

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 25 września – 1 października 2017

W ostatnim tygodniu zapoznaliśmy się z nowymi dobrymi danymi z polskiej gospodarki. Są one mocnym argumentem, że w III kw. gospodarka rozwijała się szybciej niż 4% r/r. Lepsze od oczekiwań statystyki wsparty złotego i osłabiły obligacje. Polski dług był również pod presją jastrzębiej wymowy posiedzenia FOMC, podczas gdy złoty pozostał na ten czynnik niewrażliwy. Także wzrost napięcia na linii USA – Korea Północna nie spowodował osłabienia polskiej waluty.

W weekend odbędą się wybory parlamentarne w Niemczech. Partia Angeli Merkel wyraźnie prowadzi w sondażach ale dla rynku istotne będzie z kim wejdzie w koalicję po wyborach. W przypadku zaskakująco wysokiego poparcia dla skrajnie prawicowej partii AfD możliwa jest negatywna reakcja rynku. W tym tygodniu poznamy sporo danych z USA, w tym indeks nastroju konsumentów i finalny PKB za II kw. Rynek wycenia większe szanse na podwyżkę stóp Fed o 25 pb w grudniu, ale na razie nie wpłynęło to negatywnie na złotego. To samo można powiedzieć o kolejnych działaniach Korei Północnej, co sugeruje, że EURPLN mogłyby się zbliżyć do dolnej granicy przedziału 4,23-4,30. Jednocześnie, krajowe i zagraniczne czynniki mogą w dalszym ciągu pchać krajowe IRS i rentowności w górę.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (25 września)</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	IX	pkt	115,9	-	115,9
16:30	US	Indeks Dallas Fed	IX	pkt	13,0	-	17,0
<b>WTOREK (26 września)</b>							
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VIII	% m/m	3,3	-	-9,4
16:00	US	Nastroje konsumentów	IX	pkt	119,5	-	122,9
<b>ŚRODA (27 września)</b>							
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,25	-	0,25
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	VIII	% m/m	0,9	-	-6,8
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VIII	% m/m	-0,3	-	-0,8
<b>CZWARTEK (28 września)</b>							
14:00	DE	Wstępny CPI	IX	% r/r	1,8		1,8
14:30	US	Finalny PKB	II kw.	% k/k	3,1	-	3,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	259
<b>PIĄTEK (29 września)</b>							
11:00	EZ	Wstępny CPI	IX	% r/r	1,6	-	1,5
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Wstępny CPI</b>	<b>IX</b>	<b>% r/r</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>
14:30	US	Wydatki konsumentów	VIII	% m/m	0,1	-	0,3
14:30	US	Dochody osobiste	VIII	% m/m	0,3	-	0,4
15:45	US	Indeks Chicago PMI	IX	pkt	57,5	-	58,9
16:00	US	Indeks Michigan	IX	pkt	95,2	-	95,3

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzbwbk.pl Web site: <http://www.bzbwbk.pl>

Piotr Bielski 22 534 18 87

Marcin Luziński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Konrad Soszyński 22 534 18 86

Marcin Sulewski 22 534 18 84

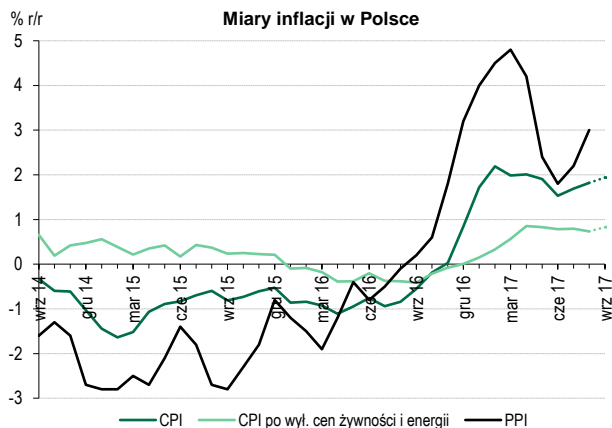
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

