

# TYGODNIK EKONOMICZNY

11 – 17 grudnia 2017

Wydarzeniem tygodnia za granicą będzie posiedzenie Fed i kolejna podwyżka stóp procentowych. Ważniejsza nawet od samej zmiany stóp (której prawdopodobieństwo rynek wycenia na niemal 100%) będzie wieczorna konferencja prasowa i oczekiwania członków Fed dot. tempa kolejnych podwyżek. W kalendarzu mamy też posiedzenie EBC, które jednak nie budzi wielu emocji i trochę ciekawych danych, m.in. wstępne PMI w Europie.

W kraju dane o inflacji, z których dowiemy się co stało za mocnym wzrostem CPI w listopadzie do 2,5% r/r (naszym zdaniem głównie ceny żywności i paliw, a inflacja bazowa wzrosła tylko nieznacznie, do 0,9%). Pojawią się też dane o bilansie płatniczym, potencjalnie pozytywne dla złotego (wysoka dynamika eksportu, spora nadwyżka w handlu i na rachunku bieżącym).

Tematem nr 1 w kraju będzie oczywiście polityka. Informacja o zmianie premiera z Beaty Szydło na Mateusza Morawieckiego na razie nie wpłynęła istotnie na rynek, więc wotum zaufania dla rządu tym bardziej wiele nie zmieni. Interesujące będą jednak nominacje ministrów, szczególnie resortów gospodarczych. Naszym zdaniem zmiana premiera nie zmieni istotnie kierunku polityki rządu, choć ogólnie może być lekko pozytywna dla polskich aktywów, ponieważ daje nadzieję na mniej konfrontacyjną postawę wobec UE i lepszą koordynację prac nad niektórymi projektami (np. zmiany w OFE, PPK).

Na aukcji zamiany MF może zaoferować więcej krótkich papierów, po ostatniej informacji o wydłużeniu przeciętnej zapadalności portfela w listopadzie.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS W-WA                        | KRAJ | WSKAŹNIK                   | OKRES |       | RYNEK    | BZWBK | LAST VALUE |
|----------------------------------|------|----------------------------|-------|-------|----------|-------|------------|
| <b>PONIEDZIAŁEK (11 grudnia)</b> |      |                            |       |       |          |       |            |
| 14:00                            | PL   | Inflacja                   | XI    | % r/r | 2,5      | 2,5   | 2,5        |
| <b>WTOREK (12 grudnia)</b>       |      |                            |       |       |          |       |            |
| 11:00                            | DE   | ZEW                        | XII   | pkt   | 88,4     | -     | 88,8       |
| 14:00                            | PL   | Inflacja bazowa            | XI    | % r/r | 0,9      | 0,9   | 0,8        |
| <b>ŚRODA (13 grudnia)</b>        |      |                            |       |       |          |       |            |
| 11:00                            | EZ   | Produkcja przemysłowa      | X     | % m/m | -0,3     | -     | -0,6       |
| 14:30                            | US   | Inflacja                   | XI    | % m/m | 0,4      | -     | 0,1        |
| 20:00                            | US   | Decyzja FOMC               |       | %     | 1,25-1,5 | -     | 1-1,25     |
| <b>CZWARTEK (14 grudnia)</b>     |      |                            |       |       |          |       |            |
| 09:30                            | DE   | Wstępny PMI przemysł       | XII   | pkt   | 62,1     | -     | 62,5       |
| 09:30                            | DE   | Wstępny PMI usługi         | XII   | pkt   | 54,5     | -     | 54,3       |
| 10:00                            | EZ   | Wstępny PMI przemysł       | XII   | pkt   | 59,7     | -     | 60,1       |
| 10:00                            | EZ   | Wstępny PMI usługi         | XII   | pkt   | 55,9     | -     | 56,2       |
| 13:45                            | EZ   | Decyzja EBC                |       | %     | 0,0      | -     | 0,0        |
| 14:00                            | PL   | Saldo obrotów bieżących    | X     | mln € | 147      | 702   | -100       |
| 14:00                            | PL   | Bilans handlowy            | X     | mln € | 609      | 748   | 764        |
| 14:00                            | PL   | Eksport                    | X     | mln € | 17800    | 18478 | 17207      |
| 14:00                            | PL   | Import                     | X     | mln € | 17371    | 17730 | 16443      |
| 14:30                            | US   | Liczba nowych bezrobotnych | tyg.  | tys.  | 240      | -     | 236        |
| 14:30                            | US   | Sprzedaż detaliczna        | XI    | % m/m | 0,3      | -     | 0,2        |
| <b>PIĄTEK (15 grudnia)</b>       |      |                            |       |       |          |       |            |
| 11:30                            | PL   | Aukcja zamiany obligacji   |       |       |          |       |            |
| 15:15                            | US   | Produkcja przemysłowa      | XI    | % m/m | 0,2      | -     | 0,9        |

