

# Tygodnik ekonomiczny

2 – 8 września 2013

Koniec wakacji nie był udanym okresem dla rynków finansowych. Obawy o możliwą interwencję zbrojną w Syrii, które nałożyły się na oczekiwania na początek końca QE3, wywołały wyraźną przecenę ryzykownych aktywów, w szczególności na rynkach wschodzących. Waluty naszego regionu również znalazły się pod presją, choć ucierpiały w znacznie mniejszym stopniu niż w innych częściach świata (wyprzedaż najbardziej dotknęła waluty Indii i Indonezji, które od początku miesiąca straciły odpowiednio ok. 10% i ok. 7%). Krajowe publikacje danych potwierdziły materializację scenariusza stopniowego ożywienia gospodarczego, które powinno być kontynuowane w kolejnych kwartałach. Jednocześnie, mieliśmy festiwal wypowiedzi członków RPP, których ton był zaskakująco spójny i jasno dawał do zrozumienia, że stopy procentowe pozostaną bez zmian przynajmniej do końca tego roku.

Ponieważ przedstawiciele RPP nie pozostawili wątpliwości, że w najbliższych miesiącach w krajowej polityce pieniężnej nie będzie się wiele działo, najbliższe posiedzenia Rady nie będą wywoływały większych emocji. Znacznie istotniejsze będą decyzje banków centralnych za granicą, w szczególności amerykańskiego Fed, i wszelkie dane, które mogą wpłynąć na oczekiwania dot. terminu i tempa ograniczania QE3. Wśród tych ostatnich na pierwszym planie będą informacje z amerykańskiego rynku pracy. W krótkim terminie o nastrojach inwestorów może przesądzić rozwój sytuacji wokół Syrii.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (2 września)</b>							
	US	Dzień wolny					
3:45	CN	PMI – przemysł	VIII	pkt	50,2	-	47,7
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI – przemysł</b>	<b>VIII</b>	<b>pkt</b>	<b>51,7</b>	<b>51,6</b>	<b>51,1</b>
9:53	DE	PMI – przemysł	VIII	pkt	52,0	-	50,7
9:58	EZ	PMI – przemysł	VIII	pkt	51,3	-	50,3
<b>WTOREK (3 września)</b>							
9:00	CZ	Wstępny PKB	II kw.	% r/r	-	-	-2,4
16:00	US	ISM – przemysł	VIII	pkt	54,0		55,4
<b>ŚRODA (4 września)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		<b>%</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>
9:00	HU	Wstępny PKB	II kw.	% r/r	-	-	-0,9
9:53	DE	PMI – usługi	VIII	pkt	52,4	-	51,3
9:58	EZ	PMI – usługi	VIII	pkt	51,0	-	49,8
11:00	EZ	Drugi szacunek PKB	II kw.	% r/r	-0,7	-	-1,1
20:00	US	Beżowa księga Fed					
<b>CZWARTEK (5 września)</b>							
<b>11:00</b>	<b>PL</b>	<b>Aukcja obligacji OK0116/PS0718 za 4-8 mld zł</b>					
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VII	% m/m	-1,0	-	3,8
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,50	-	0,50
13:00	GB	Decyzja BoE		%	0,50	-	0,50
14:15	US	Raport ADP	VIII	tys.	180	-	200
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	330	-	331
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VII	% m/m	-3,5	-	1,5
<b>PIĄTEK (6 września)</b>							
8:00	DE	Eksport	VII	% m/m	1,0	-	0,6
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	VII	% r/r	-	-	-5,3
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	-0,5	-	2,4
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	VIII	tys.	180	-	162
14:30	US	Stopa bezrobocia	VIII	%	7,4	-	7,4

