

# TYGODNIK EKONOMICZNY

## 13 – 19 listopada 2017

Przed nami bardzo ciekawy tydzień. Rozpocznie się od publikacji nowego Raportu o inflacji, a wraz z nim poznamy szczegóły nowych projekcji NBP, które – jak już wiemy – pokazały nieco wyższe ścieżki CPI i PKB. Niewykluczone, że pojawią się nowe wypowiedzi członków RPP, które mogą nie brzmieć tak gołębco jak opinie prezesa NBP podczas ostatniej konferencji prasowej RPP. Zaraz potem poznamy dane o inflacji i bilansie płatniczym, a w środę pierwszy szacunek PKB za III kwartał. Inflacja w październiku lekko spadła, co już wiemy z wstępnego odczytu, ale w kolejnym miesiącu może znów odbić w górę m.in. za sprawą mocnego wzrostu cen paliw. Z kolei dane o bilansie płatniczym mogą zaskoczyć pozytywnie (lepsze saldo handlowe i wyższy eksport), na co wskazują opublikowane już dane GUS o handlu zagranicznym. To z kolei sugeruje ryzyko w górę dla prognoz PKB na III kw. Na zakończenie tygodnia pojawią się jeszcze dane o płacach i zatrudnieniu, które powinny potwierdzić narastającą presję płacową. Za granicą też sporo publikacji – inflacja, wstępne PKB, parę innych wskaźników aktywności w Europie i USA i dużo wystąpień bankierów centralnych.

### Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (13 listopada)</b>							
14:00	PL	CPI	X	% r/r	2,1	2,1	2,2
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IX	mln €	-350	-667	-100
14:00	PL	Eksport	IX	mln €	17 050	16 892	15 682
14:00	PL	Import	IX	mln €	16 686	16 939	15 384
<b>WTOREK (14 listopada)</b>							
8:00	GE	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	2,3	-	2,1
9:00	CZ	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	4,8	-	4,7
9:00	HU	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	3,7	-	3,2
10:00	PL	<b>Wstępny PKB</b>	<b>III kw.</b>	<b>% r/r</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>
11:00	EZ	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	2,5	-	2,5
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	IX	% r/r	3,3	-	3,8
11:00	GE	Indeks ZEW	XI	pkt	88,0	-	87,0
14:00	PL	<b>Inflacja bazowa</b>	<b>X</b>	<b>% r/r</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>
<b>ŚRODA (15 listopada)</b>							
14:30	US	CPI	X	% m/m	0,1	-	0,5
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	0,1	-	1,6
<b>CZWARTEK (16 listopada)</b>							
11:00	EZ	CPI	X	% r/r	1,4	-	1,5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	239
14:30	US	Indeks Philly Fed	XI	pkt	24,0	-	27,9
15:15	US	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,4	-	0,3
<b>PIĄTEK (17 listopada)</b>							
14:00	PL	<b>Płace w sektorze przedsiębiorstw</b>	<b>X</b>	<b>% r/r</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>
14:00	PL	<b>Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw</b>	<b>X</b>	<b>% r/r</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	IX	% m/m	5,4	-	-4,7
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	IX	% m/m	1,4	-	-3,7

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 Luzziński 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

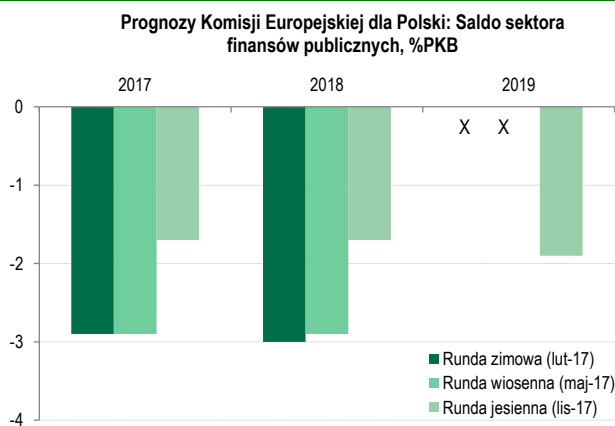
Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia najbliższego tygodnia – PKB za III kw. i szczegóły projekcji NBP

