

## **Sytuacja polityczna ponownie zyskuje na znaczeniu, Katalonia w centrum uwagi rynków.**

■ W minionym tygodniu na globalnym rynku finansowym przeważały pozytywne nastroje wspierane publikacjami korzystnych danych z gospodarki amerykańskiej i niemieckiej. Czynnikiem niepewności, który ciążył aktywom europejskim, była sytuacja w Katalonii po referendum niepodległościowym. Na tle generalnie pozytywnych globalnych nastrojów rynkowych, słabo zachowywały się polskie aktywa finansowe, w szczególności wyraźny spadek cen odnotowały polskie obligacje skarbowe.

■ Miniony tydzień przyniósł serię pozytywnych danych nt. gospodarki USA (rekordowe odczyty wskaźników koniunktury gospodarczej ISM, silne zamówienia w przemyśle, niższy od oczekiwań deficyt w handlu zagranicznym) oraz ze strefy euro (bardzo silny wzrost dynamiki zamówienia w niemieckim przemyśle). Publikacje te wspierały oczekiwania rynkowe na kontynuację ożywienia aktywności gospodarki globalnej. Koniec tygodnia przyniósł co prawda negatywną niespodziankę w postaci spadku zatrudnienia w gospodarce USA we wrześniu (-33 tys. wobec oczekiwanego wzrostu o 75 tys.). Jednak powszechne przekonanie (na podstawie struktury sektorowej zatrudnienia), że wynik ten był jedynie efektem przejściowym negatywnego oddziaływania huraganów, a przede wszystkim niższa od oczekiwań stopa bezrobocia i wyższa dynamika płac, przyczyniły się do podtrzymania przekonania rynku o utrzymującej się poprawie sytuacji gospodarki USA.

■ Korzystne oczekiwania wobec stanu gospodarki USA stymulowały wzrost indeksów akcyjnych na giełdach w USA, które notowały w minionym tygodniu kolejne rekordy. W skali tygodnia indeks MSCI USA wzrósł o 1,2%. Równolegle, wspierane dodatkowo przez wypowiedzi członków FOMC, ugruntowały się oczekiwania rynkowe, że najbliższa podwyżka stóp Fed nastąpi w grudniu (80% prawdopodobieństwa implikowanego kontraktami rynkowymi). Jednak wobec tego, że już wcześniej rynek z wysokim prawdopodobieństwem dyskontował grudniową podwyżkę stóp (co poskutkowało wzrostem rentowności obligacji USA), ubiegłotygodniowy wzrost rentowności papierów skarbowych był symboliczny – o kilka punktów bazowych.

**BIURO ANALIZ  
MAKROEKONOMICZNYCH**

[bosbank.analizy@bosbank.pl](mailto:bosbank.analizy@bosbank.pl)

**ŁUKASZ TARNAWA**  
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

[lukasz.tarnawa@bosbank.pl](mailto:lukasz.tarnawa@bosbank.pl)

**ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA**  
Ekonomista

+48 515 111 698

[janina.swiatkowska@bosbank.pl](mailto:janina.swiatkowska@bosbank.pl)

■ Przy, podobnie jak w przypadku USA, napływających z Europy korzystnych danych gospodarczych (potwierdzenie wysokich wskaźników PMI, mocne dane nt. zamówień w niemieckim przemyśle), w minionym tygodniu także w przypadku strefy euro dominowały korzystne oczekiwania co do perspektyw gospodarki. Niemniej czynnikiem ograniczającym pozytywny wpływ sytuacji gospodarczej na notowania aktywów europejskich była niepewność dot. rozwoju sytuacji w Katalonii po referendum niepodległościowym. W trakcie minionego tygodnia trwała „próba sił” między władzami centralnymi w Madrycie, a zwolennikami secesji Katalonii. Radykalni zwolennicy niepodległości Katalonii (lewicowa partia CUP) podtrzymali deklarację zwołania w bieżącym tygodniu sesji parlamentu Katalonii w celu ogłoszenia niepodległości przez premiera Katalonii Carlesa Puigdemont’a, z kolei Trybunał Konstytucyjny Hiszpanii wydał orzeczenie zakazujące sesji parlamentu, na której może zostać proklamowana niepodległość regionu.

