

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 28 listopada – 4 grudnia 2016

W minionym tygodniu nastroje na globalnych rynkach finansowych były pod wpływem publikacji danych makro. Lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiej gospodarki spowodowały, że EURUSD osiągnął nowe tegoroczne minimum, jednak dolar oddał część zysków na koniec tygodnia. Tymczasem zmienność na rynku walut CEE pozostała na podwyższonym poziomie, w tym EURPLN wahał się między 4,40 a 4,44. W tym samym czasie rentowności obligacji nieco obniżyły się w ślad za umocnieniem na rynkach bazowych. Wpływ danych krajowych na wycenę aktywów był ograniczony pomimo, że dane o produkcji i sprzedaży detalicznej rozczarowały, potwierdzając spadek aktywności gospodarczej w IV kw.

W tym tygodniu zostanie opublikowanych szereg krajowych i zagranicznych danych makroekonomicznych. W Polsce poznamy finalny odczyt PKB za III kw, wstępną inflację za listopad oraz indeks PMI dla przemysłu. Spodziewamy się nieznacznego odbicia indeksu PMI, który jednak pozostanie blisko poziomu referencyjnego, tj. 50 pkt. oraz kontynuacji wzrostu CPI. Z kolei dane o PKB powinny pokazać, co jest obecnie głównym motorem wzrostu, w szczególności, że GUS opublikuje zrewidowane dane PKB za poprzedni rok. Jednakże krajowe dane mogą się znaleźć w cieniu zagranicznych publikacji, głównie raportu z rynku pracy w USA oraz referendum we Włoszech. Rynek w pełni wycenia podwyżkę stóp przez Fed w grudniu. Silniejsze dane z USA mogą sugerować szybsze podwyżki stóp przez FOMC w 2017 r. W efekcie może to negatywnie wpływać na wycenę krajowych aktywów.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (28 listopada)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							
<b>WTOREK (29 listopada)</b>							
14:30	US	Drugi szacunek PKB	III kw.	% kw./kw.	3,0	-	1,4
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	XI	pkt	101,2	-	98,6
<b>ŚRODA (30 listopada)</b>							
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>PKB</b>	<b>III kw.</b>	<b>% r/r</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Konsumpcja prywatna</b>	<b>III kw.</b>	<b>% r/r</b>	<b>-</b>	<b>4,2</b>	<b>3,3</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Nakłady brutto na środki trwałe</b>	<b>III kw.</b>	<b>% r/r</b>	<b>-</b>	<b>-5,0</b>	<b>-4,9</b>
11:00	EZ	Wstępny HICP	XI	% r/r	-	-	0,5
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Wstępny CPI</b>	<b>XI</b>	<b>% r/r</b>	<b>-</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>
14:15	US	Raport ADP	XI	tys.	160	-	147
14:30	US	Dochody osobiste	X	% m/m	0,4	-	0,3
14:30	US	Wydatki konsumentów	X	% m/m	0,5	-	0,5
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	X	% m/m	0,2	-	1,5
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
<b>CZWARTEK (1 grudnia)</b>							
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI – przemysł</b>	<b>XI</b>	<b>pkt</b>	<b>-</b>	<b>50,8</b>	<b>50,2</b>
9:55	GE	PMI – przemysł	XI	pkt	54,4	-	55,0
10:00	EZ	PMI – przemysł	XI	pkt	53,7	-	53,5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	251
16:00	US	ISM – przemysł	XI	pkt	52,1	-	51,9
<b>PIĄTEK (2 grudnia)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja ratingowa S&amp;P</b>					
9:00	CZ	PKB	III kw.	% r/r	1,9	-	2,6
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	XI	tys.	180	-	161
14:30	US	Stopa bezrobocia	XI	%	4,9	-	4,9

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

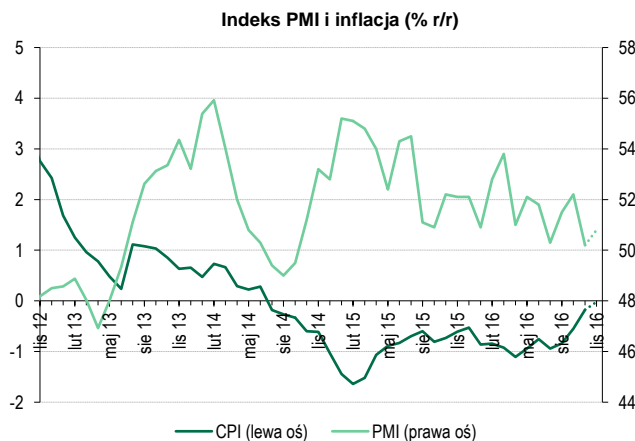
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

