

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 6 – 12 listopada 2017

Kalendarz wydarzeń na nadchodzący tydzień nie jest szczególnie bogaty. Na krajowym podwórku w centrum uwagi będzie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (środa) i dane o bilansie płatniczym (piątek). Za granicą pojawi się trochę europejskich danych o aktywności, ale ogólnie zestaw danych będzie raczej ubogi. Posiedzenie RPP będzie o tyle ciekawe, że Rada będzie miała do dyspozycji wyniki nowych projekcji ekonomicznych NBP, a kilku członków sugerowało niedawno, że wskazania projekcji mogą być istotne dla ich oceny konieczności podwyżek stóp. Wydaje się dość prawdopodobne, że ścieżka PKB zostanie nieco podniesiona w górę (a przynajmniej jej punkt startowy), ale pytanie co będzie z prognozą inflacji. Projekcja lipcowa przewidywała, że CPI powróci do celu 2,5% dopiero pod koniec 2019 r., natomiast wg naszych aktualnych prognoz może to nastąpić już w połowie 2018 r. Mamy jednak wątpliwości, czy prognozy NBP pokażą wyraźne przyspieszenie w realizacji celu, dlatego ton konferencji prasowej i oficjalnego komunikatu RPP nie musi się wiele zmienić. Dane o bilansie płatniczym za wrzesień mogą naszym zdaniem pokazać większy deficyt obrotów bieżących niż spodziewany przez rynek (ze względu na odbicie w górę importu po jego sierpniowym dołku i osłabienie dynamiki eksportu).

Jeżeli nowa projekcja NBP nie dostarczy nowych argumentów zwolennikom szybszej normalizacji polityki pieniężnej, niewykluczone jest umocnienie krajowych SPW. Pod koniec tygodnia, po aukcji obligacji, możliwa korekta. Na rynku walutowym po stabilizacji w ostatnim okresie widać szansę na wybicie kursu EURPLN w górę. Pretekstem mogą być słabsze dane o bilansie płatniczym albo impuls z zagranicy.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (6 listopada)</b>							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	IX	% m/m	-1,4	-	3,6
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	3,4	-	5,8
9:55	DE	PMI – usługi	X	pkt	55,2	-	55,6
10:00	EZ	PMI – usługi	X	pkt	54,9	-	55,8
<b>WTOREK (7 listopada)</b>							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	-1,0	-	2,6
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	IX	% m/m	0,6	-	-0,5
<b>ŚRODA (8 listopada)</b>							
	PL	<b>Decyzja RPP</b>		%	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
<b>CZWARTEK (9 listopada)</b>							
8:00	DE	Eksport	IX	% m/m	-1,3	-	2,9
9:00	CZ	CPI	X	% r/r	2,7	-	2,7
9:00	HU	CPI	X	% r/r	2,3	-	2,5
11:00	PL	<b>Aukcja zamiany obligacji</b>					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	229
<b>PIĄTEK (10 listopada)</b>							
14:00	PL	<b>Saldo obrotów bieżących</b>	IX	mln €	<b>-202</b>	<b>-667</b>	<b>-100</b>
14:00	PL	<b>Eksport</b>	IX	mln €	<b>17 090</b>	<b>16 892</b>	<b>15 682</b>
14:00	PL	<b>Import</b>	IX	mln €	<b>16 846</b>	<b>16 939</b>	<b>15 384</b>
16:00	US	Wstępny Michigan	XI	pkt	100,0	-	100,7

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 Luźniński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Konrad Soszyński 22 534 18 86

Marcin Sulewski 22 534 18 84

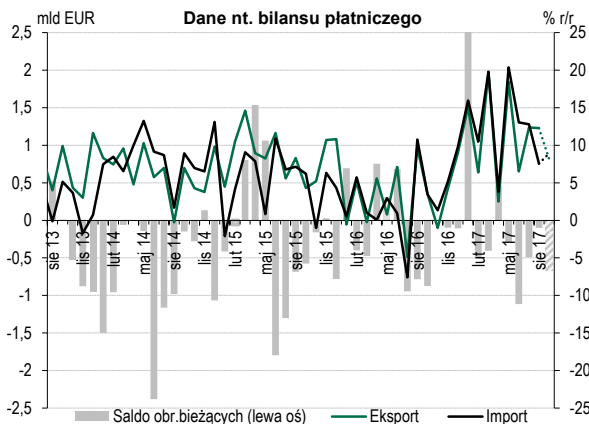
#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