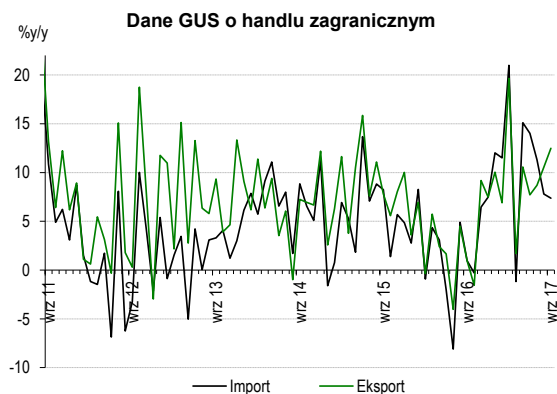


- Łagodny ton konferencji prasowej RPP przysłonił jastrzębie zmiany w komunikacie i fakt, że projekcje NBP przesunęły się w górę. Ten tydzień zaczyna się od prezentacji szczegółów projekcji. Być może przy tej okazji głos zabiorą jastrzębi członkowie RPP, którzy jak dotąd nie komentowali nowych wyliczeń NBP.
- W odbudowie oczekiwań na zacieśnienie polityki pomoc mogą twarde dane z kolejnych miesięcy. Wzrost płac powinien przyspieszać (w październiku do 6,4% r/r, w grudniu ok. 8% r/r). Ostatnie mocne wzrosty cen ropy mogą przeszkodzić w powrocie inflacji poniżej 2% r/r na koniec roku. Październikowy CPI powinien za to wynieść 2,1% r/r.
- PKB w III kw. zapewne pokaże wzrost powyżej 4% r/r (nasza prognoza 4,3% r/r, konsensus 4,4%–4,5%). Prognozy obciążone są jednak dużym ryzykiem przez rewizję PKB za poprzednie lata bez ujawnienia kwartalnych danych.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Komisja Europejska optymistycznie o sytuacji fiskalnej



- KE obniżyła prognozę deficytu general government w tym i przyszłym roku z 2,9% PKB do 1,7%, a prognoza na 2019 r. to 1,9% PKB. To największa pozytywna rewizja w tej rundzie prognostycznej KE wśród 33 krajów, zarówno dla 2017 jak i 2018 r. Mocno obniżono przewidywany deficyt strukturalny, który wg obecnej prognozy ma wynieść 2,1% PKB w tym roku, 2,3% w 2018 i 2,5% w 2019 (poprzednio szacowano 3,2% w 2017 i 3,1% w 2018). Oznacza to, że saldo pozostaje blisko średniej z trzech ostatnich lat, co wydaje się wynikiem zaskakująco pozytywnym, biorąc pod uwagę skalę obciążeń wydatkowych, wynikających z działań rządu (program 500+, niższy wiek emerytalny, itd.). Brak wyraźnego wzrostu deficytu strukturalnego można chyba tłumaczyć tym, że KE nabrała przekonania o skuteczności działań rządu w zakresie poprawy ściągalności podatków. Mimo dużej poprawy szacunków deficytu GG, Polska wciąż wygląda pod tym względem słabo na tle UE (7. najgorszy wynik, w rundzie wiosennej mieliśmy 5. wynik od końca).



- Dane GUS o handlu zagranicznym za wrzesień pokazały silne odbicie eksportu (12,5% r/r) przy umiarkowanym wzroście importu (7,4% r/r). Nadwyżka handlowa za okres styczeń-wrzesień wyniosła 1,86 mld €, co dla samego września daje rekordowe prawie 1 mld €. Sugeruje to, że poniedziałkowe dane NBP o saldzie obrotów bieżących mogą zaskoczyć na plus. Po tych danych widzimy też ryzyko w górę dla naszej prognozy PKB na III kw.

- MRPIPS szacuje, że w październiku stopa bezrobocia spadła do 6,6%, zgodnie z naszą prognozą. Liczba bezrobotnych miała spaść o 46 tys., najlepszy wynik dla października od 2007 i wg nas wynika z obniżki wieku emerytalnego.

## Cytat tygodnia – W najbliższych latach inflacja będzie kształtowała się w pobliżu celu

### Komunikat po posiedzeniu RPP, NBP, 8 listopada

Wzrosły wszystkie miary inflacji bazowej, chociaż pozostają one na umiarkowanym poziomie. Biorąc pod uwagę aktualne informacje, w tym wyniki listopadowej projekcji, Rada ocenia, że w najbliższych latach inflacja będzie kształtowała się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

### Adam Glapiński, prezes NBP, Reuters, 8 listopada

Nowa projekcja inflacji nie zachwiała mojego przekonania, że stopy mogą pozostać bez zmian do końca 2018 r. Aprecjacja złotego to silne zacieśnienie polityki monetarnej. Budżet jest zdyscyplinowany, to nie jest ekspansywna polityka fiskalna.

