

# TYGODNIK EKONOMICZNY

20 – 26 listopada 2017

Miniony tydzień nie przyniósł znacznych zmian na globalnym rynku, chociaż pojawiło się światło w tunelu jeśli chodzi o finał prac na reformą podatkową w USA, a wstępne dane o PKB z Europy zaskoczyły na plus. W Polsce odczyt PKB za III kw. oraz październikowe płace zaskoczyły wyraźnie w górę, pojawiły się również liczne wypowiedzi członków RPP, z których dwóch sugerowało, że I kw. 2018 to dobry moment na podwyżkę stóp. Wpływ tych czynników na krajowe aktywa był jednak chwilowy.

W tym tygodniu poznamy wstępne listopadowe indeksy PMI w strefie euro, które po ostatnich mocnych danych o PKB mogą być kluczowe jeśli chodzi o oczekiwane tempo normalizacji polityki pieniężnej w strefie euro. Rynek oczekuje lekkiego pogorszenia w stosunku do poprzednich odczytów, więc dane powyżej prognoz mogłyby wpłynąć na notowania. W Polsce poznamy dane o aktywności gospodarczej. Naszym zdaniem, odczyty będą pozytywne i mogą wesprzeć oczekiwania na podwyżki stóp NBP i w efekcie IRS na krótkim końcu mogą wzrosnąć. Na aukcji obligacji Ministerstwo Finansów najwięcej pozyskane zostanie zapewne ponownie ze średnio- i długoterminowych obligacji, więc rentowności na środku i długim końcu mogą być pod presją w drugiej połowie tygodnia. Dane z kraju będą dobre dla złotego, ale reakcja waluty może być ograniczona biorąc pod uwagę jej umocnienie zanotowane w ostatnich miesiącach.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS<br>W-WA                       | KRAJ | WSKAŹNIK  | OKRES   | PROGNOZA |       | OSTATNIA<br>WARTOŚĆ |       |
|------------------------------------|------|---|---------|----------|-------|---------------------|-------|
|                                    |      |   |         | RYNEK    | BZWBK |                     |       |
| <b>PONIEDZIAŁEK (20 listopada)</b> |      |   |         |          |       |                     |       |
| 14:00                              | PL   | Produkcja przemysłowa                           | X       | % r/r    | 9,9   | 11,3                | 4,3   |
| 14:00                              | PL   | Produkcja budowlana                             | X       | % r/r    | 23,6  | 25,7                | 15,5  |
| 14:00                              | PL   | PPI   | X       | % r/r    | 2,8   | 2,7                 | 3,1   |
| 14:00                              | PL   | Realna sprzedaż detaliczna                      | X       | % r/r    | 7,2   | 7,2                 | 7,5   |
| <b>WTOREK (21 listopada)</b>       |      |   |         |          |       |                     |       |
| 14:00                              | HU   | Decyzja banku centralnego                       |         | %        | 0,90  | -                   | 0,90  |
| 14:00                              | PL   | Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych | III kw. |          |       |                     |       |
| 16:00                              | US   | Sprzedaż domów                                  | X       | % m/m    | 0,19  | -                   | 0,75  |
| <b>ŚRODA (22 listopada)</b>        |      |   |         |          |       |                     |       |
| 14:30                              | US   | Zamówienia na dobra trwałego użytku             | X       | % m/m    | 0,3   | -                   | 2,0   |
| 14:30                              | US   | Liczba nowych bezrobotnych                      | tyg.    | tys.     | 235   | -                   | 249   |
| 16:00                              | US   | Indeks Michigan                                 | XI      | pkt      | 98,2  | -                   | 97,8  |
| 20:00                              | US   | Minutes FOMC                                    |         |          |       |                     |       |
| <b>CZWARTEK (23 listopada)</b>     |      |   |         |          |       |                     |       |
| 9:30                               | DE   | Wstępny PMI – przemysł                          | XI      | pkt      | 60,3  | -                   | 60,6  |
| 9:30                               | DE   | Wstępny PMI – usługi                            | XI      | pkt      | 55,0  | -                   | 54,7  |
| 10:00                              | EZ   | Wstępny PMI – przemysł                          | XI      | pkt      | 58,2  | -                   | 58,5  |
| 10:00                              | EZ   | Wstępny PMI – usługi                            | XI      | pkt      | 55,2  | -                   | 55    |
| 10:00                              | EZ   | Wstępny PMI – przemysł                          | XI      | pkt      | 58,2  | -                   | 58,5  |
| 11:00                              | PL   | Aukcja obligacji                                |         |          |       |                     |       |
| 14:00                              | PL   | Minutes RPP                                     |         |          |       |                     |       |
| 14:00                              | PL   | Podaż pieniądza M3                              | X       | % r/r    | 5,5   | 5,6                 | 5,4   |
| <b>PIĄTEK (24 listopada)</b>       |      |   |         |          |       |                     |       |
| 10:00                              | DE   | Ifo   | XI      | pkt      | 116,5 | -                   | 116,7 |
| 10:00                              | PL   | Stopa bezrobocia                                | X       | %        | 6,7   | 6,6                 | 6,8   |

