

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 21 – 27 listopada 2016

W minionym tygodniu nastroje na rynkach globalnych były słabe i wyprzedaż była kontynuowana. Wstępny odczyt PKB za III kw. rozczarował, gdyż polska gospodarka spowolniła do zaledwie 2,5% r/r, najniżej od trzech lat. Szczegółowe dane będą opublikowane dopiero pod koniec listopada, więc na razie trudno z pewnością powiedzieć co stało za spowolnieniem. Jednak wydaje się, że przełom roku pokaże jeszcze niższy wzrost PKB i rynek może ponownie zacząć wyceniać poluzowanie polityki monetarnej przez RPP, w szczególności, że ostatnie dane wywołały widoczne różnice w poglądach członków Rady. Krajowe aktywa znalazły się pod presją w minionym tygodniu, w tym kurs EURPLN wzrósł tymczasowo do 4,46, a rentowność 10-latkki sięgnęła 3,75%. Co więcej, krzywe się wystromiły, gdyż krótki koniec krzywych stracił mniej niż środek oraz długi koniec krzywych.

W tym tygodniu kalendarze makro dla Polski i zagranicy są dość obfite w publikacje. Naszym zdaniem inwestorzy skupią się przede wszystkim na danych z USA i minutes z listopadowego posiedzenia FOMC. O ile podwyżka stóp Fed w grudniu jest prawie pewna, to inwestorzy obawiają się, że skala zacieśnienia pieniężnej w przyszłym roku będzie większa niż dotąd zakładano. Dlatego dane będą interpretowane w kontekście perspektyw polityki pieniężnej w USA. Co więcej, w tym tygodniu poznamy kolejne dane z Polski. Nasze prognozy są poniżej konsensusu wskazując na dalsze spowolnienie aktywności gospodarczej na początku IV kw. br. Dane te powinny być w krótkim terminie negatywne dla złotego, ale nie spodziewamy się kontynuacji deprecjacji krajowej waluty do euro w dalszej części roku. Wciąż sądzimy, że krótki koniec krzywych będzie sobie radził słabiej niż dłuższe tenory tak długo jak długi koniec będzie pod wpływem globalnych czynników. W efekcie, krzywe powinny pozostać strome w najbliższych dniach.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (21 listopada)</b>							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	1,1	-0,1	3,2
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	X	% r/r	5,4	6,0	6,3
14:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	X	% r/r	-15,8	-17,1	-15,3
14:00	PL	PPI	X	% r/r	0,4	0,4	0,2
<b>WTOREK (22 listopada)</b>							
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,90	-	0,90
16:00	US	Sprzedaż domów	X	% m/m	-0,6	-	3,2
<b>ŚRODA (23 listopada)</b>							
09:30	GE	Wstępny PMI – przemysł	XI	pkt	54,7	-	55
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	XI	pkt	53,2	-	53,5
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	X	% m/m	1,1	-	-0,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg	tys	-	-	235
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	X	% m/m	-0,5	-	3,1
16:00	US	Indeks Michigan	XI	pkt	91,6	-	87,2
20:00	US	FOMC minutes					
<b>CZWARTEK (24 listopada)</b>							
	US	Dzień Wolny					
08:00	GE	PKB	III kw.	% r/r	-	-	1,7
10:00	GE	Indeks Ifo	XI	pkt	110,5	-	110,5
14:00	PL	Minutes RPP					
<b>PIĄTEK (25 listopada)</b>							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	XI	%	8,2	8,2	8,3

