

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 16 – 22 października 2017

Najbliższy tydzień będzie obfitował w publikację krajowych danych ekonomicznych, które pozwolą zweryfikować oczekiwania dot. tempa wzrostu PKB w III kw. br. Właśnie podnieśliśmy po raz kolejny nasze prognozy wzrostu gospodarczego i obecnie spodziewamy się, że dynamika PKB w III kw. wyniosła 4,3% r/r, a w IV kw. może nawet przyspieszyć do 4,4%. Mamy nadzieję, że zostanie to potwierdzone m.in. przez solidne odczyty wrześniowej produkcji przemysłowej (6,1% r/r) i budowlanej (16,6% r/r) oraz sprzedaży detalicznej (6,8% r/r) – roczne dynamiki będą nieco słabsze niż w sierpniu, ale głównie z powodu mniejszej liczby dni roboczych. Sierpniowy bilans płatniczy również powinien pozytywnie zaskoczyć – opublikowane dziś dane GUS o handlu zagranicznym sugerują bardzo dobry wynik eksportu i pierwszą od czerwca nadwyżkę w obrotach towarowych.

Ważniejsze od danych mogą być wypowiedzi bankierów centralnych i wydarzenia polityczne za granicą. Na czwartek-piątek zaplanowano szczyt przywódców UE, a w środę rozpoczyna się 19 zjazd Komunistycznej Partii Chin. Inwestorzy będą też z uwagą obserwowali rozwój sytuacji politycznej w Hiszpanii i w Wlk. Brytanii i postępy w zakresie reformy podatkowej w USA.

W piątek wieczorem agencja S&P ma ogłosić decyzję w sprawie polskiego ratingu. Nie oczekujemy zmiany, ponieważ zastrzeżenia dot. zmian instytucjonalnych neutralizują zapewne w oczach agencji pozytywny wydzźwięk lepszych prognoz ekonomicznych i dobrej sytuacji fiskalnej.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (16 października)</b>							
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VIII	mln €	-651	-1008,7	-878
14:00	PL	Eksport	VIII	mln €	15 512	15 891	14 939
14:00	PL	Import	VIII	mln €	15 920	16 325	15 486
<b>WTOREK (17 października)</b>							
11:00	EZ	CPI	IX	% r/r	1,5	-	1,5
11:00	DE	Indeks ZEW	X	pkt	86,8	-	87,9
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	IX	% r/r	6,3	5,9	6,6
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	IX	% r/r	4,6	4,7	4,6
15:15	US	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	0,3	-	-0,9
<b>ŚRODA (18 października)</b>							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	IX	% r/r	5,1	6,1	8,8
14:00	PL	Produkcja budowlana	IX	% r/r	18,1	16,6	23,5
14:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	IX	% r/r	6,8	6,8	6,9
14:00	PL	PPI	IX	% r/r	3,1	3,1	3,0
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	IX	% m/m	0,0	-	-0,8
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	IX	% m/m	5,7	-	3,4
20:00	US	Beżowa Księga					
<b>CZWARTEK (19 października)</b>							
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Indek Philly Fed	X	pkt	20,3	-	23,8
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	243
<b>PIĄTEK (20 października)</b>							
14:30	US	Sprzedaż domów	IX	% m/m	-0,9	-	-1,7

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

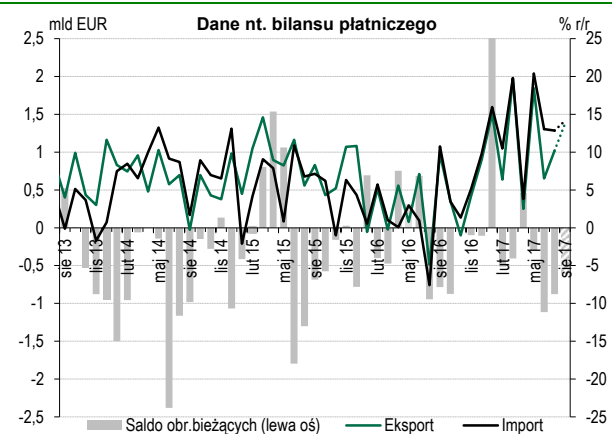
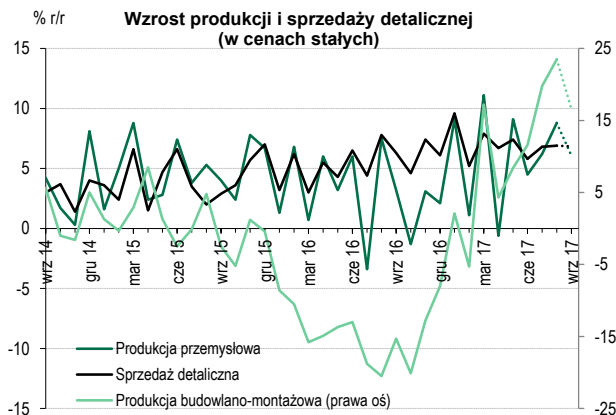
#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40  
 email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>  
 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 – Czy wrzesień spełni oczekiwania?