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 Luźniński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Konrad Soszyński 22 534 18 86

Marcin Sulewski 22 534 18 84

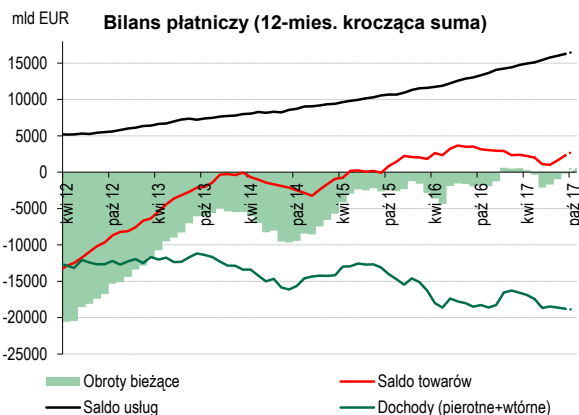
### DEPARTAMENT USŁUG SKARBURU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

## Wydarzenia najbliższego tygodnia – Szczegóły listopadowej inflacji i podwyżka Fed

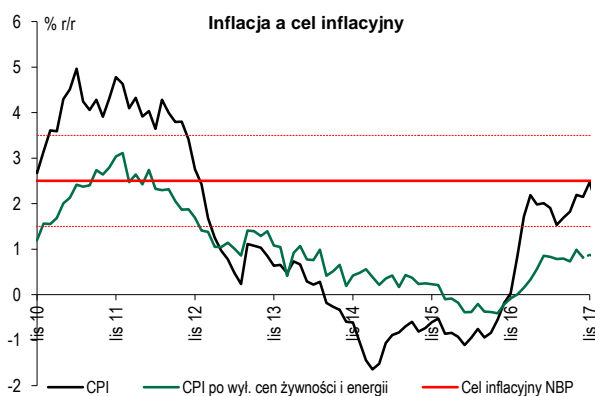


- Tydzień zacznie się od pełnej publikacji nt. CPI za listopad. Wstępny szacunek GUS zaskoczył w górę i po raz pierwszy od pięciu lat inflacja wspięła się do celu 2,5% r/r. Wg nas finalny odczyt nie będzie się różnił od wstępnego i zakładamy, że do przyspieszenia inflacji przyczyniły się ceny żywności i energii. We wtorek NBP pokaże inflację bazową, którą szacujemy na 0,9% r/r (wobec 0,8% w październiku).

- Oceniamy, że wynik na rachunku obrotów bieżących był w październiku drugim najwyższym odczytem w tym roku za sprawą spadku deficytu w dochodach pierwotnych. Dodatni efekt dni roboczych powinien podbić dynamikę eksportu (z 10,2% r/r do 19%) i importu (z 5,7% r/r do 15,6%).

- Fed zapewne podniesie stopy procentowe po raz trzeci w tym roku o 25pb. Dla rynków ważniejsze będzie jak zmieni się wykres ilustrujący preferowaną przez członków dalszą ścieżkę stóp.