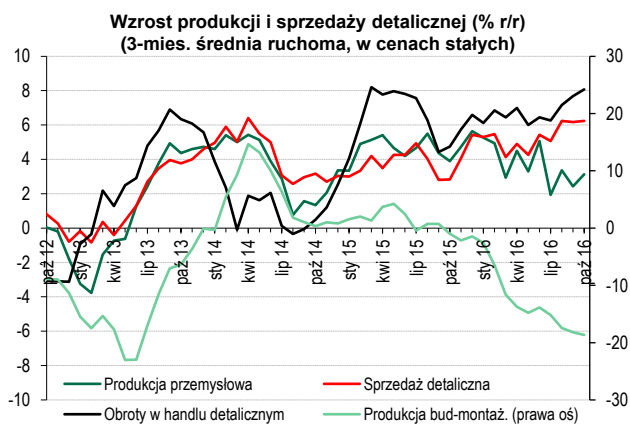
Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – CPI, PMI, PKB, S&amp;P

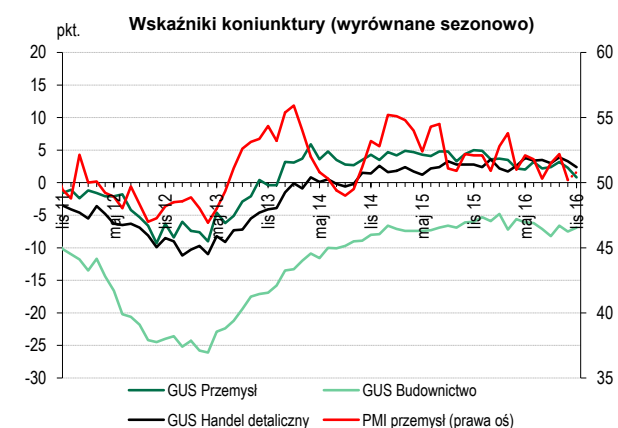


- Wzrost PKB zwolnił w III kw. do 2,5% wg wstępnego szacunku, ale dopiero w tym tygodniu dowiemy się co za to odpowiadało. Naszym zdaniem głównym źródłem rozczarowania było pogłębienie spadku inwestycji, słabszy niż oczekiwaliśmy wpływ programu 500+ na konsumpcję i rewizje danych za 2015 r. Niewykluczone, że GUS zrewiduje wzrost w dwóch pierwszych kwartałach 2016.
- Wstępne dane o CPI pokażą naszym zdaniem odczyt 0% r/r, kończąc 28-miesięczną deflację. Nadal jednak nie widać śladów narastającej presji inflacyjnej.
- Oczekujemy lekkiego odbicia PMI do 50,8, po mocnym spadku do 50,2 w październiku, ale ogólnie ostatnio dominuje tendencja spadkowa tego indeksu.
- Nie spodziewamy się zmiany ratingu Polski ani jego perspektywy przez agencję S&P.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Coraz więcej sygnałów, że PKB może zwolnić poniżej 2% r/r w IV kw.



- W październiku produkcja przemysłowa spadła o 1,3% r/r, znacznie poniżej oczekiwań. Po korekcie sezonowej produkcja wzrosła o 1,3%, w porównaniu z ponad 3% we wrześniu i średnio w III kw. Produkcja budowlano-montażowa również rozczarowała i spadała w październiku o ponad 20% r/r. Nawet jeśli październikowe dane były pod negatywnym wpływem mniejszej liczby dni roboczych, to pokazują w dalszym ciągu słabość aktywności ekonomicznej w obliczu słabego eksportu i wyhamowania w inwestycjach.
- Konsumpcja pozostanie głównym czynnikiem napędzającym wzrost, ale sprzedaż detaliczna też rozczarowała w październiku, rosnąc 4,6% r/r w cenach stałych. Głównym źródłem rozczarowania była słaba sprzedaż samochodów, która spadła o 2,5% (pierwszy spadek w tej kategorii od lutego 2015).
- Wg GUS indeksy koniunktury konsumenckiej wzrosły w listopadzie do najwyższych poziomów od lat, co jest pozytywnym sygnałem dla perspektyw konsumpcji. Jednocześnie, wskaźnik koniunktury w przemyśle mocno spadł do najniższego poziomu od grudnia 2013, sygnalizując dalsze pogorszenie sytuacji w sektorze.
- Wg danych GUS, w dużych przedsiębiorstwach (zatrudniających ponad 49 osób) w III kw. pogłębiła się spadkowa tendencja w inwestycjach – spadek o 12% r/r w ujęciu realnym wobec -6% w II kw. Dane z samorządów też pokazały znaczny spadek inwestycji – -36,8% r/r w ujęciu nominalnym (wobec -52,0% r/r w II kw.). Ewidentnie, nie widać w tych danych żadnej poprawy.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w październiku do 8,2%, zgodnie z przewidywaniami resortu pracy.