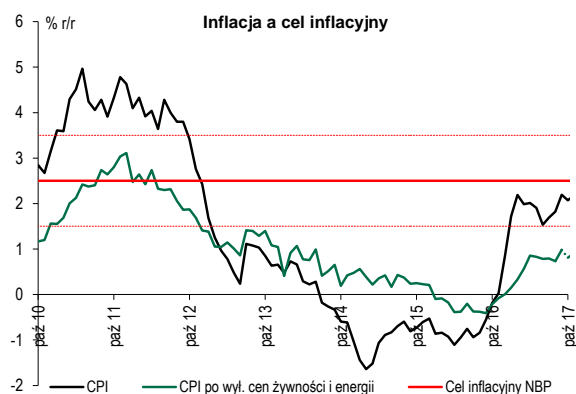
## Wydarzenia najbliższego tygodnia – Projekcja i głos sprzeciwu



■ Czy to punkt zwrotny w polskiej polityce monetarnej? RPP spotyka się w tym tygodniu i wiemy, że wielu członków kwestionuje linię prezesa NBP, że stopy powinny pozostać bez zmian do końca 2018 roku. Przy odpowiednim bodźcu ze strony danych możliwe jest nawet, że wkrótce zobaczymy wnioski o podwyżkę stóp. Jastrzębie w RPP mogą też zareagować jeśli perspektywy gospodarki okażą się bardziej pro-inflacyjne. RPP dostanie do ręki nową projekcję, ale według nas nie dostarczy ona mocnych argumentów za bardziej restrykcyjną polityką pieniężną.

■ Wrześniowy bilans płatniczy będzie ciekawą publikacją ze względu na osłabienie importu wykazane w poprzednim odczycie. Wielu analityków uznało, że będzie kontynuowane przez co bilans handlowy dóbr miałby pozostać dodatni. Wg nas import odzyskał wigor i pokaże przyspieszenie z 7,6% r/r do 8,9% pomimo mniejszej liczby dni roboczych r/r.

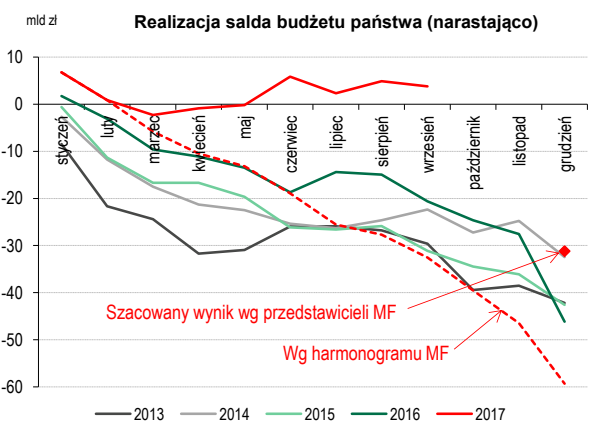
## Ostatni tydzień w gospodarce – CPI w dół do 2,1% r/r, nadwyżka w budżecie



■ Inflacja wg wstępnego szacunku GUS wyniosła w październiku 2,1% r/r wobec 2,2% poprzednio, co było zgodne z oczekiwaniami rynku i naszymi. Dynamika miesięczna okazała się jednak wyższa niż oczekiwano, 0,5% zamiast 0,4%. Naszym zdaniem, w dynamice cen konsumpcyjnych wciąż obecny był silny wkład ze strony żywności (w październiku wciąż drożało masło, szybko drożały jaja i pomidory). Inflacja bazowa mogła się za to cofnąć z 1% r/r do 0,8%. Nie wydaje nam się, żeby ten odczyt wywołał zmianę stanowiska RPP, dla jastrzębi może oznaczać to wzrost ryzyka przebicia celu w najbliższych kwartałach, dla gołębi to może być dowód, że wrześniowy wysoki CPI był tymczasowy, a inflacja bazowa może zaraz wrócić do poziomu gdzie stała wcześniej w tym roku.