■ Niepewność co do rozwoju sytuacji w Katalonii poskutkowała kontynuacją osłabienia euro i spadkiem kursu w relacji do dolara w okolice 1,17 USD/EUR wobec 1,18 USD/EUR tydzień wcześniej. Ograniczyła też skalę wzrostu indeksu MSCI EMU, który w skali tygodnia wyniósł zaledwie 0,2% (przy wyraźnym wzroście indeksów w Niemczech i spadkach na giełdach w Hiszpanii i we Włoszech). Równolegle, przy stabilnych rentownościach obligacji niemieckich, wzrósł spread między rentownościami obligacji peryferyjnych, a niemieckimi papierami skarbowymi. Opublikowane w minionym tygodniu zapisy z dyskusji podczas wrześniowego posiedzenia rady EBC wniosły niewiele nowego do oceny perspektywy polityki EBC. Według protokołu podczas posiedzenia omówiono „ogólne kompromisy związane z różnymi scenariuszami dla przyszłej rekaliibracji programu skupu aktywów, a zwłaszcza wybór pomiędzy tempem a przewidywanym czasem trwania”, jednocześnie członkowie rady wyrażali dyskomfort spowodowany bardzo długim okresem, w którym inflacja jest - i oczekuje się, że nadal pozostanie - oddalona od celu EBC.

■ Przy pozytywnych nastrojach dot. perspektywy gospodarki globalnej oraz zejściu na plan dalszy ryzyka geopolitycznego związanego z sytuacją w Korei Północnej, korzystna sytuacja panowała na wschodzących rynkach finansowych. Najsilniejsze wzrosty indeksów giełdowych (ponad 2% w skali tygodnia) notowały rynki, które najwięcej straciły w poprzednim tygodniu – Azja i Ameryka Południowa. Indeks MSCI EM Europe wzrósł wyraźnie skromniej o niespełna 0,8% - zapewne ciążyła mu niepewność w Katalonii, choć należy zaznaczyć, że w poprzednim tygodniu rynek ten był wyraźnie stabilniejszy niż pozostałe rynki regionalne.

■ Wśród wschodzących rynków europejskich wyraźnie słabiej zachowywał się rynek polski, który w minionym tygodniu odnotował spadek notowań aktywów w większości segmentów rynku. Najsilniejsza korekta dotknęła krajowy rynek obligacji – wzrost 10-letnich obligacji skarbowych wyniósł blisko 15 pkt. baz. w okolice 3,50%, osiągając najwyższy poziom od marca br., jednocześnie wyraźnie wzrósł spread między rentownościami polskich papierów, a ich odpowiednikami na rynkach bazowych. Na relatywnie słabym poziomie utrzymywał się kurs złotego, który w relacji do euro pozostawał powyżej poziomu 4,30 PLN/EUR. W warunkach osłabienia euro wobec dolara, miniony tydzień przyniósł dalsze osłabienie złotego wobec amerykańskiej waluty. Na krajowym rynku akcji WIG pozostał niemal niezmienny w skali tygodnia. Relatywną słabość polskiego rynku finansowego można próbować tłumaczyć kombinacją czynników zewnętrznych (Katalonia, nieco większe prawdopodobieństwo podwyżki stóp w USA) i wewnętrznych (oczekiwany w średnim okresie wzrost emisji papierów skarbowych, mniejszy optymizm co do perspektyw OFE i ich polityki inwestycyjnej w przyszłości). Czynnikiem, który w minionym tygodniu pozostał obojętny dla sytuacji na krajowym rynku finansowym było posiedzenie RPP. Rada utrzymała stopy procentowe bez zmian i podtrzymała dotychczasową retorykę. Prezes NBP podtrzymał stanowisko, że opowiada się za stabilizacją stóp procentowych NBP na bieżącym poziomie do końca 2018 r. Wrześniowa niespodzianka inflacyjna, jak wyższa dynamika płać i produkcji nie przyniosły zmiany w ocenie prezesa NBP co do perspektyw polityki monetarnej.

