

# TYGODNIK EKONOMICZNY

14 – 20 grudnia 2015

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (14 grudnia)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,2	-	-0,3
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	X	mln €	-605	-1214	-959
14:00	PL	Eksport	X	mln €	15450	15365	15 059
14:00	PL	Import	X	mln €	15629	15638	14 972
14:00	PL	Podaż pieniądza	XI	% r/r	9,3	9,4	9,2
<b>WTOREK (15 grudnia)</b>							
11:00	DE	Indeks ZEW	XII	pkt	54,1	-	54,4
11:00	PL	Konferencja RPP podsumowująca kadencję					
14:00	PL	CPI	XI	% r/r	-0,5	-0,5	-0,7
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	1,35	-	1,35
14:30	US	CPI	XI	% m/m	0,2	-	0,2
<b>ŚRODA (16 grudnia)</b>							
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	XII	pkt	52,5	-	52,9
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	XII	pkt	52,5	-	52,8
11:00	EZ	HICP	XI	% r/r	0,1	-	0,1
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	XI	% r/r	3,9	3,8	3,3
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	XI	% r/r	1,1	1,2	1,1
14:00	PL	Inflacja bazowa	XI	% r/r	0,3	0,3	0,3
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	XI	tys.	1140	-	1060
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	XI	tys.	1153	-	1161
15:15	US	Produkcja przemysłowa	XI	% m/m	-0,1	-	-0,2
20:00	US	Decyzja FOMC		%	0,50	0,50	0,25
<b>CZWARTEK (17 grudnia)</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	XII	pkt	108,9	-	109,0
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	XI	% r/r	5,7	6,2	2,4
14:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	XI	% r/r	4,6	4,5	3,6
14:00	PL	Produkcja budowlana	XI	% r/r	-3,6	-7,8	-5,2
14:00	PL	PPI	XI	% r/r	-1,9	-2,2	-2,3
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.		-	282
14:30	US	Indeks Philly Fed	XII	pkt	1,5	-	1,9
<b>PIĄTEK (18 grudnia)</b>							
Brak publikacji ważnych danych							

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>

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

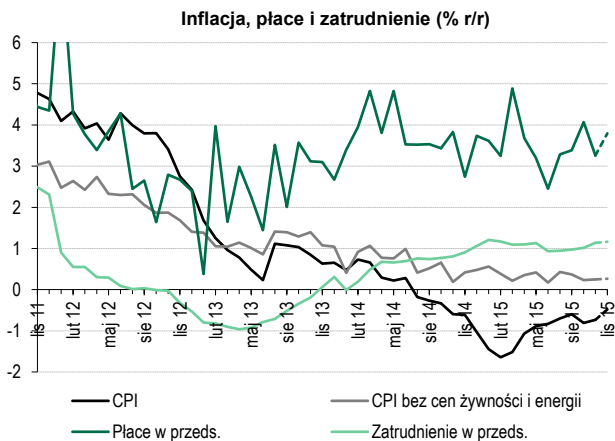
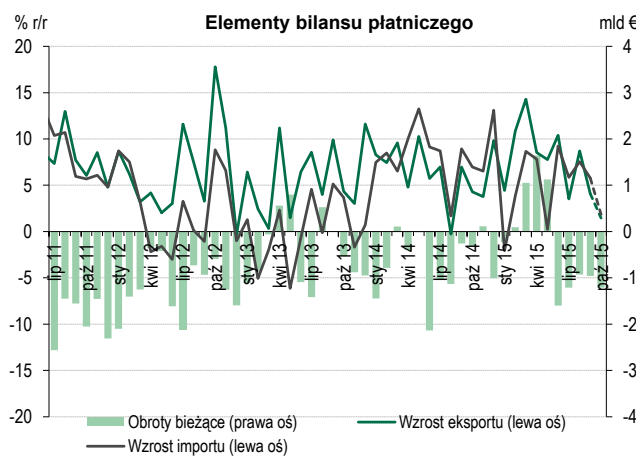
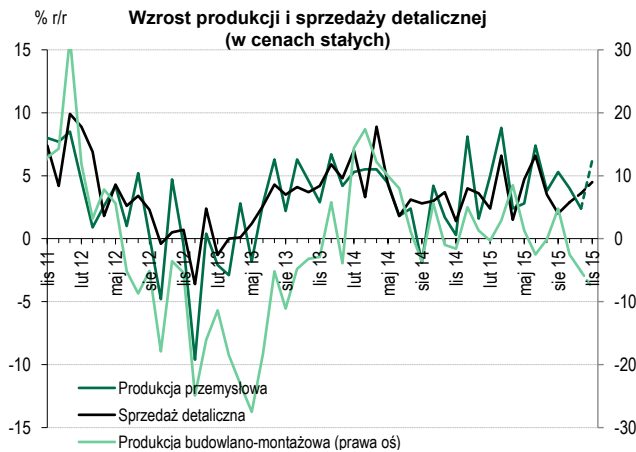
### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia nowego tygodnia – Dużo ważnych danych



