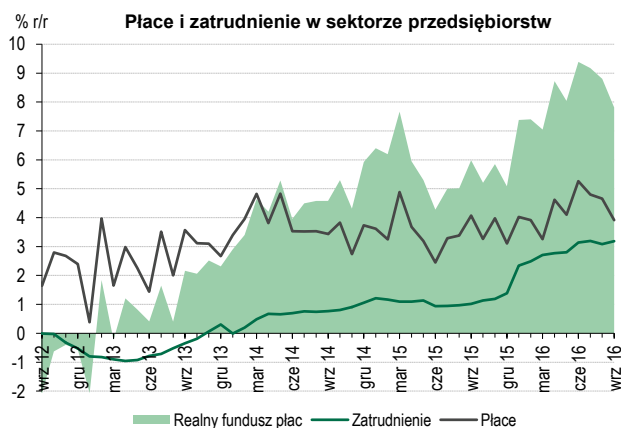
### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

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

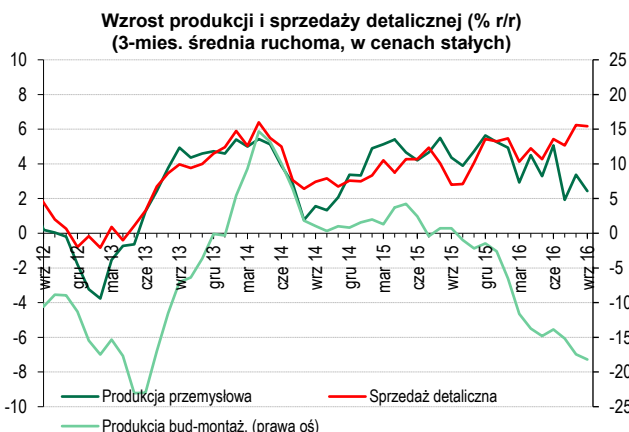
**Wydarzenia nowego tygodnia – Bezrobocie ponownie niżej**

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego prawdopodobnie obniżyła się we wrześniu do 8,4%, najniższego poziomu od początku lat 90-tych. Trend spadkowy bezrobocia w ostatnich miesiącach to przede wszystkim efekt dwóch czynników: wciąż solidnego popytu na pracowników ze strony przedsiębiorstw oraz stopniowo kurczących się zasobów siły roboczej. Spodziewamy się, że ten trend będzie kontynuowany w najbliższych miesiącach.

▪ Publikacja Biuletynu Statystycznego przez GUS raczej nie będzie znaczącym wydarzeniem dla rynku. Inwestorzy skupią się natomiast na danych makro publikowanych za granicą, w szczególności na wstępnych indeksach PMI w Europie, indeksu Ifo w Niemczech i pierwszemu szacunkowi PKB za III kw. w USA.

**Ostatni tydzień w gospodarce – Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna ponownie rozczarowały**

▪ Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw spowolnił we wrześniu do 3,9% r/r (z 4,7% r/r w sierpniu i był poniżej konsensusu na poziomie 4,5% r/r). Natomiast wzrost zatrudnienia przyspieszył do 3,2% r/r (vs 3,1% r/r w sierpniu i konsensusu też na tym poziomie). Może się wydawać dość zaskakujące, że dynamika płac wyhamowała, pomimo spadku bezrobocia do rekordowo niskiego poziomu i najszybszego tempa tworzenia nowych miejsc pracy od 2008 r. To spowolnienie w dużej części wynikało z bardzo wysokiej bazy z 2015 r. (miesięczny przyrost wynagrodzeń we wrześniu ub. r. był najmocniejszy od dekady) i mniej sprzyjającego efektu kalendarzowego niż w sierpniu br. Presja płacowa powinna stopniowo rosnąć w kolejnych miesiącach, ponieważ problemy z pozyskaniem pracowników przez firmy będą się pogłębiać. Tempo wzrostu dochodów z pracy pozostaje wysokie – we wrześniu realny fundusz płac rośnie średnio w tempie 7,8% r/r – co powinno stanowić solidne wsparcie dla wzrostu konsumpcji prywatnej.



