

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 9 – 15 października 2017

W ostatnim tygodniu globalne rynki były przede wszystkim pod wpływem nielegalnego referendum w Katalonii, które podniosło poziom politycznej niepewności i odbiło się negatywnie na apetycie na ryzyko. Ważne były też dane z amerykańskiego rynku pracy. Dane o zatrudnieniu wypadły gorzej od oczekiwań, ale rynek uznał, że to wpływ huraganów i skupił się na silnym odczycie dynamiki płac, widząc w nim podstawę do intensywniejszego oczekiwania podwyżki stóp przez Fed w grudniu i do wyprzedaży obligacji. Co więcej, ożywiła się dyskusja nad tym kto zostanie kolejnym szefem Fed, a w ocenie rynków największe szanse ma jastrzębio nastawiony Kevin Warsh. W Polsce RPP utrzymała stopy procentowe oraz retorykę bez zmian, ale widzimy rosnące szanse, że poglądy wewnątrz Rady przechylą się w jastrzębią stronę za sprawą napięć na rynku pracy i prawdopodobnego przyspieszenia płac. Polski PMI za wrzesień wyraźnie odbił we wrześniu po czterech miesiącach rozczarowujących odczytów.

W tym tygodniu nie poznamy wielu ważnych danych. Opublikowane zostaną istotne dane z Niemiec, kluczowe dla perspektyw wzrostu gospodarczego w Europie, a także dane inflacyjne i protokół z ostatniego posiedzenia FOMC. W Polsce GUS opublikuje finalną wrześniową inflację. Analiza które z kategorii stały za zaskakującym przyspieszeniem tempa wzrostu cen może wpłynąć na oczekiwania odnośnie do kształtowania się CPI w najbliższych kwartałach. Sejm zajmie się prezydenckim projektem „ustawy frankowej”. Ogólnie, sądzimy, że krajowe aktywa mogą pozostać presją danych o płacach w USA, chociaż na samym początku tygodnia możliwe jest pewne odreagowanie. Seria planowanych wypowiedzi członków FOMC to główny czynnik dla obligacji na najbliższe dni.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (9 października)</b>							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	VIII	% m/m	0,8	-	0,0
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	4,3	-	3,3
9:00	CZ	CPI	IX	% r/r	2,7	-	2,5
<b>WTOREK (10 października)</b>							
8:00	DE	Eksport	VIII	% m/m	1,0	-	0,2
9:00	HU	CPI	IX	% r/r	2,7	-	2,6
<b>ŚRODA (11 października)</b>							
20:00	US	Minutes FOMC					
<b>CZWARTEK (12 października)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VIII	% m/m	0,5	-	0,1
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>CPI</b>	<b>IX</b>	<b>% r/r</b>	<b>-</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	260
<b>PIĄTEK (13 października)</b>							
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja bazowa</b>	<b>IX</b>	<b>% r/r</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>
14:30	US	CPI	IX	% m/m	0,6	-	0,4
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	IX	% m/m	1,6	-	-0,2
16:00	US	Wstępny Michigan	X	pkt	95,0	-	95,1

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 SKARBU:

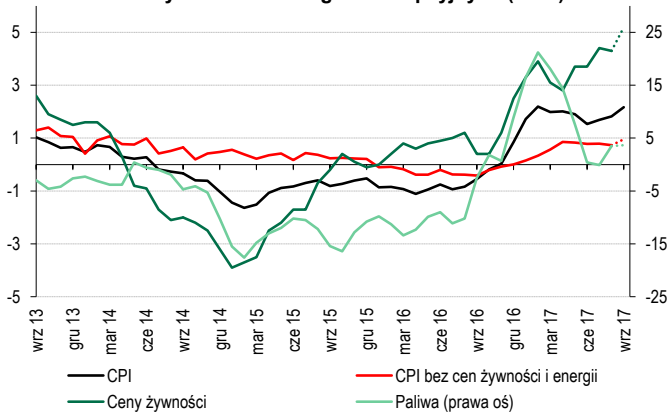
Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia najbliższego tygodnia – CPI i inflacja bazowa

