

# Tygodnik ekonomiczny

9 – 15 września 2013

Przełomowym dniem minionego tygodnia dla krajowego rynku była środa, kiedy to Premier Donald Tusk ogłosił zmiany w funkcjonowaniu OFE. Przeniesienie części obligacyjnej do ZUS i dobrowolność przyszłych składek do OFE wywołały silną przecenę na warszawskiej giełdzie i dynamiczne osłabienie polskich obligacji. Inwestorzy obawiali się, że z rynku długu zniknie jego drugi największy (po zagranicy) gracz, co zmniejszy znacząco płynność tych instrumentów. Spadki cen akcji (WIG20 notował przez chwilę dwudniowy spadek o prawie 10%) wspierane były przez ryzyko, że po planowanych zmianach potencjał OFE do kupna akcji będzie mniejszy niż obecnie (nieznana liczba osób, które zostaną w starym systemie, dodatkowa niepewność odnośnie tzw. suwaka bezpieczeństwa – stopniowe przenoszenie oszczędności z OFE do ZUS rozpoczęte na 10 lat przed emeryturą). Brak przedstawienia szczegółów propozycji rządowej był z pewnością czynnikiem zwiększającym niepewność na rynkach i wyprzedaż aktywów. Dopiero po tej reakcji rynku napłynęły kolejne informacje, np. dotyczące szacowanej przez MF skali napływu netto środków z OFE na giełdę w przyszłym roku. Sytuacja na rynkach obligacji i akcji wywarła negatywną presję na złotego – EURPLN przekroczył na chwilę 4,31.

Posiedzenia RPP i EBC nie przyniosły nowych informacji. RPP umieściła w komunikacie zapowiedź z lipca i powtarzaną od tego czasu przez członków Rady o tym, że stopy procentowe pozostaną stabilne przynajmniej do końca roku. EBC utrzymał gołębi ton komunikatu oraz podtrzymał deklarację o utrzymaniu stóp procentowych na obecnym lub niższym poziomie tak długo jak będzie to konieczne. Dane z amerykańskiego rynku pracy okazały się słabsze od oczekiwań, co przyniosło na koniec dnia osłabienie obaw dot. wyniku najbliższego posiedzenia Fed. Dzięki temu nastąpiło odreagowanie również na krajowym rynku długu i stopy procentowej.

W tym tygodniu rozpoczynają się publikacje oficjalnych danych makro w kraju. O ile dane o bilansie płatniczym powinny być pozytywne dla złotego, inflacja (o ile nie zaskoczy), będzie raczej neutralna dla rynku stopy. W najbliższych dniach amerykański Kongres będzie głosował nad poparciem dla interwencji w Syrii i kwestia ta może ponownie być kluczowym czynnikiem dla nastrojów na świecie. Na tydzień przed posiedzeniem Fed na pierwszy plan mogą wyjść oczekiwania związane z jego decyzją. Wprawdzie kalendarz publikacji danych w USA jest ubogi, ale rynek może spekulować, na ile słabsze dane z rynku pracy i ewentualna interwencja w Syrii zwiększają szanse na opóźnienie decyzji o ograniczeniu QE3. To mogłoby sprzyjać umocnieniu bazowych rynków długu, a wraz z nim rynku krajowego.

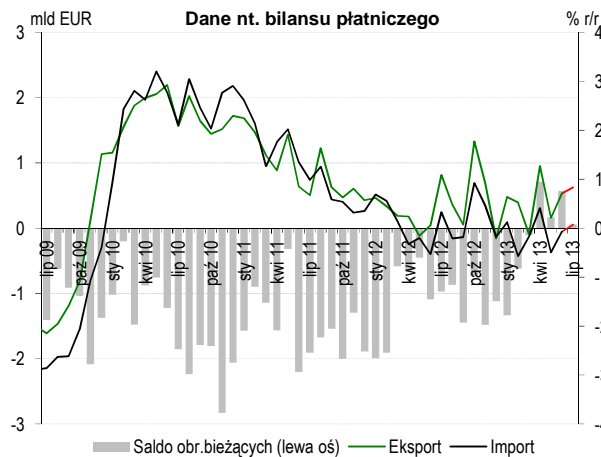
## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (9 września)</b>							
9:00	CZ	CPI	VIII	% r/r	1,4	-	1,4
<b>WTOREK (10 września)</b>							
7:30	CN	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	9,9	-	9,7
<b>ŚRODA (11 września)</b>							
9:00	HU	CPI	VIII	% r/r	1,6	-	1,8
14:00	PL	Eksport	VII	mln €	13 000	13 240	12 735
14:00	PL	Import	VII	mln €	12 678	12 696	12 174
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VII	mln €	58,0	58,0	574
<b>CZWARTEK (12 września)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	0,3	-	0,7
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	330	-	331
<b>PIĄTEK (13 września)</b>							
14:00	PL	CPI	VIII	% r/r	1,1	1,1	1,1
14:00	PL	Podaż pieniądza	VIII	% r/r	6,3	5,9	6,5
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	VIII	% m/m	0,3	-	0,5
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	IX	pkt	82,0	-	82,1

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

<b>Maciej Reluga</b>	Główny Ekonomista 22 586 8363	e-mail: ekonomia@bzwbk.pl	
<b>Piotr Bielski</b>	Starszy Ekonomista 22 586 8333	<b>Marcin Sulewski</b>	Analitik 22 586 8342
<b>Agnieszka Decewicz</b>	Starszy Ekonomista 22 586 8341	<b>Marcin Luziński</b>	Analitik 22 586 8362

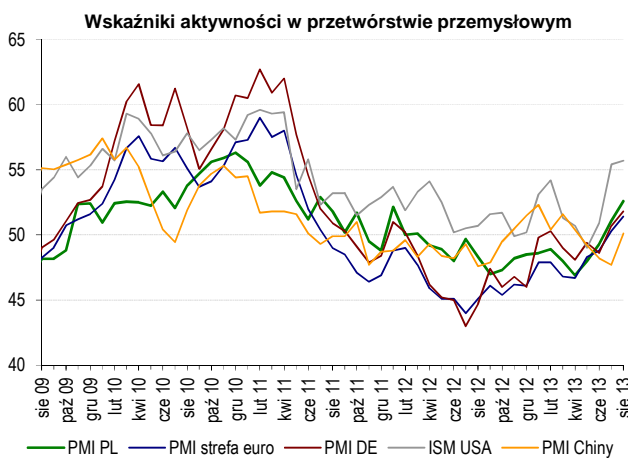
## Wydarzenia nowego tygodnia – Stabilna inflacja, mocny eksport



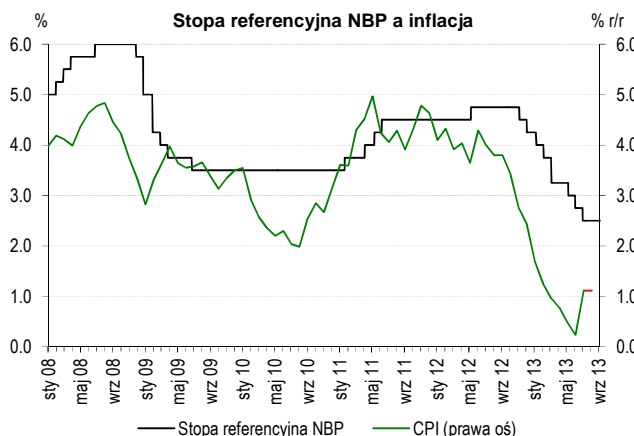
▪ Środowe dane o bilansie płatniczym będą naszym zdaniem kolejnym pozytywnym sygnałem, świadczącym o ożywieniu polskiej gospodarki. Informacja o dalszym przyspieszeniu wzrostu eksportu i czwartym już z rzędu miesiącu nadwyżki obrotów bieżących powinna, przynajmniej przejściowo, pomóc w odreagowaniu po ostatniej wyraźnej korekcie na rynku walutowym.

▪ Po mocnym zaskoczeniu danymi o CPI z lipca, inwestorzy będą z uwagą śledzić dane o sierpniowej inflacji. Zmiana w metodologii liczenia przez GUS cen sezonowych powoduje pewne ryzyko kolejnej niespodzianki w tym miesiącu. Niemniej, nasza prognoza i konsensus rynkowy wskazują na stabilizację wzrostu CPI na poziomie z lipca, 1,1% r/r. Poza sezonowym spadkiem cen żywności i odzieży/obuwia, pozostałe ceny towarów i usług powinny naszym zdaniem pozostać bez większych zmian.

## Ostatni tydzień w gospodarce – PMI znowu zaskakuje, RPP wprost przeciwnie



▪ Indeks PMI dla polskiego przemysłu wzrósł w sierpniu do 52,6 pkt, dużo powyżej prognoz. Dzięki czwartemu z rzędu wzrostowi, PMI znalazł się najwyższym od lipca 2011. Największy wpływ na dalszą poprawę sytuacji miały wzrost produkcji (najmocniej od kwietnia 2011), zamówień (najsilniej od marca 2011, w tym eksportowe najszybciej od kwietnia 2011) i zatrudnienia (pierwszy wzrost od 11 miesięcy). Dane wskazują, że ożywienie, którego powszechnie spodziewano się w drugiej połowie br., faktycznie się materializuje. Do widocznego już od pewnego czasu ożywienia popytu za granicą, dochodzi poprawa sytuacji w kraju (zamówienia i zatrudnienie). Wg nas, dalsze odbicie u naszych partnerów handlowych będzie zachęcało krajowe firmy do zwiększania zatrudnienia. Tymczasem, po danych o PMI widzimy ryzyko w górę dla naszej – najniższej na rynku wg ankiety Parkietu – prognozy sierpniowej produkcji przemysłowej (0,5% r/r).



▪ RPP nie zmieniła stóp procentowych i wpisała do oficjalnego komunikatu deklarację, że stopy powinny pozostać bez zmian przynajmniej do końca roku. To oznacza, że musiałyby zająć naprawdę nadzwyczajne okoliczności, aby w polityce pieniężnej zaszły zmiany przed końcem grudnia. Zakładamy, że stopy NBP pozostaną bez zmian do połowy przyszłego roku, co jest mniej więcej zgodne ze scenariuszem wycenianym obecnie przez rynek.

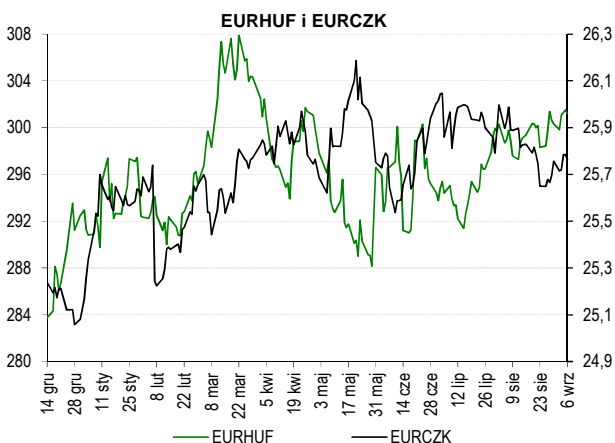
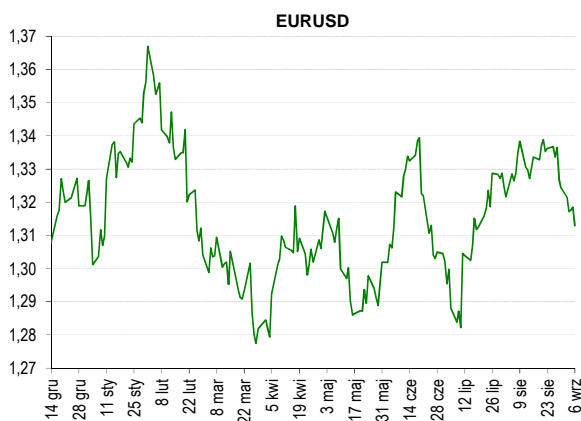
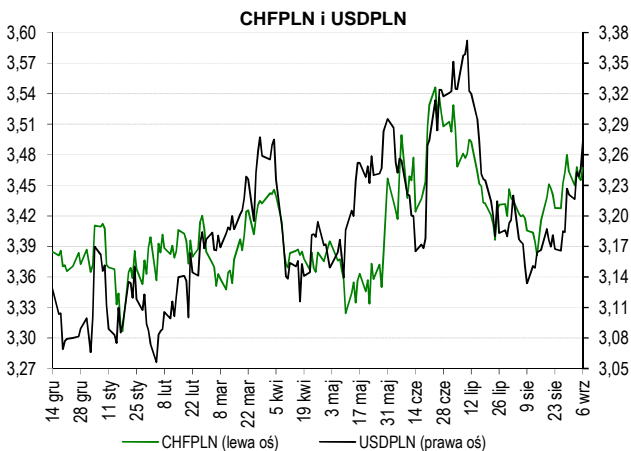
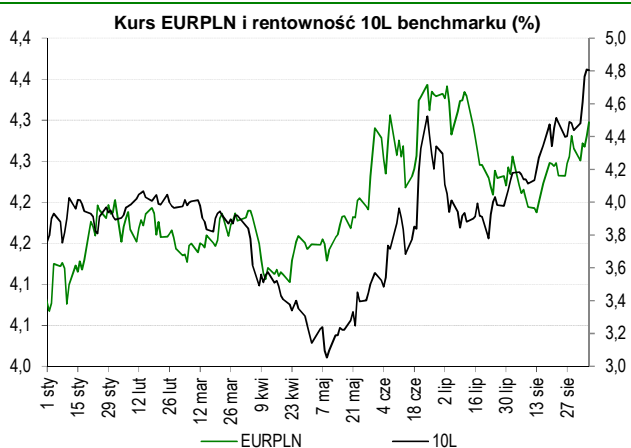
▪ Rządowa propozycja zmian w OFE zakłada przekazanie do ZUS obligacyjnej części portfela (51,5% aktywów) i możliwość wyboru, czy przyszłe składki mają trafiać do ZUS czy do OFE. Stopniowo do ZUS będą też przenoszone aktywa osób, którym zostało 10 lat do emerytury. OFE nie będą mogły inwestować w krajowe SPW, ale nie będzie zakazu dot. inwestowania w obligacje innych krajów.

## Cytat tygodnia – OFE beneficjentami napływów netto w 2014-15

**Wojciech Kowalczyk, wiceminister finansów, 06.09, Reuters**  
Po przeniesieniu 51,5% aktywów OFE do ZUS w 2014 przekazanie środków z tytułu suwaka będzie wynosić około 4,4 mld zł. W 2015 roku według naszych szacunków będzie to 2,3 mld zł. Do połowy [przyszłego] roku nie będzie żadnych zmian, czyli OFE na pewno dostaną sześć mld [z 12 mld składki do OFE]. W połowie roku będzie wybór. Zakładając, że będzie to 50 do 50 mówimy o dziewięciu mld napływu środków do OFE w 2014 roku, a więc więcej niż wyniosą wypływy związane suwakiem. [W 2015 r.] Jeżeli 50% wybierze ZUS, to wpływ składki wyniesie sześć mld, a wpływ z tytułu suwaka 2,3 mld. Czyli w tych niewrażliwych dwóch latach 2014 i 2015 OFE będą nadal beneficjentami napływów netto.

Według słów wiceministra Kowalczyka, w 2014 i 2015 OFE wciąż będą beneficjentami napływów składki netto. O ile w 2014 r. ta pozycja wydaje się faktycznie niezagrażona (ze względu na wejście ustawy dopiero w trakcie roku), to napływ składki do OFE w 2015 r. i kolejnych latach jest zależny od tego, jaki procent podatników zdecyduje się na pozostanie w OFE. Badania opinii publicznej sugerują, że może to być 50-60%. Wydaje nam się jednak, że bardziej realna jest liczba 20-30%. Jeśli nasze oczekiwania sprawdzą się, to w kolejnych latach odpływ z OFE byłby większy od napływu składki, co może mieć negatywne przełożenie na rynek kapitałowy. Warto pamiętać, że takie zjawisko miałyby miejsce później nawet bez reformy – OFE sprzedawałyby w przyszłości akcje, aby wypłacić emerytury.

## Rynek walutowy – Złoty pod presją, do danych z rynku pracy w USA



### Nieznaczne umocnienie po słabszych danych z USA

W minionym tygodniu złoty pozostawał pod silną presją. Wynikało to z kilku czynników, w tym: (1) zawirowań na rynku obligacji i akcji wynikających z ogłoszonych przez rząd zmian dotyczących OFE; (2) rosnących oczekiwań, że już w tym miesiącu Fed zdecyduje o ograniczaniu QE (efekt lepszych danych z USA); (3) sytuacji w Syrii, gdzie wciąż możliwy jest atak militarny przez USA. Połączenie tych czynników spowodowało wzrost kursu EURPLN na chwilę powyżej 4,30. W oczekiwaniu na sierpniowe dane z rynku pracy w USA kurs EURPLN stabilizował się w okolicach 4,295. Słabszy od oczekiwań odczyt z amerykańskiego rynku pracy dał impuls do umocnienia złotego – w efekcie kurs EURPLN spadł poniżej 4,28.

W skali tygodnia złoty najbardziej stracił w relacji do funta (2,15%) oraz do dolara (1,62%). Najmniej złoty stracił w relacji do franka (tylko 0,12%); do euro osłabił się o 0,75%.

Skala osłabienia złotego w relacji do wspólnej waluty, biorąc pod uwagę znaczącą wyprzedzań na GPW i wzrost rentowności 10-latk, nie była aż tak znacząca. Na rynku pojawił się BGK przed aukcją obligacji skarbowych, co może sugerować, że to dzięki aktywności BGK reakcja rynku FX była ograniczona. Na wykresie EURPLN niewiele się zmieniło. Poziom 4,30 dla kursu EURPLN pozostaje silnym oporem, który efektywnie powstrzymuje kurs przed dalszymi wzrostami. Obecnie silne wsparcie znajduje się na 4,25. Z publikowanych w tym tygodniu krajowych danych istotny będzie odczyt bilansu płatniczego. Utrzymanie nadwyżki w handlu będzie czynnikiem wspierającym złotego.

### Dane makro wspierają dolara

Napływające coraz lepsze dane z amerykańskiej gospodarki zwiększyły oczekiwania, że na wrześniowym posiedzeniu FOMC (17-18 września) zostanie ogłoszone rozpoczęcie ograniczania programu skupu aktywów. W połączeniu z wciąż gółębim komunikatem EBC spowodowało to osłabienie wspólnej waluty. W efekcie kurs EURUSD po przełamaniu wsparcia na 1,32 zbliżył się do 1,31 w oczekiwaniu na sierpniowe dane z rynku pracy w USA. Dane te okazały się słabsze od oczekiwań co nieco wsparło euro. Kurs EURUSD wzrósł do 1,315.

Mimo słabszego odczytu danych z rynku pracy w USA oczekiwania na to, że Fed jeszcze w tym miesiącu ogłosi rozpoczęcie redukcji QE, utrzymują się. Napływające dane makro będą interpretowane w perspektywie przyszłych działań Fed. Oczekiwanie na wynik głosowania Kongresu w sprawie Syrii może stabilizować EURUSD blisko poziomu wsparcia na 1,31.

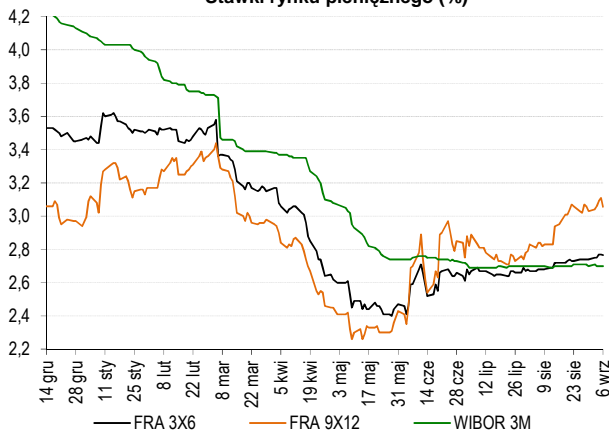
### Czeska korona bardziej stabilna w niepewnej sytuacji

W minionym tygodniu najbardziej stabilnie spośród krajów CEE3 zachowywała się czeska korona. Kurs EURCZK wahał się w przedziale 25,45-26,1. Natomiast forint, podobnie jak złoty, tracił na wartości. Na osłabienie forinta, oprócz globalnych czynników, miały również wpływ czynniki krajowe. Kurs EURHUF zbliżył się do szczytu z zeszłego tygodnia (303,3), po tym jak szef partii rządzącej powiedział, że jeśli banki do początku listopada nie przedstawią swoich propozycji „naprawienia” sytuacji związanej z kredytami walutowymi, węgierski rząd wprowadzi swój własny plan.

Niepewność na rynku będzie się utrzymywała. O ile kurs czeskiej korony powinien pozostać w przedziale 25,45-26,1, to większe wahania będą dotyczyły forinta. Po raz kolejny może być testowany poziom 303.

## Rynek stopy procentowej – Szanse na odreagowanie

Stawki rynku pieniężnego (%)



## WIBOR-y dalej bez dużych zmian

W tygodniowym rozrachunku stawki WIBOR w segmencie 1-12 miesięcy nie zmieniły się, co sugeruje, że rynek pieniężny wierzy RPP, że stopy procentowe NBP nie zostaną zmienione przynajmniej do końca roku. Potencjał do ich spadku jest za to ograniczany przez kolejne odczyty wskazujące na postępujące ożywienie w krajowej gospodarce. Dłuższe FRA zareagowały na wyraźne wzrosty IRS i spadek wartości obligacji. Stawki 6x9 i 9x12 wzrosły o 3 pb.

## Zmiany w OFE pchają IRS w górę i osłabiają obligacje

Rynek długu negatywnie odebrał propozycje zmian w OFE, które zakładają, że z rynku zniknie drugi największy posiadacz rządowych obligacji. Perspektywa ograniczenia płynności na rynku wywołała gwałtowną wyprzedaż obligacji. Rentowność 10-latków wzrosła przejściowo do prawie 5,0%, a więc o ok. 55 pb w stosunku do zamknięcia z poprzedniego tygodnia. W piątek po południu nastąpiło pewne odreagowanie po publikacji słabszych od prognoz o zatrudnieniu w USA.

Rentowność 5-latków wzrosła o ok. 40 pb, a 2-latków o ok. 10 pb. Spread 2-10 rozszerzył się o ok. 30 pb – ze 133 pb do 165 pb. Do korekty na rynku krajowym przyczynił się też mocny wzrost rentowności na rynkach bazowych.

Stawki IRS też zanotowały silne wzrosty, choć w mniejszej skali niż rentowności obligacji – 10 pb dla 2 lat (stawka osiągnęła najwyższy poziom od marca br.) i ok. 20 pb dla 5 i 10 lat (pierwsza najwyższej od września 2012, a druga od lipca 2012). Na koniec tygodnia nastąpiła lekka korekta, ale i tak 2-letni IRS wzrósł od rekordowo niskiego poziomu z maja br. o ok. 80 pb, a 5- i 10-letnie o 160-170 pb.

Ministerstwo Finansów sprzedało obligację OK0116 za 2,8 mld zł przy popycie 6,2 mld zł i rentowności 3,474% i PS0718 za 2,9 mld zł przy popycie 3,5 mld zł i rentowności 4,219%. Rentowność na aukcji była w obu przypadkach powyżej poziomu z rynku wtórnego. W sumie, sprzedano dług za 5,7 mld, przedział oferty wynosił 5-7 mld zł. Po tej aukcji potrzeby pożyczkowe brutto na ten rok (166,4 mld zł po nowelizacji) są sfinansowane w 86%.

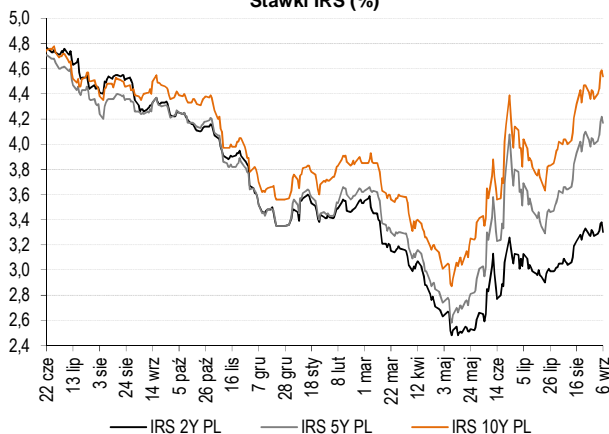
## Możliwe umiarkowane odreagowanie

Miniony tydzień obfitował w bardzo silne wahania na rynku stopy procentowej. Za tak duże zmiany odpowiadała zapewne w jakimś stopniu aktywacja zleceń stop-loss i ogólna panika na rynku, ale również mocna przecena długu na rynkach bazowych. Po tak wyraźnych ruchach można się spodziewać, że w pewnej chwili nastąpi stabilizacja i odwrócenie przynajmniej części tych zmian. Pretekstem do tego może być spadek obaw o zaostrzenie polityki Fed po słabszych danych o zatrudnieniu w USA. Na tydzień przed posiedzeniem FOMC oczekiwania z tym związane mogą wyjść na pierwszy plan. Wprowadzie kalendarz publikacji danych w USA jest ubogi, ale rynek może spekulować, na ile słabsze dane z rynku pracy i ewentualna interwencja w Syrii zwiększają szanse na opóźnienie decyzji Fed o ograniczeniu QE3. To mogłoby sprzyjać umocnieniu bazowych rynków długu, a w raz z nim rynku krajowego.

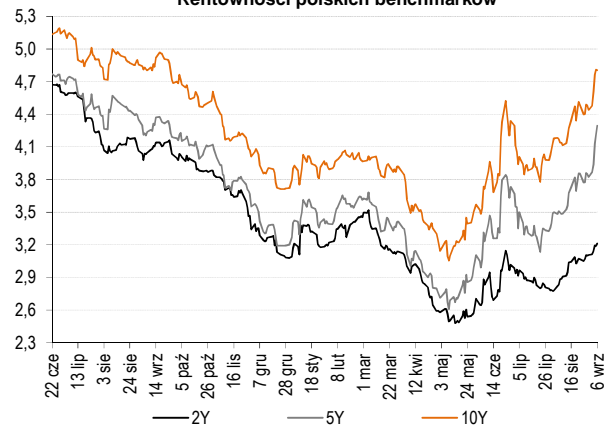
Po mocnej przecenie obligacji zakupem obligacji do pewnego stopnia mogą być też zainteresowane OFE, które muszą pamiętać, że w przekazywanych w przyszłości 51,5% aktywów do ZUS będą musiały zachować odpowiedni udział SPW.

Chociaż agencje ratingowe Moody's i S&P powiedziały, że zmiany w OFE będą neutralne dla ratingu Polski, to globalne banki inwestycyjne niezbyt korzystnie oceniają decyzję rządu. To sugeruje, że potencjał do wyraźniejszego odreagowania może być jednak ograniczony.

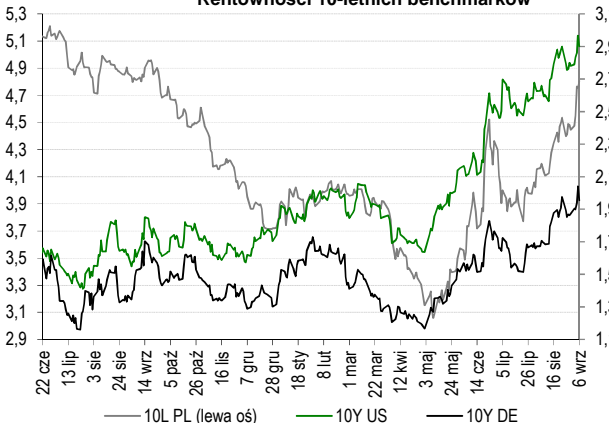
Stawki IRS (%)



Rentowności polskich benchmarków



Rentowności 10-letnich benchmarków



---

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