▪ Produkcja przemysłowa wzrosła we wrześniu o 3,2% r/r, produkcja w budownictwie spadła o 15,9% r/r, a sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się o 6,3% r/r. Mimo lekkiego odbicia w budownictwie, dane oceniamy jako dość rozczarowujące. Potwierdzają one, że tempo wzrostu PKB w III kw. spowolniło poniżej 3% r/r (choć trzeba mieć na uwadze, że błąd prognozy jest większy niż zwykle, ponieważ GUS zrewidował dane za 2015 r., ale nie podał jeszcze skorygowanych kwartalnych szeregów czasowych). Przy spadku inwestycji i słabnącym wzroście eksportu, konsumpcja prywatna stała się głównym motorem wzrostu PKB w Polsce. Niemniej, tempo wzrostu również rozczarowuje, biorąc pod uwagę wzrost dochodów gospodarstw domowych (zarówno z pracy, jak i świadczeń rodzinnych). Uważamy, że w kolejnych kwartałach trudno liczyć na przyspieszenie PKB powyżej 3% r/r.

**Cytat tygodnia – Obniżka stóp też jest wciąż możliwa****Eryk Łon, członek RPP, 20 października, Nasz Dziennik**

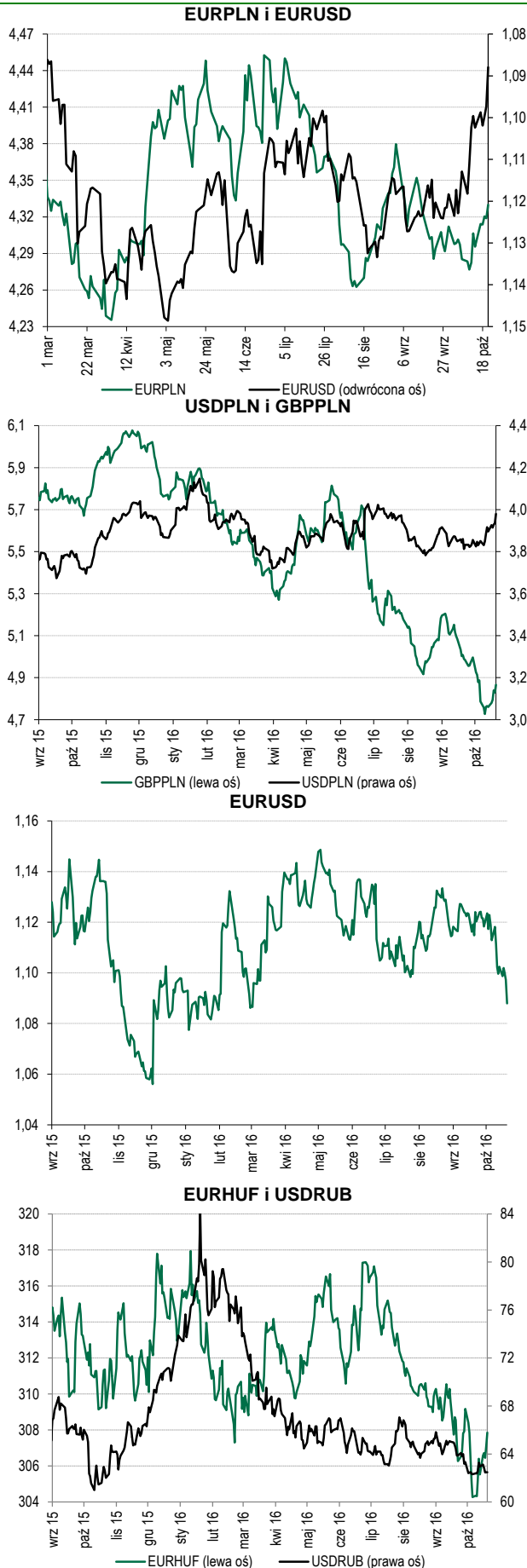
Gdyby okazało się, że procesy deflacyjne pogłębiają się, a tempo wzrostu aktywności gospodarczej słabnie, można by wówczas, moim zdaniem, poważnie rozważyć możliwość obniżenia stóp procentowych.

**Łukasz Hardt, członek RPP, 20 października, PAP**

Moim zdaniem istnieje prawdopodobieństwo podwyżki stóp w przyszłym roku i ono nieco wzrosło. Obniżka stóp też jest wciąż możliwa w sytuacji wyhamowania tempa wzrostu PKB i kształtowania się wskaźnika CPI w okolicach zera. (...) Nawet gdyby jednak wskaźnik CPI zbliżył się do poziomu dolnego przedziału odchyłek od celu, czyli 1,5%, to nie jest dla mnie wystarczający sygnał do podjęcia decyzji o podwyżce stóp.