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

**Maciej Reluga**

Główny Ekonomista 22 586 8363

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

**Piotr Bielski**

Starszy Ekonomista 22 586 8333

**Marcin Sulewski** Analityk

22 586 8342

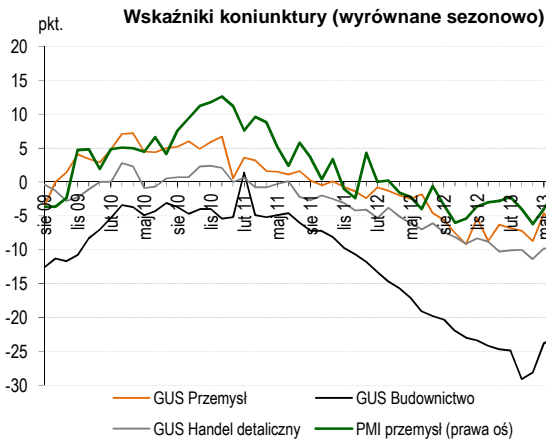
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 586 8341

**Marcin Luziński** Analityk

22 586 8362

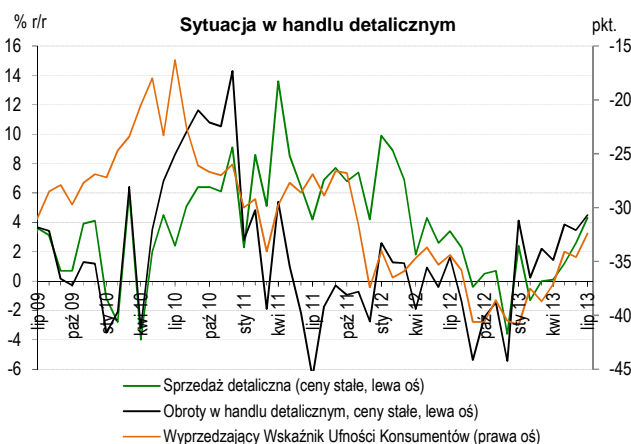
## Wydarzenia nowego tygodnia – PMI ważniejsze od RPP



▪ Sierpniowe indeksy PMI dla polskiego przemysłu będą ważną wskazówką nt. tego, czy ożywienie sygnalizowane przez ostatnie dane makro jest kontynuowane i w jakim tempie. Po mocnym wybiciu w górę indeksu aktywności powyżej 50 pkt. w lipcu, liczymy na umiarkowany dalszy wzrost PMI, za którym będzie stał wzrost produkcji i zamówień (głównie zagranicznych). Takim prognozom sprzyjają wzrosty wstępnych PMI w strefie euro i indeksów koniunktury gospodarczej GUS (wyrównanych sezonowo).

▪ Posiedzenie RPP raczej nie wzbudzi wielu emocji. Po licznych wypowiedziach członków RPP o braku podstaw do tego, aby rozważać zmiany stóp procentowych (w ostatnich dniach wakacji w mediach pojawiły się wywiady z połową składu Rady!), trudno sobie wyobrazić inny scenariusz niż pozostawienie stóp bez zmian przynajmniej do końca tego roku.

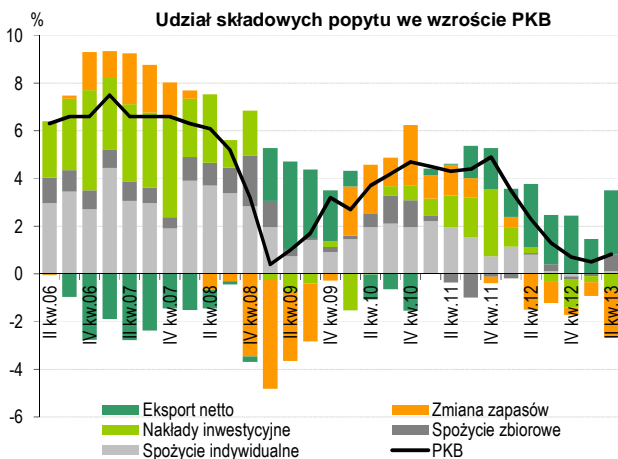
## Ostatni tydzień w gospodarce – Gospodarka odbiła się od dna



▪ Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył w lipcu do 4,3% r/r z 1,8% r/r miesiąc wcześniej i był najszybszy od sierpnia 2012 r. Sygnały ożywienia popytu konsumentów potwierdzają też dane o obrotach w handlu detalicznym – tempo wzrostu tego wskaźnika przyspieszyło do 4,5% r/r, najmocniej od kwietnia 2011 r.