## Ostatni tydzień w gospodarce – RPP odporna na dane, wyższe prognozy od Fitch

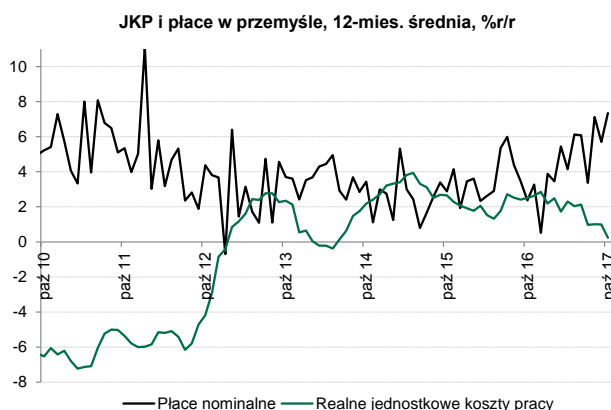


- Rada Polityki Pieniężnej utrzymała główne stopy procentowe bez zmian, jak oczekiwano. Komunikat Rady miał dość gołębi wydźwięk a konferencja jeszcze łagodniejszy. Prezes Glapiński stanowczo powtórzył deklarację, że stopy powinny pozostać bez zmian do końca 2018 r. W jego przekonaniu ostatnie dane (które wg nas były na rękę jastrzębi, nie gołębi w RPP) nie zmieniły tej opinii, lecz ją potwierdziły. Obecni na konferencji Eryk Łon i Rafał Sura podzielili opinię prezesa.

- Wygląda na to, że zwolennicy łagodnej polityki pieniężnej wciąż są w przewadze, i nie mają zamiaru zmieniać stóp w przewidywalnej przyszłości. Wydaje nam się, że bardziej jastrzębi członkowie Rady będą w kolejnych tygodniach jeszcze aktywniejsi w prezentowaniu swoich obaw. Na razie podtrzymujemy opinię, że pierwsza podwyżka stóp nastąpi w II poł 2018 r. Więcej o decyzji RPP w [Komentarzu na gorąco](#).

- RPP obniżyła oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej do 0,5% (z 1,35%) od stycznia. Wg prezesa NBP decyzja miała charakter techniczny.

- Fitch podniósł prognozę PKB dla Polski: dla 2017 r. z 4% do 4,4%, dla 2018 r. z 3,2% do 3,6% i za główne ryzyko uznał niedobór siły roboczej. Fitch spodziewa się w przyszłym roku zacieśnienia polityki pieniężnej o 100 pb (konsensus rynkowy to 25pb) a w 2019 roku o kolejne 50pb. Zdaniem agencji klimat trudniejszych warunków finansowych będzie jedną z przyczyn spowolnienia wzrostu po 2017 roku. W samym IV kw. 2017 r. agencja spodziewa się wzrostu PKB o 3,9% r/, podczas gdy naszym zdaniem przekroczy on ponownie 4% r/r. Ta prezentacja prognoz sugeruje, że zaplanowana na 8 grudnia rewizja ratingu może być neutralna albo agencja w ogóle odstąpi od opublikowania raportu.



## Cytat tygodnia – Mateusz Morawiecki zastąpił Beatę Szydło

### Beata Szydło, premier, Twitter, 8 grudnia

Te dwa lata były dla mnie niezwykłym czasem, a służba dla Polski i Polaków zaszczytem. Dziękuję.

### Beata Mazurek, rzeczniczka Prawa i Sprawiedliwości, PAP, 7 grudnia

Komitet Polityczny w sposób zdecydowany wypowiedział się, by pani premier Beata Szydło pełniła eksponowane stanowisko w rządzie, na którego premiera w tym momencie desygnowaliśmy Mateusza Morawieckiego. (...) W związku z tą sytuacją zarówno w kraju, jak i za granicą, wymagana jest korekta nie tylko poszczególnych stanowisk w rządzie, ale też jego kierownictwa. (...) Zmieniają się ludzie, ale program nie.

