

# TYGODNIK EKONOMICZNY

27 listopada – 3 grudnia 2017

W najbliższym tygodniu poznamy informacje o PKB, CPI i PMI. Dane o PKB ujawnią nie tylko nt. strukturę imponującego wzrostu w III kw. br. (4,7% r/r), ale też rewizje za dwa poprzednie lata. Można się domyślać, że dużą rolę we wzroście odegrała silna konsumpcja i dodatnie saldo eksportu netto. Najciekawsze będą jednak informacje nt. inwestycji. Publikacje z ostatniego tygodnia wskazują, że w III kw. mocniej ruszyły inwestycje samorządów, ale duże firmy wciąż wstrzymują się z wydatkami. Naszym zdaniem wzrost inwestycji ogółem mógł wynieść nieco ponad 4% r/r. Wstępna inflacja pokaże zapewne znowu odbicie w górę – do 2,4% w listopadzie z 2,1% w październiku – głównie za sprawą wzrostu cen paliw i żywności. To już o włos od celu inflacyjnego 2,5%. Jeśli chodzi o PMI, widzimy wiele przesłanek wskazujących, że krajowy indeks powinien zacząć szybko gonić wskaźniki dla Niemiec i strefy euro, które dobiły już do 60 pkt., w związku z czym nasza prognoza to 54,6 pkt. Warto jednak pamiętać, że podobnie myśleliśmy w poprzednich miesiącach i niestety teoria się nie sprawdziła.

Mocny wzrost listopadowej inflacji oraz wyraźna poprawa PMI mogą pozytywnie zaskoczyć, ale wydaje się, że złoty już sporo zdyskontował ostatnio, więc przestrzeń do umocnienia w najbliższych dniach nie wydaje się duża. Poza tym w powietrzu wisi niepewność związana z rekonstrukcją rządu i ryzyko powrotu większych protestów w związku ze zmianami w sądownictwie. Jednocześnie, mocny PMI i solidny PKB powinny być pozytywne dla ryzyka kredytowego, co jednak nie musi oznaczać niższych rentowności – obligacje mogą się raczej osłabić, choć mniej niż rynek swap.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (27 listopada)</b>							
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	X	% m/m	-6,53	-	18,9
<b>WTOREK (28 listopada)</b>							
16:00	US	Indeks Conference Board	XI	pkt	123,5	-	125,9
<b>ŚRODA (29 listopada)</b>							
14:30	US	Drugi szacunek PKB	III kw.	% kw./kw.	3,2	-	3,0
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	X	% m/m	1,1	-	0,0
20:00	US	Bezowa Księga Fed					
<b>CZWARTEK (30 listopada)</b>							
10:00	PL	PKB	III kw.	% r/r	4,7	4,7	4,0
10:00	PL	Inwestycje	III kw.	% r/r	4,5	4,4	0,8
10:00	PL	Konsumpcja prywatna	III kw.	% r/r	4,9	5,1	4,9
11:00	EC	Wstępny CPI	XI	% r/r	-	-	1,4
11:00	EC	Stopa bezrobocia	X	%	-	-	8,9
14:00	PL	Wstępny CPI	XI	% r/r	2,3	2,4	2,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	240	-	239
14:30	US	Wydatki osobiste	X	% m/m	0,2	-	1,0
14:30	US	Dochody osobiste	X	% m/m	0,3	-	0,4
<b>PIĄTEK (1 grudnia)</b>							
09:00	PL	PMI przemysł	XI	pkt	53,8	54,6	53,4
09:00	CZ	PKB	III kw.	% r/r	-	-	5,0
9:55	DE	PMI – przemysł	XI	pkt	60,6	-	60,6
10:00	EZ	PMI – przemysł	XI	pkt	58,5	-	58,5
16:00	US	ISM przemysł	XI	pkt	58,3	-	58,7