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

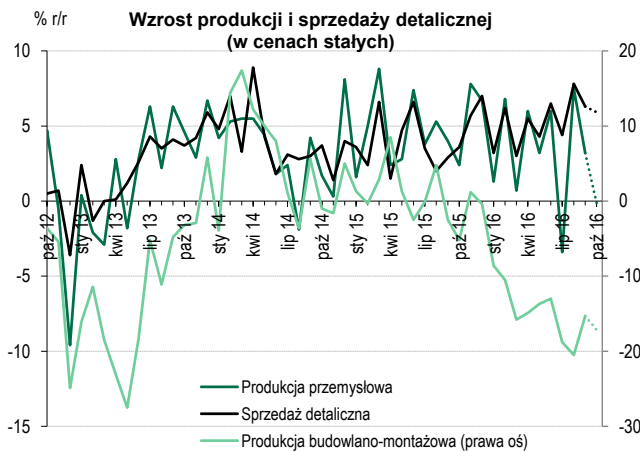
Marcin Sulewski 22 534 18 84

#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

**Wydarzenia nowego tygodnia – Produkcja przemysłowa i budowlana, sprzedaż detaliczna i bezrobocie**

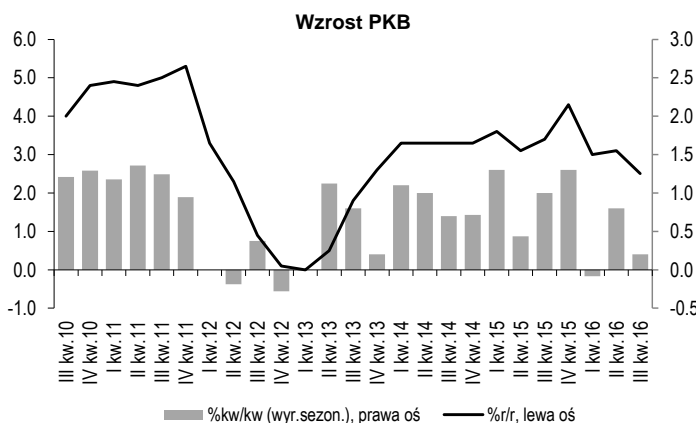
■ Według naszych prognoz, produkcja przemysłowa spadła w ujęciu r/r w październiku. Wzrost w przemyśle jest ogólnie słaby, m. in. pod wpływem niezbyt dobrej sytuacji w handlu międzynarodowym, a w październiku jeszcze szkodził mu negatywny efekt dni roboczych. Wskazania wskaźników wyprzedzających nie sugerują odbicia w przemyśle w najbliższej przyszłości.

■ Budowlanka wciąż jest w słabej sytuacji, nie spodziewamy się raczej odbicia, przynajmniej w nadchodzących miesiącach.

■ Inflacja PPI prawdopodobnie pójdzie nieco w górę.

■ Spodziewamy się lekkiego spowolnienia wzrostu sprzedaży detalicznej w październiku wobec września, ale ogólnie dobre tempo wzrostu powinno się utrzymać.

■ Oczekujemy spadku stopy bezrobocia do 8,2% w październiku, zgodnie z prognozą MRPIPS.

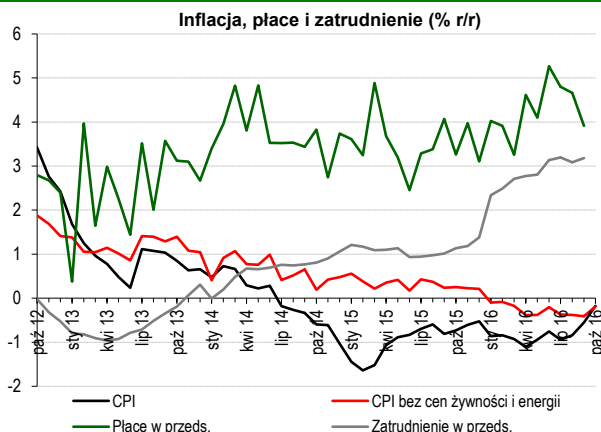
**Ostatni tydzień w gospodarce – Wzrost PKB najniższy od trzech lat**

■ Wzrost PKB w III kw. 2016 spowolnił do 2,5% r/r, znacznie poniżej oczekiwań. Nadal nie znamy szczegółowej struktury wzrostu ale podejrzewamy, że za to rozczarowanie odpowiadały głównie trzy elementy: (1) jeszcze głębszy spadek inwestycji, (2) słabsza niż zakładano poprawa dynamiki konsumpcji prywatnej pomimo programu 500+, (3) rewizja danych za 2015 r. (efekt wyższej bazy). Efekt wyższej bazy mógł mieć znaczenie, ale nie tłumaczy tego, że sezonowo wyrównane tempo wzrostu PKB spowolniło w III kw. do 0,2% kw/kw. W sumie, kolejna rozczarująca informacja z polskiej gospodarki sugeruje, że spowolnienie jest poważniejsze niż sądzono. Co więcej, IV kwartał może wcale nie być lepszy jeśli nie nastąpi mocne odbicie w konsumpcji prywatnej albo inwestycjach. Najprawdopodobniej przed nami kolejna fala rewizji w dół prognoz PKB dla Polski.

■ Inflacja wyniosła w październiku -0,2% r/r, zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS. Deflacja zakończy się zapewne w listopadzie, a najdalej w grudniu.