## Cytat tygodnia – IV kwartał też będzie jeszcze poniżej 3%

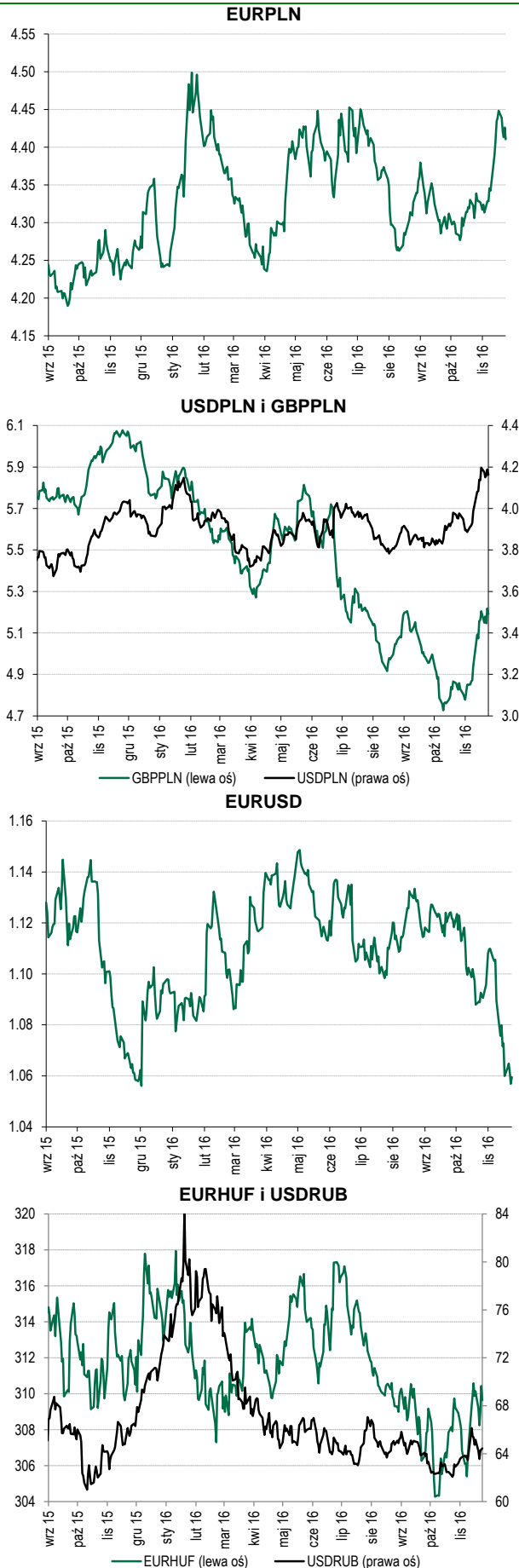
## Mateusz Morawiecki, minister finansów i rozwoju, 24 XI, PAP

Nie ma na razie (tematu korekty założeń makroekonomicznych zapisanych w projekcie budżetu na 2017 r.). (...) Ryzyka (dla budżetu 2017) widzę oczywiście, ale widzimy, że w tym roku wzrost gospodarczy jest niższy niż zaplanowany i deficyt też jest niższy. Są ryzyka po stronie wzrostu, ale są szanse po stronie ściągłości podatków.

Jesteśmy w minicyklu gospodarczym, i ze względu na to uzależnienie od inwestycji zagranicznych, IV kwartał też będzie jeszcze poniżej 3%, w okolicach 2,5%, ale od II kwartału przyszłego roku widzę potencjał i widzę w wynikach inwestycyjnych, produkcyjnych, że może to wyjść powyżej 3%.