▪ W lipcu stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się do 13,1%. Liczba bezrobotnych była o 7,2% r/r wyższa niż przed rokiem, co stanowi najwolniejszy roczny przyrost w tym roku. Z tytułu podjęcia pracy wyrejestrowano w sumie 111,8 tys. osób, czyli o 22,3% więcej niż przed rokiem.

▪ Dane wskazują, że na początku III kw. konsumenci śmiało sięgnęli do portfeli. Niewykluczone, że jest to związane z lekką poprawą na rynku pracy. Jeśli tendencja ta się utrzyma, to czynników ożywienia gospodarczego, oprócz eksportu netto, stopniowo dołączy popyt krajowy.



▪ Tempo wzrostu gospodarczego w II kw. wyniosło 0,8% r/r. Struktura wzrostu pokazała wciąż dużą słabość popytu krajowego, który spadł o 1,9% r/r (głębiej niż w czterech poprzednich kwartałach). Wynikało to z pogłębienia spadku inwestycji (-3,8%) i zmiany zapasów (negatywny wpływ na PKB o 2 pkt proc.). Konsumpcja prywatna pokazała zaledwie niewielkie odbicie (wzrost o 0,2% r/r). Podobnie jak w poprzednich kwartałach, eksport netto pozostał motorem wzrostu (wpływ na PKB +2,5 pkt proc.).

▪ Ogólnie dane o PKB za II kw. dobrze wpisują się w zakładany przez nas od dłuższego czasu scenariusz stopniowego odbicia, głównie za sprawą eksportu. Po serii dobrych pierwszych danych z III kw. widzimy ryzyko w górę dla naszych szacunków tempa wzrostu gospodarczego na kolejne kwartały – w III kw. może być wyraźnie wyższe niż 1%, a w IV kw. może nawet przekroczyć 2%.

## Cytat tygodnia – Brak podstawy do jakichkolwiek ruchów

**Elżbieta Chojna-Duch, członkini RPP, 28.08, PAP**

Realna stopa, czyli różnica między inflacją, a naszą stopą, powinna wynosić około 1 pkt proc.