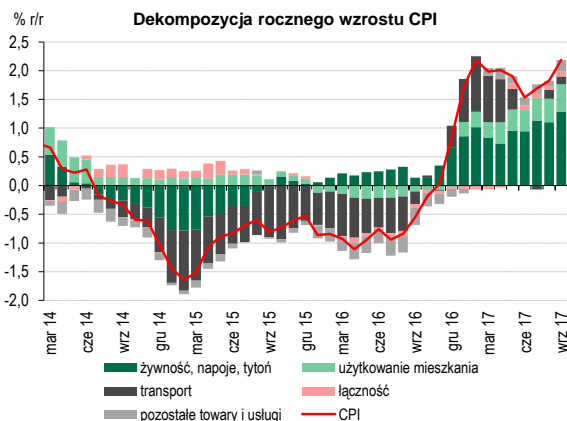
■ W tym tygodniu czeka nas wiele publikacji z Polski. Po pozytywnych zaskoczeniach danymi za sierpień w górę poszły rynkowe prognozy PKB. My również podnieśliśmy szacunek wzrostu w III kw. Zestaw danych za wrzesień będzie testem czy analityków nie poniósł optymizm. Wiele odczytów jest skazanych na gorszy odczyt r/r niż poprzednio ze względu na różnicę w dniach roboczych.

■ Nacisk kładziemy na dane o płacach, widząc podział w RPP w kwestii przenoszenia się napięć z rynku pracy na CPI. Według nas dynamika płac została sprowadzona przez mniejszą liczbę dni roboczych z 6,6% r/r do 5,9%. Spodziewamy się dość dobrego odczytu sprzedaży detalicznej. Silny popyt konsumentów został dodatkowo wzmocniony pogodą skłaniającą do zakupu cieplejszych ubrań i obuwia wcześniej niż w ubiegłym roku (ten czynnik podbił we wrześniu inflację bazową). Choć narasta wrażenie, że niedobory na rynku pracy muszą w końcu odbić się na wynikach przemysłu i budownictwa to według nas wrzesień wypadł dobrze jeśli chodzi o dynamikę produkcji.

■ Dane o bilansie płatniczym pokażą zapewne eksport i import rosnące o ok. 14% r/r, najmocniej od maja, co będzie przypomnieniem siły aktywności gospodarczej w sierpniu. Niemiecki eksport, produkcja i nowe zamówienia zaskoczyły na plus, co jest dobrą oznaką dla polskiego eksportu. Dane GUS sugerują nawet szanse na nadwyżkę handlową.

■ W piątek wieczorem S&P może opublikować przegląd ratingu Polski. Agencja dopiero co podniosła prognozy polskiego PKB na 2017 do 4,2% z 3,6% i na 2018 do 3,8% z 3,1%. Wg agencji, korzystniej niż sądziła dotychczas wyglądać będzie też kondycja polskich finansów publicznych. Wydzwięk raportu może być więc neutralny lub lekko pozytywny, ale bez zmiany ratingu czy jego perspektywy.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Inflacja bazowa najwyżej od trzech lat



■ Inflacja CPI wzrosła we wrześniu do 2,2% z 1,8% w sierpniu. Przyspieszenie wynikało ze zmian cen żywności, napojów alkoholowych, odzieży i obuwia (z powodu gorszej pogody) i zdrowia (efekt bazy po zeszłorocznym wprowadzeniu darmowych leków dla osób starszych). Inflacja bazowa wzrosła do 1,0% r/r z 0,7% oraz po stabilizacji na 0,8% między kwietniem a lipcem. To najwyższy odczyt od pierwszej połowy 2014 roku.

■ Jednocześnie, wpływ inflacji bazowej na ogólny wskaźnik CPI wynoszący 2,2% r/r był wciąż stosunkowo niski - tylko 0,6 pkt. proc. Dodatkowo, kolejnego znaczącego ruchu w górę inflacji oraz inflacji bazowej spodziewamy się dopiero w 2018 roku – ta druga może już z początkiem przyszłego roku odbić powyżej 1,5%, prognozy, który w przeszłości działał jako czynnik mobilizujący RPP do zmiany stanowiska.