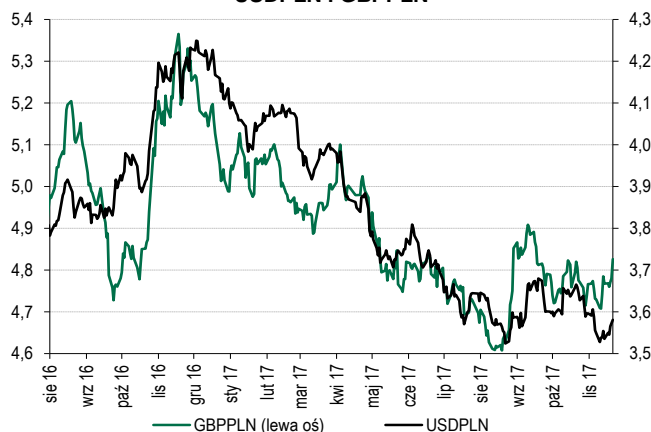
Prezydent Duda przyjął dymisję rządu Beaty Szydło i desygnował na stanowisko premiera Mateusza Morawieckiego. Morawiecki ma teraz zaproponować prezydentowi skład nowego rządu, a potem ma 14 dni na uzyskanie wotum zaufania od Sejmu. Wg mediów skład rządu – poza premierem – ma na razie pozostać prawie bez zmian (możliwe, że Beata Szydło zostanie wicepremierem ds. społecznych), a wymiana ministrów może nastąpić w kolejnych miesiącach. Nie wiadomo na razie kto ma pokierować resortami finansów i rozwoju. Naszym zdaniem zmiana premiera nie zmieni istotnie kierunku polityki rządu, choć może być lekko pozytywna dla polskich aktywów, ponieważ daje nadzieję na mniej konfrontacyjną postawę wobec UE i lepszą koordynację prac nad niektórymi projektami (np. dot. zmian w systemie emerytalnym).

## Rynek walutowy – Czekając na FOMC

EURPLN



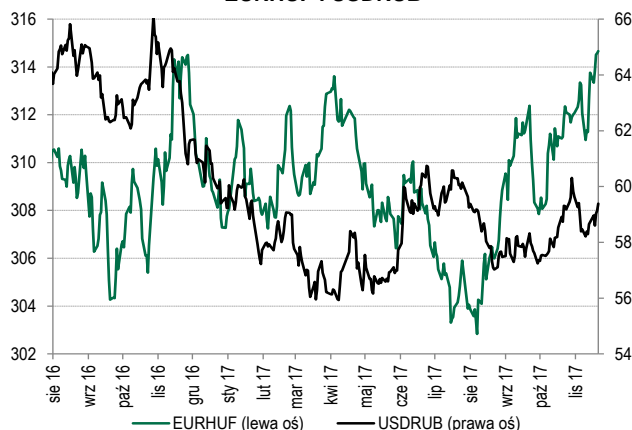
USDPLN i GBPPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



## Polski rynek walutowy wciąż stabilny

EURPLN oscylował wokół 4,21, czyli utrzymał się blisko lokalnego dołka nieco poniżej 4,20. W naszych poprzednich raportach wskazywaliśmy na niską (i spadającą) zmienność na polskim rynku walutowym i teraz mamy kolejny dowód potwierdzający ten stan – zeszlotygodniowy zakres wahań był najmniejszy od grudnia 2013. Nie zanotowaliśmy żadnej trwałej reakcji rynku na gołębią retorykę RPP i na zmianę na stanowisku premiera Polski. USDPLN wzrósł tymczasem do 3,58 z 3,55 (pod wpływem spadku kursu EURUSD), a GBPPLN odbił powyżej 4,83 z 4,74 (w wyniku umocnienia funta po informacjach o postępie negocjacji ws. warunków Brexitu).

Sądzymy, że wynik posiedzenia EBC nie wywoła znacznych zmian na polskim rynku walutowym, ważniejszym wydarzeniem może się okazać decyzja FOMC. Rynek stopy procentowej już wycenił podwyżkę o 25 pb, ale dolar jest teraz słabszy niż był w czerwcu kiedy FOMC ostatni raz podniósł stopy. Uważamy, że wynik posiedzenia FOMC może umocnić dolara, co z kolei byłoby niekorzystne dla walut z rynków wschodzących.

Jeśli chodzi o krajowe wydarzenia, ostatni tydzień potwierdził wg nas, że rynek wycenił już w znacznym stopniu pozytywne sygnały, jakie w ostatnim czasie napłynęły z Polski. Sądzymy, że finalna listopadowa inflacja i zmiany w rządzie powinny być neutralne dla złotego w najbliższych dniach.