■ W kalendarzu na ten tydzień jest dużo ważnych publikacji. Ostatnio inwestorzy skupili się raczej na wydarzeniach politycznych niż danych makro, m.in. w związku z powszechnym przekonaniem, że nowa RPP będzie tak czy inaczej mocno zdeterminowana, aby obniżyć stopy na początku kadencji. Pojawiło się jednak ostatnio kilka informacji, zmniejszających wiarę rynku w szybkie i zdecydowane obniżki stóp: wypowiedź Adama Głapińskiego (uważanego za silnego kandydata na prezesa NBP) o tym, że obniżka stóp byłaby negatywna dla sektora finansowego, wypowiedź Jerzego Żyżyńskiego (wymienianego jako kandydat do RPP), że redukcja o 25pb niewiele by dała gospodarce, czy też kontynuacja osłabienia złotego. Pojawienie się wątpliwości nt. możliwych obniżek może naszym zdaniem zwiększyć istotność krajowych publikacji danych.

■ Dane nt. produkcji i sprzedaży detalicznej za listopad będą ważnymi wskaźnikami nt. koniunktury w IV kw. Naszym zdaniem zarówno produkcja przemysłu, jak i sprzedaż detaliczna pokażą odbicie wzrostu (nasze prognozy powyżej konsensusu), potwierdzające solidny popyt krajowy i zagraniczny na polskie produkty (choć poprawa tempa wzrostu będzie częściowo wynikiem większej liczby dni roboczych). Dynamika produkcji budowlano-montażowej raczej pozostanie słaba.

■ Jeśli chodzi o bilans płatniczy, nasze prognozy wskazują na wzrost deficytu obrotów bieżących w październiku za sprawą pogorszenia salda obrotów towarowych. Eksport i import pokażą raczej słabsze tempa wzrostu pod wpływem mniejszej liczby dni roboczych, ale ogólnie trend w handlu zagranicznym pozostaje naszym zdaniem pozytywny. Dane o handlu zagranicznym opublikowane przez GUS wskazują na ryzyko w górę dla naszych prognoz eksportu. Niemniej, GUS podał tylko skumulowaną wartość obrotów za dziesięć miesięcy roku i na razie nie jesteśmy w stanie powiedzieć, czy dobry odczyt wynika z wyjątkowo silnej poprawy wyników eksportu w październiku, czy z rewizji w górę danych za poprzednie miesiące (co często się zdarza).

■ Inne listopadowe wskaźniki będą raczej mniej istotne dla rynku. Odkąd GUS zaczął publikować wstępne odczyty CPI, dane o inflacji są mniej istotne, chociaż szczegółowe zmiany cen w poszczególnych kategoriach będą interesujące, głównie jeśli chodzi o ceny żywności, które w naszej ocenie będą głównym determinantem inflacji w 2016 r. Inflacja bazowa zapewne pozostała niska w listopadzie.

■ Dane z rynku pracy pokażą kontynuację ostatnich trendów – umiarkowany wzrost płac i niezły wzrost zatrudnienia.

■ Konferencja RPP podsumowująca kadencję raczej nie będzie przełomowym wydarzeniem dla rynku. Najważniejszym wydarzeniem tygodnia będzie decyzja i konferencja prasowa Fed w środę wieczorem.