■ W bieżącym tygodniu nadal aktualna dla rynków pozostanie kwestia perspektyw polityki monetarnej w USA - w tym tygodniu oczekiwana jest publikacja zapisu z dyskusji podczas wrześniowego posiedzenia FOMC, oczekiwane są kolejne wystąpienia członków komitetu FOMC, z kolei pod koniec tygodnia zaplanowano publikację danych z USA - nt. wrześniowej inflacji CPI. Niemniej czynnik ten może ustąpić ryzyku politycznemu związanemu z rozwojem wydarzeń w Katalonii.

■ Sytuacja polityczna w Hiszpanii będzie bez wątpienia kluczowa dla europejskich aktywów. Z ostatnich informacji wynika, że posiedzenie katalońskiego parlamentu, na którym ma wystąpić premier Katalonii ma się odbyć w najbliższy wtorek. Oczywiście ewentualna eskalacja konfliktu, z ogłoszeniem niepodległości oraz prawdopodobną reakcją władz centralnych w postaci zawieszenia autonomii Katalonii (uruchomienie art. 155 Konstytucji Hiszpanii) i ryzykiem rozwiązań siłowych, poskutkowałaby wzrostem ryzyka politycznego strefy euro silnym negatywnym na aktywa europejskie (w tym aktywa Europy Środkowo-Wschodniej), a nawet potencjalnym negatywnym

promieniowaniem na globalny rynek finansowy. Z kolei ewentualne oznaki poszukiwania kompromisowego rozwiązania przyniosłyby (przynajmniej okresową) pozytywną reakcję europejskich aktywów, choć wobec braku klarownej ścieżki wyjścia z obecnego sporu (trudność w określeniu rozwiązania kompromisowego akceptowalnego dla obu stron) stan niepewności wokół sytuacji w Hiszpanii może się utrzymywać przez dłuższy czas, ciężąc europejskim aktywom. Póki co ostatnie informacje napływające z Hiszpanii (decyzje dużych korporacji o przeniesieniu siedziby poza Katalonię, masowe weekendowe demonstracje w Barcelonie przeciwko radykalnej opcji secesji) mogą wskazywać na lekki spadek prawdopodobieństwa podążania radykalną ścieżką ogłoszenia niepodległości Katalonii, niemniej niepewność co do ostatecznego rozwoju wydarzeń pozostaje wysoka.

- Na aspekt podwyższonego ryzyka politycznego (m.in. w Europie) wskazywaliśmy od dłuższego czasu uwzględniając go w bazowym scenariuszu rynkowym i naszych prognozach notowań cen instrumentów finansowych, w tym tych notowanych na polskim rynku. Wobec już dotychczasowego silnego napływu kapitału na rynki wschodzące od początku roku, te czynniki ryzyka wskazują na ograniczoną w naszej ocenie przestrzeń do dalszego wyraźnego umocnienia notowań aktywów tych rynkach w średniej perspektywie. Na ryzyko o charakterze politycznym wskazują oprócz wspomnianego rozwoju wypadku w Katalonii, także ubiegłotygodniowy wzrost niepewności co do stabilności brytyjskiego rządu T. May, który w ubiegłym tygodniu osłabił funta.

- Jednocześnie bieżący trend wzrostowy rentowności papierów skarbowych na rynkach bazowych (głównie w USA) za sprawą nasilenia się oczekiwań na szybszą normalizację polityki Fed, przyniósł wzrost rentowności papierów amerykańskich powyżej naszych prognoz. Nie wykluczamy, że w najbliższych tygodniach dotychczasowe tendencje na rynkach bazowych będą kontynuowane (wyższe rentowności / podwyższona zmienność notowań obligacji). Jednocześnie jednak nadal należy wskazać na czynniki, które w naszej ocenie dają przesłanki do oczekiwania, że szybka normalizacja polityki monetarnej Fed nie jest przesądzona. Należą do nich: permanentnie niska inflacja, niepewność co do tempa i skali wdrożenia reformy podatkowej w USA, nierozstrzygnięte kwestii dot. obsadzenia kilku miejsc w Zarządzie Fed oraz FOMC. Biorąc pod uwagę te czynniki oraz nasze ostrożne prognozy dot. średnioterminowych perspektyw inflacji w USA, nadal pozostajemy ostrożni co do skali zacieśnienia polityki pieniężnej Fed w dłuższej perspektywie, co finalnie powinno sprzyjać niższym rentownościom papierów na rynkach bazowych (głównie w USA), m.in. ograniczając presję na dalszy wzrost rentowności polskich papierów skarbowych.