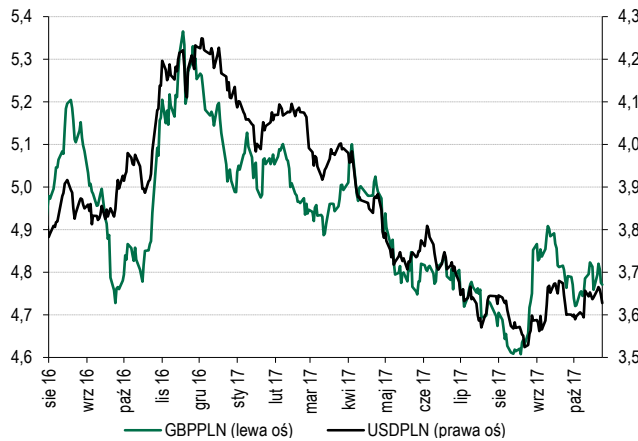
Z konferencji prasowej RPP w ostatnią środę dowiedzieliśmy się, że prezes NBP nową projekcją za bardzo się nie przejął i wręcz trochę ją nawet kwestionował, wskazując na ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego. Jeśli jednak spojrzymy na oficjalny komunikat RPP, to jego ton uległ pewnemu zaostreniu – zniknęło stwierdzenie, że ryzyko trwałego przekroczenia celu w średnim okresie jest ograniczone, a inflacja bazowa nie jest już oceniana jako niska tylko umiarkowana. To sygnał, że poglądy bardziej jastrzębie od Glapińskiego jednak zyskują znaczenie w RPP. W najbliższych dniach mogą się pojawić nowe wywiady z członkami RPP i niewykluczone, że ich wydzwięk może przypomnieć inwestorom o tym, że liczba głosów kwestionujących stabilizację stóp do końca 2018 r. już przekroczyła połowę składu RPP.

## Rynek walutowy – Wciąż spokojnie

EURPLN



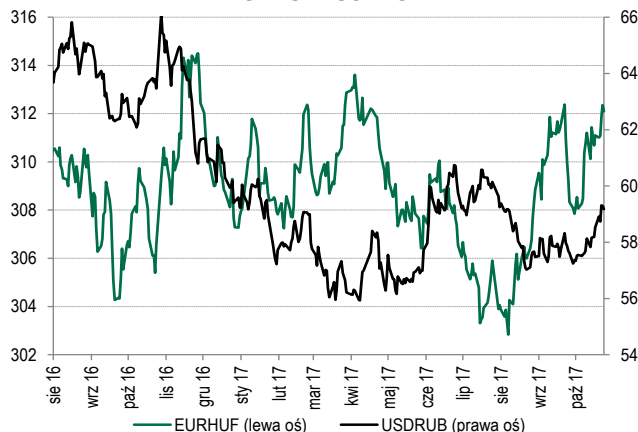
USDPLN i GBPPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



## Polski rynek walutowy nadal stabilny

W naszym poprzednim raporcie wskazaliśmy na bardzo niską (i wciąż spadającą) zmienność na polskim rynku walutowym. Ostatnie dni nie przyniosły zasadniczej zmiany w tej kwestii. Kurs EURPLN pozostał blisko 4,23, a reakcja na pozytywny wydzwięk prognoz przedstawionych przez Komisję Europejską i gołębią retorykę RPP była ograniczona. USDPLN pozostał blisko 3,65, CHFPLN był stabilny wokół 3,66, a GBPPLN nie oddalił się za bardzo od 4,78.

W tym tygodniu poznamy wstępny szacunek PKB Polski za III kw. oraz sporo danych z USA. Nasza prognoza wzrostu PKB jest nieco poniżej konsensusu, ale po piątkowych danych GUS o handlu zagranicznym widzimy istotne ryzyko w górę dla naszych szacunków. Od początku października złoty zyskiwał dzięki publikowanym bardzo dobrym danym makro, które skłoniły zagraniczne instytucje (agencje ratingowe, Bank Światowy, Międzynarodowy Fundusz Walutowy) do podniesienia prognoz wzrostu gospodarczego dla Polski. Stabilizacja kursu EURPLN obserwowana od czterech tygodni sugeruje, że dużo z tych pozytywnych informacji zostało już wycenionych i potencjał do aprecjacji złotego po danych o PKB może być ograniczony.