## Cytat tygodnia – Deficyt w 2016 r. poniżej 3%

**Leszek Skiba, wiceminister finansów, 09.12.2015, PAP**

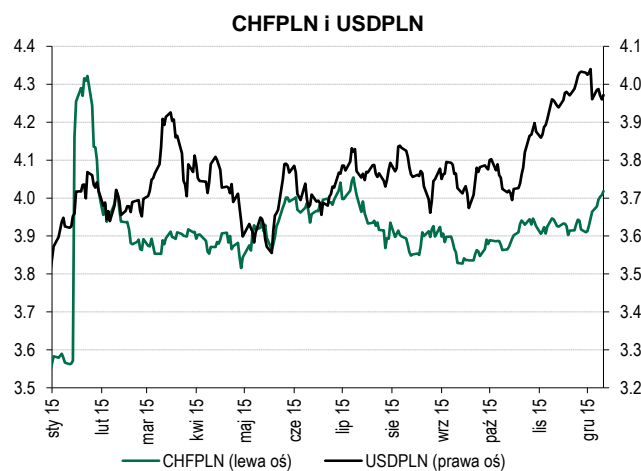
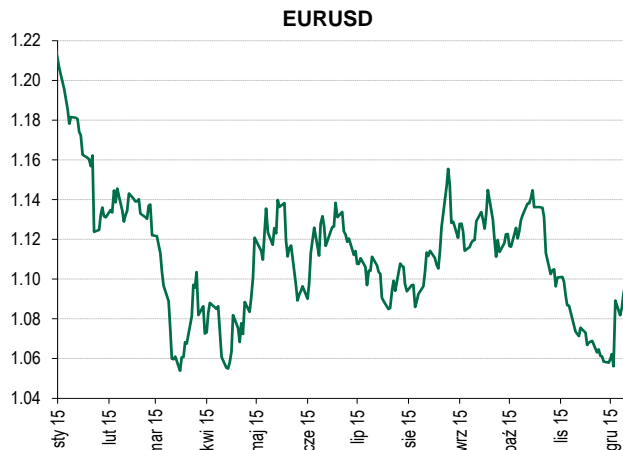
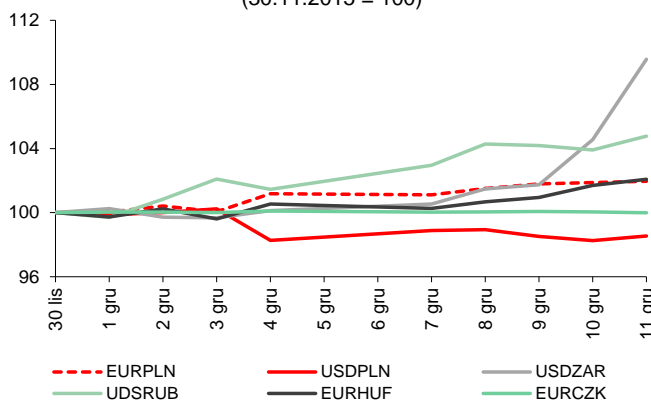
Mamy w tym roku do czynienia z jednorazowym przyspieszeniem sektora [finansów publicznych]. Deficyt zostanie ograniczony w roku '16 poniżej 3 proc. [PKB]. Naszą intencją jest, by Komisja Europejska nie miała żadnych zastrzeżeń.

**Henryk Kowalczyk, szef Komitetu Stałego przy RM, 11.12.2015, PAP**

Kończymy prace nad budżetem na 2016 rok, ten budżet jest już domknięty. Pragnę zapewnić, że nie będzie wzrostu deficytu ponad 3 proc. PKB. Utrzymujemy się w tym limicie, utrzymujemy regułę wydatkową, w drobnej części zmodyfikowaną. We wtorek projekt budżetu wraz z autopoprawką wejdzie pod obrady rządu.