Wicepremier jest nadal optymistą jeśli chodzi o perspektywy tempa wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach. Musimy przyznać, że my również spodziewamy się, że wzrost PKB przyspieszy za jakiś czas, ale wydaje się bardziej prawdopodobne, że nastąpi to w drugiej połowie 2017 niż w drugim kwartale. Co więcej, zanim nastąpi ożywienie, wzrost gospodarczy jeszcze bardziej spowolni. Bardziej precyzyjne prognozy będą możliwe po tym, jak Główny Urząd Statystyczny opublikuje szeregi czasowe dot. zrewidowanych kwartalnych danych o PKB (30 listopada). Jednak biorąc pod uwagę informacje, które już są dostępne, wydaje się coraz bardziej prawdopodobne, że wzrost PKB w IV kw. 2016 może nie tylko być poniżej 3%, ale nawet poniżej 2%.

## Rynek walutowy – Czynniki globalne kluczowe w tym tygodniu

**Złoty nieco mocniejszy**

▪ Tak się spodziewaliśmy, w minionym tygodniu zmienność na krajowym rynku FX pozostała na podwyższonym poziomie. EURPLN obniżył się do 4,40, a USDPLN sięgnął prawie 4,15, ale te poziomy nie zostały przełamane. Po tym szybko nastąpiło odbicie i EURPLN wzrósł do prawie 4,44, a USDPLN powyżej 4,21. W skali tygodnia złoty umocnił się jednak nieznacznie do euro, dolara i franka, podczas gdy pozostał względnie stabilny do funta.

▪ Ostatnie sesje wyraźnie pokazały dużą wrażliwość złotego na nastroje globalne oraz napływające informacje z USA i Europy, a mniejszą na krajowe dane (produkcja, sprzedaż detaliczna). W tym tygodniu ta sytuacja utrzyma się i uwaga inwestorów będzie głównie skierowana na raport z rynku pracy w USA oraz dane z Europy. Rynek w pełni wycenia podwyżkę stóp przez FOMC w grudniu, jednak inwestorzy zaczęli obawiać się, że mocne dane z amerykańskiej gospodarki będą oznaczały szybsze podwyżki stóp przez Fed w 2017 r. W efekcie notowania złotego będą silnie zależne od zagranicznych odczytów makro. Co więcej, złoty może być pod presją niepewności odnośnie wyniku referendum we Włoszech.

▪ W tym tygodniu poznamy sporo krajowych danych (PKB za III kw., wstępną inflację, indeks PMI za listopad). Dane te w połączeniu z ostatnio opublikowanymi wskaźnikami makro powinny potwierdzić spowolnienie aktywności gospodarczej w IV kw., nawet poniżej 2%. Ożywienie oczekiwań na obniżki stóp po ich publikacji (co jest mało prawdopodobne) miałyby negatywny wpływ na złotego. Z kolei na koniec tygodnia S&P ogłosi swoją decyzję odnośnie ratingu Polski i naszym zdaniem utrzyma ocenę na niezmiennym poziomie. Taka decyzja będzie neutralna dla PLN. Istotne poziomy dla EURPLN to strefa 4,38-4,40 oraz 4,46.

**Nadchodzące wydarzenia podtrzymują presję na euro**

▪ W minionym tygodniu EURUSD osiągnął nowe tegoroczne minimum na 1,052. Jednakże trend aprecjacji dolara (wspierane przez silne dane z USA) zatrzymał się na koniec tygodnia i EURUSD wrócił w okolice 1,06.

▪ W tym tygodniu będzie publikowanych szereg istotnych danych z USA i Europy. Będą one interpretowane w kontekście przyszłych decyzji głównych banków centralnych. Nasz scenariusz dla Fed nie zmienił się – oczekujemy podwyżki stóp przez FOMC o 25 pb w grudniu i taka decyzja jest powszechnie oczekiwana. Niepewność związana z wynikami referendum we Włoszech zaplanowanym na 8 grudnia będzie ciążyła na wspólnej walucie w tym tygodniu