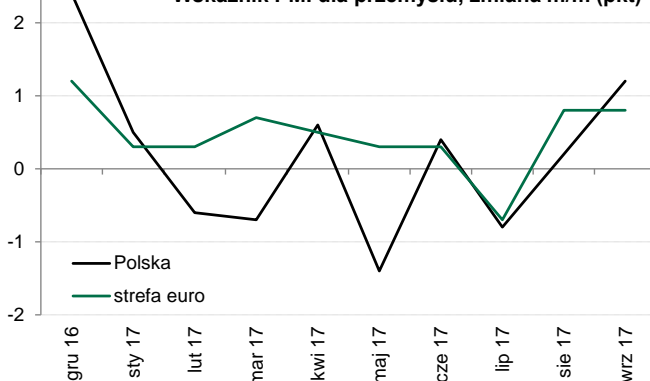
Ceny towarów i usług konsumpcyjnych (% r/r)



- Wstępny odczyt CPI za wrzesień pokazał wzrost do 2,2% r/r i zakładamy, że w finalnych danych GUS pojawi się ta sama liczba. Przypisujemy to wyraźne przyspieszenie głównie zachowaniu cen paliw oraz kontynuacji wzrostów cen żywności. We wrześniu zadziałał też naszym zdaniem efekt bazy w kategorii „zdrowie”. Możliwe też, że podobnie jak w sierpniu doszło do wyraźnego wzrostu cen biletów lotniczych. Najwyraźniej przeszacowaliśmy za to ujemny wpływ na dynamikę cen rozszerzenia programu dystrybucji darmowych podręczników o kolejne dwie klasy.
- Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii mogła wzrosnąć z 0,7% r/r do 1,0%, czyli do najwyższego poziomu od czerwca 2014 roku.
- Przewidujemy, że inflacja ustabilizuje się teraz do listopada a w grudniu spadnie poniżej 2%. W 2018 naszym zdaniem dojdzie do celu 2,5% a inflacja bazowa może osiągnąć 2% r/r.

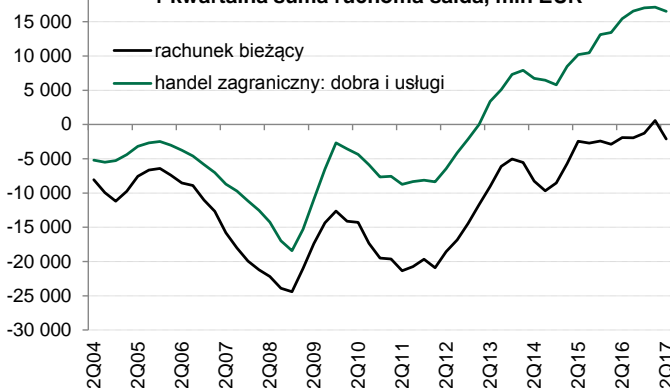
## Ostatni tydzień w gospodarce – PMI wreszcie w górę, bilans płatniczy za II kw.

Wskaźnik PMI dla przemysłu, zmiana m/m (pkt)