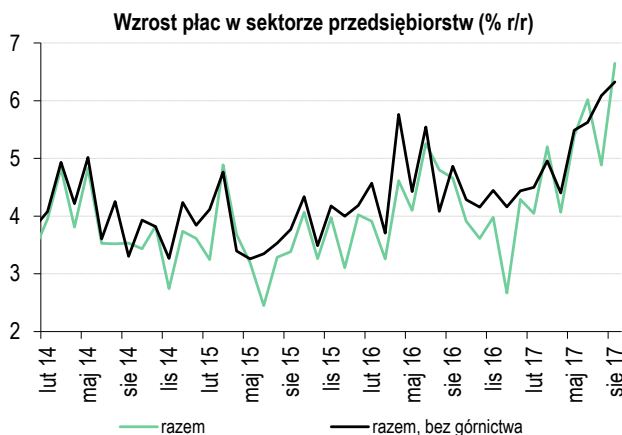
Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia najbliższego tygodnia – Wstępny CPI, prezydenckie projekty ustaw o sądach

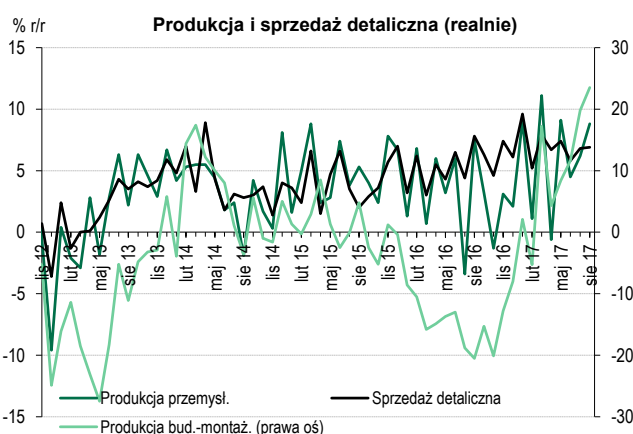


- Zakładamy, że CPI wzrósł we wrześniu do 1,9% r/r z 1,8% w wyniku wyższych cen paliw i żywności oraz efektu bazy w kategorii "zdrowie". Byłby to najwyższy odczyt od kwietnia, ale wg nas do marca inflacja raczej nie wzrośnie powyżej 2%.
- W poniedziałek prezydent Duda ma przestawić dwa projekty ustaw zawetowanych w lecie - o Sądzie Najwyższym i Krajowej Radzie Sądownictwa. Propozycje będą szczegółowo analizowane przez Komisję Europejską pod kątem zastrzeżeń zaadresowanych przez KE wcześniej. W lipcu Moody's stwierdził, że nie wierzy by prezydent przedstawił projekty różniące się istotnie od ustaw które zawetował. W poniedziałek KE przestawi Radzie do Spraw Ogólnych sytuację nt. rządów prawa w Polsce, a wg agencji Bloomberg w piątek nad sprawą Polski dyskutować mogą również unijni liderzy na szczycie w Tallinie.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Płace, produkcja i sprzedaż przebiły oczekiwania



- Płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły w sierpniu 6,6% r/r po 4,9% w lipcu. Wynik zdecydowanie odbiegł w górę od oczekiwań rynkowych (5,7% r/r) i naszej prognozy (5,9% r/r). Tak silny odczyt zapewne wynika z presji płacowej generowanej przez niedobór siły roboczej, zgłaszany przez przedsiębiorców w badaniach koniunktury. Tak jak w lipcu dynamika płac została wyraźnie zaburzona przez przesunięcia w terminie wypłat dodatków w górnictwie, ale nawet po korekcie o ten czynnik można zobaczyć w danych silny trend w górę. Realny przyrost funduszu płac wyniósł w sierpniu 9,6% r/r – to najlepszy wynik od września 2008 roku. Uważamy, że stan rynku pracy pozwoli podtrzymać wzrost konsumpcji prywatnej rzędu 5% r/r w III kw.