## Fed może umocnić dolara

EURUSD spadł drugi tydzień z rzędu zbliżając się do 1,17 z 1,19 na koniec poprzedniego tygodnia. Dolar zyskał w wyniku publikacji niezłych danych z USA i sygnałów dotyczących postępu w negocjacjach nt. reformy podatkowej.

Komisja Europejska oraz Wielka Brytania poinformowały, że osiągnęły porozumienie pozwalające na przejście do drugiej fazy negocjacji w sprawie Brexitu (nt. przyszłych relacji handlowych). Wiadomość ta umocniła nieco funta.

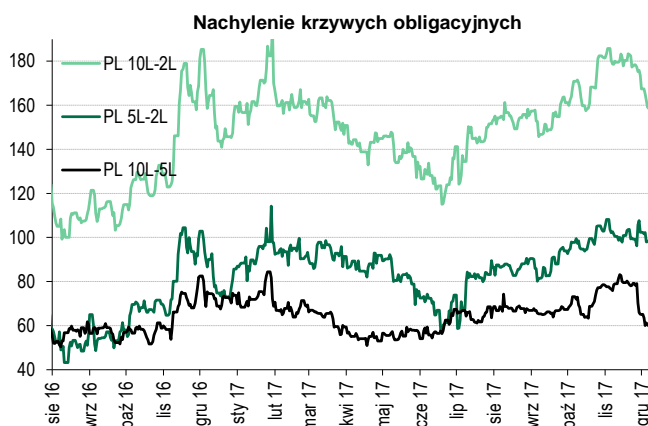
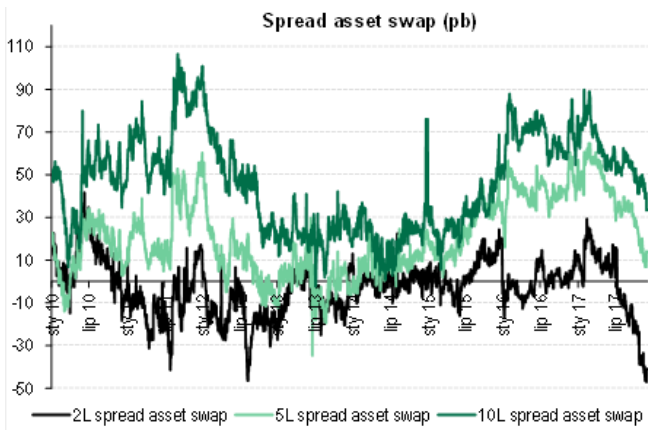
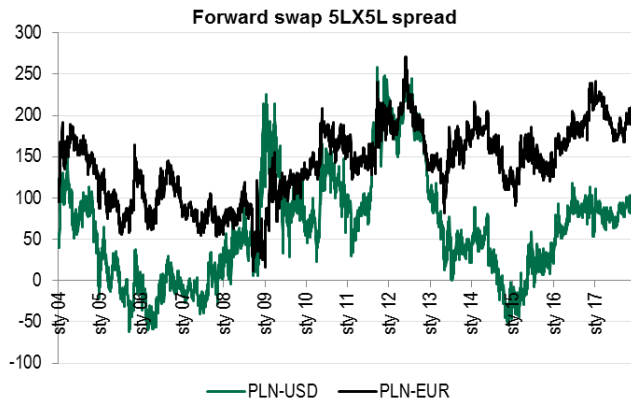
## Forint najslabszy w tym roku

Forint pozostał pod presją do euro i kurs EURHUF wzrósł na chwilę powyżej 315 przebijając tegoroczny szczyt i rosnąc do najwyższego poziomu od końca 2016. Węgierska waluta była w dalszym ciągu pod presją ostatniej decyzji tamtejszego banku centralnego. Dodatkowym impulsem do osłabienia były w tym tygodniu dane o niższej od prognoz inflacji i słabszego wyniku budżetu państwa.

USDRUB wzrósł do prawie 59,4 mimo rosnących cen ropy. Rubel był pod presją gołębiych sygnałów z rosyjskiego banku centralnego i umocnienia dolara na świecie.