**Jan Winiński, członek RPP, 28.08, PAP**

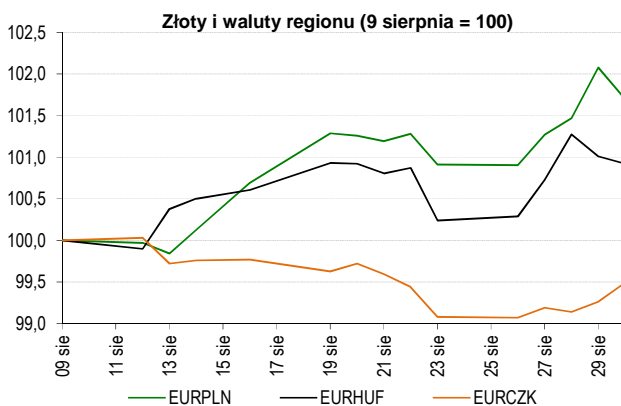
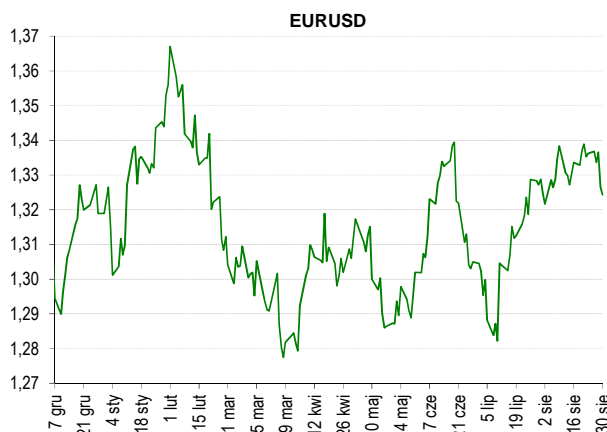
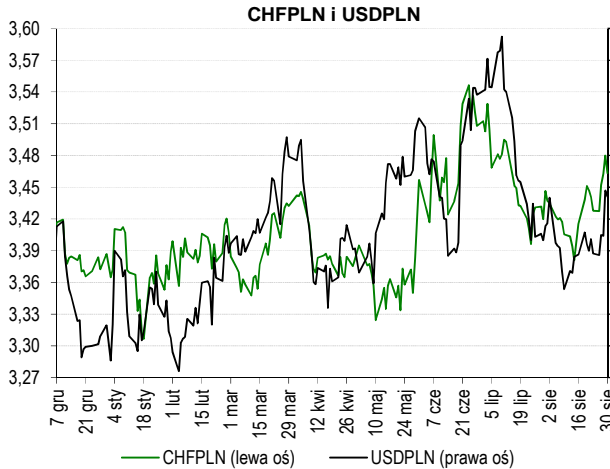
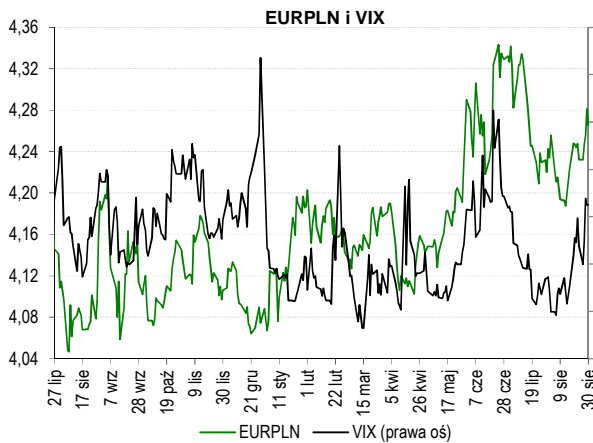
W najbliższej perspektywie nie widzę podstawy do jakichkolwiek ruchów.

**Zyta Gilowska, członkini RPP, 29.08, Reuters**

W tej chwili stopy procentowe są w Polsce na rekordowo niskim poziomie. Warto poczekać na ich dobry wpływ na gospodarkę. Nie wolno 'wachtlować się stopami procentowymi', polityka pieniężna wymaga dużej roztropności.

Ostatni tydzień był dość obfity w wypowiedzi członków RPP. Jest to o tyle dziwne, że członkowie tego ciała są przecież objęci nieformalnym zakazem komentowania perspektyw polityki pieniężnej na tydzień przed posiedzeniem. Treść wypowiedzi nie wnosi niczego nowego, jeśli chodzi o ocenę przyszłej polityki RPP – stopy pozostaną bez zmian w najbliższym czasie, prawdopodobnie do końca tego roku. W wypowiedzi Elżbiety Chojny-Duch znowu pojawił się wątek realnych stóp procentowych – wg niej różnica między inflacją a stopą nominalną powinna wynosić ok. 1 pkt proc. Jeśli CPI będzie rósł zgodnie z naszymi oczekiwaniami, to przy przyjęciu takiej reguły w polityce pieniężnej, przestrzeń do podwyżek pojawiłaby się już na początku 2014 roku.

## Rynek walutowy – RPP w cieniu informacji z USA i Syrii



## Złoty najstabszy od połowy lipca z powodu Syrii

▪ Panująca na początku tygodnia na globalnym rynku wysoka awersja do ryzyka wywierała wyraźną presję na złotego. Kurs EURPLN przebił testowany dwukrotnie w poprzednim tygodniu opór na 4,26 i impuls wzrostowy zatrzymał się na niemal 4,30 (najwyższym poziomie od połowy lipca). Na koniec tygodnia odnotowano odoreagowanie do ok. 4,26 dzięki spadkowi obaw o interwencję militarną w Syrii.

▪ Krajowa waluta była także przejściowo najstabsza od połowy lipca do dolara, franka szwajcarskiego i funta.