## Dane i wydarzenia w bieżącym tygodniu

### ■ Wskaźnik inflacji CPI we wrześniu – ostateczny szacunek (12 października)

Zakładamy, że GUS podtrzyma wrześniowy wskaźnik CPI na poziomie 2,2% r/r. Prognozując wrześniowy wskaźnik inflacji założyliśmy, że w kierunku wzrostu wskaźnika CPI oddziaływał przede wszystkim wzrost rocznej dynamiki cen żywności do 5,2% r/r będący efektem kontynuacji wzrostu cen żywności przetworzonej, niskiej statystycznej bazy odniesienia w przypadku cen warzyw oraz wyższych cen krajowych owoców w wyniku słabszego tegorocznego urodzaju (majowe przymrozki). Niespodzianka w postaci wyższej wrześniowej inflacji może wskazywać, że ceny żywności wzrosły jeszcze silnie - do ok. 5,5% r/r. Przy takim wzroście cen żywności, względnie stabilnej rocznej dynamice cen paliw oraz nośników energii,  **dodatkowym czynnikiem wzrostu wrześniowej inflacji zapewne był wzrost wskaźnika inflacji bazowej (po wyłączeniu cen żywności i energii) – do 0,9% r/r wobec 0,7% r/r w sierpniu.** Po stronie inflacji bazowej wyższa dynamika cen mogła wynikać z mniejszej od zakładanej przez nas skali spadku cen leków z opublikowanej we wrześniu nowej listy leków refundowanych wobec niskiej bazy odniesienia sprzed roku.

Ostatecznie interesująca będzie diagnoza przyczyn wrześniowej niespodzianki cenowej – kwestia czy narasta presja inflacyjna wynikająca z czynników popytowych, czy też wrześniowy wyższy od oczekiwań wzrost wskaźnika CPI wynika głównie z czynników o charakterze podażowym (żywność) lub regulacyjnym (ceny leków). Jak wskazaliśmy powyżej wyższe prawdopodobieństwo przypisujemy scenariuszowi, że wrześniowy wzrost CPI stymulowany był przez czynniki podażowe. Jeśli tak było w istocie, przy dotychczasowym nastawieniu większości członków RPP, będzie to argument dla Rady, przynajmniej w krótkim okresie, że zacieśnienie polityki monetarnej pozostanie odległą perspektywą.

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń w bieżącym tygodniu

wtorek 10. października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
-	CHN	Podaż pieniądza M2, wrzesień	8,9% r/r	9,0% r/r	-
środa 11. października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
20:00	USA	Publikacja zapisu z dyskusji podczas wrześniowego posiedzenia FOMC	-	-	-
czwartek 12. października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa, sierpień	3,2% r/r	2,6% r/r	-
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Wskaźnik inflacji, wrzesień (ost.)</b>	<b>2,2% r/r (wst.)</b>	-	<b>2,2% r/r</b>
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 07.10	260 tys.	-	-
piątek 13. października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
-	CHN	Eksport, wrzesień	5,6% r/r	9,8% r/r	-
-	CHN	Import, wrzesień	13,5% r/r	15,2% r/r	-
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Wskaźnik inflacji bazowej, wrzesień</b>	<b>0,7% r/r</b>	<b>0,8% r/r</b>	<b>0,9% r/r</b>
14:30	USA	Wskaźnik inflacji CPI, wrzesień	1,9% r/r	2,3% r/r	-
14:30	USA	Wskaźnik inflacji bazowej, wrzesień	1,7% r/r	1,8% r/r	-
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna, wrzesień	-0,2% m/m	1,6% r/r	-
16:00	USA	Indeks nastrojów konsumentów U. Michigan, październik (wst.)	95,1 pkt.	95,0 pkt.	-
poniedziałek 16. października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
03:30	CHN	Wskaźnik CPI, wrzesień	1,8% r/r	-	1,6% r/r