■ Deficyt obrotów bieżących wyniósł we wrześniu 999 mln €, czyli więcej od oczekiwań. Zaskoczenie wynikało przede wszystkim ze słabego eksportu, który wzrósł o 1,5% r/r. Naszym zdaniem słabe tendencje w handlu światowym nadal będą miały negatywne przełożenie na polski eksport w kolejnych miesiącach.

■ Wzrost przeciętnego zatrudnienia wyniósł w październiku 3,1% r/r, zgodnie z prognozami. Wzrost płac spowolnił do 3,6% r/r, najniższego poziomu od marca. Sytuacja na rynku pracy jest dość zaskakująca – zatrudnienie rośnie szybko pomimo spowolnienia wzrostu gospodarczego i inwestycji, a presja na wzrost płac wciąż pozostaje umiarkowana, pomimo że bezrobocie jest rekordowo niskie a przedsiębiorcy narzekają na ogromne trudności w znalezieniu pracowników.

**Cytat tygodnia – Dane mogą skłonić RPP do powrotu do rozmów o obniżkach**

**Kamil Zubelewicz, członek RPP, 15 listopada, Reuters**

Spowolnienie wzrostu w trzecim kwartale nie jest jeszcze powodem do przesadnego niepokoju, ale jest zjawiskiem wymagającym uważnej dyskusji.

**Łukasz Hardt, członek RPP, 15 listopada, Bloomberg**

Obniżka jest bardzo mało prawdopodobna nawet po słabszych danych, ale nigdy nie mówię nigdy. Z drugiej strony, nie widzę czynników, które skłoniłyby mnie do rozważenia zacieśnienia polityki w kolejnych kilku kwartałach.

**Grażyna Ancyparowicz, członek RPP, 15 listopada, PAP**

W tej chwili najbardziej prawdopodobna jest stabilizacja stóp NBP, a w dość odległej przyszłości ich powolna podwyżka.

**Jerzy Żyżyński, członek RPP, 15 listopada, PAP**

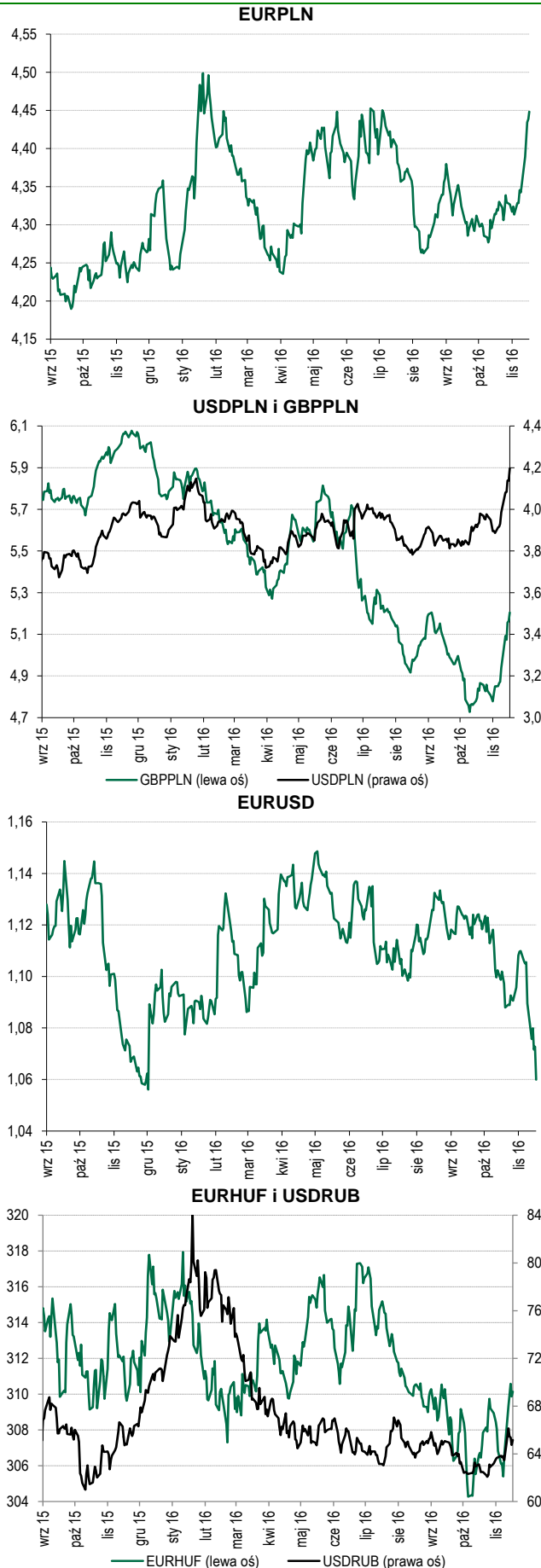
Możliwe, że te dane skłonią RPP do powrotu do rozmów o obniżkach stóp procentowych, nawet mimo tego, że przestrzeń na nie jest niewielka.

**Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, 15 listopada, PAP**

Dane o PKB zdecydowanie nie są powodem do zmian w polityce pieniężnej.

Ostatnie dane o wzroście PKB w III kw. wywołały widoczne różnice w poglądach członków RPP. Jerzy Żyżyński, Kamil Zubelewicz i Łukasz Hardt zasugerowali, że słabe dane mogą być argumentem za rozpoczęciem dyskusji o możliwych obniżkach stóp, przy czym łagodzenia polityki nie jest bardzo prawdopodobne. Jerzy Kropiwnicki i Grażyna Ancyparowicz byli zdecydowanie bardziej jastrzębi i nie widzieli argumentów za zmianą parametrów polityki pieniężnej. Naszym zdaniem bardzo prawdopodobne jest, że w przyszłości pojawiać się będą kolejne słabe dane z gospodarki, co może dalej zmieniać nastawienie RPP i może pobudzić oczekiwania na obniżki stóp w Polsce. 16 listopada Senat wybrał Rafała Surę na członka RPP. Sura powiedział, że wspiera politykę wait-and-see oraz że nie widzi potrzeby korzystania z niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

## Rynek walutowy – Wysoka zmienność utrzymuje się

**Złoty gwałtownie traci do dolara**

W zeszłym tygodniu złoty stracił do euro, franka i funta, ale największy ruch odnotowano w przypadku USDPLN, który wzrósł z 4,08 do 4,20 (najwyżej od drugiej połowy 2002). EURPLN odbił z 4,40 do 4,46 osiągając najwyższy poziom od lipca.

Wszystkie główne waluty z rynków wschodzących straciły do dolara od ogłoszenia wyników wyborów prezydenckich w USA, a złoty z wynikiem -6,3% radził sobie najgorzej w regionie CEE (forint stracił 5,3%, a rubel 1,8%). Krajowa waluta była też najsłabsza w regionie do euro. Obok ponownej fali osłabienia obserwowanej na globalnym rynku, negatywną presję na krajową walutę wywierać mogły też czynniki wewnętrzne – znacznie słabszy od oczekiwań wstępny odczyt PKB i obniżenie wieku emerytalnego.

W poprzednich raportach wielokrotnie wskazywaliśmy, że jesteśmy pesymistycznie nastawieni jeśli chodzi o perspektywy dla krajowej waluty do końca tego roku i nasza prognoza dla kursu EURPLN na grudzień (4,40) zrealizowała się w połowie listopada. Nie zakładamy, by złoty dalej tracił do euro w horyzoncie do końca roku, ale niekorzystne czynniki zewnętrzne (grudniowa podwyżka stóp Fed) i wewnętrzne (wzrost gospodarczy słabszy od oczekiwań) będą ograniczać szanse na odrobienie przez złotego wcześniejszych strat. Dla USDPLN, kluczowe pozostaną notowania EURUSD.

**EURUSD coraz bliżej ważnego wsparcia**

EURUSD kontynuował impuls spadkowy zainicjowany w reakcji na wynik wyborów prezydenckich w USA i spadł już drugi tydzień z rzędu. W efekcie, kurs znalazł się poniżej tegorocznego dołka na ok. 1,07 i osiągnął 1,058 zbliżając się do dołka z grudnia 2015. EURUSD spadł dziewięć sesji z rzędu i ostatni raz taka seria miała miejsce w sierpniu 2003. Jeśli zanotuje sesję spadkową również na sam koniec tygodnia, wtedy seria wydłuży się do 10 i będzie to pierwszy taki przypadek od kiedy dostępne są dane (1992 w systemie Reuters).

Ta gwałtowna zniżka dobrze oddaje siłę trendu, ale warto mieć na uwadze, że kurs zbliża się do 1,045 – minimum z 2015 kiedy to rynek oczekiwał, że EURUSD jest na dobrej drodze do osiągnięcia parytetu i dolnego ograniczenia trendu bocznego w którym kurs porusza się już ok. dwa lata. Przebicie tego poziomu byłoby więc istotnym wydarzeniem. W zeszłym tygodniu dolar zyskiwał m.in. dzięki dobrym danym z USA i tym tygodniu poznamy kolejne odczyty z amerykańskiej gospodarki. To jak EURUSD zachowa się wobec powyższego ważnego wsparcia może wyznaczyć kierunek na kolejne miesiące.