- Polski wskaźnik PMI wzrósł we wrześniu do 53,7 pkt, najwyższy od kwietnia. Wyraźnie przyspieszyły zamówienia zagraniczne (najlepszy wynik w tej kategorii od stycznia), za to we wskaźniku zatrudnienia pojawiła się stagnacja. Czasy realizacji zamówień uległy największemu wydłużeniu od stycznia 2015 roku. Przyspieszyły za to ceny wyrobów gotowych - opisujący je indeks znalazł się najwyższy od 2011 roku. Zakładaliśmy, że do tego odbicia PMI dojdzie, widząc powiększającą się dywergencję między wskaźnikami Polski i Niemiec oraz strefy euro. Polska miara nastrojów w biznesie cały czas musi zmagać się z obciążeniem wywołanym przez stan rynku pracy, gdzie coraz trudniej o nowego pracownika.
- NBP opublikował dane o bilansie płatniczym za II kw. 2017. Doszło do rewizji eksportu w górę (do 8,9% r/r w II kw. i 13,8% r/r w I kw. wobec odpowiednio 8,6% i 11,7% wyliczonych na bazie miesięcznych szacunkowych danych NBP. W rezultacie poprawił się bilans handlowy i bilans na całym rachunku obrotów bieżących. Nasze oszacowanie 12-miesięcznego skumulowanego deficytu na rachunku obrotów bieżących obniżyło się do 0,5% PKB z 0,6%. NBP zrewidował też wcześniejsze dane, np. za 2016 rok. Odpływy na rachunku dochodów wtórnych zostały podniesione o 1,9 mld €, co było głównym czynnikiem stojącym za pogorszeniem bilansu o 1,4 mld €. Na rachunku finansowym doszło do rewizji salda inwestycji bezpośrednich do 15,2 mld € z 13,1 mld €. Wskutek dokonanych rewizji powiększyło się saldo błędów i opuszczeń.
- Ministerstwo Pracy oszacowało, że we wrześniu stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się do 6,9% po spadku liczby bezrobotnych o 18,7 tys. m/m. Skłoniło nas to do obniżki prognozy na wrzesień do 6,9% z 7,0%. Spodziewamy się, że na koniec roku bezrobocie osiągnie 7,0%.

4-kwartalna suma ruchoma salda, mln EUR



## Cytat tygodnia – Inflacja na poziomie 3,5% r/r jest niewyobrażalna

## Adam Glapiński, prezes NBP, konferencja NBP, 4 października

Mamy jeszcze duże rezerwy na rynku pracy – w każdym segmencie. Rodzima ludność plus Ukraina i Białoruś. Dużo jest do zrobienia jeśli chodzi o aktywność kobiet i młodzieży, wieś, małe miasteczka. (...) Inflacja jest nieznacznie wyższa niż oczekiwaliśmy zakładamy, że obniży się. Inflacja na 3,5% to niewyobrażalny pułap w perspektywie 2 lat.

## Grażyna Ancyparowicz, członkini RPP, konferencja NBP, 4 października

Ja nie jestem aż taką optymistką jak pan prezes [Glapiński]. Gdyby płace rosły nieco szybciej niż to co oczekujemy – i pojawiły się zewnętrzne zaburzenia – to w połowie przyszłego roku powinniśmy poważnie zastanowić się jak będzie się zachowywała inflacja.

## Rafał Sura, członek RPP, konferencja NBP, 4 października

Moim zdaniem wzrost płac będzie wyhamowywał. Podstaw do zmiany nastawienia nie widzę.

