

# Tygodnik ekonomiczny

23 – 29 września 2013

Tak jak się spodziewaliśmy, krajowe publikacje danych miały drugoplanowe znaczenie w ostatnim tygodniu, ponieważ oczy wszystkich zwrócone były na amerykański bank centralny. Tymczasem, decyzja Fed mocno zaskoczyła rynek, ponieważ wbrew oczekiwaniom zdecydowano się utrzymać tempo skupu aktywów na dotychczasowym poziomie 85 mld \$ / miesiąc. Dało to silny, choć dość krótkotrwały impuls do wzrostów na światowych giełdach, umocnienia obligacji oraz aprecjacji walut krajów rozwijających się. Inwestorzy jednak zdają sobie sprawę, że ograniczenie QE3 prędzej czy później prawdopodobnie nastąpi. Dlatego publikacje kolejnych danych makro z USA, czy wypowiedzi przedstawicieli Fed (których bardzo dużo w kalendarzu na najbliższe dni) mogą silnie wpływać na nastroje rynkowe. Pod wpływem danych potwierdzających umacnianie pozytywnych tendencji w światowej gospodarce, czy wypowiedzi sugerujących, że „QExit” jednak niebawem się rozpocznie, apetyt na ryzyko może ponownie zanikać. Czynnikiem ryzyka pozostaje też polityka fiskalna w USA (pat w Kongresie nt. podniesienia limitu długu), a także ewentualne konsekwencje wyborów parlamentarnych w Niemczech. Wprawdzie nikt nie spodziewa się gruntownych zmian na niemieckiej scenie politycznej (Angela Merkel zapewne pozostanie kanclerzem na trzecią kadencję), ale od wyniku wyborów będzie zależał kształt koalicji rządzącej, a przez to również polityki rządu Niemiec w niektórych ważnych kwestiach (np. w sprawie pomocy krajom zadłużonym). Krajowe wydarzenia w tym tygodniu nadal pozostaną w cieniu. Spodziewamy się stabilizacji stopy bezrobocia w Polsce na poziomie 13,1% i pewnego spowolnienia wzrostu sprzedaży detalicznej (do 2,5% r/r). Informacje te nie zmieniają jednak znacząco oceny perspektyw gospodarczych.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (23 września)</b>							
3:45	CN	Wstępny PMI – przemysł	IX	pkt	50,9	-	50,1
9:28	DE	Wstępny PMI – przemysł	IX	pkt	52,0	-	51,8
9:58	EZ	Wstępny PMI – przemysł	IX	pkt	51,6	-	51,4
<b>WTOREK (24 września)</b>							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	VIII	% r/r	2,8	2,5	4,3
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VIII	%	13,1	13,1	13,1
10:00	DE	Indeks Ifo	IX	pkt	108,0	-	107,5
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	3,60	-	3,80
15:00	US	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	VII	% m/m	0,8	-	0,9
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów	IX	pkt	80,3	-	81,5
<b>ŚRODA (25 września)</b>							
11:00	PL	Aukcja zamiany obligacji					
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	VIII	% m/m	-0,1	-	-7,4
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VIII	tys.	425	-	394
<b>CZWARTEK (26 września)</b>							
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,05	-	0,05
14:30	US	Ostateczny PKB	II kw.	% r/r	2,7	-	1,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	309
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VIII	% m/m	-1,0	-	-1,3
<b>PIĄTEK (27 września)</b>							
14:30	US	Dochody osobiste	VIII	% m/m	0,4	-	0,1
14:30	US	Wydatki konsumentów	VIII	% m/m	0,3	-	0,1
14:30	US	Bazowy PCE	VIII	% m/m	0,1	-	0,1
15:55	US	Indeks Michigan	IX	pkt	78,0	-	82,1