Przedstawiciele rządu podtrzymują swoje twierdzenie, że deficyt finansów publicznych nie przekroczy 3% PKB w 2016 r., tzn. wyniesie maksymalnie ok. 55 mld zł, co jest w zasadzie równe deficytowi budżetu centralnego zaplanowanemu przez poprzedni rząd. Naszym zdaniem jest to możliwe, o ile nowe wydatki związane z realizacją obietnic zostaną obniżone lub wprowadzone później (np. 500 zł na dziecko jest planowane w II kw.) i dzięki nadzwyczajnym wpływom 9 mld zł z aukcji LTE oraz wyższego od planu zysku NBP. Jednak jednorazowe zyski nie sfinansują stałych wydatków w dłuższej perspektywie, zwiększając ryzyko dla deficytu w średnim terminie. Zwłaszcza, że wiarygodność rządu w kwestii wstrzeźliwości fiskalnej jest raczej nieduża po tym jak złagodził on regułę wydatkową w taki sposób, by uzyskać ok. 15 mld zł (ok. 1% PKB) dodatkowej przestrzeni wydatkowej w 2016 r.

## Rynek walutowy – Waluty CEE tracą na wartości przed posiedzeniem FOMC

Waluty wybranych państw rozwijających się  
(30.11.2015 = 100)

## Złoty pod silną presją ...

W minionym tygodniu złoty osłabił się znacząco wobec głównych walut w wyniku złożenia czynników globalnych (m.in. ponownego wzrostu obaw o Chiny, oczekiwania na podwyżki stóp przez Fed) oraz krajowych (obawy o perspektywy polityki fiskalnej, informacji o podatku bankowym). W efekcie EURPLN krótkoterminowo przekroczył poziom 4,35 na koniec tygodnia, najwyższy od końca 2014 r. Złoty stracił dość znacząco również wobec franka szwajcarskiego – kurs wzrósł powyżej 4, po raz pierwszy od lipca.

W tym tygodniu zostanie opublikowanych szereg krajowych danych makro, włączając bilans płatniczy, produkcję przemysłową i sprzedaż detaliczną. W naszej ocenie, miesięczne dane powinny potwierdzić całkiem solidny wzrost aktywności gospodarczej w Polsce, co powinno wspierać krajową walutę. Jednak, największy wpływ na złotego będzie miała decyzja FOMC. Uważamy, że podwyżka FOMC może zostać zinterpretowana jako wotum zaufania dla siły wzrostu gospodarczego w USA i na świecie, wspierając popyt na ryzykowne aktywa, w tym na złotego. W związku z tym oczekujemy odreagowania na PLN po silnym osłabieniu w ostatnich tygodniach. Jednak umocnienie to może być ograniczone przez wysokie ryzyko polityczne.

## ... podobnie jak waluty CEE i krajów rozwijających się

Waluty krajów rozwijających się, włączając kraje Europy Środkowo-Wschodniej (CEE) znalazły się pod silną presją, która nasiliła się po decyzji EBC. Jednak czeska korona i złoty zachowywały się lepiej niż pozostałe waluty CEE. Rosyjski rubel osłabił się znacząco wobec głównych walut głównie w wyniku kontynuacji spadków cen ropy. W konsekwencji USDRUB wzrósł do prawie 70. W tym samym czasie kurs EURHUF wzrósł do prawie 318 na koniec tygodnia. Węgierska waluta była pod presją obaw o dalsze niekonwencjonalne działania banku centralnego mające na celu obniżenie rentowności długoterminowych obligacji i stymulacji tamtejszej gospodarki.

Waluty krajów rozwijających się, w tym CEE pozostaną pod presją w związku ze zbliżającym się terminem posiedzenia FOMC. Do tego czasu wycena tych walut będzie zależała od czynników krajowych, jak np. decyzji banku centralnego Węgier dla forinta czy też cen ropy dla rubla.

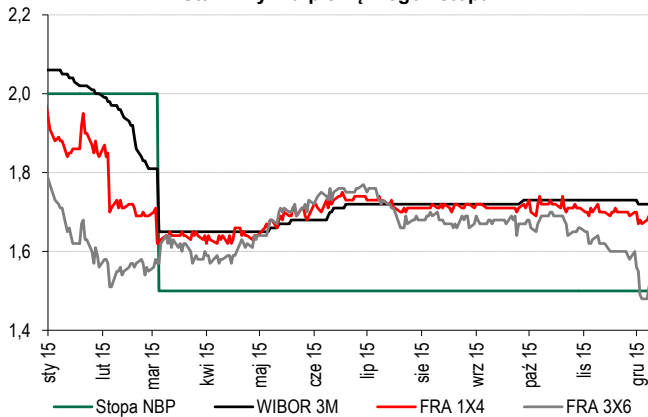
## EURUSD wciąż powyżej 1,09

EURUSD kontynuował trend wzrostowy zapoczątkowany grudniową decyzją EBC. Po raz pierwszy od początku listopada kurs osiągnął 1,104 w wyniku spadków cen ropy i indeksów giełdowych. Jednak wzrost ten był krótkotrwały i EURUSD szybko powrócił poniżej 1,10. Mieszane dane z gospodarki USA nie dały impulsu do odreagowania dla USD.