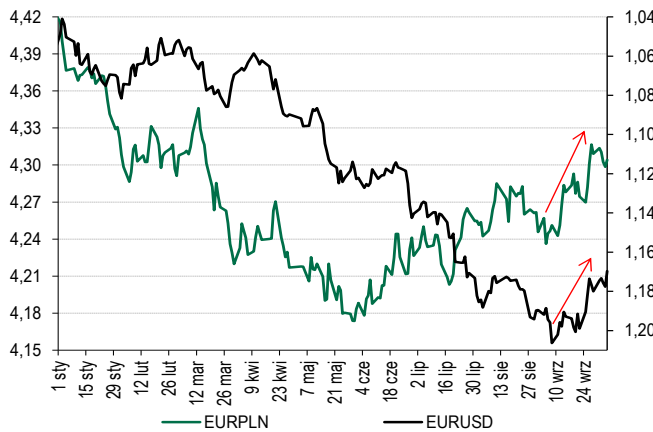
RPP utrzymała we wrześniu stopy bez zmian, w tym główną na poziomie 1,50%, co było oczekiwane. Komunikat nie uległ istotnym zmianom, a Rada podtrzymała stanowisko, że chce stabilnej polityki pieniężnej. Taki pogląd oparty jest na przekonaniu, że inflacja pozostanie pod kontrolą. Naszym zdaniem rynek pracy już generuje wysoką presję płacową a ta będzie działać w stronę podwyższenia inflacji. Prezes Glapiński argumentował, że są jeszcze na rynku pracy bufory łagodzące sytuację. Według nas potrzeba czasu, żeby te rezerwy uruchomić, zwłaszcza, że polityka rządu nie sprzyja aktywizacji zawodowej. Poza tym, musi najpierw dojść do wywindowania płac, żeby bodziec do aktywizacji „buforów” był dostatecznie silny. G. Ancyparowicz zaskoczyła jastrzębią postawą na konferencji prasowej i naszym zdaniem jeśli dane będą dostarczać dalszych dowodów na to, że napięcia na rynku pracy są silne i trwałe, dołączy ona w 2018 do grona zwolenników podwyżki stóp.

## Rynek walutowy – Czekając na impuls

EURPLN



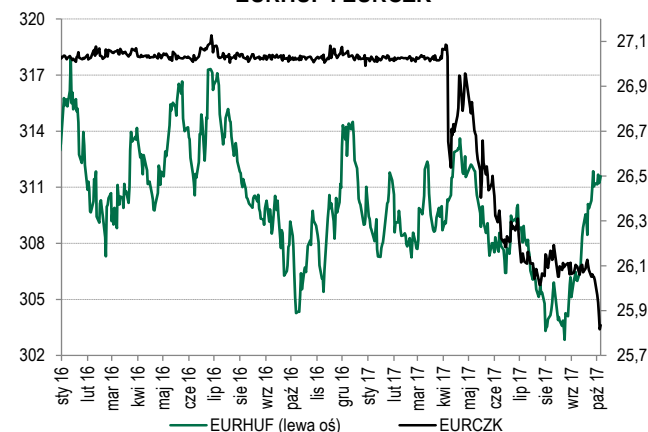
EURPLN i EURUSD



EURUSD



EURHUF i EURCZK



## EURPLN stabilny poniżej lokalnego szczytu

W zeszłym tygodniu kurs EURPLN nie uległ dużym zmianom i utrzymał się nieco poniżej lokalnego szczytu na 4,33 z końca września. Tygodniowy zakres wahań był najwęższy od początku sierpnia. USDPLN także był dość stabilny oscylując w przedziale 3,65-3,69. CHFPLN też pozostał stabilny, a kurs GBPPLN spadł do 4,80 z 4,88 w wyniku korekty po ostatnim umocnieniu funta do euro i dolara. Polski PMI zaskoczył na plus, ale nie zdołał wesprzeć złotego, podobnie jak rosnące ceny akcji na świecie. W naszej ocenie, umocnienie dolara ogranicza potencjał do aprecjacji złotego. Warto zauważyć, że zdecydowana większość walut z rynków wschodzących straciła w zeszłym tygodniu do dolara.

Złoty ustabilizował się do głównych walut, co wskazuje, że globalny rynek walutowy też czeka na impuls, który zainicjuje trwalszy kierunkowy ruch.

W tym tygodniu nie poznamy wielu ważnych danych, więc zmienność może pozostać ograniczona. Spokojny przebieg notowań mógłby mieć korzystny wpływ na złotego, bowiem w takich warunkach inwestorzy skupiliby się na ostatnich dość dobrych danych z Polski. Z drugiej strony, silny dolar może ograniczać potencjał do umocnienia złotego.

Ważne poziomy dla EURPLN to 4,29 i 4,33.