Jeśli chodzi o dane z USA, rynek wycenia obecnie niemal w pełni grudniową podwyżkę stóp Fed, a następcą Janet Yellen na stanowisku szefa banku centralnego został oceniony przez rynek jako kontynuator umiarkowanego jastrzębiego nastawienia w polityce pieniężnej. W rezultacie, sądzimy, że dane z USA mogą mieć większy pozytywny wpływ na złotego jeżeli będą gorsze od oczekiwań, niż negatywny jeśli zaskoczą na plus.

Dodatkowo, w trakcie tygodnia miejsce będą miały miejsce bardzo liczne wystąpienia bankierów centralnych (m.in. Draghi, Kuroda, Carney, Yellen i inni członkowie FOMC). Okoliczność ta trafia na listę czynników, które mogłyby w końcu wywołać wzrost zmienności na rynku. Nadal uważamy, że w horyzoncie do końca roku EURPLN może jeszcze wzrosnąć.

## EURUSD nadal czeka na impuls

Kurs EURUSD pozostał blisko 1,16 wobec braku publikacji ważnych danych, które mogłyby wywołać wzrost wahań.

W tym tygodniu poznamy dużo danych z USA. Inwestorzy są przekonani, że w grudniu stopy w USA pójdą w górę o 25 pb, więc mocne dane nie powinny wywołać już trwałej aprecjacji dolara. Zmienność może wg nas wzrosnąć jeśli odczyty będą słabsze od prognoz, co będzie korzystne dla euro. Dodatkowo, rynek będzie również z uwagą śledził wystąpienia bankierów centralnych. Ważne poziomy dla EURUSD to 1,152 (lokalne minimum) i 1,17 (wsparcie przebite w październiku, teraz działa jako opór).

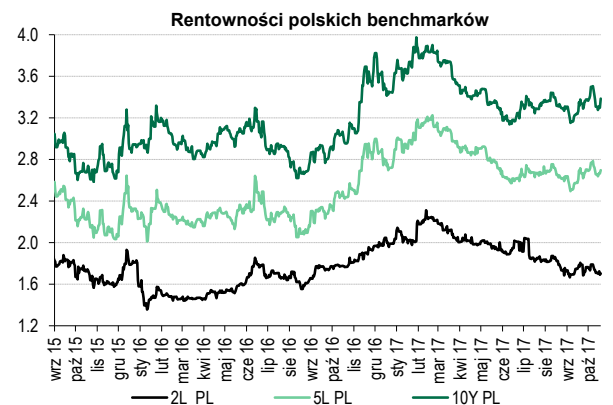
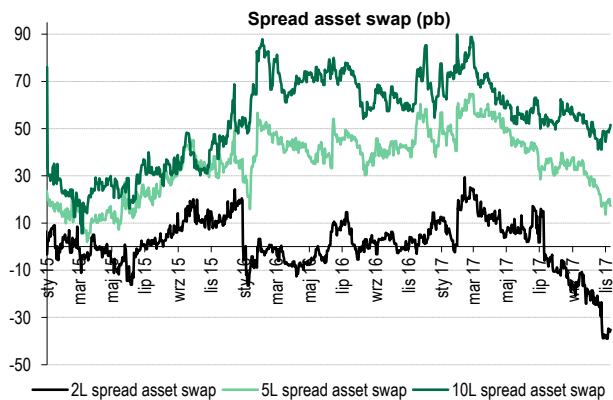
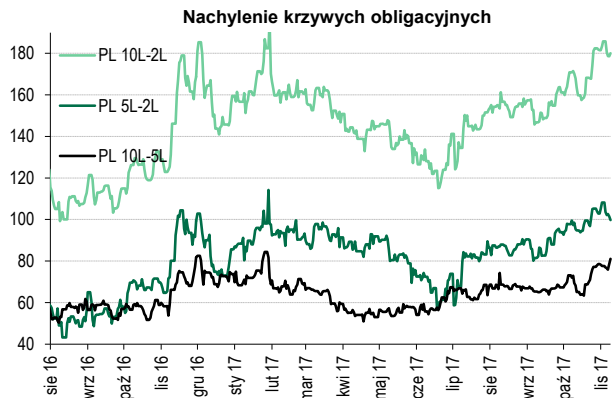
## Korona zyskuje, rubel i forint tracą

Czeska korona wznowiła trend na umocnienie i EURCZK na chwilę spadł do 25,50 po wyższych od prognoz danych o CPI (2,9% r/r, najwyższej od pięciu lat).