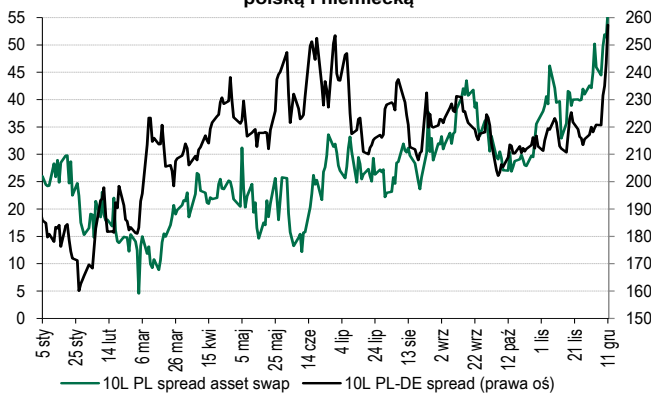
EURUSD utrzymuje się powyżej 1,09, i dalszy wzrost kursu wydaje się być ograniczony przez retorykę przedstawicieli EBC, perspektywy gospodarcze czy też FOMC. W tym tygodniu zostanie opublikowanych wiele istotnych wskaźników makro dla Europy (indeksy ZEW i Ifo dla Niemiec, wstępne indeksy PMI dla sektora przemysłowego krajów strefy euro) i USA (CPI, dane z rynku nieruchomości). Jednakże posiedzenie FOMC będzie kluczowe w tym tygodniu. Powszechnie oczekuje się, że Fed rozpocznie proces normalizacji (prawdopodobieństwo wynosi 80%) po raz pierwszy od ponad 9 lat. W oczekiwaniu na Fed EURUSD powinien wahać się w przedziale 1,08-1,11. Reakcja rynku na decyzję będzie zależała od określenia przez FOMC tempa i skali przyszłego cyklu zacieśniania polityki monetarnej. W krótkim terminie, naszym zdaniem, jest miejsce do spadku EURUSD w kierunku 1,05.

## Rynek stopy procentowej – Niewielki potencjał do spadku stawek

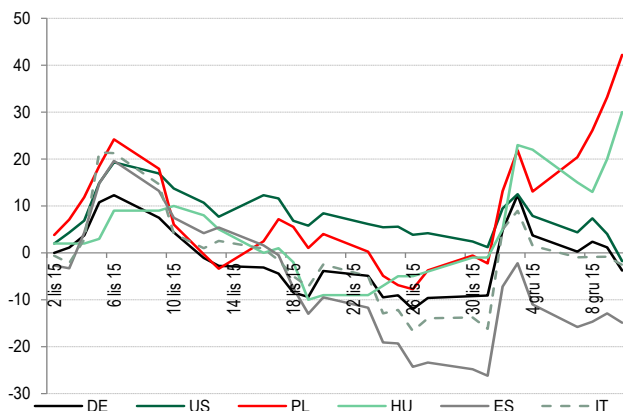
Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



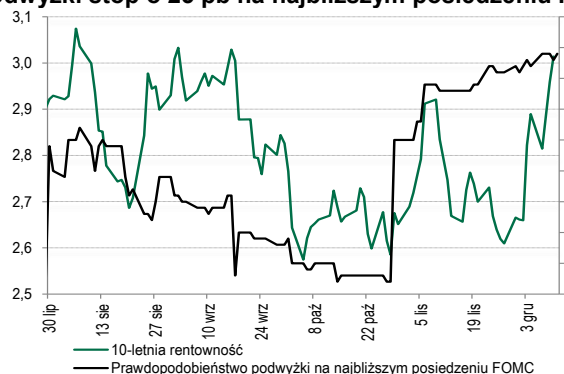
Polski asset swap spread i spread między 10-latką polską i niemiecką