■ Polski budżet centralny pozostał w nadwyżce po wrześniu. Ostatnie komentarze z ministerstwa wskazują na ok. 30 mld zł deficytu jako przewidywane wykonanie na ten rok. Dobra sytuacja fiskalna już zaowocowała poprawką do ustawy budżetowej na rok bieżący dającą m.in. środki na wypłaty rekompensat za deputaty węglowe a niedawno Dziennik Gazeta Prawna informował o szykowaniu kolejnej nowelizacji. Z drugiej strony ministerstwo nie zamierza przyspieszać zwrotów VAT w końcówce roku i tym samym odciążyć przyszłoroczny budżet kosztem bieżącego, tak jak to zrobiło w 2016 r., co istotnie poprawiło statystyki dochodów brutto z VAT w I kw. 2017 r.

■ Rząd przyjął w poniedziałek projekt przewidujący zniesienie górnego limitu składek na ZUS, który obecnie stanowi 30-krotność średniego wynagrodzenia. Według szacunków rządu w pierwszy mroku ma to przynieść sektorowi finansów publicznych dodatkowe 5,5 mld PLN w pierwszym roku funkcjonowania. Ustawa ma wejść w życie w 2018 roku.



## Cytat tygodnia – Presje na podwyżkę cen wzmocniły się

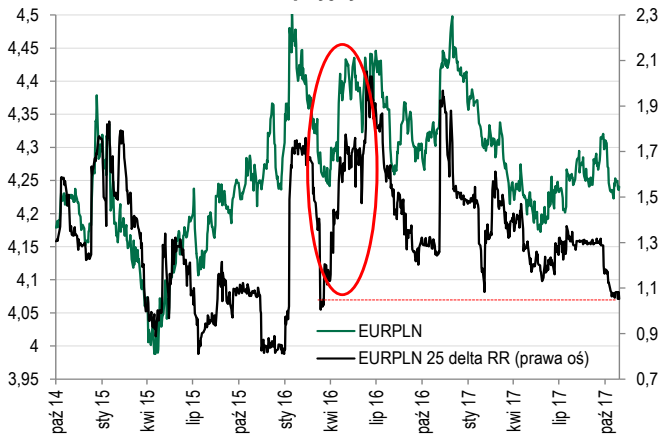
### PMI dla polskiego sektora przemysłowego, IHS Markit, 2 listopada

Tempo wzrostu nowych zamówień utrzymało się na najwyższym poziomie od ponad dwóch i pół roku, wspierając kolejny silny wzrost produkcji. Mimo powrotu trendu wzrostowego na rynku pracy, zaległości produkcyjne wciąż się kumulowały. Tymczasem presje na podwyżkę cen wzmocniły się (koszty zakupów wzrosły w najszybszym tempie od marca, a ceny wyrobów gotowych zwiększyły się najszybciej od sześciu i pół roku).

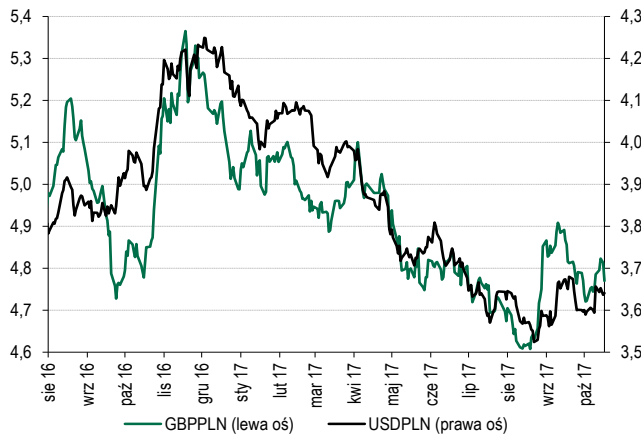
Październikowy odczyt PMI (53,4 pkt) był niższy od oczekiwań rynku (54 pkt) i naszych (54,4 pkt), ale wydźwięk raportu pozostał bardzo pozytywny. Podkreślono również wysokie tempo wzrostu nowych zamówień co we wrześniu oraz najwyższy odczyt indeksu zatrudnienia od maja po zaskakującym dużym spadku w poprzednim miesiącu. Wygląda na to, że utrzymujący się duży popyt wywołuje w obliczu ograniczeń podaży (rosnące opóźnienia w zaopatrzeniu, niedobory siły roboczej) presję na wzrost cen. Co więcej, producenci mają coraz mniej oporów, żeby przenosić rosnące koszty na ceny swoich wyrobów – wskaźnik cen wyrobów gotowych znalazł się na drugim najwyższym poziomie od 2011 roku. Polski wskaźnik nie zbliżył się w październiku do niemieckiego ani tego dla strefy euro, ale jego obecny poziom sugeruje, że gospodarka utrzymała solidne tempo i będzie zdolna pokazać w IV kw. wzrost PKB ponad 4% r/r.