▪ Wydarzenia globalne pozostaną głównym czynnikiem, które wpływają na złotego. Wydzwięk posiadzenia RPP nie powinien wnieść wiele nowego, istotniejsze będą dane z USA i wieści nt. Syrii. W kolejnym akapicie wskazujemy, że w przypadku pozytywnych niespodzianek zza oceanu jest duża przestrzeń do spadku kursu EURUSD, co może negatywnie wpływać na złotego.

▪ Osiągnięty w minionym tygodniu poziom prawie 4,30 to obecnie pierwszy ważny opór dla EURPLN. Jego przebicie otworzyłoby drogę do 4,34. Wsparcie do 4,25 (kolejne na 4,22).

## EURUSD mocno w dół, inwestorzy uciekają do dolara

▪ Obawy o eskalację konfliktu w Syrii skłoniły inwestorów do zwiększenia zaangażowania w dolara kosztem euro. Napływ kapitału w kierunku bezpiecznych aktywów zainicjował całkiem dynamiczny spadek EURUSD. Wsparciem dla dolara były też lepsze od prognoz dane o amerykańskim PKB w II kw. Dzięki temu, kurs spadł na koniec tygodnia do prawie 1,32, istotnego wsparcia na wykresie dziennym oraz najniższego poziomu od połowy sierpnia.

▪ Nadchodzący tydzień, choć może zacząć się nieco ospale w związku z zamkniętym w poniedziałek rynkiem w USA, może obfitować w spore wahania. Na początku miesiąca, w którym Fed może zdecydować o rozpoczęciu ograniczania rozmiarów pieniężnej stymulacji gospodarki, opublikowane zostaną dane o aktywności w przemyśle i bardzo ważny miesięczny odczyt z rynku pracy. Lipcowy indeks ISM sprawił bardzo pozytywną niespodziankę, za to przyrost zatrudnienia poza rolnictwem był w poprzednim miesiącu nieznacznie mniejszy niż oczekiwano.