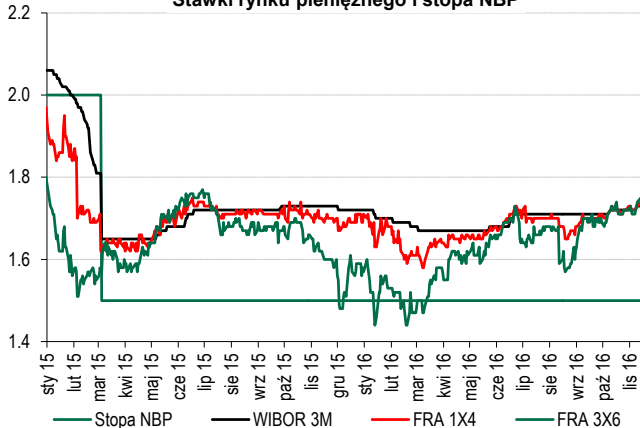
**Forint słabszy, rubel mocniejszy**

Na początku tygodnia EURHUF wzrósł do 311 z 309 i następnie ustabilizował się nieco poniżej tego poziomu. USDRUB skorygował wcześniejszy wzrost i obniżył się przejściowo do 64,2 z 66 dzięki odbiciu cen ropy.

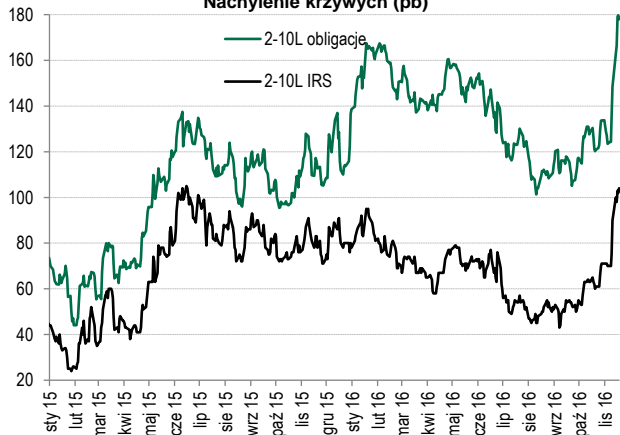
W tym tygodniu bank centralny Węgier ogłosi decyzję ws. stóp. Ostatnio bank sugerował, że możliwe jest dalsze poluzowanie polityki pieniężnej jeśli zajdzie taka potrzeba, ale sądzimy, że w tym miesiącu węgierscy bankierzy centralni nie podejmą żadnych istotnych decyzji. Globalny nastrój pozostanie głównym czynnikiem wpływającym na forinta i rubla.

## Rynek stopy procentowej – 10L wciąż pod wpływem czynników globalnych

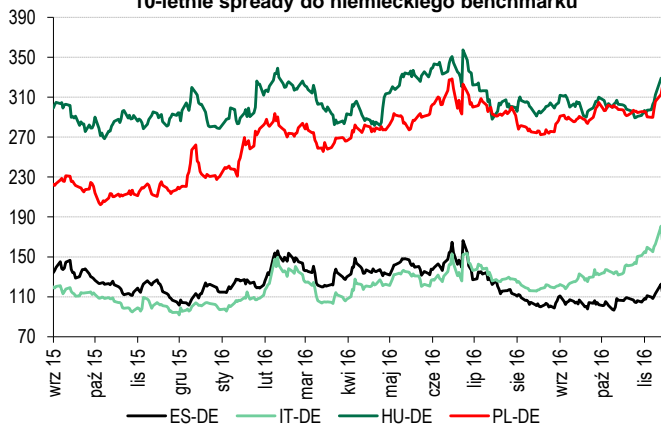
### Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



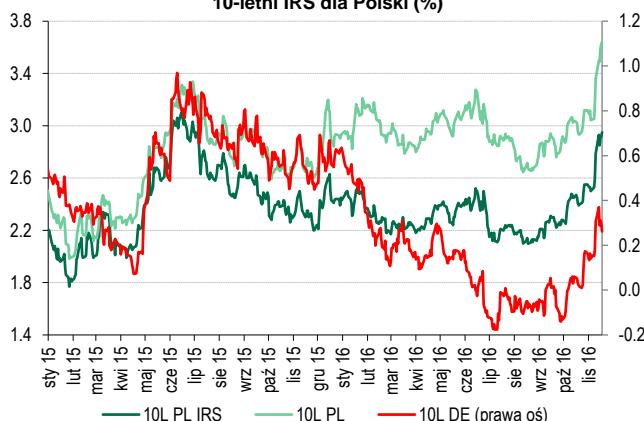
### Nachylenie krzywych (pb)