Ostatnie komentarze członków RPP zdają się sugerować, że niektórzy z nich coraz bardziej obawiają się o spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce (w ostatnim tygodniu Łon i Hardt, w poprzednim Ancyparowicz). Wprawdzie Hardt powiedział, że wzrost prawdopodobieństwo podwyżki stóp w 2017, ale jednocześnie przyznał, że wzrost inflacji do 1,5% nie będzie wystarczającym argumentem do tej decyzji. Tymczasem naszym zdaniem maleją szanse, że CPI wzrośnie powyżej 1,5%, a rośnie ryzyko, że wzrost PKB bardziej spowolni. Nasz scenariusz bazowy nadal zakłada stabilne stopy procentowe w Polsce do końca 2017 r., jednak jeżeli nowe dane będą sugerowały wyhamowanie wzrostu mocno poniżej 3%, a odbicie inflacji będzie niewielkie, rynek może zacząć ponownie wyceniać wzrost szans na obniżki stóp procentowych.

## Rynek walutowy – Czynniki globalne kluczowe dla złotego

**Złoty słabszy niż inne waluty z rynków wschodzących**

▪ Ostatnie pięć sesji przyniosło deprecjację złotego do euro, chociaż tempo osłabiania było wolniejsze niż w poprzednim tygodniu. EURPLN wzrósł przejściowo do prawie 4,34 wskutek słabego nastroju na globalnym rynku po weekendzie. USDPLN wzrósł mocno do 3,98 z 3,91 w wyniku umocnienia dolara po posiedzeniu EBC i dzięki rosnącym szansom na podwyżkę stóp Fed w tym roku. Złoty stracił też do funta i franka. Od zeszłego piątku złoty zanotował drugi najslabszy wynik do euro, dolara, funta i franka spośród walut z rynków wschodzących.

▪ Ostatnie notowania złotego były zgodne z naszymi oczekiwaniami i nadal myślimy, że EURPLN może rosnąć w kolejnych tygodniach z powodu słabszego od konsensusu wzrostu gospodarczego w Polsce i niepewności związanych z czynnikami globalnymi (termin podwyżki stóp Fed, wybory prezydenckie w USA).

▪ W tym tygodniu poznamy sporo danych z zagranicy i wypowiedać się będą liczni członkowie FOMC. Od maja EURPLN ponownie jest negatywnie skorelowany z EURUSD więc przypuszczamy, że złoty może jeszcze tracić jeśli szanse na podwyżkę stóp Fed w tym roku wzrosną. Jednocześnie, od września krajowa waluta jest wrażliwa na europejskie trendy giełdowe, więc jakiegokolwiek słabe dane z Niemiec mogą ciążyć złotemu, bowiem mogą one oznaczać słabszy wzrost polskiej gospodarki i wzrost szans na cięcia stóp.

**EURUSD poniżej Brexitowego dołka**

▪ EURUSD spadł poniżej minimum ustanowionego w reakcji na wyniki brytyjskiego referendum, tj. 1,09, osiągając tym samym najniższy poziom od końca lutego. Dolar korzystał z rosnących szans na podwyżkę stóp Fed w grudniu; znaczny spadek EURUSD odnotowano też po posiedzeniu EBC.