## Cytat tygodnia – Nerozwazenie podwyżki byłoby trudne

**Łukasz Hardt, członek RPP, Reuters, 9 października**

Stwierdzenie, że do końca 2018 r. w polityce pieniężnej nic się nie zmienia obarczone jest ryzykiem. Nie można wykluczyć, że jednak napięcia po podaźowej stronie rynku pracy (...) spowodują przyrost inflacji. Wtedy reakcja może być konieczna na początku 2018 roku. Jeśli prognozy będą wskazywały, że w perspektywie dwóch, trzech kwartałów inflacja może przekroczyć 2,5 procent, to powinniśmy zastanowić się nad niewielką podwyżką stopy procentowej. Wydaje mi się, że scenariusz wzrostu presji inflacyjnej i w konsekwencji konieczności rozważenia zacieśnienia polityki pieniężnej, jak też scenariusz status quo są teraz równie prawdopodobne. Jeśli dane dotyczące inflacji do końca tego roku będą wskazywały na to, że mamy transmisję z rynku pracy na CPI, jeśli będziemy mieli istotny wzrost inflacji bazowej, który będzie pokazywał, że możemy z dużym prawdopodobieństwem przekroczyć inflację CPI w 2018 roku na poziomie 2,5 procent, to dla mnie nierozważenie podwyżki byłoby trudne.

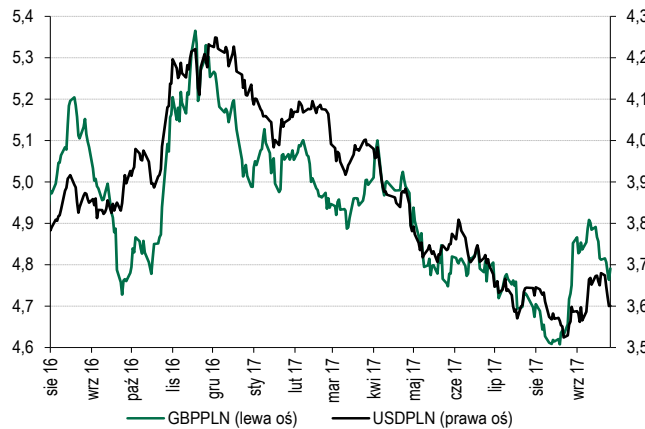
Łukasz Hardt RPP podzielił się swoim przepisem na podwyżkę stóp na początku 2018 r. Konieczne są: dowody na wpływ napiętej sytuacji rynku pracy na CPI oraz znaczący wzrost inflacji bazowej, wskazujący ryzyko skoku inflacji powyżej 2,5% r/r w 2018 r. Ta wypowiedź pojawiła się jeszcze przez pełnymi danymi o wrześniowym CPI, które pokazały zdecydowany ruch inflacji bazowej. Grażyna Ancyparowicz powiedziała z kolei, że stopy procentowe mogą zostać bez zmian do połowy 2018 r. Jest ona już czwartym członkiem z dziesięcioosobowej Rady (wraz z E. Gatnarem, Ł. Hardtem i K. Zubelewiczem), który nie wyklucza, że w przyszłym roku możliwa jest podwyżka stóp. Dyskusja o zmianie polityki pieniężnej może nabrać rumieńców w 2018 r. Ruchu o 25 pb spodziewamy się jednak dopiero w IV kw. 2018 r.