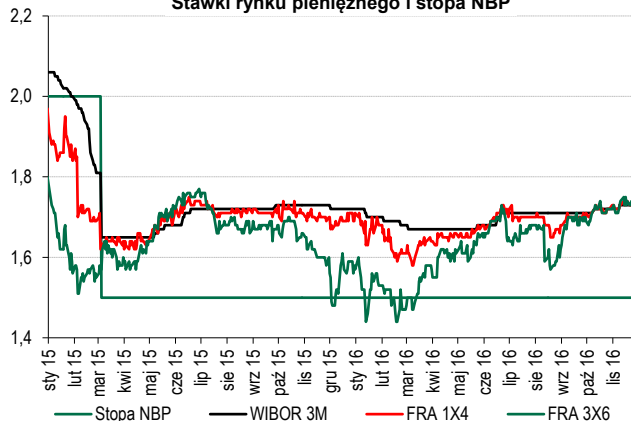
**Forint odrobił część strat poniesionych po decyzji MBH**

▪ W minionym tygodniu forint osłabił się znacząco po decyzji banku centralnego (MNB) obniżającej stopy overnight o 10 pb do 0,90% oraz tygodniowej, po której MNB pożyczka środki bankom, o kolejne 15 pb do 0,90%. Ta decyzja była zaskoczeniem i w efekcie EURHUF wzrósł tymczasowo powyżej 310 z ok. 307,5. Na koniec tygodnia forint odrobił nieco strat i EURHUF spadł w kierunku 309. Rubel tymczasem znajdował się pod presją spadających cen ropy. USDRUB wzrósł na chwilę do 65. W tym samym czasie czeska korona pozostała względnie odporna na zmiany nastrojów globalnych.

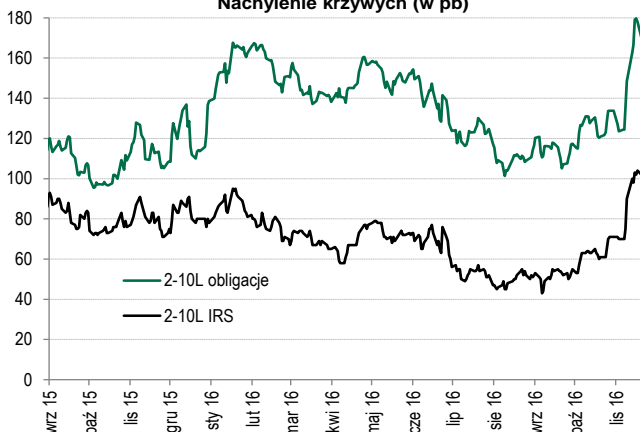
▪ W tym tygodniu forint, podobnie jak złoty, będzie pod wpływem czynników globalnych, głównie danych z USA i referendum we Włoszech. Dane z krajowej gospodarki Węgier będą w cieniu globalnych wydarzeń – w ostatnich miesiącach indeks PMI charakteryzuje się dużą zmiennością. Wycena rubla będzie zależała od decyzji OPEC odnośnie produkcji ropy. Dane makro z Rosji (CPI, PMI) będą raczej neutralne dla RUB.

## Rynek stopy procentowej – Obligacje USA ważniejsze niż niemieckie

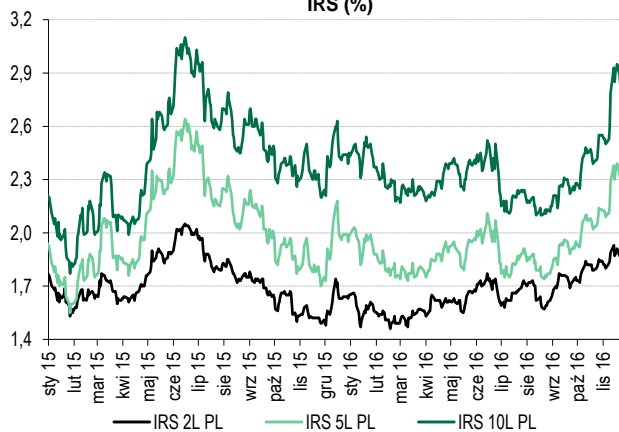
### Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