Rubel był w zeszłym tygodniu najslabszą walutą CEE. Nie skorzystał z rosnących cen ropy, a był pod presją osłabienia innych walut z rynków wschodzących. W efekcie, USDRUB wzrósł do 59,58, najwyższej od sierpnia.

Kurs EURHUF pozostał w spokojnym trendzie wzrostowym i w tym tygodniu zbliżył się do lokalnego szczytu na ok. 312,5 z początku października.

## Rynek stopy procentowej – Oczekiwany wzrost nachylenia krzywej



### Maszerując za bundami

W pierwszych dniach tygodnia mieliśmy do czynienia ze startem dochodowości z podwyższonych poziomów po tym jak na początku listopada doszło do przeceny krajowych obligacji. W efekcie do wtorku krajowe obligacje próbowały dostosować się do rosnących cen obligacji niemieckich. Te zaś napędzane były przez informacje o strukturze zapadalności długu w portfelu EBC, zgodnie z którymi w 2018 roku EBC będzie musiał zrolować 180 mld długu krajów strefy euro. Dodatkowym napędem dla spadków dochodowości była informacja o poprawie sytuacji fiskalnej Portugalii.

### RPP zepchnęło krzywą w dół

Drugą połowę tygodnia zdominowały czynniki krajowe. Łagodny wydzwitek konferencji RPP przyczynił się do przesunięcia krajowej krzywej w dół o 1-3 pb. w dół, silniej w krótkim końcu krzywej. Inwestorzy reagowali w ten sposób na okraszenie podwyższenia projekcji inflacyjnej przez zdecydowanie gołębie komentarze prezesa Głapińskiego i towarzyszących mu członków RPP. Ruch w dół po konferencji został poddany korekcie po czwartkowej aukcji zamiany, gdy Ministerstwo Finansów po raz kolejny dociążyło portfele papierów zmiennokuponowych oraz segment obligacji stałokuponowych 5L-10L. W efekcie koniec tygodnia rentowności znalazły się na poziomie niższym o 5-7 pb w segmencie 5L-10L krzywej dochodowości, krótki koniec wzrósł o 1 pb. Towarzyszył temu niewielkie, pozbawione określonego kierunku, zmiany na krzywej ryzyka kredytowego.

### Aukcja zamiany

Na aukcji wymieniono 8,1 mld obligacji, z czego 3,26 mld zł stanowiły papiery zmiennokuponowe WZ0528, a 2,42 mld zł WZ1122. Dalej w kolejce były PS0723 (1,01 mld) i DS0727 (1,01 mld). Tradycyjnie już najmniej zostało sprzedanych papierów OK0720 (0,378 mld). Układ ten wskazuje, że Ministerstwo Finansów w dalszym ciągu preferuje wydłużanie zapadalności swoich zobowiązań złotych.

### Rozszerzenie spreadu 5L-10L

W tym tygodniu spodziewamy się powrotu do stromienia krzywej dochodowości. Jednak efekt ten będzie naszym zdaniem bardziej widoczny we wzroście spreadu 5L-10L, niż w powrocie spreadu 2L-5L do poziomu z drugiej połowy października. Proces ten będzie konsekwencją oczekiwań rynku co do utrzymania dotychczasowej polityki wydłużania zapadalności dług. Do tej pory była ona realizowana głównie za sprawą zwiększania podaży papierów zmiennokuponowych i umiarkowanej podaży papierów stałokuponowych w segmencie 5L-10L (przy minimalnej podaży długu stałokuponowego 2L). Naszym zdaniem taki scenariusz oznacza wzrost zainteresowania papierami 5L, pełniących rolę substytutu nisko-rentownych obligacji 2L i stopniowy wzrost rentowności długiego końca krzywej. W efekcie powinno to prowadzić do redukcji spreadu 2L-5L i wzrostu 5L-10L. Sądzymy, że scenariusz rozszerzania spreadu 5L-10L będzie wpierany przez oczekiwany przez nas wzrost rentowności długiego końca w reakcji na publikowane w tym tygodniu dobre dane o PKB z Polski i strefy euro.

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)