## EURUSD w dół

Kurs EURUSD kontynuował impuls spadkowy rozpoczęty w połowie września w wyniku rosnących szans na grudniową podwyżkę stóp Fed na fali oczekiwań na reformę podatkową forsowaną przez Donalda Trumpa. Presję na euro wywierały obawy o sytuację w Hiszpanii. W efekcie, EURUSD osiągnął 1,17 zbliżając się do sierpniowego dołka na 1,166.

Wygląda na to, że sygnały z USA pozostaną w najbliższym czasie w centrum uwagi. W tym tygodniu poznamy sporo danych z amerykańskiej gospodarki (m.in. inflację, która w ostatnich miesiącach spadła, a teraz rynek oczekuje znacznego odbicia) i minutes z ostatniego posiedzenia FOMC.

Podtrzymujemy naszą opinię, że EURUSD jest zbyt wysoko biorąc pod uwagę bardzo prawdopodobną grudniową podwyżkę stóp w USA. Poza tym, ostatnie dane z Europy były bardzo dobre i w najbliższych tygodniach może być trudniej o kolejne tak pozytywne niespodzianki.

## Korona zyskuje, rubel i forint stabilne

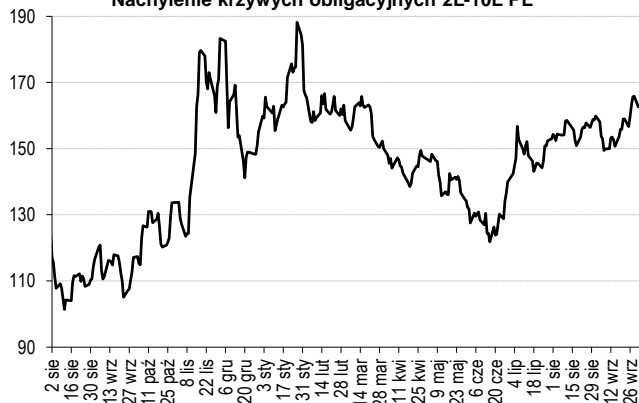
W przypadku pozostałych walut CEE, korona umocniła się, a forint i rubel pozostały stabilne.

Korona osiągnęła najmocniejszy poziom do euro od początku sierpnia, kiedy czeski bank centralny podniósł stopy. Kurs EURCZK spadł przejściowo poniżej 25,8 i osiągnął najniższy poziom od listopada 2013 kiedy bank centralny zapowiedział, że nie będzie tolerował kursu niższego niż 27,0 koron za euro. Korona jest mocna dzięki oczekiwaniom na jeszcze jedną podwyżkę stóp w Czechach.

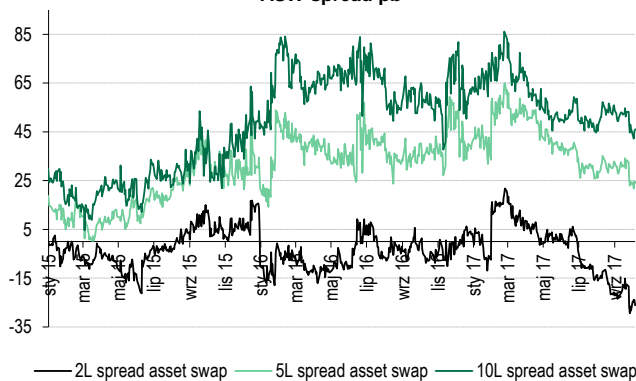
W tym tygodniu poznamy dane inflacyjne z Węgier i Czech. Nie sądzimy, aby te odczyty zmieniły nastawienie banków centralnych tych państw.