- Produkcja przemysłowa przyspieszyła w sierpniu z 6,2% r/r do 8,8%. Tymczasem rynek oczekiwał nieznacznego wyhamowania wobec lipca (do 5,9% r/r a my 6,1% r/r). Tym razem przyspieszenie w produkcji nie miało związku z różnicami w dniach roboczych. Osiągnięta dynamika produkcji oczyszczonej z wahań sezonowych, 8,1% r/r, jest najwyższą odnotowaną od grudnia 2011 roku. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 23,5% r/r, czyli nieco niżej niż zakładał rynek (24% r/r) i my (27,9% r/r), ale mimo to odczyt nie podważył oczekiwań na przyspieszenie inwestycji w III kw. Dane o sprzedaży detalicznej pokazały wzrost na poziomie 6,9% r/r w ujęciu realnym (rynek oczekiwał 6,7% r/r a my 7,5%), tj. w podobnym tempie jakie można obserwować od początku tego roku. To wzmacnia nasz pogląd, że dynamika konsumpcji prywatnej utrzyma się blisko 5% r/r w III kw. Ten zestaw silnych odczytów za sierpień może uruchomić na rynku falę rewizji w górę prognoz wzrostu gospodarczego na II poł roku. Widzimy szansę na wzrost PKB w III kw. wyraźnie przekraczający 4% r/r.

## Cytat tygodnia – W I kw. przyszłego roku można byłoby rozważyć podwyżkę

**Eugeniusz Gatnar, członek RPP, Reuters, 21 września**

Nie ma wzrostu gospodarczego bez presji płacowej, bez inflacji. Gdyby presja płacowa wzrosła zgodnie z moimi przewidywaniami i inflacja znalazła się w okolicach celu, to uważam, że w pierwszym kwartale przyszłego roku można byłoby rozważyć podwyżkę stóp procentowych. Moim zdaniem w RPP rośnie świadomość niekorzystnych skutków, jakie niesie ze sobą utrzymanie się przez długi czas ujemnych realnych stóp procentowych. Widać to choćby w comiesięcznych 'minutes'. Gdyby decyzja o podwyżce stóp podjęta była zbyt późno, to jej skutki mogłyby się nałożyć na okres słabszej koniunktury, co mogłoby zaszkodzić gospodarce. Uważam, że te wszystkie czynniki [sytuacja na rynku pracy i obniżka wieku emerytalnego, wzrost cen żywności] sprawiają, że presja inflacyjna może być silniejsza niż do tej pory. Realne ujemne stopy zachęcają do zadłużania się i nieracjonalnej konsumpcji.

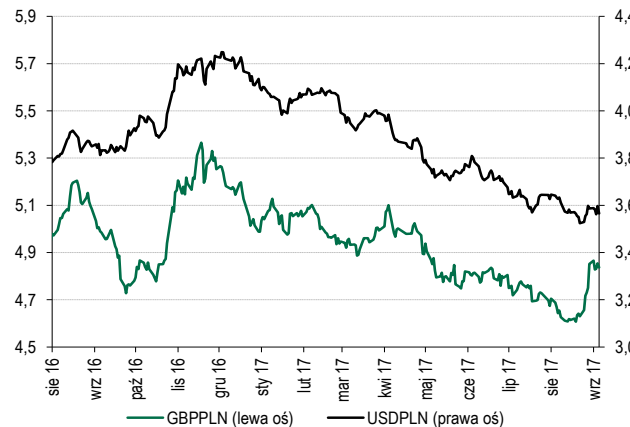
Według nas dobre wyniki gospodarki i rosnące napięcia na rynku pracy wzbudzą szerszą dyskusję w RPP nt. podwyżki stop. Choć protokół z ostatniego posiedzenia zawierał tę samą i niemal identycznie uzasadnioną konkluzję co poprzedni to w treści dokumentu pojawiło się kilka wyrażen pokazujących narastanie różnic w opiniach: przy analizie CPI dopisano obawy kilku członków o inflację cen żywności w kolejnych kwartałach, a w opisie dynamiki płac użyto stwierdzenia podkreślającego jej proinflacyjne oddziaływanie (wzrost płac szybszy niż produktywności pracy) w miejsce zapisu o stopniowym przyspieszeniu. Dodany został też wyrażający opinię mniejszości akapit o możliwym obniżeniu stóp w wypadku znacznego pogorszenia nastrojów biznesowych – naszym zdaniem to odosobniony głos Eryka Łona.