## Rynek walutowy – Otwarte drzwi do dalszego spadku EURPLN

### EURPLN



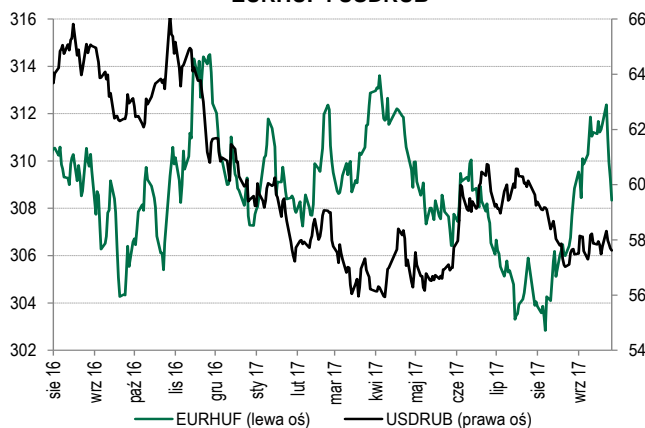
### USDPLN i GBPPLN



### EURUSD



### EURHUF i USDRUB



### EURPLN poniżej wsparcia

W naszym poprzednim raporcie tygodniowym pisaliśmy, że spokojny nastrój na globalnym rynku mógłby umocnić złotego i tak też się stało. Ostatnie dni nie przyniosły wielu ważnych danych, dolar przestał się umacniać, MFW podniósł prognozy wzrostu PKB dla Polski, a Grażyna Ancyparowicz z RPP nie wyklucza podwyżki w 2018 r. i wszystko to spowodowało, że EURPLN spadł poniżej 4,26. Ostatnia aprecjacja złotego do euro była największym tygodniowym spadkiem EURPLN od sierpnia 2016. Kurs USDPLN obniżył się do 3,60 z 3,675, a CHFPLN do 3,63 z 3,76.

W tym tygodniu poznamy sporo danych z Polski. Oczekujemy większego niż konsensus sierpniowego deficytu na rachunku obrotów bieżących, ale nasza prognoza produkcji przemysłowej za wrzesień jest powyżej rynku. Efekt netto tych odczytów może więc korzystnie wpłynąć na złotego, zwłaszcza po ostatnich danych o CPI oraz prawdopodobnego powiększenia się obozu jastrzębi w RPP.

Zeszły tydzień potwierdził, że trend EURUSD jest obecnie istotnym czynnikiem wpływającym na EURPLN. W tygodniu poznamy sporo danych z USA, które mogą wywołać zmiany w notowaniach dolara do euro.

EURPLN przebił pierwsze wsparcie wskazane tydzień temu na 4,29 i wg nas otwiera do drogę do kontynuacji ruchu w dół w kierunku 4,23.

### Przerwa w aprecjacji dolara

W zeszłym tygodniu dolar przestał się umacniać z powodu obaw o losy reformy podatkowej Donalda Trumpa, gołębiego w ocenie rynku wydzwięku minutes FOMC oraz wciąż dobrych danych makro z Niemiec. W efekcie, kurs EURUSD nie przebił sierpniowego dołka na 1,166 i odbił do prawie 1,19 z 1,17.

EURUSD ustabilizował się nieznacznie poniżej tegorocznego szczytu po silnych wzrostach obserwowanych w poprzednich miesiącach. Rynek wycenia rosnące szanse na podwyżkę stóp Fed w tym roku, ale niepewność odnośnie do rozwoju sytuacji na amerykańskiej scenie politycznej ogranicza potencjał do spadku EURUSD. W rezultacie, publikowane w tym tygodniu w USA dane będą tylko jednym z czynników wpływających na kurs. Nadal oczekujemy aprecjacji dolara do końca roku do euro.

### Forint zyskuje więcej niż inne waluty CEE

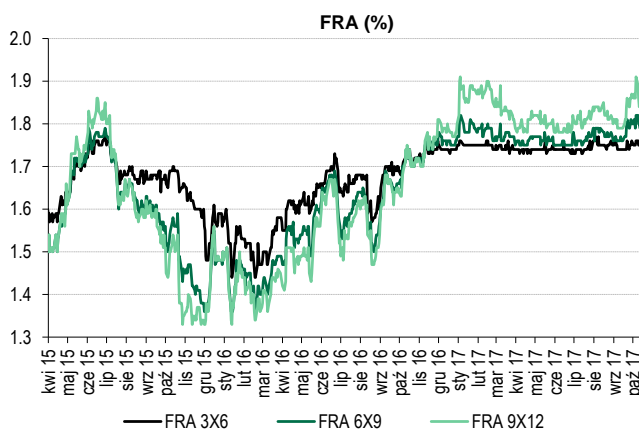
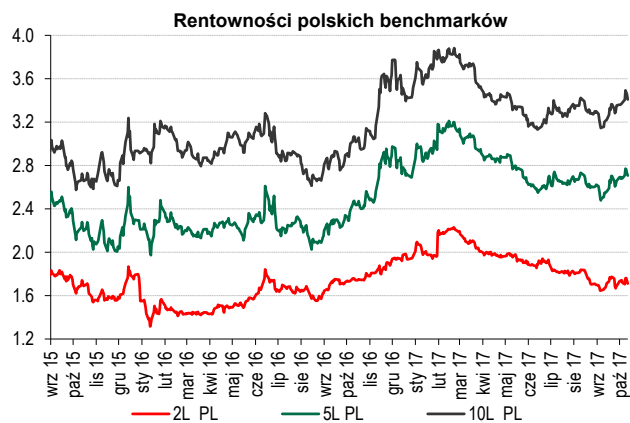
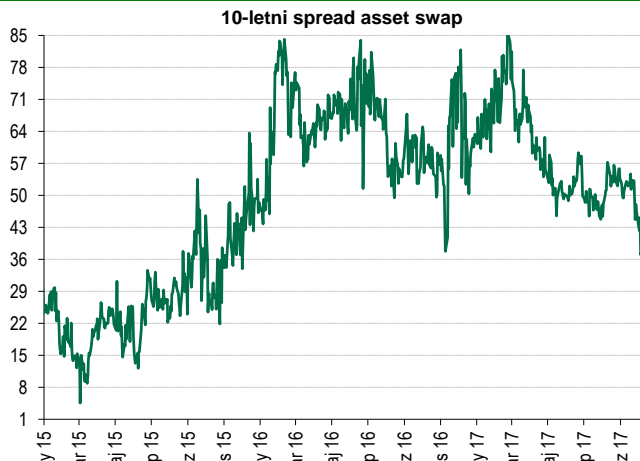
Pozostałe waluty CEE też zyskały, a forint radził sobie dużo lepiej niż korona czy rubel. EURHUF spadł do 308 (najniżej od końca września) z ponad 312. Od połowy sierpnia forint był pod mocną presją do euro w wyniku wciąż gołębiej retoryki węgierskiego banku centralnego i rosnących szans na wyższe stopy w tym roku w USA.