## Rynek walutowy – Czekając na impuls

EURPLN i opcyny risk reversal



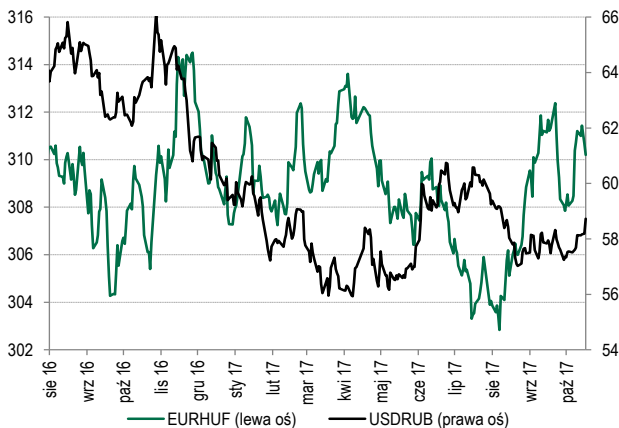
USDPLN i GBPPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



## Niska zmienność na polskim rynku walutowym

Miniony tydzień nie przyniósł istotnych zmian w notowaniach złotego, jedynie GBPPLN zanotował spadek do 4,75 z 4,84 po tym jak Bank Anglii dostarczył „gołębią” podwyżkę stóp, co osłabiło funta na świecie. EURPLN pozostał blisko 4,24, a kurs USDPLN nie oddalał się za bardzo od 3,65. Nie zanotowano żadnej wyraźnej reakcji rynku ani na słabszy od prognoz PMI dla polskiego przemysłu ani na nominację Jerome Powell'a na nowego szefa Fed-u.

W ostatnich trzech tygodniach zmienność na polskim rynku walutowym wyraźnie spadała. 3-miesięczny risk reversal jest obecnie na najniższym poziomie od marca 2016. Wówczas, EURPLN również był blisko 4,25, a kolejne dwa miesiące stały pod znakiem gwałtownej deprecjacji złotego do ponad 4,40 za euro. Było to głównie wynikiem obaw o obniżkę ratingu Polski, wyraźnego spowolnienia tempa wzrostu PKB i planów rządu rozwiązania kwestii walutowych kredytów hipotecznych. Teraz sytuacja jest zupełnie inna, co sugeruje, że ewentualny ruch w górę EURPLN będzie mniejszy niż w 2016 i że czynnikiem które zainicjuje osłabienie złotego będzie pochodził z zagranicy.

W tym tygodniu kalendarz wydarzeń ekonomicznych jest dość ubogi, co może oznaczać, że krajowy rynek walutowy pozostanie stabilny przez jeszcze przynajmniej kilka dni. Warto jednak pamiętać, że okresy niskiej zmienności przeplatają się z podwyższonymi wahaniami (i waluty z rynków wschodzących zazwyczaj tracą kiedy zmienność rośnie) i dalej sądzimy, że w horyzoncie do końca roku złoty może oddać część ostatnich zysków.