\* mediana ankiety Parkietu dla danych krajowych

## Krajowe dane i wydarzenia makroekonomiczne – październik

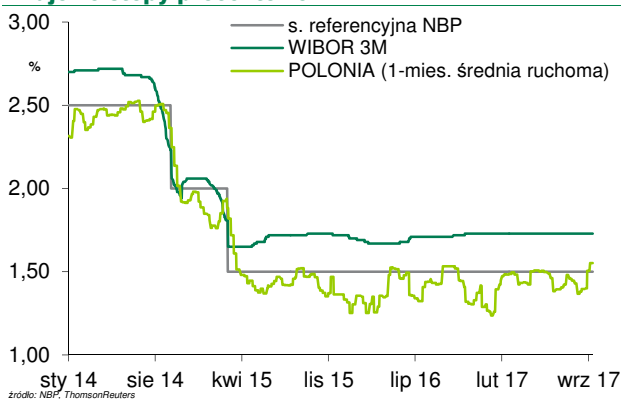
Wskaźnik		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ Bank
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	wrzesień	2.10	52,5 pkt.	53,7 pkt.	
Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej	PL	październik	3-4.10	1,50%	1,50%	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	wrzesień	12.10	2,2% r/r (wst.)		2,2% r/r
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	wrzesień	13.10	0,7% r/r		0,9% r/r
Saldo w obrotach bieżących	PL	sierpień	16.10	-878 mln EUR		-411 mln EUR
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	wrzesień	17.10	4,6% r/r		4,5% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	wrzesień	17.10	6,6% r/r		6,3% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	wrzesień	18.10	8,8% r/r		5,0% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	wrzesień	18.10	23,5% r/r		18,0% r/r
Wskaźnik cen produkcji w przemyśle, PPI	PL	wrzesień	18.10	3,0% r/r		3,2% r/r
Sprzedaż detaliczna (w cenach stałych)	PL	wrzesień	18.10	6,9% r/r		6,2% r/r
Sprzedaż detaliczna (w cenach bieżących)	PL	wrzesień	18.10	7,6% r/r		7,1% r/r
Podaż pieniądza M3	PL	wrzesień	23.10	5,5% r/r		5,7% r/r
Stopa bezrobocia	PL	wrzesień	23.10	7,0% r/r		6,9% r/r
Inflacja CPI (wst.)	PL	październik	31.10	2,2% r/r		-

## Najważniejsze dane i wydarzenia makroekonomiczne z zagranicy – październik

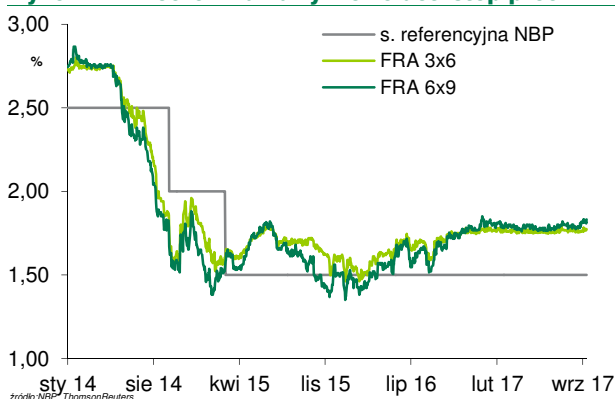
Wskaźnik		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury ISM - przemysł	USA	wrzesień	2.10	58,8 pkt.	60,8 pkt.	
Indeks koniunktury ISM - usługi	USA	wrzesień	4.10	55,3 pkt.	59,8 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	USA	wrzesień	6.10	169 tys.	-33 tys.	
Stopa bezrobocia	USA	wrzesień	6.10	4,4%	4,2%	
PKB	CHN	III kw.	19.10	6,9% r/r		-
Indeks koniunktury PMI - przemysł (wst.)	EMU	październik	22.10	58,1 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI - usługi (wst.)	EMU	październik	22.10	55,6 pkt.		-
Posiedzenie rady EBC	EMU	październik	26.10	0,0% / -0,4% QE bz		0,0% / -0,4% ogłoszenie zmian w QE
PKB	USA	III kw.	27.10	3,1% kw/ kw anual.		-
Wskaźnik PCE inflacji bazowej	USA	wrzesień	30.10	1,3% r/r		-
Wskaźnik inflacji bazowej HICP (wst.)	EMU	październik	31.10	1,1% r/r		-