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 Luzziński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Konrad Soszyński 22 534 18 86

Marcin Sulewski 22 534 18 84

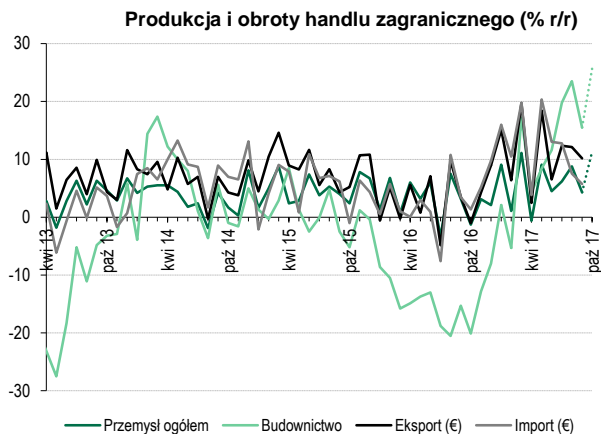
### DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

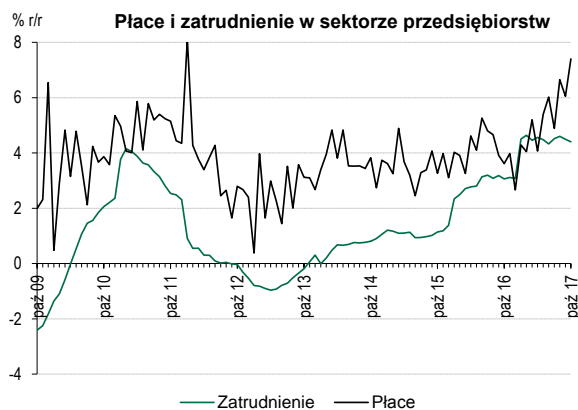
Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia najbliższego tygodnia – Czekając na inwestycje



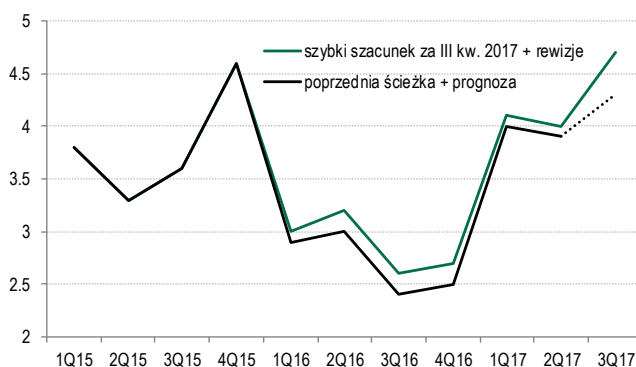
- Krajowa gospodarka czeka na odbicie inwestycji po tym jak w pierwszej połowie roku nie nastąpiła na tym polu poprawa. Wstępny PKB za III kw. (bez struktury) pokazał na tyle wysoki odczyt, że za część przyspieszenia mogły odpowiadać właśnie inwestycje. Czekamy na potwierdzenie tej hipotezy i w tym tygodniu będą pojawiały się publikacje, które mogą pomóc - wyniki finansowe przedsiębiorstw za III kw. (wtorek) z informacją o inwestycjach w przedsiębiorstwach zatrudniających ponad 50 osób oraz Biuletyn Statystyczny (piątek) z danymi o nowych nakładach inwestycyjnych.
- Dane o aktywności ekonomicznej powinny być mocne. Wg nas produkcja przemysłowa może być lepsza od oczekiwań, a realna sprzedaż detaliczna ponownie przekroczy 7% r/r.
- Minutes RPP lepiej wg nas obecnie oddają układ sił w Radzie niż komunikat po posiedzeniu. Tym razem dokument może zawierać komentarze nt. wyników nowej projekcji NBP.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Silny wzrost PKB w III kw., dynamiczny wzrost płac