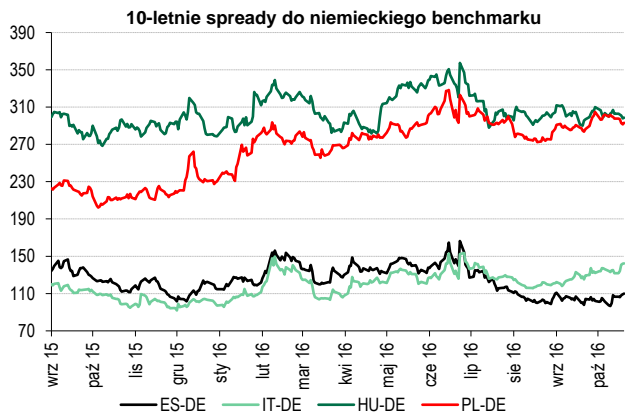
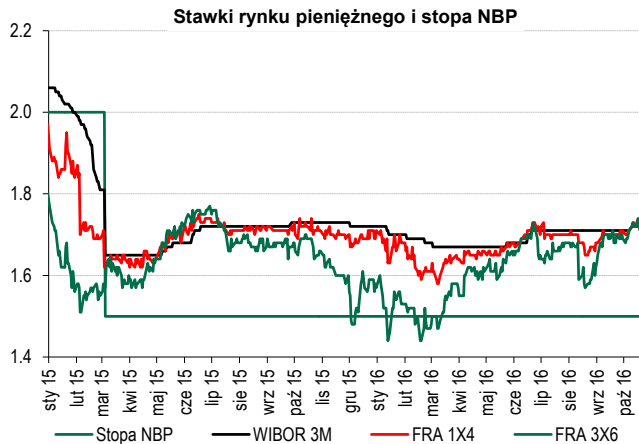
▪ Kwestie polityki pieniężnej pozostaną zapewne głównym czynnikiem wpływającym na EURUSD. W tym tygodniu poznamy sporo danych ze świata i wypowiedać się będą liczni członkowie FOMC. Scena polityczna w USA może stopniowo zyskiwać na znaczeniu, bowiem zbliżają się wybory prezydenckie. EURUSD przebił Brexitowy dołek i kolejne wsparcie znajduje się na ok. 1,08.

**Forint pod presją, rubel stabilny**

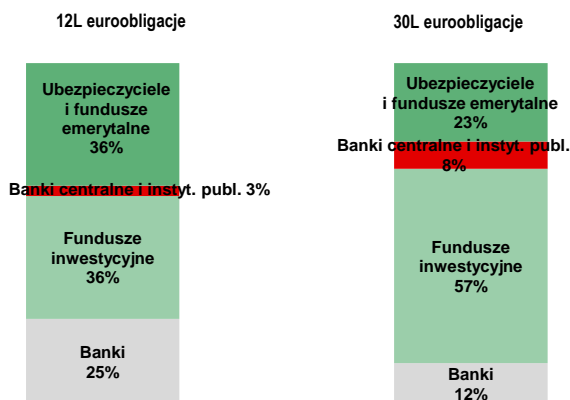
▪ Węgierska waluta podążała za trendami obserwowanymi na rynku złotego i forint stracił drugi tydzień z rzędu do euro (EURHUF wzrósł do 308). USDRUB ustabilizował się tymczasem nieco powyżej tegorocznego dołka na ok. 62.

▪ W tym tygodniu węgierski bank centralny (MNB) ogłosił decyzję o stopach. W zeszłym miesiącu MNB nie zmienił stóp, ale ograniczył wielkość depozytów, jakie przyjmuje od banków komercyjnych. Sądzymy, że w tym tygodniu MNB nie zmieni parametrów polityki pieniężnej i nastroje globalne będą w największym stopniu wpływać na EURHUF. W poprzednim tygodniu kurs przebił dolne ograniczenie trendu bocznego, w którym poruszał się od II kw. 2015 i z punktu widzenia analizy technicznej sugeruje to, że forint powinien pozostać mocny. Jednocześnie, nie widzimy zbyt dużego potencjału do umocnienia rubla z powodu zbliżającej się podwyżki stóp Fed, ryzyka korekty po ostatnich wzrostach cen ropy czy wypowiedzi polityków sugerujących możliwość wydłużenia sankcji ekonomicznych nałożonych na Rosję. Bank centralny Rosji zostawi w tym tygodniu stopy raczej bez zmian, zgodnie z ostatnią retoryką, co powinno być neutralne dla rynku.

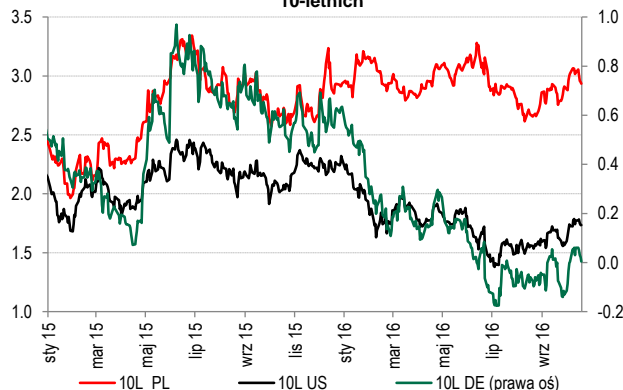
## Rynek stopy procentowej – Rynki bazowe wyznaczają kierunek