### Zmiana rentowności 10-letnich obligacji od 2 listopada



### Rentowność polskiej 10-latki i prawdopodobieństwo podwyżki stóp o 25 pb na najbliższym posiedzeniu FOMC



### Czynniki zewnętrzne i wewnętrzne pchają stawki w górę...

- Krajowy rynek stopy procentowej wyróżniał się negatywnie na tle rynków bazowych. Polska krzywa obligacyjna przesunęła się w górę o 15-22 pb na fali kontynuacji reakcji na decyzji EBC, perspektywy aukcji długu i ryzyka poluzowania polityki fiskalnej przez nowy rząd. 2-letni IRS wzrósł o 10 pb do ok. 1,65% (najwyżej od końca października), 5-letni o 15 pb do prawie 2,10%, a 10-letni o 11 pb do powyżej 2,50% (w obydwu przypadkach najwyżej od połowy września).
- 10-letni spread do Bunda wzrósł powyżej 250 pb, najwyżej od kwietnia 2014 w wyniku wzrostu 10-letniej rentowności powyżej 3,10%. 10-letni spread asset swap wzrósł do ok. 60 pb, najwyżej od maja 2012.
- Aukcję zamiany obligacji można uznać za całkiem udaną. Ministerstwo Finansów uplasowało dług za prawie 6,7 mld zł. Prawie połowę (3,1 mld zł) pozyskano ze sprzedaży 5-letniego benchmarku PS0421. OK0717 znalazł nabywców za 2,6 mld zł, a DS0726 za 1,0 mld zł.

### ... i raczej małe szanse na odwrócenie trendu

- Poprzedni cykl zacieśniania polityki pieniężnej w USA rozpoczął Alan Greenspan w czerwcu 2004, a ostatnia podwyżka miała miejsce w czerwcu 2006 za prezydentury Bena Bernanke. Od tego czasu skala poluzowania polityki pieniężnej osiągnęła na świecie bezprecedensową skalę. Biorąc pod uwagę długi czas jaki minął od ostatniej podwyżki stóp Fed i obecne uwarunkowania rynkowe, nie widzimy sensu w doszukiwaniu się historycznych analogii i przenoszenia ich na bieżącą sytuację by wywnioskować jak teraz rynek może zareagować na podwyżkę stóp w USA.
- Szanse na podwyżkę o 25 pb są dość wysokie (ok. 80%), ale w przypadku jej dokonania i tak widzimy potencjał na wstępną pozytywną reakcję ryzykownych aktywów i w efekcie osłabienie obligacji. Już od pewnego czasu sugerujemy, że inwestorzy mogą odebrać taką decyzję banku centralnego jako pewnego rodzaju „wotum zaufania” do amerykańskiej i globalnej gospodarki, co może korzystnie wpłynąć na ryzykowne aktywa.
- Reakcja rynku na decyzję FOMC będzie z pewnością w dużym stopniu zależała od „wykresu kropkowego” pokazującego prognozy stóp procentowych członków FOMC oraz konferencji prasowej szefowej Fed. Sądzymy, że FOMC będzie się starał nie wywołać nadmiernej zmienności na rynku, więc jeśli rentowności na rynkach bazowych wzrosną, to skala ruchu nie powinna być znaczna.
- Polskie obligacje radziły sobie ostatnio słabiej niż bazowe i dług państw naszego regionu. Dodatkowa presja ze strony polskiej polityki może się wg nas utrzymać w kolejnych dniach bowiem w tym tygodniu Sejm ma dyskutować nad budżetem na rok 2015 (a może i na 2016) oraz nad podatkiem bankowym.
- Biorąc pod uwagę dane z Polski, nasza prognoza produkcji przemysłowej jest powyżej konsensusu i jeśli się zmaterializuje, to może wywierać dodatkową presję na krótkie końce krzywych razem z ostatnimi zaskakująco niezbyt gołębimi wypowiedziami członków RPP i potencjalnych kandydatów do nowej Rady.
- Ogólnie, widzimy raczej niewielkie szanse na zakończenie najbliższego tygodnia przez rentowności/IRS poniżej bieżących poziomów.

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., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)