- Płace wzrosły o 7,4% r/r w październiku z 6% przy konsensusie 6,6%. Naszym zdaniem przyspieszenie wynagrodzeń wobec września (6,0% r/r) wynika z trzech czynników: dodatniego efektu dni roboczych (co dodało ok 0,5 pp), rosnącej presji płacowej i efektów jednorazowych, np. bonusów. Zatrudnienie (4,4% r/r) było bliskie oczekiwaniom.
- Saldo obrotów bieżących wyniosło we wrześniu -100 mln € (konsensus -350 mln €, nasza prognoza -667 mln €). Eksport był wyższy, a import ponownie niższy od prognoz. Mocne dane o wymianie handlowej mogły przyczynić się do wysokiego wstępnego odczytu PKB za III kw (4,7% r/r)
- Wzrost gospodarczy w ujęciu odsezonowanym wyniósł 5% r/r a GUS dokonał rewizji w górę wyników PKB za sześć ostatnich kwartałów. Dane na temat struktury wzrostu PKB nie są jeszcze znane, ale przedstawicielka GUS potwierdziła, że wzrost konsumpcji w III kw. był nawet silniejszy niż w II kw. Według naszych szacunków, wkład eksportu netto do PKB był pozytywny (po -1,5 pp II kw.). Największym znakiem zapytania są inwestycje. Naszym zdaniem w III kw. doszło już do lekkiego odbicia (ok. 4% r/r), o czym świadczą m.in. dobre wyniki produkcji budowlano-montażowej. Kolejne kwartały powinny przynieść dalszą poprawę sytuacji. O ile wzrost PKB może minimalnie spowolnić w IV kw., to cały rok może zamknąć się wynikiem 4,3% (wobec 2,9% w 2016 r.).
- Inflacja spowolniła w październiku z 2,2% r/r do 2,1%. Inflacja bazowa wróciła do 0,8 % r/r z 1,0% r/r, co oznacza, że od kwietnia nie nasiliła się. Oczekujemy, że w listopadzie CPI znowu wzrośnie (do 2,3-2,4%) przez dalsze wzrosty cen żywności i ceny paliw podbite wyższą ceną ropy. W grudniu inflacja może spaść, ale raczej utrzyma się powyżej 2% r/r.

### Wzrost PKB, %r/r



## Cytat tygodnia – Prezes Glapiński może mieć rację

### Grażyna Ancyparowicz, członkini RPP, Reuters, 15 listopada

Prezes Glapiński może mieć rację, zakładając, że obecny poziom stóp procentowych może się utrzymać do końca 2018 r. Nie możemy podnosić kosztu pieniądza w obliczu tak słabych inwestycji.

### Łukasz Hardt, członek RPP, Rzeczpospolita, 15 listopada

To, że na konferencji po listopadowym posiedzeniu RPP powiedziałem, że jest za wcześnie na podnoszenie stóp, nie oznacza, że za wcześnie będzie też w lutym albo w marcu.

### Rafał Sura, członek RPP, Bloomberg, 13 listopada

Widzę ryzyko wyższej presji inflacyjnej, więc zaczynam powoli dostrzegać możliwość zmiany nastawienia przed końcem 2018 r

### Eugeniusz Gatnar, członek RPP, PAP, 16 listopada

Byłbym skłonny zareagować wcześniej, właśnie w I kw. 2018 r. Pod koniec I kw. inflacja powinna dojść do celu. Nie widzę powodów, żeby później miała spaść.

### Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, Reuters, 16 listopada

W związku z tym, że nie widzę ryzyka przekroczenia górnej granicy pasma odchyleń od celu inflacyjnego, uważam, że stopy procentowe powinny zostać tam, gdzie są (...) przynajmniej przez najbliższy rok.