## EURUSD znowu w trendzie bocznym

Pomimo kolejnych dobrych danych z USA i ogłoszenia, że nowym szefem Fed będzie Jerome Powell, EURUSD wahał się w ostatnich dniach w przedziale 1,16-1,17. W przypadku pozostałych głównych kursów walutowych, EURGBP wzrósł do 0,894 z 0,873, a GBPUSD spał do 1,306 z 1,33 pod tym jak retoryka Banku Anglii po podwyżce stóp o 25 pb (główniej do 0,50%) była raczej gołębia.

Jak dotąd, przebiecie przez EURUSD dolnego ograniczenia przedziału 1,166-1,177 nie wywołało dalszej aprecjacji dolara i EURUSD, podobnie jak kurs EURPLN, jest stabilny i czeka na impuls. W tym tygodniu nie poznamy żadnych ważnych danych, więc notowania mogą przebiegać spokojnie jeszcze przynajmniej przez kilka dni.

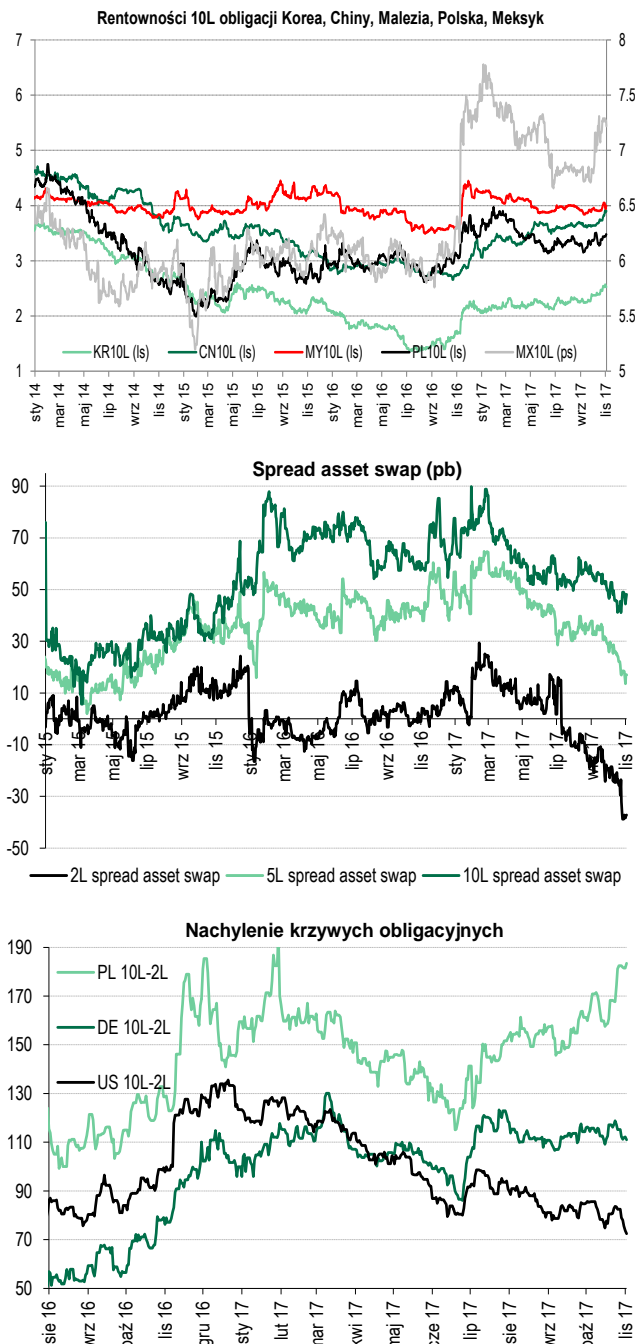
## Korona traci po podwyżce stóp

Czeski bank centralny (CNB) podniósł stopy o 25 pb, główną do 0,50%. W poprzednich tygodniach niektórzy czescy bankierzy centralni sugerowali, że stopy mogłyby pójść w górę o 50 pb, ale jak powiedział prezes banku Jiri Rusnok, decyzja o podwyżce o 25 pb była jednogłośna. Jego zdaniem, w kolejnych miesiącach możliwa jest kontynuacja normalizacji polityki pieniężnej, nawet na następnym posiedzeniu w grudniu. EURCZK odbił gwałtownie powyżej 25,73 co mogło wynikać z tego, że rynek w pewnym stopniu liczył na ruch stóp w górę o 50 pb i w ostatnich tygodniach kurs mocno spadał w oczekiwaniu na zacieśnienie polityki pieniężnej w Czechach.