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg, Parkiet

### 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

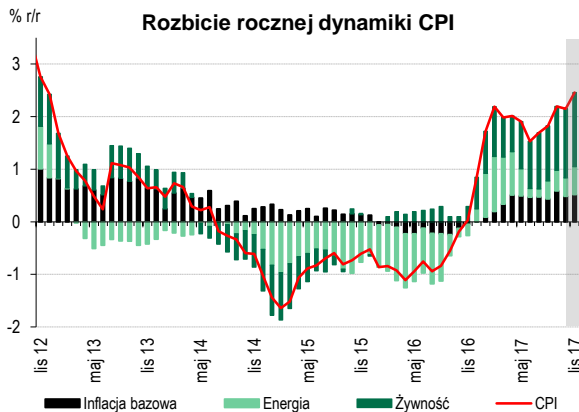
### DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia najbliższego tygodnia – CPI blisko celu, wzrost PKB w szczegółach

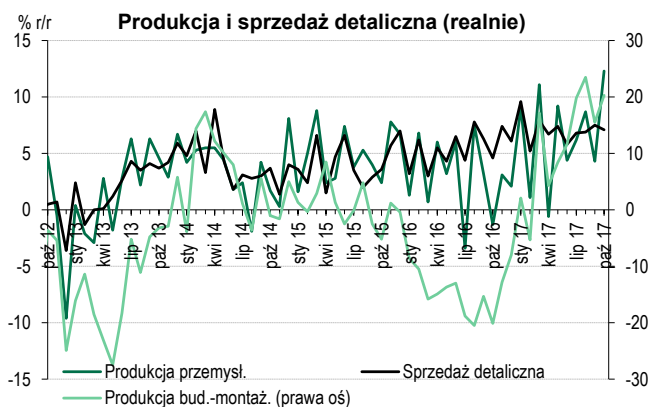


▪ Częściowe dane o inwestycjach publikowane w zeszłym tygodniu zwiększyły nasz apetyt na szczegółowe dane o III kw. Duże firmy (50+ pracowników) wciąż sugerują stagnację w inwestycjach, choć ruszyły wydatki samorządów. Zaskakująco mocny odczyt PKB w III kw. (4,7% r/r) wynikał zapewne ponownie ze skoku zapasów i silnej konsumpcji, która naszym zdaniem dodała do wzrostu ok. 3 pkt. proc, a także dodatniego eksportu netto.

▪ Inflacji nie udało się obronić poziomu 2,2% w październiku, ale naszym zdaniem w listopadzie była już niemal u celu i wyniosła 2,4% (z ryzykiem na 2,5%), głównie ze względu na wyższe ceny żywności i paliw. W górę idą też koszty utrzymania mieszkania pod wpływem drożejącego opału.

▪ PMI w strefie euro znów poszedł w górę i zakładamy, że polski odpowiednik zachowa się podobnie, zwłaszcza, że wskaźniki koniunktury GUS pokazały znowu poprawę.

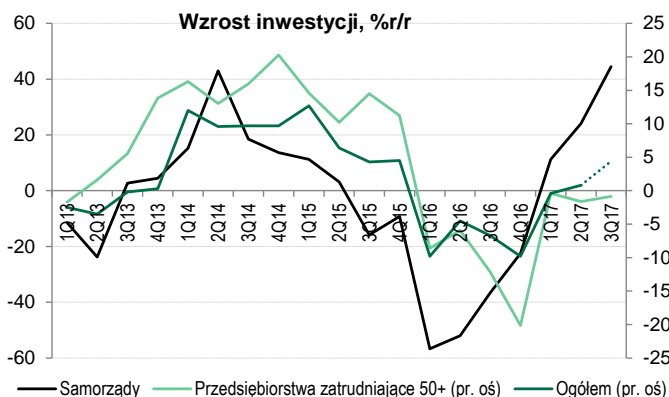
## Ostatni tydzień w gospodarce – Domykanie luki z 2016 r.



▪ Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w październiku o 12,3% r/r, wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (9,9%). W przetwórstwie przemysłowym zanotowano wzrost aż o 14% r/r, najwyższy od grudnia 2010. Dane wskazują na kontynuację pozytywnych trendów w przemyśle. Dobra kondycja polskiego przemysłu to zapewne w dużej części pochodną ożywienia gospodarczego w Europie, które jest źródłem silnego popytu na polski eksport. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w październiku o 20,3% r/r, nieco mniej niż oczekiwano (konsensus 23,9%). Sprzedaż detaliczna osiągnęła w październiku wzrost nieco niższy niż zakładał konsensus rynkowy (7,1% r/r w ujęciu realnym, mediana prognoz zebrana przez Bloomberg pokazała oczekiwania rynku na poziomie 7,5%). Ogólnie dane potwierdzają, że na początku IV kw. 17 wzrost utrzymał się na solidnym poziomie i może być blisko wyniku z III kw.