## Rynki finansowe

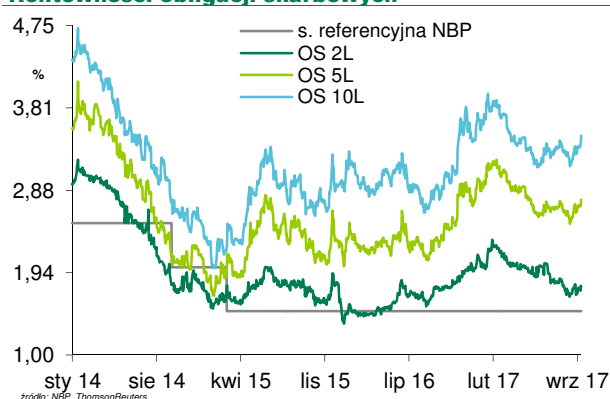
### Krajowe stopy procentowe



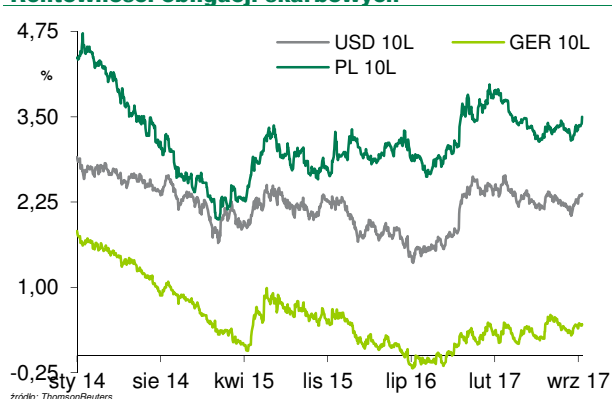
### Rynek FRA - oczekiwania rynkowe dot. stóp proc.