Ruch w górę EURCZK zatrzymał się po wypowiedziach kilku czeskich bankierów centralnych, po których na rynek wróciły nadzieje na jeszcze jedną podwyżkę stóp w tym roku. Na koniec tygodnia EURCZK był blisko 25,56 po przejściowym wzroście do ok. 25,7.

## Rynek stopy procentowej – Krzywa ASW i rentowności spłaszczają się



### Ostatni tydzień na rynku długu

Na rynku długu najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia był konferencja Rady Polityki Pieniężnej. Początek tygodnia tak na globalnym, jak i na lokalnym rynku sprzyjał stabilizacji cen długu. Ani dane PMI, ani dane o zamówieniach w przemyśle w USA (słabsze niż oczekiwano) nie wpłynęły na zmiany wycen. Krajowy rynek zagregował dopiero na konferencji RPP. Na konferencji prezes Glapiński potwierdził, że w jego przekonaniu stopy pozostaną na bieżącym poziomie do końca 2018 roku. W reakcji na to krajowa krzywa przesunęła się w dół o 3-4 pb w długim końcu krzywej i 1 pb. w krótkim. W skali tygodnia spadek był większy w segmencie 10L (7 pb.). W segmencie 5L rentowności obniżyły się o 2 pb., zaś w segmencie 2L wzrosły o 2 pb. Dodatkowo spadki długiego końca zostały wsparte przez słabsze dane ISM z USA oraz o produkcji przemysłowej z Niemiec i będące tego pochodną zniżki na rynkach bazowych.

### Aukcja obligacji i Fed w centrum uwagi

W naszym przekonaniu wydarzeniem tego tygodnia dla rynku stopy procentowej będzie aukcja zamiany obligacji i konferencja Fed. Wyniki aukcji powinny „ustawić rynek” na początek przyszłego roku. Sądzymy, że na aukcji zostanie sprzedana większa niż ostatnio ilość najkrótszych papierów (OK0720). Zgodnie z ostatnimi informacjami z Ministerstwa Finansów, średnia zapadalność długu w PLN wynosi 4,51 roku, co daje emitentowi większą elastyczność rozkładu emisji (MF zgodnie ze swoją deklaracją dotychczas dążyło do wydłużenia przeciętnej zapadalności w okolice 5 lat). W konsekwencji spodziewamy się dalszego wzrostu dochodowości na krótkim końcu krzywej w skali 2-5 pb. Wobec braku publikacji ważniejszych danych z Polski, w przypadku pozostałych papierów zadecydują trendy na rynkach bazowych. Tutaj kluczowe będą: środowa konferencja Fed (gdzie podwyżka stóp jest niemal pewna), publikacja danych o sprzedaży detalicznej w USA oraz wstępne dane PMI z Europy. Pierwsze dwa z powyższych wydarzeń powinny umiarkowanie negatywnie wpłynąć na bazowe rynki długu, zaś ostatnie wesprzeć je (oczekujemy nieco niższych odczytów niż listopadowe). W efekcie spodziewamy się obniżenia się krzywej w segmencie 5L-10L 1-2 pb. poniżej bieżących poziomów.

### Krzywa ASW będzie się spłaszczać

Na rynku ASW spodziewamy się nieznacznego spadku na środku i długim końcu. Na krótkim końcu powinniśmy obserwować dalszą dekompresję spreadów wywołaną wyższą podażą krótkich obligacji na aukcji zamiany w piątek.

### Aukcja obligacji

Na aukcji zamiany Ministerstwo Finansów zapowiedziało wystawienie następujących papierów skarbowych: OK0720, WZ1122, PS0123, DS0727, WZ0528.

### W perspektywie końca roku

W perspektywie końca roku możliwe jest nieznaczne przesunięcie krzywej w górę. Naszym zdaniem wpływ na to będą miały dobre dane z krajowej gospodarki za listopad oraz perspektywa zwiększenia podaży długu na początku roku. Jednak ostatnie dane z Europy były słabe, a prognozy dotyczące najbliższych statystyk również są mało optymistyczne, więc skala wzrostów będzie niewielka.

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)