▪ Wkład sektora samorządowego do wyniku sektora finansów publicznych będzie w tym roku bliski zera, jak wnioskujemy na podstawie nadwyżki 14,7 mld zł po III kw. W samym III kw. inwestycje samorządów wzrosły nominalnie aż o 45% r/r (choć przy bardzo niskiej bazie statystycznej), zatem do wzrostu inwestycji ogółem wniosą 3 punkty procentowe, a do wzrostu PKB 0,5-0,6 pkt. proc. – najwięcej od co najmniej czterech lat.

▪ Dane o inwestycjach przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 pracowników nie pokazały ożywienia w III kw. Na podstawie danych za trzy kwartały szacujemy, że w samym III kw. nastąpił spadek o 0,8% r/r wobec -1,6% w II kw. Mamy więc siódmy z rzędu kwartał z ujemną roczną dynamiką inwestycji w firmach o zatrudnieniu 50+.



## Cytat tygodnia – Rada jest w trybie „wait-and-sleep”

### Kamil Zubelewicz, członek RPP, Bloomberg, 22 listopada

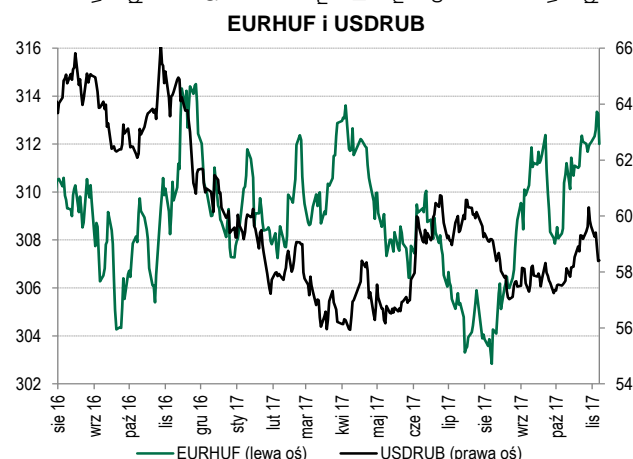
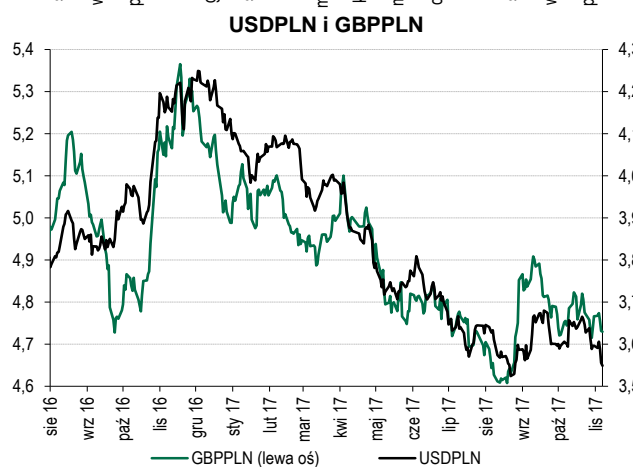
Coraz bardziej jestem przekonany, że stopy w Polsce pozostaną bez zmian przez cały 2019 r., a może nawet dłużej. Nie mam wątpliwości, że tolerancja RPP na wzrost inflacji jest dość wysoka, zdecydowanie wyższa od mojej. Rada pozostaje w trybie 'wait-and-sleep'. Powtarza się, że stabilność stóp jest korzystna dla równowagi makroekonomicznej i wzrostu gospodarczego – tymczasem w praktyce przewidujemy słabszy wzrost PKB, widzimy słabe inwestycje i przyspieszający wzrost cen. Nie, nie widzę zrównoważonej gospodarki.