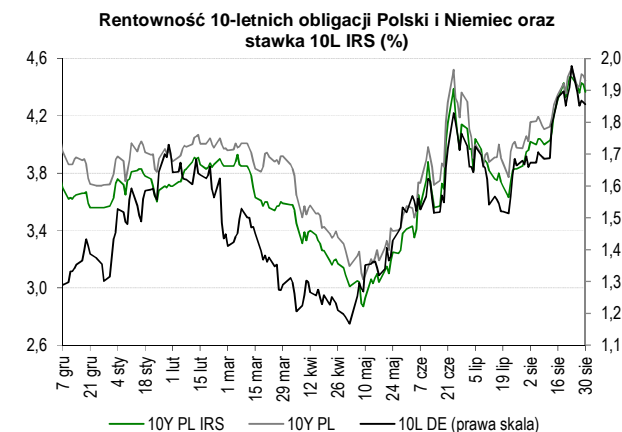
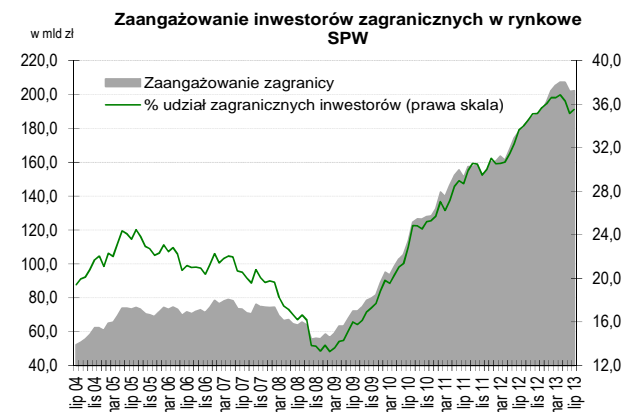
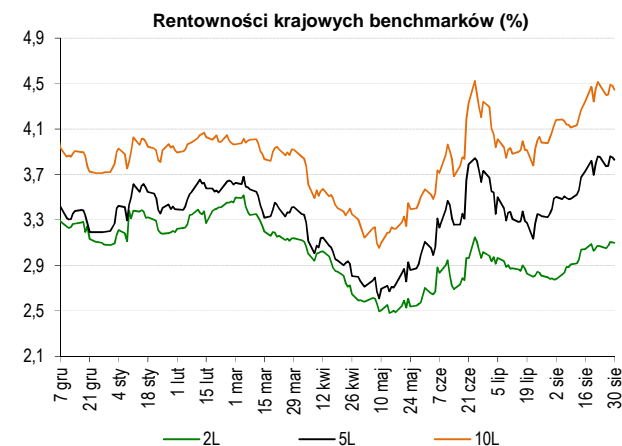
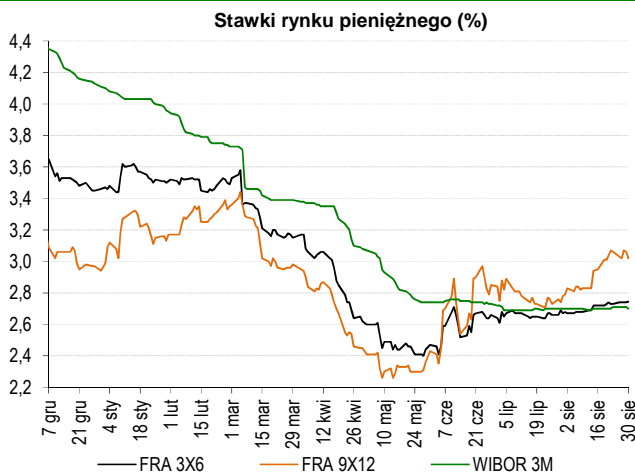
▪ Dzięki publikowanym w ostatnich dwóch miesiącach danym z Niemiec, euro odrobiło straty poniesione w relacji do dolara po tym jak Bernanke po raz pierwszy zasugerował możliwość ograniczenia QE3 w tym roku (EURUSD wzrósł z 1,275 do ok. 1,34). Jeżeli najbliższe dane z USA przekroczą prognozy, wówczas będzie całkiem duża przestrzeń dla tego, aby rynek ponownie zaczął agresywnie wyceniać ograniczenie QE pod koniec września. Wsparcie i opór dla EURUSD to 1,32 (kolejne to 1,31), opór to ok. 1,34.

## Forint traci, korona zyskuje w okresie awersji do ryzyka

▪ Podobnie jak w poprzednich okresach podwyższonej awersji do ryzyka, także i w ubiegłym tygodniu korona czeska radziła sobie w stosunku do euro wyraźnie lepiej niż złoty oraz forint. W kulminacyjnym momencie forint tracił ok. 2% do euro (kurs EURHUF osiągnął tymczasowo 303,3, najwyższej od początku kwietnia, wobec 297,2 na początku tygodnia), a złoty 1,8%. EURCZK spadł natomiast na początku tygodnia do 25,57 i następnie odbił do 25,72 w okresie stabilizacji nastrojów. W tygodniowym rozrachunku złoty stracił ok. 1%, forint ok. 1,2%, a korona 0,2% do euro.

▪ Oprócz czynników globalnych (Syria, dane z USA), istotne dla notowań forinta i korony będą rewizje danych o PKB. Dla Czech pierwszy szacunek danych za II kw. były nieco lepsze od oczekiwanych (-1,2% wobec -1,4%). Nadal widzimy potencjał do osłabienia forinta do euro (EURHUF w kierunku 307), kurs EURCZK waha się natomiast nadal w przedziale 25,45-26,1.

## Rynek stopy procentowej – Pod wpływem oczekiwań na działania Fed



## Rynek pieniężny dość stabilny...

▪ Sytuacja na rynku pieniężnym nie uległa większym zmianom. Stawki WIBOR pozostały względnie stabilne; w skali tygodnia stawka 1M spadła o 1 pb, podczas gdy stawki 6M i 12M wzrosły o 1 pb.