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

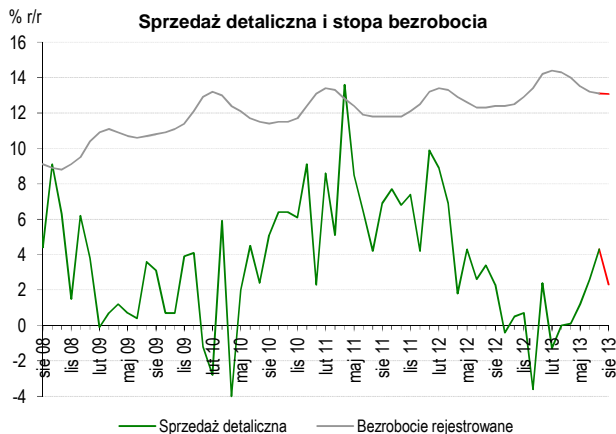
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 534 1886

**Marcin Luźniński** Analityk

22 534 1885

## Wydarzenia nowego tygodnia – Kolejna pozytywna niespodzianka z rynku pracy?

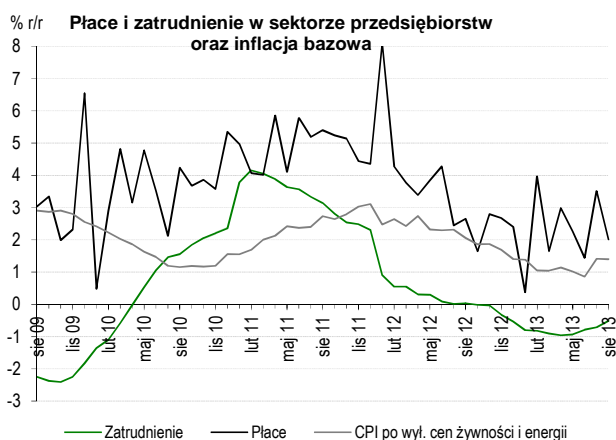


■ Po serii spadków w ostatnich miesiącach, stopa bezrobocia powinna wg naszych i rynkowych prognoz ustabilizować się w sierpniu na poziomie 13,1%. Szacunki resortu pracy wskazują jednak, że możliwy jest kolejny lekki spadek do 13,0%. Po lepszych od prognoz danych o zatrudnieniu w sektorze firm, szanse na kolejną pozytywną niespodziankę z tej strony wzrosły.

■ Wzrost sprzedaży detalicznej prawdopodobnie spowolnił w porównaniu z wyjątkowo dobrym wynikiem lipcowym, na co wskazują m.in. dane SAMAR nt. liczby rejestracji nowych aut. Niemniej, wg naszych prognoz nadal był to wynik całkiem przyzwoity, odzwierciedlający stopniowe ożywienie konsumpcji prywatnej.

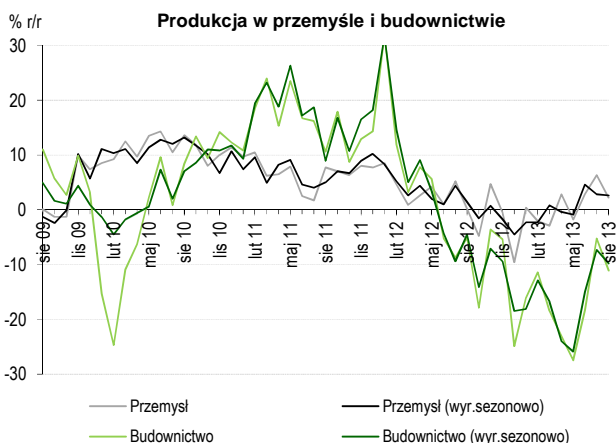
■ Ważniejsze od krajowych danych, które zapewne nie zmienią oceny perspektyw gospodarki, będą liczne w tym tygodniu publikacje za granicą i wyniki niemieckich wyborów.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Zatrudnienie odbija, presji płacowej brak



■ Spadek zatrudnienia w sektorze firm wyhamował w sierpniu bardziej od prognoz, do -0,5% r/r, ale jednocześnie wzrost płac był słabszy od oczekiwań i wyniósł 2,0% r/r. Kolejna pozytywna niespodzianka ze strony zatrudnienia potwierdza naszym zdaniem, że tendencje na rynku pracy odwracają się i sytuacja będzie się dalej poprawiać wraz z kontynuacją ożywienia gospodarczego. Firmy nie są jednak skłonne do nadmiernie szybkich i hojnych podwyżek wynagrodzeń, co oznacza, że presja inflacyjna nam nie grozi.