### 10-letnie spready do niemieckiego benchmarku



### Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)



### Rentowności w górę, krzywe strome

W minionym tygodniu rynek długu globalnie osłabiał się, kontynuując trend wzrostowy po wygranej Trumpa w wyborach prezydenckich w USA. Wsparciem dla wzrostu rentowności była ostatnia wypowiedź szefowej Fed, która potwierdziła możliwość podwyżki stóp procentowych w grudniu o 25 pb, a taki scenariusz rynek wycenił na 96% (wg. Bloomberg). Co więcej, słabe wyniki aukcji obligacji (szczególnie poniżej) również wywierały presję na krajowy dług. W efekcie rentowność 10-latków wzrosła tymczasowo do 3,75%, najwyższej od maja 2014 r. W tym samym czasie stawka 10L IRS tymczasowo przełamała poziom 3%, po raz pierwszy od połowy 2015 r.

Stromienie krzywych było kontynuowane. W efekcie spread 2-10 lat rozszerzył się do prawie 190 pb dla obligacji oraz 110 pb dla IRS. Premia za ryzyko dla polskich aktywów również wzrosła, w tym spread wobec niemieckich obligacji dla sektora 10l wzrósł powyżej 330 pb, po raz pierwszy od 2012 r., a spread CDS 5L wzrósł do 84 pb.

Na ostatniej aukcji w tym miesiącu Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje PS0422, WZ1122 oraz WS0126 o łącznej wartości 3,65 mld zł, przy popycie na poziomie 5,5 mld zł. Najwięcej pozyskano ze sprzedaży stałokuponowej 5-latków. Wyniki aukcji były słabe – wartość emisji była jedynie niewiele powyżej dolnej granicy planowanej oferty, a popyt tylko nieznacznie przekroczył górną granicę. Ministerstwo pokryło już 100% potrzeb pożyczkowych brutto po nowelizacji budżetu. Jednak biorąc pod uwagę nasze założenia, że tegoroczny deficyt budżetowy będzie niższy o ok. 10 mld zł, resort finansów kontynuował więc proces prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych brutto.

Na rynku pieniężnym stawki WIBOR były stabilne, podczas gdy stawki FRA wzrosły wzdłuż krzywej o 1-10 pb. Rynek nieco zweryfikował swoje oczekiwania co do przyszłych zmian stóp, w pełni dyskontując podwyżkę o 25 pb w perspektywie dwóch lat, wobec oczekiwań na podwyżkę o 50 pb w tym okresie dyskontowana tydzień wcześniej.

### Nastroje inwestorów pozostają kruche

Ostatnie sesje wyraźnie pokazały, że nastroje inwestorów pozostają kruche oraz mogą szybko zmienić się z pozytywnych na negatywne. W naszej ocenie, obserwowana wyprzedaż na rynku długu jest przesadzona, niemniej trudno jest ocenić przy jakich poziomach rynek się zatrzyma. W tym tygodniu uwaga inwestorów skierowana będzie na dane zagraniczne, głównie dane z USA. Grudniowa podwyżka stóp przez Fed jest już przesadzona, to inwestorzy obawiają się, że skala zacieśnienia monetarnego w USA może być większa niż pierwotnie zakładano. Napływające dane makro z USA będą więc rozpatrywane przez ten pryzmat kolejnych działań FOMC. Dane te w połączeniu z minutkami Fed z listopadowego posiedzenia będą kluczowe dla rynku w najbliższych dniach. Spodziewamy się więc, że zwiększona zmienność na długim końcu utrzyma się na podwyższonym poziomie.

W tym tygodniu kolejna porcja istotnych danych z krajowej gospodarki. W naszej ocenie dane z gospodarki realnej (produkcja, sprzedaż detaliczna) będą relatywnie słabe na początku IV kw. Dane te powinny więc wspierać krótki koniec krzywych w nadchodzących dniach. W efekcie krótki koniec krzywych powinien zachowywać się nieco lepiej niż środek i długi koniec, utrzymując krzywe wciąż strome w nadchodzących dniach.

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)