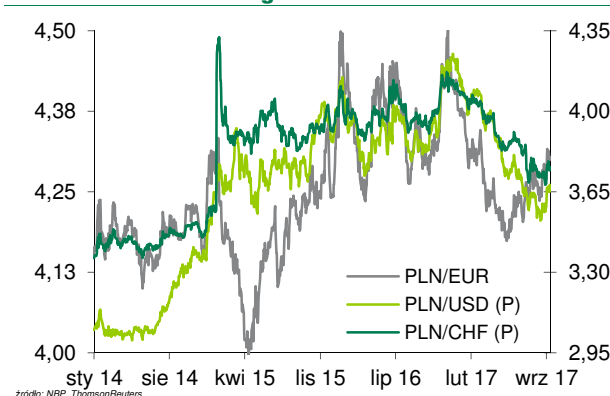
### Rentowności obligacji skarbowych



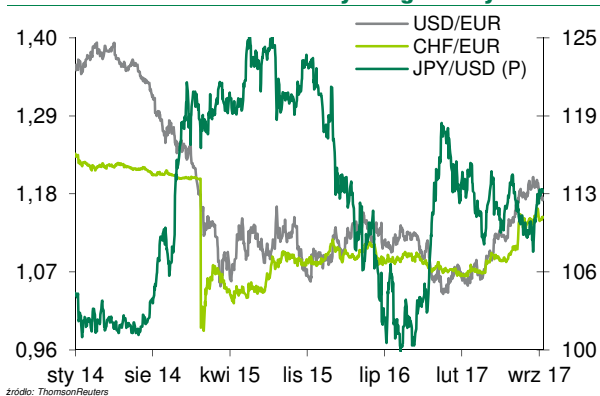
### Rentowności obligacji skarbowych



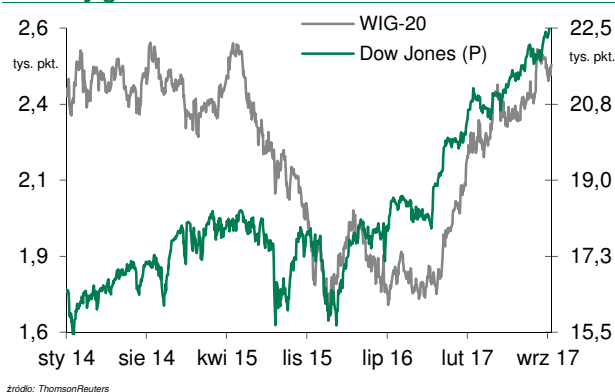
### Notowania kursu złotego



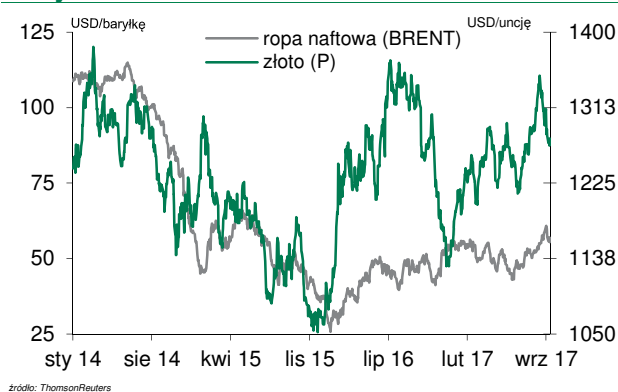
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełdowe



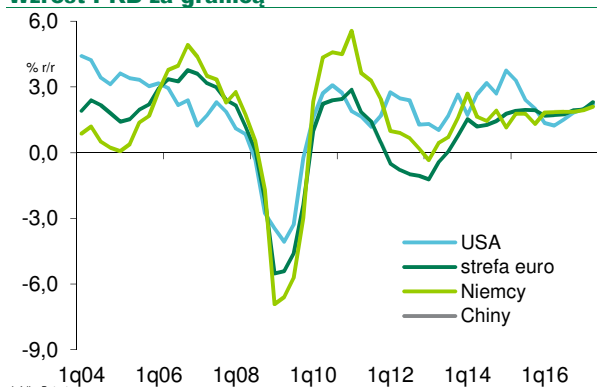
### Ceny surowców



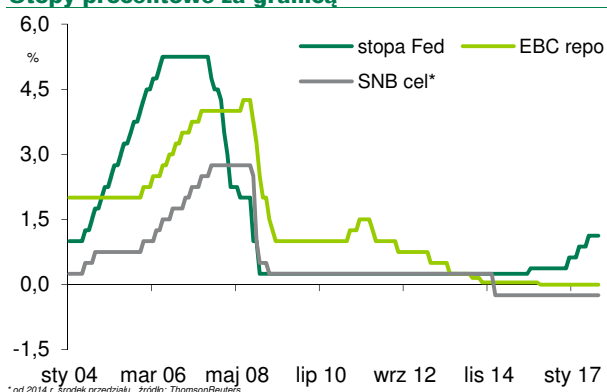


## Sfera realna

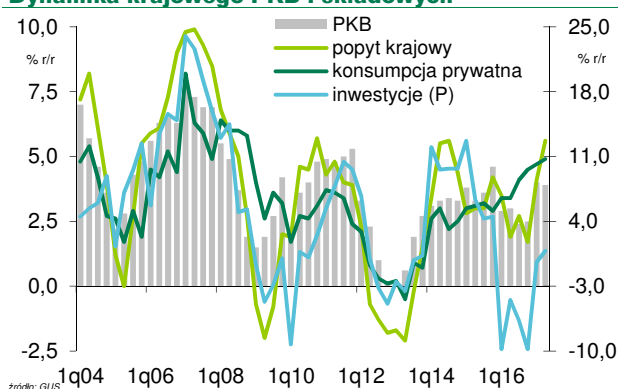
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