### Jerzy Osiatyński, członek RPP, Bloomberg, 20 listopada

Jako że nic nie wskazuje, żeby dynamika płac mogła się kształtować poniżej produktywności pracy, wątpię, żeby Polska mogła bezpiecznie prosperować z tym samym poziomem stopy procentowej przez cały 2018 r.

Według zapisów minutes z listopadowego posiedzenia RPP większość członków wciąż uważa, że stopy powinny pozostać stabilne w kolejnych kwartałach i dzięki temu inflacja będzie kształtowała się w pobliżu celu inflacyjnego. Dość obszerne akapity opisujące przebieg dyskusji nt. inwestycji oraz rynku pracy wskazują na narastanie napięć w Radzie. Główne fragmenty dokumentu nie sugerują jednak, żeby jastrzębi członkowie mieli wkrótce uzyskać przewagę (Kamil Zubelewicz użył nawet słów „wait-and-sleep” aby opisać nastroje większości Rady). Nie wykluczamy, że w trakcie I kw. pojawi się wniosek o podwyżkę, jednak pierwszy ruch w górę będzie naszym zdaniem miał miejsce w dalszej części 2018 r. Jeśli CPI pójdzie w górę zgodnie z naszymi oczekiwaniami, to jastrzębie mogą nabrać wiatru w żagle, zwłaszcza przy szybkim wzroście płac. Z drugiej strony, jeśli dane o PKB potwierdzą dalsze opóźnienie w odbiciu inwestycji, to trudno będzie przekonać większość członków Rady do głosowania za podwyżkami, przynajmniej na początku 2018 r.

## Rynek walutowy – EURPLN blisko kolejnego wsparcia

**EURPLN poniżej 4,22**

W ostatnich dniach kurs EURPLN przebił dolne ograniczenie przedziału 4,22-4,25, w którym poruszał się od października. Pozytywny nastrój na globalnym rynku (wspierający ryzykowne aktywa) oraz zaskakująca decyzja banku centralnego Węgier (szczególnie w ostatnim akapicie) pchnęły kurs w dół do prawie 4,20, najniższego poziomu od końca lipca. Spadający EURPLN i rosnący EURUSD spowodowały spadek USDPLN do 3,53, najniżej od września. Tymczasem, CHFPLN pozostał w pobliżu 3,62, a GBBPLN nie oddalił się zbyt od 4,74.

EURPLN przebił wsparcie na 4,22 i zbliżył się do kolejnego poziomu ważnego poziomu na nieco poniżej 4,20 wyznaczonego przez lipcowe minimum.

W tym tygodniu poznamy szczegóły wzrostu PKB w III kw. i wstępną inflację za listopad. Odczyt tempa wzrostu PKB nie powinien się istotnie różnić od wstępnego szacunku, a dane o strukturze nie będą raczej wyglądały bardzo jastrzębio (nadal nie widać jednoznacznych sygnałów wyraźniejszego odbicia inwestycji). Listopadowa inflacja zapewne przyspieszyła dość znacznie w stosunku do października, ale jak już pisaliśmy w poprzednich tygodniach, znaczną część z pozytywnych dla złotego informacji z kraju rynek w dużym stopniu już wycenił. Naszym zdaniem, czwartkowe dane nie powinny wywierać dużej presji na spadek EURPLN.

Dodatkowo, ostatnie mocne dane z Europy mogą zwrócić uwagę inwestorów na proces redukowania skali monetarnej stymulacji gospodarki przez EBC, co mogłoby ciężać walutom z regionu CEE.

**Indeksy PMI umacniają euro**

EURUSD rósł trzeci tydzień z rzędu dzięki mocnym danym z Europy (głównie wstępne PMI), głośniejszym wydzwiękowi minutes FOMC i słabszym danym z USA opublikowanym na koniec tygodnia przy obniżonej płynności. W konsekwencji, EURUSD wzrósł do ok. 1,193 przebijając lokalny szczyt na nieznacznie poniżej 1,19 osiągnięty w październiku. Negatywny wpływ informacji o załamaniu rozmów koalicyjnych w Niemczech były chwilowy.