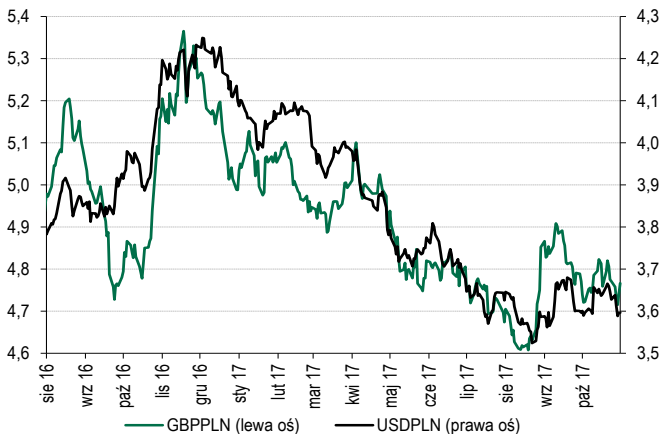
Nowa projekcja NBP pokazała wyższą ścieżkę CPI. Kiedy w komunikacie RPP pojawiły się pierwsze wyniki projekcji można było podejrzewać, że podwyższenie inflacji w 2018 r. z 2% do 2,3% mogło wynikać z wyższej presji płacowej, której efektem będzie wyższa inflacja bazowa. Okazało się jednak, że wyższa ścieżka CPI to efekt założonych wyższych cen energii i do pewnego stopnia cen żywności. Inflacja bazowa została lekko podniesiona jedynie w roku 2019, do 2,7% r/r. Po zapoznaniu się z projekcją J.Kropiwnicki i G.Ancyparowicz pokazali, że za wcześnie, żeby wliczać ich do grona jastrzębi. Za to Ł.Hardt i E.Gatnar utwierdzili się w przekonaniu, że w I kw. (tj. wcześniej niż zakłada rynek i analitycy) może być potrzebna podwyżka stóp. Według nas o rozkładzie głosów w RPP w kolejnych miesiącach przesądzą twarde dane (głównie CPI, płace i inwestycje). Jeśli będą zaskakiwać w górę, liczba osób skłonnych do rozważenia wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej będzie wzrastać.

## Rynek walutowy – EURPLN nadal w trendzie bocznym

EURPLN



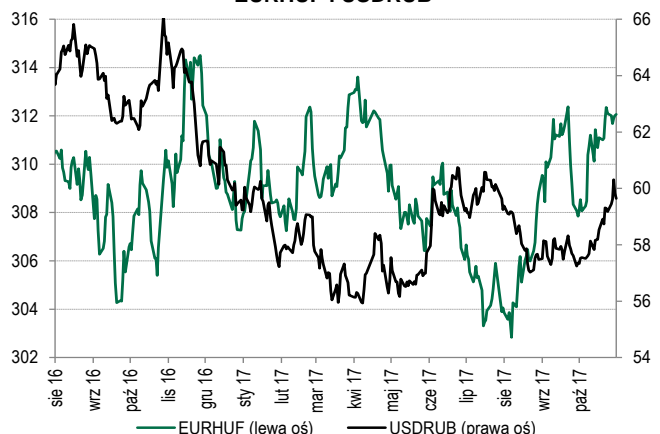
USDPLN i GBPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



## EURPLN nadal w trendzie bocznym

EURPLN w dalszym ciągu porusza się w trendzie bocznym w okolicy 4,23. Tak jak przypuszczaliśmy, pozytywna reakcja na mocne dane o polskim PKB za III kw. była jedynie przejściowa. Nawet podwyższone wahania EURUSD (szczególnie poniżej) nie zdołały wywołać wyraźnego i trwałego ruchu EURPLN. USDPLN spadł tymczasem do 3,58 z 3,64, ale i tak pozostał w dość szerokim paśmie 3,57-3,68 obserwowanym od końca września. CHFPLN kontynuował stabilny trend spadkowy i zbliżył się do 3,61. GBPLN pozostał blisko 4,74.

W tym tygodniu opublikowane zostaną październikowe dane z Polski o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Nasza prognoza dla tej pierwszej jest nieco powyżej konsensusu, ale warto zauważyć, że już od pięciu tygodni EURPLN nie reaguje wyraźnie na kolejne pozytywne sygnały z krajowej gospodarki. Nie spodziewamy się, aby ten tydzień był pod tym względem inny. Dodatkowo, ostatnie wypowiedzi członków RPP jasno pokazały, że jeszcze długa droga do pierwszej podwyżki stóp w Polsce.