## Rynek stopy procentowej – Dane z USA pchają krzywą rentowności w górę

### Nachylenie krzywych obligacyjnych 2L-10L PL

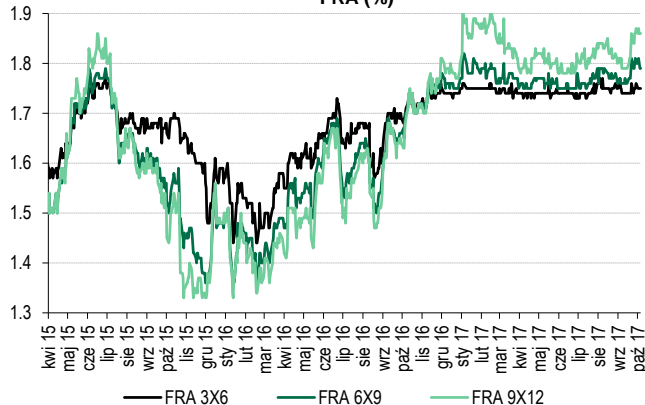


### ASW spread pb



— 2L spread asset swap — 5L spread asset swap — 10L spread asset swap

### FRA (%)



— FRA 3x6 — FRA 6x9 — FRA 9x12

### Dochodowości w górę w ślad za PMI i ISM

▪ Ostatni tydzień upłynął pod znakiem wzrostów rentowności na krajowym rynku długu. Rentowności rosły w środku i na długim końcu krzywej za sprawą zaskakująco wysokich odczytów wskaźników wyprzedzających z Polski, USA i strefy euro. **Najsilniejszy negatywny wpływ na dług miały wyższe niż prognozowano odczyty wskaźników ISM z USA**, gdzie inwestorzy zaczęli obawiać się szybszego niż do tej pory sądzono wychodzenia z QE. Dodatkowym czynnikiem, który wpływał (zazwyczaj negatywnie) na wyceny krajowych i amerykańskich papierów były plotki o możliwych następcach Janet Yellen na stanowisku szefa Fed. Jednym z wymienianych na pierwszym miejscu był znany z jastrzębich poglądów i niechęci do QE Kevin Warsh. Wzrosty praktycznie nie dotknęły segmentu do dwóch lat. Ten zyskiwał w obliczu spodziewanych wykupów kapitału i odsetek (rzędu 17,5 mld PLN) w październiku. Na aukcji zamiany Ministerstwo Finansów wykupiło papiery zapadające między styczniem, a lipcem 2018 roku, co nie zmniejszyło skali wykupów zaplanowanych na październik br. W efekcie krzywa dochodowości przesunęła się w górę między 9 pb w środku krzywej, a 13 pb. w długim końcu i spadła o 2-3 pb. w krótkim końcu.

### Krzywa ASW stromi się

▪ Warto zauważyć, że wzrost rentowności był w większości wynikiem wzrostów marż asset swap (ASW). W przypadku środka i długiego końca krzywej ryzyka kredytowego wyniósł on 3-4 pb. Na krótkim końcu obserwowaliśmy spadki marż ASW, co jest pochodną wysokiej skali wykupów kapitału i odsetek w tym miesiącu.

### FRA bez zmian

▪ W przypadku rynku FRA nie zaobserwowaliśmy większych zmian. Inwestorzy w dalszym ciągu wyceniają pierwszą 25-punktową podwyżkę stóp w październiku/listopadzie 2018 roku.

### Spodziewany dalszy wzrost spreadu 10Y/2Y

▪ W początku tygodnia oczekujemy realizacji zysków i spadku rentowności. W perspektywie kolejnych tygodni spodziewamy się dalszego wzrostu długiego końca i środka krzywej rentowności obligacji, co będzie pochodną spodziewanego zaostrzenia polityki monetarnej w USA. W perspektywie końca roku trend ten powinien być kontynuowany, choć tempo wzrostu dochodowości nie będzie zbyt szybkie. W przypadku krzywej ASW spodziewamy się lekkiej presji na niższą w segmencie do 2L z powodu wykupów obligacji i odsetek zaplanowanych na październik i wzrostów w pozostałej części krzywej ASW.

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 istnieje 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)