## Rynek walutowy – EURPLN nadal w trendzie bocznym

EURPLN



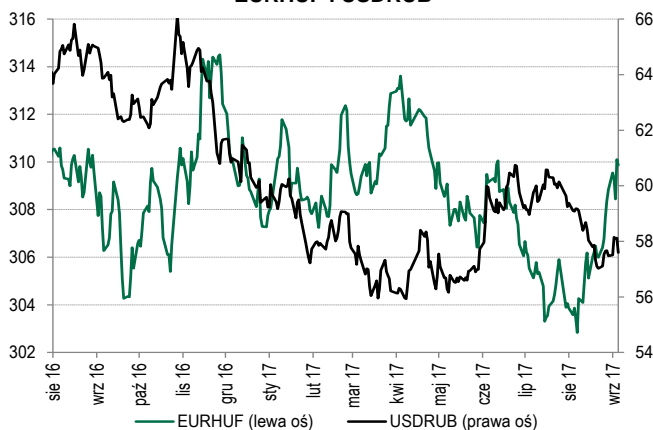
GBPPLN i USDPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



## EURPLN nadal w trendzie bocznym

W zeszłym tygodniu EURPLN oddalił się nieco od górnego ograniczenia przedziału 4,23-4,30, w którym kurs waha się od początku sierpnia. Jastrzębi wydzwięk posiedzenia FOMC nie miał istotnego wpływu na notowania, a kolejne jastrzębie opinie członków RPP (Gatnar) wzmocniły złotego. Wahania USDPLN były wyraźnie większe z powodu zmian EURUSD. Złoty osłabił się do dolara po decyzji FOMC, ale na koniec tygodnia kurs był wyraźnie poniżej lokalnego szczytu na 3,62. GBPPLN był stabilny blisko 4,83 po wyraźnym wzroście z zeszłego tygodnia, a CHFPLN wznowił spadki i obniżył się do 3,68 z 3,72.

W weekend odbędą się wybory parlamentarne w Niemczech. Partia Angeli Merkel wyraźnie prowadzi w sondażach ale dla rynku istotne będzie z kim wejdzie w koalicję po wyborach. W przypadku zaskakująco wysokiego poparcia dla skrajnie prawicowej partii AfD możliwa jest negatywna reakcja rynku.

W tym tygodniu poznamy sporo danych z USA, w tym indeks nastroju konsumentów i finalny PKB za II kw. Rynek wycenia większe szanse na podwyżkę stóp Fed o 25 pb w grudniu, ale na razie nie wpłynęło to negatywnie na złotego. To samo można powiedzieć o kolejnych działaniach Korei Północnej, co sugeruje, że EURPLN mógłby się zbliżyć do dolnej granicy przedziału 4,23-4,30.

## Korea Płn. trzyma EURUSD wysoko

Rynek zinterpretował wynik posiedzenia FOMC jako jastrzębi, co umocniło dolara – EURUSD spadł do 1,186 z 1,20. Choć skala zmian w horyzoncie jednej sesji była znaczna, to w szerszym kontekście kurs pozostał w przedziale 1,182-1,21 obserwowanym od końca sierpnia. Potencjał do głębszego spadku ograniczały lepsze od prognoz wstępne PMI dla strefy euro i Niemiec.

Jastrzębie sygnały z FOMC były korzystne dla dolara, ale nasilenie się napięcia między USA i Koreą Płn. ograniczało potencjał do umocnienia amerykańskiej waluty. Nadal sądzimy, że EURUSD mógłby skorygować część ostatnich wzrostów, ale utrzymujące się napięcie geopolityczne może utrzymywać kurs na podwyższonym poziomie w najbliższym czasie. W tym tygodniu poznamy dużo danych z USA, które mogą wywołać wzrost wahań.