Kurs przebił ważny poziom oporu, co otwiera drogę do dalszych wzrostów w kierunku ok. 1,21, tegorocznego maksimum. W tym tygodniu poznamy dużo danych z USA. Rynek stopy procentowej wycenia już w pełni grudniową podwyżkę stóp Fed o 25 pb, ale w ostatnim czasie dolar był pod presją. Jeżeli dane z USA będą mocne, wtedy EURUSD mógłby się nieco cofnąć po ostatnich wzrostach.

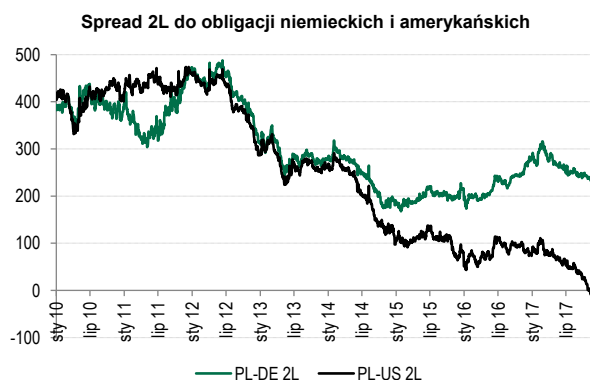
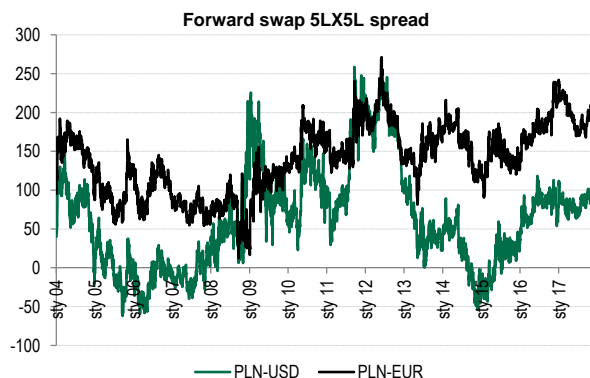
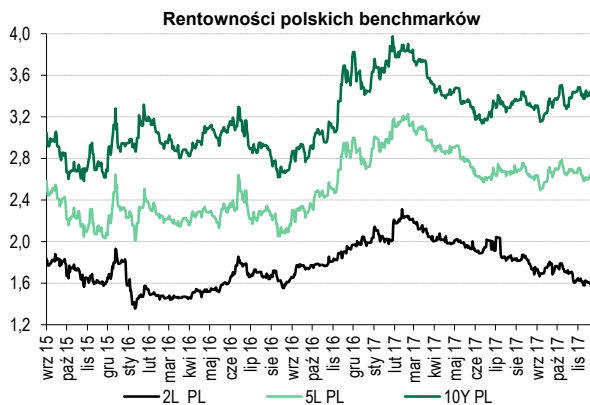
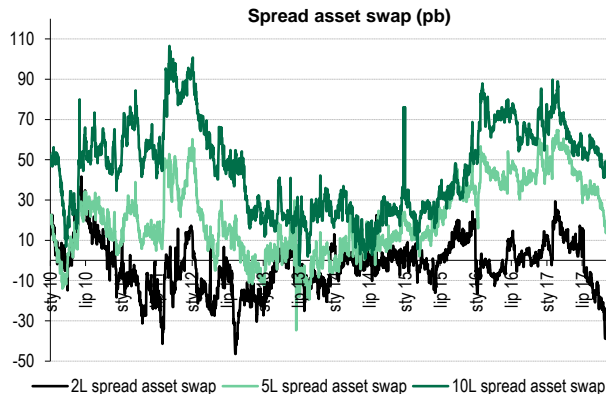
**Forint pod presją po decyzji MNB**

Bank centralny Węgier (MNB) nie zmienił stóp procentowych, główna wciąż wynosi 0,90%, ale podjął działania, które wesprą rynek stałoprocentowych kredytów hipotecznych. MNB będzie w tym celu skupował hipoteczne listy zastawne, co ma na celu obniżenie rentowności na tym rynku i wprowadzi bezwarunkowe transakcje swapowe. Ruch ten wywarł dodatkową presję na węgierską walutę i EURHUF wzrósł przejściowo powyżej 314, najwyżej od połowy kwietnia.