Zmienność na polskim rynku walutowym jest nadal niska i złoty wciąż czeka na impuls. Na ten moment możemy jedynie powtórzyć, że okresy obniżonej zmienności przeplatają się z silnymi wahaniami i waluty z rynków wschodzących zazwyczaj tracą kiedy zmienność rośnie. W naszym bazowym scenariuszu nadal zakładamy, że EURPLN lekko odbije do końca roku.

## Euro zyskuje po danych z Europy

Zmienność EURUSD wzrosła nieco w zeszłym tygodniu w reakcji na lepsze od oczekiwań dane o wstępnych PKB za III kw. w Europie i mieszanych sygnałach dotyczących postępu reformy podatkowej w USA. W konsekwencji, EURUSD wzrósł tymczasowo do 1,186 z 1,165 opuszczając przedział 1,155-1,17, w którym poruszał się od połowy października.

EURUSD zbliżył się do oporu na 1,188 i wydarzenia tego tygodnia mogą przesądzić o tym czy ten poziom zostanie przeбит czy nie. Wstępne PKB w Europie umocniły euro i taki sam wpływ mogą mieć wstępne listopadowe odczyty PMI jeśli zaskoczą w górę. Wsparciem dla dolara mogą być jednak sygnały, że amerykańscy politycy są coraz bliżej porozumienia ws. kształtu reformy podatkowej.

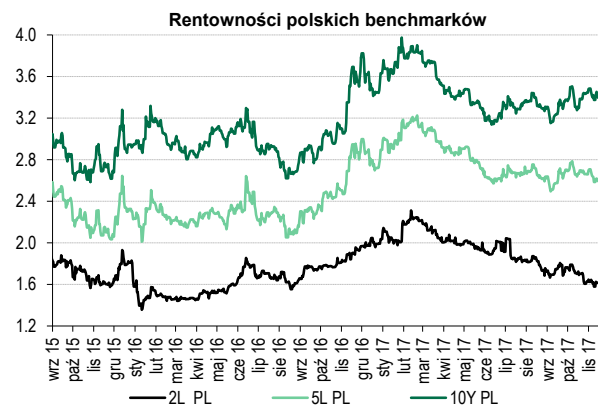
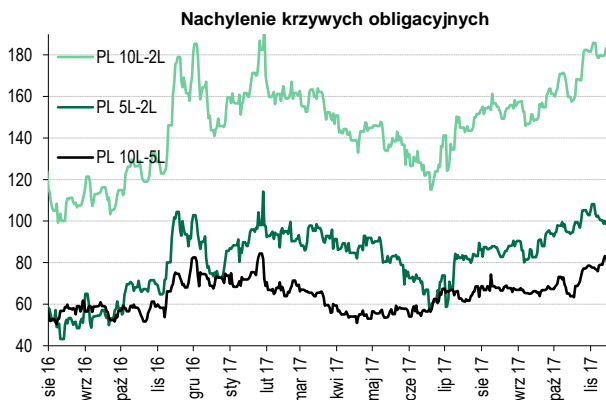
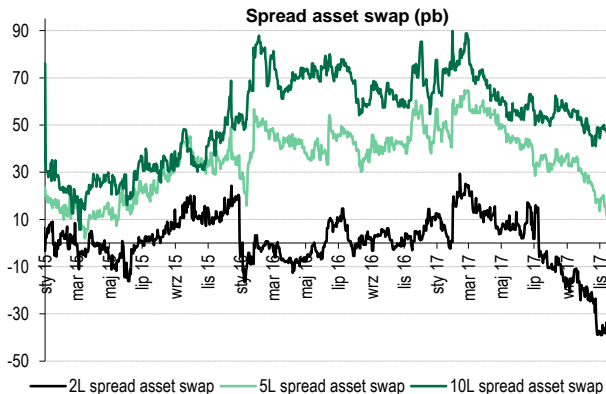
## Pozostałe waluty CEE kontynuują trend

Rosyjski rubel w dalszym ciągu osłabiał się do dolara wskutek spadku cen ropy. W efekcie, USDRUB odbił powyżej 60,0 (tj. najwyższej od sierpnia) z 59,0. W naszej ocenie, w kolejnych tygodniach kurs może dalej rosnąć.

Czeska korona pozostała mocna dzięki wypowiedzi prezesa tamtejszego banku centralnego, że zbliżają się kolejne podwyżki stóp. Opinia J. Rusnoka pozwoliła kursowi EURCZK utrzymać się blisko wieloletniego minimum na 25,5.