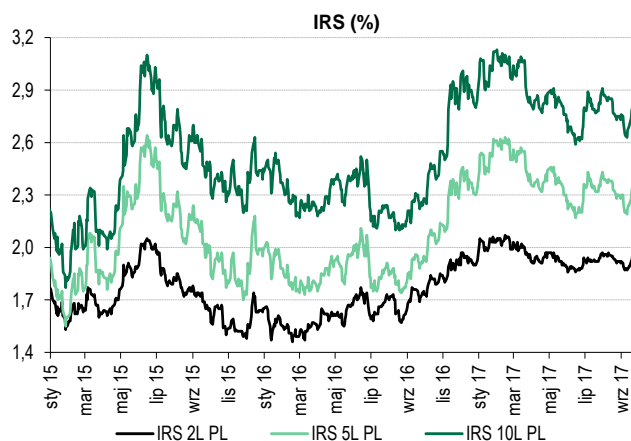
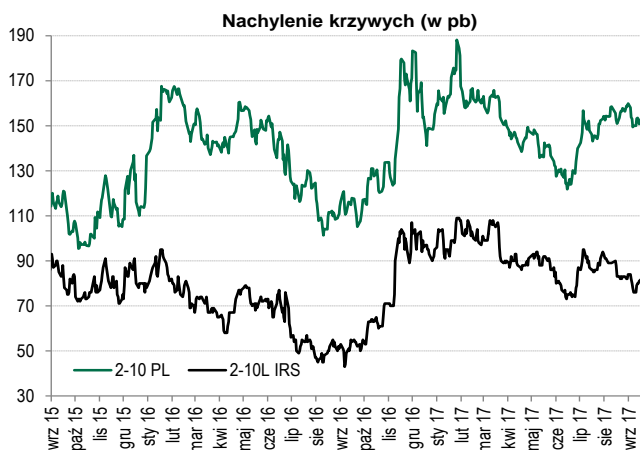
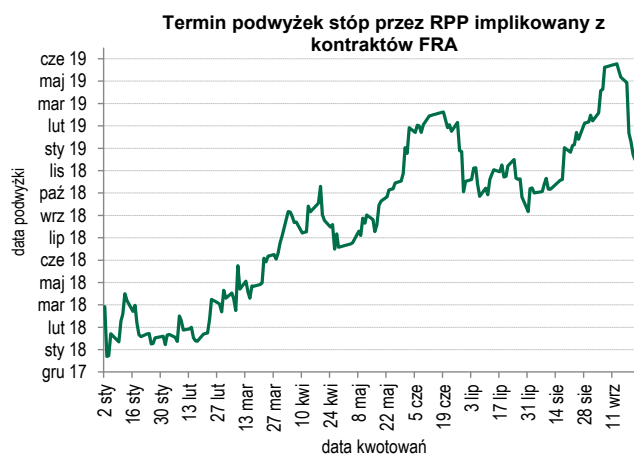
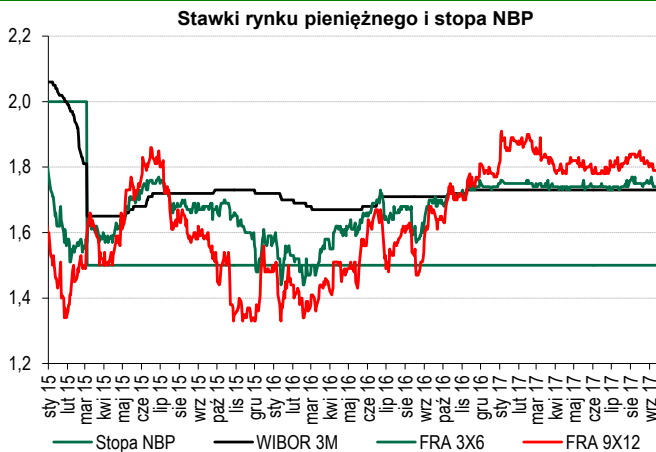
Po weekendzie poznamy wynik niemieckich wyborów, ale wg nas wydarzenie te nie wywoła trwałej reakcji rynku jeśli nie będzie niespodzianek. Rządząca koalicja prowadzi w sondażach i tylko wysokie poparcie dla AfD mogłoby osłabić euro.

## Forint słabszy niż inne waluty CEE

Bank centralny Węgier obciął jednodniową stopę depozytową o 10 pb do -0,15%, a główną stopę pozostawił na 0,90%. Bank podtrzymał deklarację, że może dalej luzować politykę pieniężną jeśli będzie potrzeba. Taka ostrożna decyzja miała tylko chwilowy pozytywny na forinta. Jastrzębi sygnał z FOMC pchnął EURHUF powyżej 310 z poniżej 308 i miniony tydzień był już piątym z rzędu deprecjacji forinta do euro.