Rubel zyskał do dolara dzięki odbiciu ceny ropy i deprecjacji dolara na świecie. W efekcie, USDRUB spadł do 58,38 z nieco ponad 59,0. Kurs zbliżył się do pierwszego wsparcia i naszym zdaniem potencjał do dalszej aprecjacji rubla jest w krótkim terminie ograniczony.

Czeska korona wznowiła impuls aprecjacyjny do euro i kurs EURCZK spadł poniżej 25,5 i osiągnął 25,4. W tym tygodniu poznamy czeski PKB za III kw. Pierwszy odczyt pokazał dalsze przyspieszenie do 5% r/r z 4,7% r/r w II kw. i jeśli zostanie on potwierdzony, to nie powinien już mieć istotnego wpływu na notowania.

## Rynek stopy procentowej – Obligacji zyskują dzięki niskiej podaży



### 2L ASW spadł do rekordowo niskiego poziomu

▪ Początek poprzedniego tygodnia upłynął pod znakiem wzrostów rentowności krajowych papierów dłużnych. Krzywą wypychał do góry szybki wzrost płac, rekordowo wysoka dynamika produkcji przemysłowej oraz wzrosty dochodowości amerykańskiego długu. Jednak zważywszy siłę i ilość impulsów wzrost krajowych rentowności był stosunkowo mały. W szczytowym momencie krajowa krzywa przesunęła się w górę o 2-4 pb, silniej na długim końcu krzywej. W dalszej części tygodnia mieliśmy do czynienia ze spadkami dochodowości. Były one wywołane powrotem obaw o sytuację polityczną w Europie, słabszymi wskaźnikami wyprzedzającymi inflacji z USA, oraz nadzwyczaj łagodnym wydzwiękiem minutes Fed (opublikowanymi w środę). Końcówka tygodnia to rajd krajowego długu. Najpierw Ministerstwo finansów zapowiedziało ograniczyć maksymalną podaż na aukcji z 8 do 4 mld. Następnie bardzo wysokim popyt na aukcji zbił silnie rentowności. W efekcie mieliśmy do czynienia ze zjazdem krzywej rentowności w skali tygodnia o 12 pb, w długim końcu krzywej, 10 pb w środku i 6 w krótkim końcu. Nieco mniejsze ruchy miały miejsce na krzywej IRS, gdzie zarejestrowaliśmy spadek odpowiednio o 5 i 4 w segmencie 5L i 10L i wzrost o 2 pb w segmencie 2L. W efekcie 2L asset swap spread (ASW) spadł do najniższego poziomu od 2012.

### Aukcja obligacji

▪ Na aukcji Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje łącznie za 4,0 mld PLN, przy popycie na poziomie 13,8 mld. Większość sprzedaży stanowiły papiery zmienno-kuponowe serii WZ1122 (0,98 mld PLN) i WZ0528 (0,94 mld PLN). Wskaźnik bid to cover ratio osiągnął 3,45. Po aukcji MF podało, że sfinansowało 95,5% potrzeb pożyczkowych na ten rok.

### Mocny PMI wypchnie długi koniec w górę

▪ W tym tygodniu czeka nas publikacja pełnych danych o PKB w Polsce, wstępnych danych o inflacji oraz danych PMI. Sądzymy, że solidny odczyt PMI oraz szczegółowe dane PKB wpłyną na dalszą poprawę ocen ryzyka kredytowego dla Polski. Powinno to przełożyć się na dalszy, niewielki spadek marż ASW. Mała skala oczekiwanego przez nas ruchu w dół krzywej ASW to konsekwencja wyceny znacznej części tej poprawy na przestrzeni ostatnich tygodni. Spodziewana kompresja spreadów ASW nie będzie jednak równoznaczna ze spadkiem dochodowości dług. Sądzymy, że solidna konstrukcja PKB, dobre dane PMI i spodziewany wzrost rocznej dynamiki inflacji będzie wypychał środek i długi koniec krzywej w górę w wolniejszym tempie niż oczekiwany przez nas ruch w górę stawek IRS.

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)