W tym tygodniu posiedzenie ma bank centralny Węgier (MNB). MNB utrzymuje gołębią retorykę powtarzając, że jest gotowy dalej poluzować politykę pieniężną jeśli będzie taka potrzeba. W naszej ocenie, MNB utrzyma łagodne nastawienie, ale jeszcze w tym miesiącu powstrzyma się od działania. Nie sądzimy, by forint zyskał po posiedzeniu i wg nas EURHUF pozostanie blisko 312-313, najwyższego poziomu od maja.

## Rynek stopy procentowej – Oczekiwany dalszy wzrost nachylenia krzywej



### Rentowności podążyły za danymi z Europy

▪ Po rajdzie z poprzedniego tygodnia ostatni tydzień przyniósł lekkie osłabienie krajowych obligacji. Najsilniejszy 5-punktowy ruch w górę był widoczny na długim końcu krzywej. Środek i krótki koniec poszły w górę o 3 pb. Większa część ruchu miała miejsce w poniedziałek, gdy rynek odreagowywał spadki dochodowości z poprzedniego tygodnia. Decyzję o sprzedaży dłuższych obligacji wspierały też zaskakująco dobre wyniki rachunku obrotów bieżących (opublikowane w poniedziałek). Począwszy od wtorku kierunek zmian był w większości przypadków skorelowany z rynkami bazowymi, zaś zmiany z dnia na dzień wzajemnie znosiły się. Jedynie rentowności obligacji 2L systematycznie spadały. W drugiej części tygodnia napędem dla zmian cen krajowych obligacji były informacje z rynków bazowych. W przypadku rynku amerykańskiego był to proces uchwalania reformy podatkowej w USA. W przypadku Europy uwaga skupiona była na danych PKB i inflacji oraz procesie tworzenia koalicji rządowej w Niemczech. Dane PKB dla gospodarek europejskich zaskakiwały w większości pozytywnie, co wypychało krajową krzywą w górę na długim końcu. Inwestorzy w zasadzie zignorowali dane o krajowym PKB i płacach (znacznie lepsze niż oczekiwane) oraz dane o inflacji. W przypadku długiego końca i środka krzywej IRS mieliśmy do czynienia z silnym wypchnięciem jej w górę na początku tygodnia i częściowym odreagowaniem w drugiej połowie. Krótki koniec pozostawał stabilny przez większą część tygodnia. Krzywa FRA w segmencie powyżej 12M przesunęła się w górę o 5 pb.

### Spready asset swap podążają w dół

▪ Zmiany te wpłynęły na dalsze zwięźnienie się spreadów asset swap (ASW), najsilniejsze w segmencie 4-5 lat. Było to naszym zdaniem związane z przesuwaniem się popytu w tę część krzywej, w sytuacji bardzo niskich marż ASW w krótkim końcu krzywej.

### Aukcja obligacji

▪ Na najbliższy czwartek Ministerstwo Finansów (MF) zapowiedziało standardową aukcję obligacji. MF ogłosiło, że zaoferuje 4-8 mld zł papierów skarbowych. Sądymy, że tak jak miało to miejsce do tej pory MF będzie starało się wydłużać zapadalność długu, co powinno oznaczać, że większą część oferty stanowią będą obligacje zmienno-kuponowe WZ1122, WZ0528 i stało-kuponowe PS0123, DS0727. Uważamy, że podobnie jak w przypadku aukcji w październiku najkrótsze papiery zerokuponowe OK0720 będą stanowiły mniejszość w sprzedaży.

### Krajowe dane pociągną długi koniec w górę

▪ Na początku tego tygodnia oczekujemy wyprzedzący krajowych obligacji w reakcji na wysokie odczyty produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej i sprzedaż detalicznej. W dalszej części tygodnia powinniśmy zobaczyć stabilizację środka i krótkiego końca krzywej. Według nas krzywą w dół spychać będą, nieco słabsze niż poprzednie, wstępne odczyty PMI dla Europy. W drugą stronę powinny działać wyniki zapowiedzianej na czwartek aukcji obligacji, które powinna silnie wypychać w górę długi koniec krzywej. W dalszym ciągu oczekujemy zwięźnienia się spreadów ASW w segmencie 3L-6L. W naszej opinii będzie to konsekwencją dużego popytu na te papiery dłużne ze strony sektora bankowego w obliczu rosnącego udziału depozytów na żądanie oraz depozytów o krótkich terminach zapadalności.

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)