EURCZK obniżył się lekko przed decyzją banku centralnego Czech. Wielu czeskich bankierów centralnych sugerowało w ostatnim czasie, że w tym roku może mieć miejsce jeszcze jedna podwyżka stóp. Prezes banku Jiri Rusnok powiedział, że przed dokonaniem takiej decyzji chętnie zapoznałby się z nowymi projekcjami PKB oraz CPI i w naszej ocenie może przekonać to innych członków do pozostawienia stóp bez zmian we wrześniu. W efekcie, jeśli w tym tygodniu nie dojdzie do podwyżki stóp, korona mogłaby stracić do euro.

## Rynek stopy procentowej – Poziomy oporu coraz bliżej



### Dane z Polski i FOMC pchnęły stawki w górę

▪ W pierwszej części minionego tygodnia inwestorzy skupili się na środowowej decyzji FOMC. Rentowności i IRS rosły, ponieważ rynek przewidywał, że Fed zapowie początek zmniejszania bilansu i podtrzyma, że w tym roku może mieć miejsce jeszcze jedna podwyżka stóp procentowych. Trend wzrostowy rozpoczął się w poprzednim tygodniu kiedy po rozmowach w Kongresie wzrosły szanse na przeprowadzenie przez Donalda Trumpa reformy podatkowej. Dodatkową presję na wzrost rentowności i IRS w minionym tygodniu wywierały mocne dane z Polski. Odczyty produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej potwierdziły silny wzrost konsumpcji i przemysłu w III kw., a pozytywny obraz krajowej gospodarki uzupełniły ankietowe dane o nastrojach konsumentów (najwyższe w historii) oraz przedsiębiorców.

▪ W efekcie, w porównaniu do poprzedniego piątku, rentowności i IRS na polskim rynku wzrosły o ok. 5 pb na krótkim końcu i o nawet 15 pb na środku i długim końcu. Rentowności obligacji amerykańskich wzrosły o ok. 5-7 pb, a niemieckich pozostały stabilne. Polski 10-letni spread assets swap nie zmienił się, a krzywe IRS i obligacyjna wyraźnie się wystromiły.

▪ Solidne dane z Polski oraz jastrzębi komentarz członka RPP miały wpływ na notowania FRA. Stawki w horyzoncie do 6x9 wzrosły o 2-3 pb, a dla dłuższych o 12-14 pb. W efekcie, termin pierwszej podwyżki stóp NBP o 25 pb wycenianej przez rynek przybliżył się (patrz wykres 2).

### Poziomy oporu coraz bliżej

▪ W zeszłym tygodniu IRS oraz rentowności polskich obligacji w dalszym ciągu oddalały się od tegorocznych minimów jakie zostały osiągnięte w czerwcu i zbliżyły się do lokalnych szczytów. W naszej ocenie impuls wzrostowy może być kontynuowany bowiem jest jeszcze pewien dystans do tych poziomów oporu. Kluczowy poziom dla 2-letniego IRS to 1,98%, 5-letniego 2,43%, a 10-letniego 2,92%.

▪ Ostatnie dane z polskiej gospodarki miały jastrzębi wydźwięk. Po gołębich sygnałach z Jackson Hole i ostatniego posiedzenia EBC rynek liczył, że przesłanie FOMC będzie w podobnym tonie, a „wykres kropkowy” ulenie wyraźniejszym zmianom w kierunku mniejszego poparcia dla podwyżek stóp. Amerykańscy bankierzy centralni podtrzymali jednak retorykę z poprzednich miesięcy i rynek zaczął wyceniać rosnące szanse na grudniową podwyżkę stóp Fed. Sądzymy, że proces ten może trwać, co w konsekwencji będzie generować presję na wzrost polskich rentowności i IRS.

▪ W piątek Ministerstwo Finansów opublikuje plan podaży długu na październik oraz strukturę posiadaczy polskich rynkowych obligacji na koniec sierpnia.

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., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)