USDRUB obniżył się nieznacznie w wyniku lekkiego odbicia cen ropy, ale kurs pozostał w przedziale 57,3-58,5.

EURCZK spadł do 25,04 z 25,92, ale była to tylko częściowa korekta odbicia z poprzedniego tygodnia. Teraz korona lekko zyskała na fali oczekiwań, że do końca roku stopy w Czechach jeszcze wzrosną.

W tym tygodniu nie poznamy żadnych ważnych danych z Węgier, Czech i Rosji, więc globalny nastrój będzie zapewne kluczowym czynnikiem wpływającym na forinta, koronę i rubla.

## Rynek stopy procentowej – Spadek napięcia politycznego pomaga długowi



### Spreads ASW zawężają się

■ Po poprzednio tygodniowej wyprzedży, przez cały ten tydzień obserwowaliśmy zakupy krajowych obligacji. Ruch korekcyjny był pochodną spadków obaw o gwałtowne zaostrzenie polityki pieniężnej w USA oraz powolnego słabnięcia wpływu ryzyka politycznego w relacjach Polska-KE po tym jak wybory w Niemczech i negocjacje Brexitu przykuły uwagę inwestorów. W efekcie krajowy dług zyskiwał tak na zniżkach stawek IRS, jak i na spadku ryzyka kredytowego dla krajowego długu. W reakcji na to krajowa krzywa rentowności obniżyła się o 10-15 pb, w segmencie 5-10Y i 6-7 PB w krótkim końcu krzywej. Zniżki na krzywej IRS były nieco mniejsze i sięgnęły 7-10 pb. w segmencie 5-10Y, przy jednoczesnym 2-punktowym spadku na krótkim końcu. Doprowadziło to do dalszego zawężenia się marż ASW o kolejne 2-4 pb. na całej długości krzywej. Inwestorzy nie specjalnie interesowali się krajowymi danymi, wrześniowy odczyt CPI został niemal całkowicie zignorowany przez rynek.

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.

### Ograniczona podaż zepchnie rentowności

■ W tym tygodniu kluczowe dla bazowych rynków długu będą przecieki dotyczące planów ECB związanych z ograniczaniem skali luzowania ilościowego oraz spekulacje na temat następców Janet Yellen na stanowisku szefa Fed. Sądzymy, że informacje te w połączeniu z zaplanowanymi na koniec miesiąca wykupami krajowych obligacji oraz ubogim kalendarzem aukcyjnym zdominują krajowy rynek długu. Wydarzenia te będą najsilniej oddziaływać na dalsze zawężanie się marż ASW oraz na spadek dochodowości w krótkim końcu krzywej. Krajowy rynek FRA także będzie beneficjentem tych zmian. Ponadto pozytywne wpływ na krajowe obligacje będą miały informacje na temat negocjacji o tworzeniu nowej koalicji w Niemczech. Informacje makro z krajowego podwórka (spodziewany przez nas wysoki wzrost produkcji przemysłowej i płac) powinien mieć minimalny, choć negatywny wpływ na dłuższe zapadalności krajowego 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., 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)