### Struktura nabywców obligacji denominowanych w euro



### Rentowność polskich, niemieckich i amerykańskich obligacji 10-letnich



### Rentowność 10-latki ponownie poniżej 3%

Miniony tydzień przyniósł widoczne umocnienie na rynku stopy procentowej. W skali tygodnia stawki IRS i rentowności obligacji obniżyły się o 1-10 pb, podążając za rynkami bazowymi. Krajowy dług zyskał również dzięki informacjom o emisji obligacji w euro (szczegóły poniżej), co inwestorzy odebrali jako możliwość mniejszej podaży SPW na rynek krajowy w najbliższym okresie. Publikowane w minionym tygodniu krajowe dane makro były raczej neutralne dla rynku. Reakcja rynku na wynik posiedzenia EBC również była dość ograniczona, gdyż bank utrzymał parametry polityki monetarnej na niezmiennym poziomie, kierując uwagę inwestorów na grudniowe posiedzenie, kiedy to zostaną opublikowane najnowsze prognozy makro. W efekcie rentowność 10-latki spadła ponownie poniżej 3%, po raz pierwszy od dwóch tygodni.

Obie krzywe IRS i obligacji spłaszczyły się dość wyraźnie, gdyż środek i długi koniec krzywych zyskały najmocniej, podczas gdy zmiany na krótkim końcu były nieznaczne. Asset swap spread dla sektora 10L zawężił się gdyż rynek obligacji zyskał mocniej niż IRS. W tym samym czasie premia za ryzyko zmniejszyła się, o czym świadczy m.in. zawężenie spreadu wobec Bundów do ok. 290 pb.

Na rynku pieniężnym WIBOR-y 1M oraz 12M wzrosły o 1 pb w skali tygodnia, podczas gdy pozostałe stawki pozostały stabilne. Odnotowano natomiast nieznaczny spadek stawek FRA, w ślad zniżką IRS. Inwestorzy utrzymują swoje oczekiwania, że stopy pozostaną stabilne w perspektywie 21 miesięcy.

### Intensywny tydzień na rynku pierwotnym

W minionym tygodniu Ministerstwo Finansów było aktywne na rynku pierwotnym. Resort finansów wyemitowała 12- i 30-letnie obligacje w euro za odpowiednio 750 mln € i 500 mln €. Obligację krótszą wyceniono na 1,058% (48 pb powyżej średniej stopy swap), a dłuższą na 2,122% (120 pb powyżej średniej stopy swap). Wiceminister finansów, Piotr Nowak, powiedział, że resort chciał skorzystać z wciąż jeszcze dobrego nastroju na rynku, niskich rentowności i uchronić się przed możliwym wzrostem niepewność w związku z sytuacją w USA.

Na ostatniej październikowej aukcji długu ministerstwo sprzedało obligacje o zmiennym oprocentowaniu (WZ0121, WZ1122) i nową serię 5-latki PS0422 o łącznej wartości 9,94 mld zł. Zgłoszony popyt był solidny i wyniósł 12,2 mld zł, przewyższając górną granicę oferty na poziomie 10 mld zł. Rentowność 5-latki PS0422 wyniosła 2,499%.

### Czynniki globalne wciąż kluczowe

W tym tygodniu nie ma istotnych krajowych publikacji makro. Dane o stopie bezrobocia nie mają wpływu na rynek. W naszej ocenie koniec tygodnia może przynieść spadek aktywności krajowych inwestorów w związku ze zbliżającym się 1 listopada.

Uwaga inwestorów skoncentruje się więc na czynnikach zewnętrznych: publikacjach danych makro (w tym PKB za III kw. w USA, wstępnych indeksach PMI dla krajów ze strefy euro) i wypowiedziach bankierów centralnych z Fed i EBC. Sądzimy, że dane z USA powinny wesprzeć oczekiwania rynkowe na grudniową podwyżkę stóp przez Fed (obecnie prawdopodobieństwo takiego scenariusza wynosi 68%). To może oznaczać ponownie wzrost wahań na środku i długim końcu krajowych krzywych. W związku z tym nie możemy wykluczyć realizacji zysków po ostatnim umocnieniu rynku długu.

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., 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)