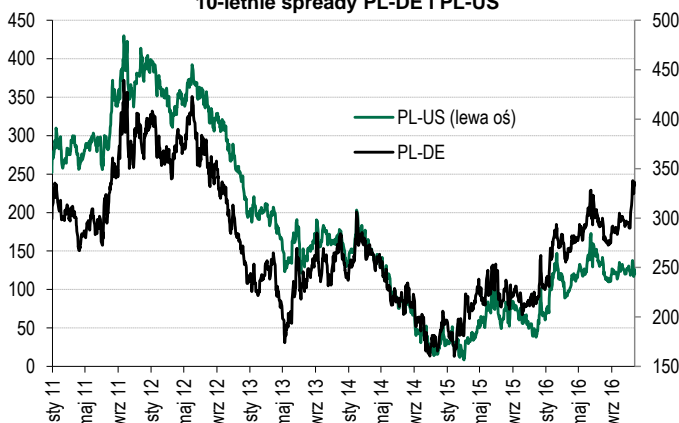
### Nachylenie krzywych (w pb)



### IRS (%)



### 10-letnie spready PL-DE i PL-US



### Podwyższone wahania w trendzie bocznym

▪ IRS oraz rentowności obligacji zakończyły ten tydzień blisko poziomów z poprzedniego piątku, ale o ile trend wzrostowy zatrzymał się, to dzienna zmienność w dalszym ciągu była podwyższona. Największy wpływ na krajowy rynek miały w dalszym ciągu czynniki zewnętrzne, w szczególności dane z USA, które wzmacniały zakres wahań. Na koniec tygodnia 10-letni IRS był blisko 2,85%, 5-letni w pobliżu 2,33%, a 2-letni na ok. 1,90%. Krzywa obligacyjna nieco się wypłaszczyła bowiem krótki koniec nieco stracił, a długi był nieco niższy niż tydzień temu.

▪ Stawki WIBOR od 1 do 12 miesięcy nie uległy zmianie w tygodniowym rozrachunku.

### Obligacje USA ważniejsze niż niemieckie

▪ Rynek wycenił już w pełni grudniową podwyżkę stóp Fed. Mocne dane z USA opublikowane ostatnio w dalszym ciągu wywierały jednak wzrostową presję na stawki. Uważamy, że wpływ tych odczytów może być wzmacniany przez wygraną Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich (i jego plan pobudzenia amerykańskiej gospodarki) i teraz rynek uznaje grudniową podwyżkę stóp Fed jako daną i zaczyna bardziej wyceniać kolejne podwyżki jakie mogą mieć miejsce w 2017. Z tego powodu dane z USA zaplanowane na najbliższe dni mogą dalej mieć istotny wpływ na rynek, w szczególności drugi szacunek PKB za III kw. i listopadowy raport z rynku pracy.

▪ Biorąc to pod uwagę, warto zauważyć, że w okresie od wyborów prezydenckich w USA korelacja 10-letniej obligacji Polski z amerykańskim odpowiednikiem wynosi 95%, a z Bundem mniej niż 80%. W październiku wartości te były dokładnie odwrotne, co jasno pokazuje, że trendy na rynku USA stały się ważniejsze dla krajowego długu. Według danych Ministerstwa Finansów, inwestorzy z USA są największym posiadaczem polskich rynkowych złotych obligacji w podziale na kraje i na koniec września posiadali krajowy dług warty prawie 29 mld zł (wartości nominalne). Stan posiadania stopniowo rośnie po wyprzedzący wywołanej przez styczniową obniżkę ratingu przez S&P.

▪ Środek i długi koniec krzywych powinien pozostać wrażliwy na globalne trendy, podczas gdy krótki koniec pozostanie wg nas relatywnie stabilny. Odczyt PKB za III kw. nie powinien różnić się istotnie od wstępnego odczytu, a szczegółowe dane pokażą wg nas, że wyhamowanie tempa wzrostu wynikało głównie ze spadku inwestycji. Jeśli pozostałe składowe utrzymały się na solidnych poziomach, wtedy może to być odczytane jako dobry sygnał. Warto jednak pamiętać, że 2-letnie IRS/rentowność rosną od początku roku, więc dane o PKB mogą nie wystarczyć, aby pchnąć te stawki jeszcze bardziej w górę w obliczu niezbyt dobrych perspektyw gospodarczych.

▪ Sądymy, że PMI dla polskiego przemysłu odbił w listopadzie, co byłoby pierwszym od dawna pozytywnym sygnałem. Wg nas, to też jednak nie wystarczy, aby pchnąć krótki koniec w górę.

▪ Spodziewamy się, że agencja S&P utrzyma rating Polski na poziomie BBB+ z perspektywą negatywną.

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)