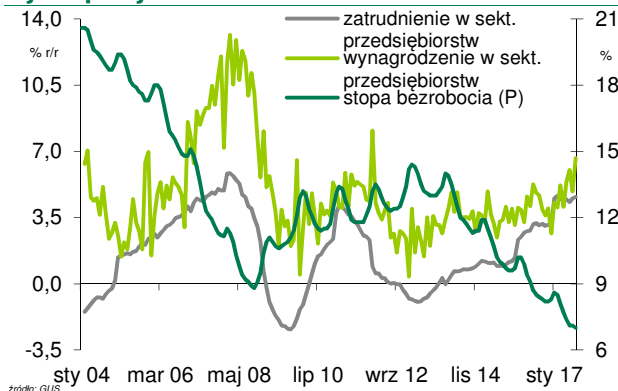
### Dynamika krajowego PKB i składowych



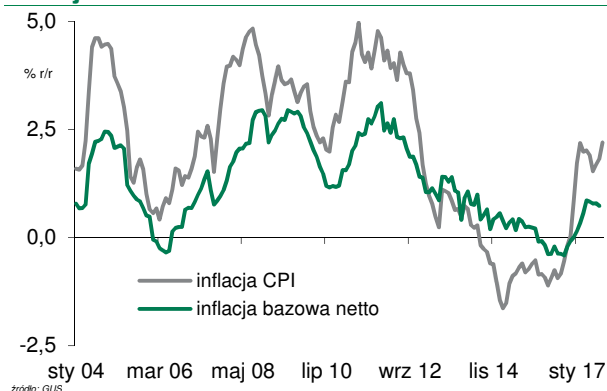
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



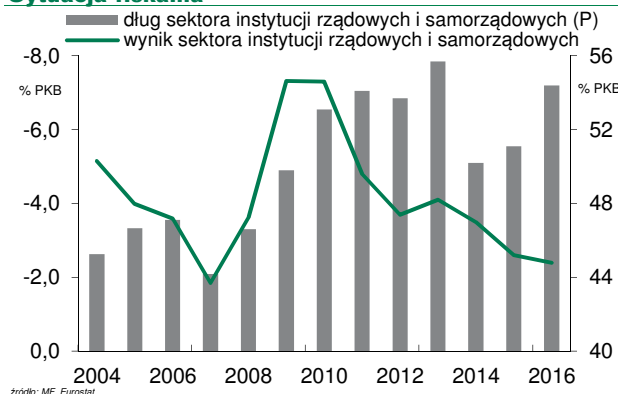
### Rynek pracy



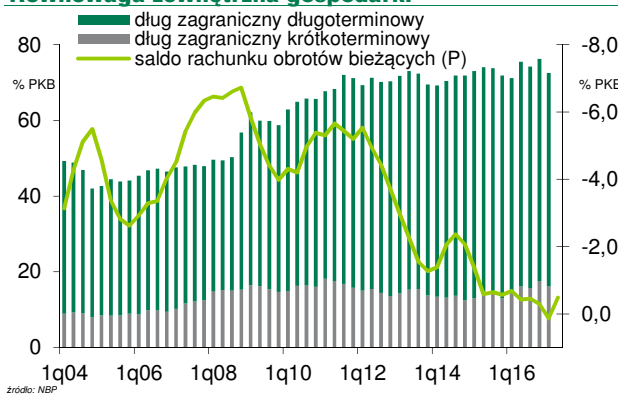
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Rynek finansowy

Wskaźnik		wrz 17	2017-09-29	2017-10-06	paź 17	lis 17	gru 17
Stopa lombardowa NBP	%	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa referencyjna NBP	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Stopa depozytowa NBP	%	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Obligacje skarbowe 2L	%	1,72	1,76	1,77	1,75	1,80	1,85
Obligacje skarbowe 5L	%	2,68	2,70	2,77	2,70	2,75	2,80
Obligacje skarbowe 10L	%	3,35	3,38	3,50	3,35	3,35	3,40
PLN/EUR	PLN	4,31	4,31	4,30	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,65	3,65	3,68	3,60	3,60	3,62
PLN/CHF	PLN	3,76	3,76	3,76	3,74	3,78	3,79
USD/EUR	USD	1,18	1,182	1,174	1,18	1,18	1,18
Stopa Fed	%	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,50
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	1,35	1,40	1,60
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,33	-0,33	-0,33
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	2,35	2,35	2,37	2,25	2,15	2,05
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,46	0,46	0,46	0,45	0,45	0,45

Źródła danych historycznych: NBP, Thomson Reuters

**WAŻNA INFORMACJA:** Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 628 732 450 zł wpłacony w całości.