Rosyjski rubel też stracił i USDRUB odbił do 58,56 z 57,8 w wyniku umocnienia dolara i pomimo dalszego wzrostu cen ropy.

EURHUF pozostał na podwyższonym poziomie osiągniętym w poprzednich tygodniach i oscylował wokół 311.

## Rynek stopy procentowej – Wzrost rentowności po aukcji zamiany?



### Poświęteczna wyprzedaż na długu

▪ Ostatni tydzień upłynął pod znakiem wzrostu stawek IRS oraz rentowności długu, ruch nastąpił w drugiej, poświątecznej połowie tygodnia. Wstępna inflacja w Polsce (opublikowana we wtorek) nie zaszkodziła krajowym papierom, których ceny były podtrzymywane przez dane o nadwyżce budżetowej we wrześniu. Zapowiedź jednej regularnej aukcji w końcu listopada została neutralnie odebrana przez rynek. Dane ze świata też nie szkodziły krajowym skarbówkom. Inwestorzy oczekując na wybór nowego szefa Fed i decyzję FOMC zignorowali wyższe od oczekiwań odczyty dochodów i wydatków amerykańskich konsumentów oraz ich nastrojów. Druga połowa tygodnia dla krajowego rynku oznaczała przesunięcie krzywej rentowności o 4-5 pb w segmencie 5-10L oraz o 3 pb. W przypadku krzywej IRS ruchy były większe i w długim końcu sięgnęły 7 pb. Zmiany na krzywej IRS i obligacji miały charakter lokalny (choć nie były reakcją na lokalne dane). W relacji do zeszłego piątku marże ASW istotnie nie zmieniły się.

### Jedna aukcja w listopadzie

▪ Ministerstwo Finansów zapowiedziało na listopad, jedną regularną aukcję obligacji, gdzie zaoferuje dług o wartości 4-8 mld PLN (stało-kuponowe - OK0720, PS0123, DS0727 i zmiennie-kuponowe - WZ1122, WZ0528). Sądymy, że podobnie jak miało to miejsc w przypadku aukcji w październiku najkrótsze papiery OK0720 stało-kuponowe będą stanowiły mniejszość w sprzedaży.

### Krzywa FRA wycenia podwyżkę w listopadzie'18

▪ Krzywa FRA przesunęła się w górę między 1-2 pb. w krótkim końcu krzywej, a 5 pb. w segmencie 12X15-21X24. Oznacza to zdyskontowanie w pełni jednej 25-pkt podwyżki w perspektywie 12 miesięcy.

### Czekając na wyprzedaż długiego końca

▪ W pierwszej połowie tygodnia oczekujemy niewielkiej korekty zeszłotygodniowych wzrostów dochodowości krajowego długu, zaś w drugiej wzrostów na środku oraz długim końcu krzywej. Scenariuszowi temu sprzyjać powinien ubogi w dane kalendarz. Inwestorzy na krajowym rynku długu w dalszym ciągu będą bardziej koncentrować się na informacjach z zagranicy (wystąpienia Dudleya i Quarlesa z Fed) niż z kraju (konferencja RPP). W perspektywie kolejnych tygodni spodziewamy się publikacji serii danych z kraju. Naszym zdaniem dane te będą powyżej oczekiwań, co będzie sprzyjać wyprzedaży długiego końca krzywej. Wyzwalaczem dla wzrostu IRS/rentowności może być zapowiedziana na czwartek aukcja zamiany obligacji gdzie Ministerstwo ma zaoferować papiery OK0720, WZ1122, PS0123, DS0727, WZ0528. Na aukcji spodziewamy się ograniczonej sprzedaży papierów OK0720. Powinno to trzymać krótki koniec krzywej na niskim poziomie.

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)