▪ Nieco większą zmiennością, podobnie jak i w poprzednich tygodniach charakteryzowały się stawki FRA. Wzrost obaw o interwencję militarną w Syrii spowodowała wzrost stawek na dłuższe tenory – FRA9x12 wzrosła w kierunku 3,10%, choć poziom ten nie był testowany. Warto zauważyć, że od połowy sierpnia FRA9x12 stabilizuje się nieco powyżej 3%, co sugeruje zakotwiczenie się oczekiwań na pierwszą podwyżkę stóp w perspektywie 9 miesięcy.

## ... większa zmienność na rynku obligacji i IRS

▪ W minionym tygodniu nastroje inwestorów na krajowym rynku obligacji i IRS były pod wpływem doniesień z Syrii. Wzrost ryzyka interwencji militarnej w tym kraju spowodował wyprzedzą na krajowym rynku długu, ale również innych ryzykownych aktywów. W efekcie rentowność 10-latkki wzrosła w kierunku 4,50% (tygodniowe maksimum wyniosło 4,49%), a 10-letnia stawka IRS wzrosła do około 4,45%.

▪ Sektor 5 lat (zarówno obligacyjny, jak i IRS) zachowywał się nieco gorzej niż krótki koniec krzywej. W efekcie spread 2-5 lat rozszerzył się, co doprowadziło do wystromienia krzywych. Koniec tygodnia przyniósł nieznaczne odreagowanie na rynkach, gdyż ryzyko interwencji militarnej w Syrii znacząco spadło po deklaracji Wielkiej Brytanii.

▪ Lipiec, zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami przyniósł wzrost zaangażowania inwestorów zagranicznych (do nieco powyżej 202 mld zł). W skali miesiąca przyrost wyniósł tylko 0,35 mld zł. Biorąc pod uwagę wyniki sierpniowej aukcji krajowej 2-latkki sądzimy, że po sierpniu zaangażowanie zagranicy wzrosło wyraźniej. We wrześniu Ministerstwo Finansów zaoferuje na regularnej aukcji (05.09) obligacje OK0116/PS0718 o wartości 4-8 mld zł. W tym miesiącu odbędzie się również aukcja zamiany (25.09), na której resort zamierza odkupić obligacje DS1013 i OK0114.

## Publikacja danych makro kluczowa dla rynków

▪ W tym tygodniu uwagę inwestorów będą przyciągały publikowane dane makroekonomiczne. Z krajowych poznamy indeks PMI dla sektora przemysłowego. Oczekiwany przez nas wzrost indeksu może stanowić impuls do wzrostu stawek FRA na dłuższe terminy, ale również przeceny obligacji i IRS (głównie na krótkim końcu krzywej).

▪ Uspokojenie nastrojów wokół Syrii spowoduje, że uwaga rynków ponownie przesunie się w kierunku Fed i oczekiwań na jego przyszłe decyzje (posiedzenie FOMC odbędzie się w dniach 18-19 września). W tym kontekście kluczowe dla rynku będą dane z rynku pracy w USA za sierpień. Znacząca poprawa sytuacji na amerykańskim rynku pracy może na nowo wzmocnić oczekiwania, że Fed we wrześniu ogłosi ograniczenie skupu aktywów. Materializacja takiego scenariusza byłaby czynnikiem negatywnie oddziałującym na długi koniec krajowej krzywej.

▪ W cieniu danych makro mogą przebiegać posiedzenia banków centralnych; w środę RPP, w czwartek Banku Anglii i EBC. Powszechnie oczekuje się, że parametry polityki monetarnej nie ulegną zmianie. W komunikacie do decyzji RPP inwestorzy będą poszukiwali odpowiedzi na pytanie o ścieżkę stóp w średnim terminie biorąc pod uwagę ostatni wzrost inflacji CPI i sygnały ożywienia. W naszej ocenie Rada nie da żadnych wyraźnych sygnałów. Natomiast podtrzymanie łagodnego stanowiska w polityce monetarnej przez Bank Anglii i EBC (poznamy nowe projekcje CPI i PKB dla strefy euro) może poprawiać ogólne nastroje rynkowe.

---

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, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl