

Tygodnik ekonomiczny

16 – 22 września 2013

Miniony tydzień był okresem odreagowania: w kraju paniki związanej z rządowymi planami zmian w OFE, a za granicą obaw o zacieśnienie polityki przez Fed (przynajmniej przejściowo, po słabszych danych z rynku pracy) i nerwowości w związku z niepewną sytuacją w Syrii (wzrost szans na uniknięcie interwencji zbrojnej). Krajowe obligacje, giełda i waluta odrobiły straty z poprzedniego tygodnia, wracając do poziomów sprzed ogłoszenia propozycji zmian w OFE. Dane o inflacji i bilansie płatniczym nie miały znaczącego wpływu na rynek.

Najbliższe dni mogą być kluczowe dla wyznaczenia trendów na rynkach finansowych na najbliższe tygodnie, czy nawet miesiące. Pierwszoplanowym wydarzeniem będzie posiedzenie Fed, na którym prawdopodobnie zostanie podjęta decyzja o rozpoczęciu ograniczania skali ilościowej stymulacji gospodarki. Na rynku panuje niepewność odnośnie skali ograniczenia QE3. Wg ankiety Bloomberg, inwestorzy oczekują zmniejszenia miesięcznych zakupów obligacji przez Fed o 10 mld \$. Jeśli ograniczenie nie będzie większe, naszym zdaniem rynek pozytywnie odbierze tę decyzję. Jednak istotna będzie też sygnalizacja tego czy Fed przedstawi okoliczności, które mogą doprowadzić do dalszego zmniejszenia rozmiaru QE3. Przed śródowną decyzją Fed opublikowane zostaną istotne dane makro z USA, które mogą sprawić, że podwyższone wahania utrzymają się na początku tygodnia. Krajowe publikacje danych będą miały raczej drugoplanowe znaczenie dla rynku. W niedzielę 22.09 odbędą się wybory parlamentarne w Niemczech, których wynik może mieć istotny wpływ na nastroje w kolejnym tygodniu.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (16 września)							
11:00	EZ	HICP	VIII	% r/r	1,3	-	1,3
14:00	PL	Inflacja bazowa	VIII	% r/r	1,4	1,4	0,6
15:15	US	Produkcja przemysłowa	VIII	% m/m	0,4	-	0,0
15:15	US	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	VIII	%	77,8	-	77,6
WTOREK (17 września)							
11:00	DE	Indeks ZEW	IX	pkt	45,5	-	42,0
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VIII	% r/r	2,8	2,9	3,5
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VIII	% r/r	-0,6	-0,6	-0,7
14:30	US	Bazowy CPI	VIII	% m/m	0,1	-	0,2
ŚRODA (18 września)							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	2,7	0,5	6,3
14:00	PL	Produkcja budowlana	VIII	% r/r	-9,0	-9,1	-5,2
14:00	PL	PPI	VIII	% r/r	-0,7	-0,9	-0,8
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VIII	tys.	923	-	896
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	VIII	tys.	950	-	943
20:00	US	Decyzja Fed odnośnie skali QE3		mld \$/mc	75	-	85
20:30	US	Konferencja prasowa Bena Bernanke					
CZWARTEK (19 września)							
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	330	-	292
16:00	US	Indeks Philly Fed	IX	pkt	10,0	-	9,3
16:00	US	Sprzedaż domów	VIII	mln	5,25	-	5,39
PIĄTEK (20 września)							
16:00	EZ	Indeks nastrojów konsumentów	IX	pkt	-14,3	-	-15,6
NIEDZIELA (22 września)							
	DE	Wybory parlamentarne					

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters, Parkiet

Maciej Reluga

Główny Ekonomista 22 534 1888

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Piotr Bielski

Starszy Ekonomista 22 534 1887

Marcin Sulewski Analityk

22 534 1884

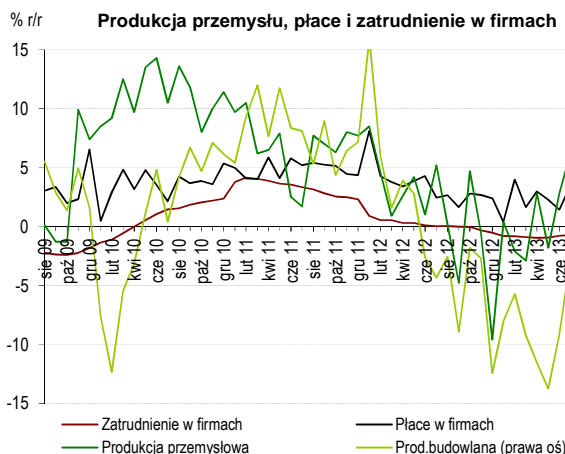
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 534 1886

Marcin Luziński Analityk

22 534 1885

Wydarzenia nowego tygodnia – Nieco gorsza produkcja, poprawa na rynku pracy

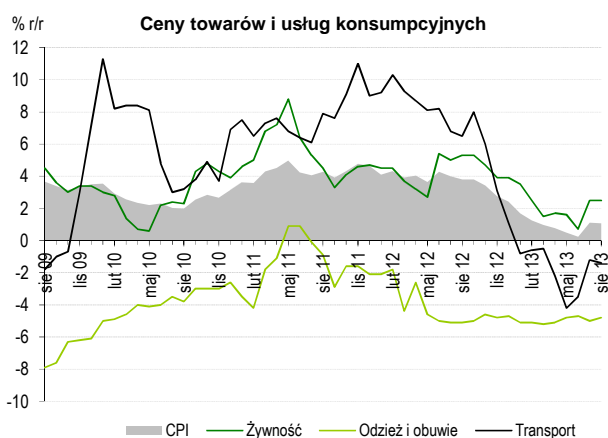


▪ Spodziewamy się nieco słabszych sierpniowych wyników przemysłu i budownictwa niż w poprzednim miesiącu, co jednak wynika głównie z ujemnego efektu dni roboczych. Ponadto widzimy pewne ryzyko w górę dla naszej prognozy produkcji przemysłowej, po PMI i dobrych danych SAMAR o produkcji samochodów. Spodziewamy się dalszej poprawy sytuacji w obydwu sektorach w nadchodzących miesiącach.

▪ Sierpniowe dane z rynku pracy pokażą naszym zdaniem dalszą nieznaną poprawę. Uważamy, że tempo spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zmniejszy się po raz czwarty z rzędu. Tempo wzrostu płac natomiast obniży się w porównaniu do lipca (kiedy zostało podbite przez wypłaty premii), ale utrzyma się na solidnym poziomie.

▪ Szacujemy, że inflacja bazowa bez cen żywności i energii pozostała w sierpniu stabilna, na poziomie 1,4% r/r.

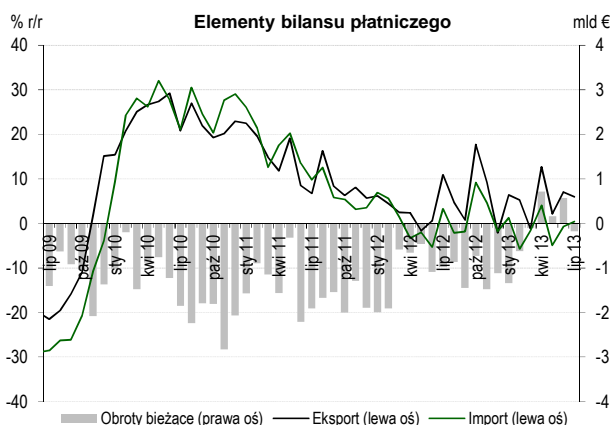
Ostatni tydzień w gospodarce – CPI bez niespodzianki, bilans handlowy na plusie



▪ Stopa inflacji pozostała w sierpniu na takim samym poziomie jak w lipcu, tj. 1,1% r/r. Zanotowano sezonowe spadki cen żywności i napojów bezalkoholowych (-1,2% m/m) oraz odzieży i obuwia (-2,7% m/m). Wprawdzie przeceny w tych dwóch kategoriach były minimalnie głębsze niż zakładaliśmy, ale z drugiej strony nieco wyższe od naszych prognoz okazały się ceny paliw, które wzrosły o 0,5% m/m. W pozostałych kategoriach zmiany cen towarów i usług były kosmetyczne.

▪ Inflacja w kolejnych miesiącach będzie prawdopodobnie stopniowo rosła, ale raczej stopniowo – spodziewamy się, że dopiero na początku 2014 r. osiągnie 2%, a w połowie przyszłego roku zbliży się do celu inflacyjnego.

▪ Wzrost podaży pieniądza M3 spowolnił w sierpniu do 6,2% r/r z 6,6% r/r w lipcu. Dane nie pokazały istotnej zmiany trendów w zakresie kredytów i depozytów.



▪ Saldo obrotów bieżących bilansu płatniczego zanotowało w lipcu deficyt -178 mln €, po trzech miesiącach nadwyżki i oczekiwaniach wskazujących na powtórzenie dodatniego salda. Pogorszenie salda w porównaniu do czerwca (+574 mln €) wynikało przede wszystkim ze słabszych napływów środków z Unii Europejskiej, widocznych na rachunku transferów bieżących (w lipcu nadwyżka 368 mln € wobec 626 mln € w czerwcu). Wynik na rachunku bieżącym był znacznie lepszy niż przed rokiem, w związku z czym 12-miesięczny deficyt wyniósł 1,7% PKB, najniżniej, od kiedy dostępne są porównywalne dane (2000 r.).

▪ Eksport wyniósł 13,0 mld € i cały czas osiąga bardzo dobrą stopę wzrostu (+6,0% r/r w lipcu). Taka tendencja utrzyma się naszym zdaniem w najbliższych miesiącach. Import wyniósł 12,7 mld € (+0,4% r/r). Nadwyżka w handlu zagranicznym była równa 293 mln € i był to czwarty miesiąc z rzędu z dodatnim wynikiem.

Cytat tygodnia – OFE raczej nie będą inwestować w zagraniczne obligacje

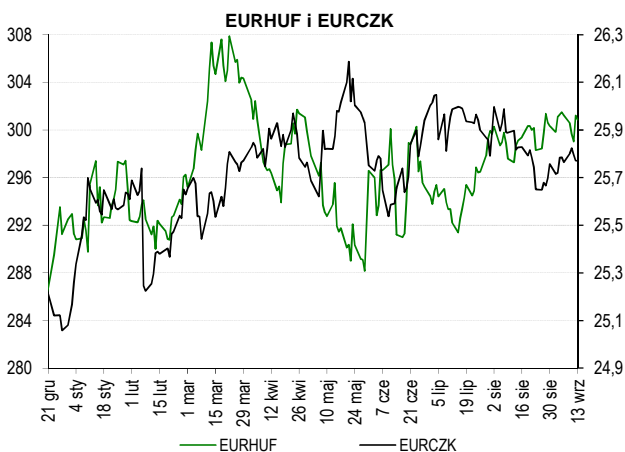
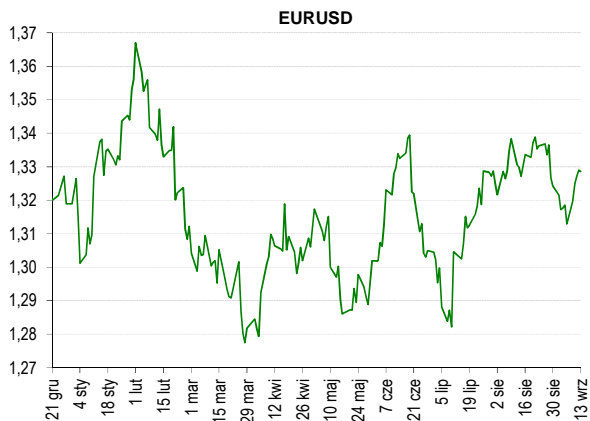
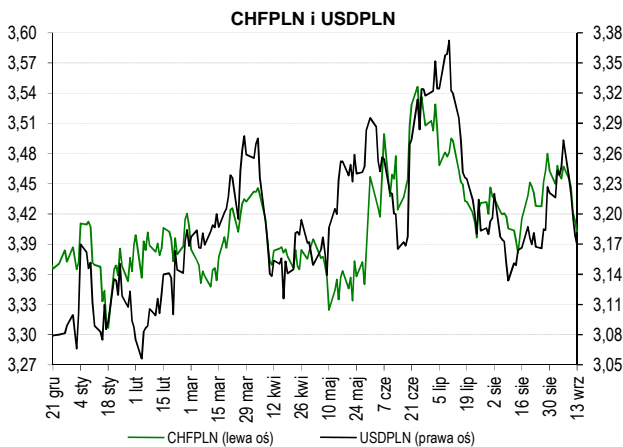
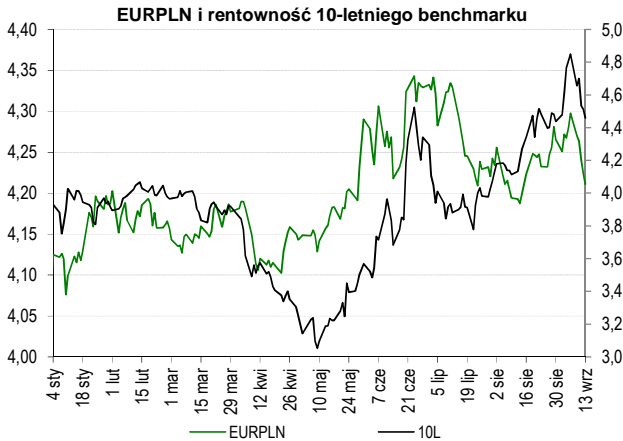
Wojciech Kowalczyk, wiceminister finansów, 13.09, Reuters
Raczej nie pozwolimy OFE inwestować w papiery skarbowe innych krajów. Jeśli nie w nasze (polskie obligacje), to w inne także nie.

Ministerstwo Finansów, 13.09, komunikat dla PAP

Do FRD zostaną przeniesione nieskarbowe obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa i ewentualnie inne instrumenty rynku finansowego, którymi FRD zarządzałby pasywnie. Wszystkie akcje zostaną w OFE. (...) Nie jest rozważany wariant przenoszenia obligacji skarbowych do FRD.

Najnowsze wypowiedzi przedstawicieli MF sugerują, że OFE nie będą mogły inwestować w żadne obligacje: ani krajowe, ani zagraniczne. Zakaz inwestowania oznacza zakaz kupowania, to znaczy, że aktywa dłużne, które pozostaną w portfelach OFE po przekazaniu wymaganej części do ZUS, będą mogły w nich pozostać do zapadalności (ale mogą też zostać sprzedane). Przypomnijmy, że zgodnie z wytycznymi Komisji Europejskiej, limit inwestycji w aktywa zagraniczne ma wzrosnąć do 30% w 2016 r. Jednakże, inne szczegóły dotyczące dopuszczalnej polityki inwestycyjnej OFE pozostają nieznanymi, a te informacje będą zapewne miały znaczący wpływ na rynki.

Rynek walutowy – Skala ograniczenia QE3 kluczowa dla kursów



Zmiany w QE3 kluczowe dla złotego

Opublikowane w poprzedni piątek rozczarowujące miesięczne dane z amerykańskiego rynku pracy ograniczyły nieco obawy inwestorów o znaczne ograniczenie QE3 przez FOMC już na najbliższym posiedzeniu. Po wyraźnym osłabieniu wywołanym przez rządowe plany zmian OFE obligacje i giełda odrobiły w trakcie minionego tygodnia straty. Dane z USA i odreagowanie polskich aktywów miały wyraźnie korzystny wpływ na krajową walutę. Kurs EURPLN spadł do prawie 4,20 z 4,27 pod koniec ubiegłego tygodnia. USDPLN zanotował zniżkę z 3,24 do 3,16.

O ile złoty zyskiwał systematycznie od początku tygodnia (i dopiero na koniec tygodnia EURPLN ustabilizował się lekko powyżej 4,20), to na globalnym rynku umocnienie ryzykownych aktywów szybko wyhamowało. Dynamiczne zmiany sytuacji w trakcie pojedynczych sesji na europejskich giełdach i na rynku EURUSD sugerują, że na rynku panuje niepewność odnośnie skali ograniczenia QE3. Wg ankiety Bloomberg, inwestorzy oczekują zmniejszenia miesięcznych zakupów obligacji przez Fed o 10 mld \$. Wg nas, jeśli ograniczenie nie będzie większe, wówczas rynek pozytywnie odbierze tę decyzję. Warto jednak mieć świadomość, że istotna będzie także sygnalizacja tego czy Fed przedstawi okoliczności, które mogą doprowadzić do dalszego zmniejszenia rozmiaru QE3. Przed śródową decyzją Fed opublikowane zostaną istotne dane makro z USA, które mogą sprawić, że podwyższone wahania utrzymają się na początku tygodnia. Kolejne po 4,20 wsparcie dla EURPLN to 4,17.

Spore wahania w oczekiwaniu na FOMC

Miniony tydzień obfitował w spore wahania EURUSD. Dane z rynku pracy USA oraz nadzieje na pokojowe rozwiązanie sprawy Syrii wspierały wspólną walutę, ale niepewność odnośnie skali ograniczenia QE3 powodowała, że zmienność w trakcie pojedynczych sesji była wyraźna. Po osiągnięciu ok. 1,332 (wobec niemal 1,32 po danych z rynku pracy) nastąpiło zatrzymanie wzrostów.

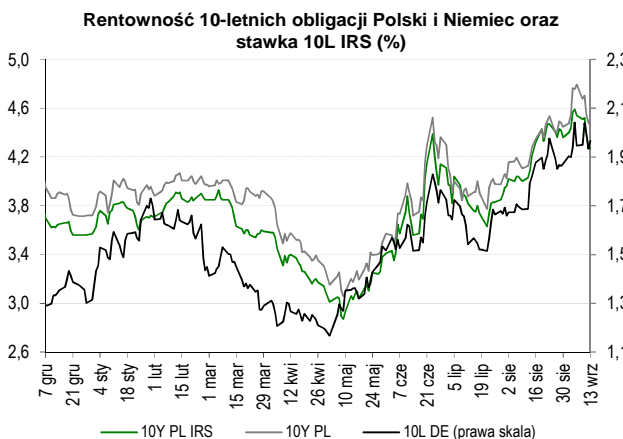
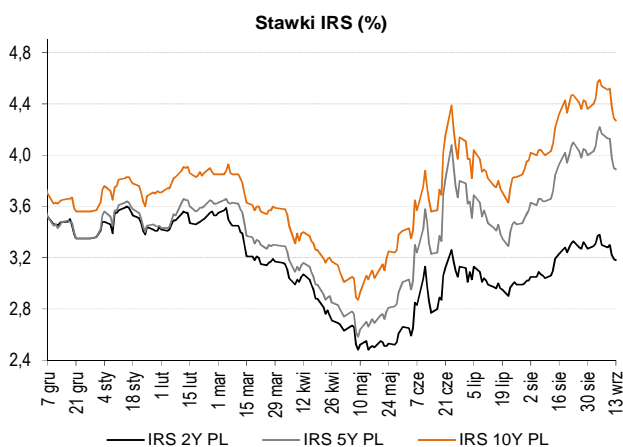
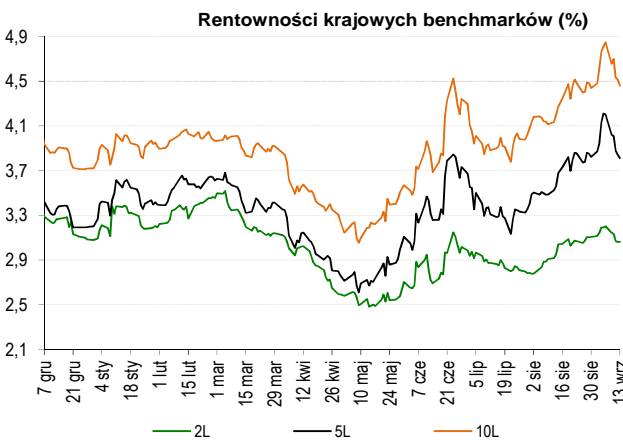
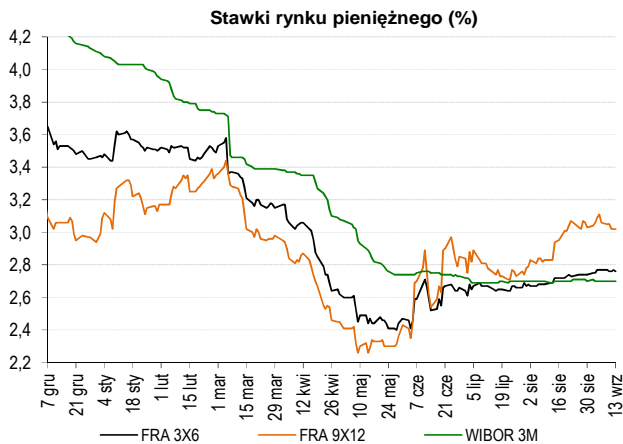
Pomimo odbicia EURUSD z 1,31 do chwilowo ponad 1,33, rynek w pewnym stopniu wycenia już ograniczenie QE3. Jeśli skala zmniejszenia miesięcznych zakupów obligacji nie będzie większa niż 10 mld \$, wtedy euro może zyskać w stosunku do dolara. Oprócz śródowej decyzji, istotne będą komunikat oraz konferencja prasowa Fed. Inwestorzy będą czekać na wskazówki, które pomogą ocenić skalę oraz tempo dalszego ograniczania QE3 w przyszłości. Wcześniej opublikowane zostaną dane z przemysłu oraz rynku nieruchomości, które – tak jak piątkowe sprzedaż detaliczna oraz indeks Michigan – mogą wywołać wyraźne wahania w trakcie sesji. Istotne poziomy na ten tydzień dla EURUSD to wsparcie na 1,31 oraz opór na 1,34.

EURHUF i EURCZK w trendzie bocznym czekają na Fed

Na rynku forinta i korony nie zaszły przełomowe zmiany. W obu przypadkach miniony tydzień stał pod znakiem wahań w okolicy poziomów z piątkowego zamknięcia. Węgierska waluta osłabiła się przejściowo do prawie 302 za euro (niższa od oczekiwań inflacja nie osłabiła za bardzo forinta), podczas gdy EURCZK wahał się wokół 25,76.

Na ten tydzień nie zaplanowano publikacji żadnych danych z Czech i Węgier, które mogłyby istotnie wpłynąć na rynek. Kluczowy dla notowań forinta oraz korony będzie więc zatem wynik posiedzenia FOMC. O ile reakcja EURHUF może być podobna do zmian na rynku EURPLN, o tyle EURCZK może się zachowywać stabilniej, niż te dwa kursy.

Rynek stopy procentowej – Decydujące posiedzenie Fed



Stawki WIBOR stabilne ...

■ Za nami kolejny już tydzień stabilizacji na rynku pieniężnym. Stawki WIBOR pozostały na niezmiennym poziomie (w tym WIBOR 3M na 3,70%), podczas gdy stawki FRA nieco spadły (głównie na krótkie terminy). FRA9x12 utrzymuje się nieco powyżej 3%, zakotwicząc oczekiwania na pierwszą podwyżkę stóp w połowie 2014 r., co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami.

■ Perspektywy stabilnych stóp NBP przynajmniej do końca roku (co podkreśliła RPP we wrześniowym komentarzu), a może i nieco dłużej (na co wskazuje ostatnie wypowiedzi członków RPP) powodują, że stawki WIBOR konsolidują się na bieżących poziomach. Jednak w perspektywie do końca roku oczekujemy ich nieznaczного wzrostu. Nieco więcej zmienności spodziewamy się na rynku FRA, który jest dość wrażliwy na publikacje danych z gospodarki.

... podczas gdy na rynku obligacji i IRS odreagowanie

■ Miniony tydzień na rynku obligacji i IRS przyniósł odreagowanie znaczących wzrostów rentowności, które nastąpiły po ogłoszeniu przez rząd zmian dotyczących OFE. W pierwszej części tygodnia umocnienie dotychczas obligacji następowało pomimo dalszej przeceny na rynkach bazowych (rentowność niemieckiej 10-latki na chwilę osiągnęła poziom 2,09%). Pod koniec tygodnia spadek krajowej 10-latki do ok. 4,46% był efektem umocnienia Bunda. Popyt na krajowy dług generowany był zarówno przez krajowych, jak i zagranicznych inwestorów. W przypadku IRS znaczące umocnienie nastąpiło dopiero w drugiej połowie tygodnia.

■ Największe zmiany dotyczyły środka i długiego końca krzywych, co w efekcie spowodowało zawężenie spreadów 2-10L odpowiednio do 140 pb (z 165 pb tydzień wcześniej) dla obligacji oraz do 109 pb (z 124 pb) dla IRS. Co więcej rentowności i stawki IRS spadły do poziomów z końca sierpnia, w pełni odrabiając wcześniejsze straty. W skali tygodnia krzywe przesunęły się w dół o 14-39 pb dla obligacji oraz o 12-28 pb dla IRS.

Fed i krajowe dane makro w centrum uwagi

■ Przed nami tydzień obfitujący tak w wydarzenia krajowe (publikacja danych z polskiej gospodarki), jak i zagraniczne (posiedzenie Fed, wybory w Niemczech). Krajowe dane z gospodarki realnej (z rynku pracy, o produkcji i PPI) powinny potwierdzić postępujące ożywienie. W efekcie spodziewamy się, że będą umacniały się oczekiwania na stabilne stopy procentowe w nieco dłuższym okresie niż do końca roku, co powinno stabilizować krótki koniec krzywych blisko bieżących poziomów.

■ Środek i długi koniec krzywych pozostaną głównie pod wpływem oczekiwań co do decyzji Fed (19.09) i wyniku wyborów parlamentarnych w Niemczech (22.09). Oczekiwania na rozpoczęcie w tym miesiącu ograniczania programu skupu aktywów przez Fed nieco osłabły po sierpniowych danych z rynku pracy USA (słabszy od oczekiwań odczyt). W naszej ocenie Fed może ogłosić „QEexit” na tym posiedzeniu, jednak skala redukcji będzie na tyle mała, że może dać kolejny impuls do umocnienia rynków bazowych, na czym zyskałyby i krajowy dług. W oczekiwaniu na wyniki wyborów w Niemczech koniec tygodnia może charakteryzować się nieco większą zmiennością.

■ Pod koniec tygodnia Ministerstwo Finansów może podać informacje o podaży SPW na aukcję 25 września. Wcześniej wiceminister finansów W. Kowalczyk powiedział, że resort nie wyklucza przeprowadzenia aukcji regularnej zamiast przetargu zamiany (pierwotnie planowanego). Informacja o planowanej ofercie może w krótkim terminie ustalić nastroje na rynku.

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