■ Brak presji inflacyjnej potwierdzają też dane nt. inflacji bazowej. Główna miara (po wyłączeniu cen żywności i energii) wyniosła w sierpniu 1,4% r/r, tyle samo co w lipcu. Pozostałe miary inflacji bazowej zanotowały minimalne spadki (o 0,1 pp). Inflacja PPI pozostaje na minusie (-1,1% r/r w sierpniu), odzwierciedlając brak presji kosztowej.



■ Produkcja przemysłowa spowolniła w sierpniu do 2,2% r/r, jednak wynikało to głównie z czynników sezonowych (liczba dni roboczych). Wynik był lepszy od naszej prognozy, choć zdawaliśmy sobie sprawę z takiego ryzyka po danych o PMI i produkcji samochodów (ten sektor pokazał najwyższą dynamikę). Produkcja budowlano-montażowa (spadek o 11,1% r/r) nie była daleka od prognoz. Oczekujemy, że we wrześniu nastąpi dalsza poprawa sytuacji gospodarczej, czemu dodatkowo sprzyjać będzie korzystny układ dni roboczych. II kw. pokaże więc wyraźne przyspieszenie tempa wzrostu PKB (do ok. 1,5% r/r).

■ Wskaźniki koniunktury konsumenckiej GUS kontynuowały we wrześniu trend wzrostowy obserwowany od końca ub.r. Wskaźnik bieżący i wyprzedzający wzrosły do najwyższych poziomów od października 2011.

## Cytat tygodnia – Jest wysoce prawdopodobne, że do połowy przyszłego roku nic nie zrobimy

### Andrzej Bratkowski, członek RPP, 19.09, PAP

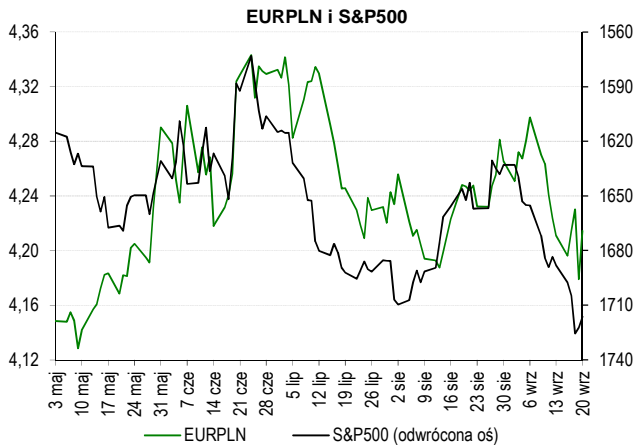
Jest w zasadzie oczywiste, że do końca tego roku nic nie zrobimy. Wydaje mi się też, że jest bardzo wysoce prawdopodobne, że także do połowy przyszłego roku nic nie zrobimy. I jest pewne prawdopodobieństwo, że w drugiej połowie roku też niewiele. Albo nic. Jeżeli już, to moim zdaniem jest większe prawdopodobieństwo podwyżki stóp raczej w IV kwartale przyszłego roku niż w III. Scenariuszowi, w którym do końca przyszłego roku nie zmienimy stóp procentowych przypisuję około 50 proc. prawdopodobieństwa.

### Jacek Rostowski, minister finansów, 19.09, Reuters

Nadal istnieje przestrzeń do obniżki stóp procentowych ze strony RPP wynika to ze znaczącego obniżenia deficytu strukturalnego.

Opinia ministra finansów, że jest jeszcze przestrzeń do obniżek stóp procentowych w Polsce, jest obecnie mocno odosobniona. Horyzont, w jakim funkcjonuje „forward guidance” RPP jest jak na razie dość ograniczony (deklaracja stabilizacji stóp do końca roku), ale ostatnie wypowiedzi niektórych członków, w tym ostatnia Bratkowskiego, wskazują, że widzą oni szanse na znacznie dłuższy okres utrzymania polityki pieniężnej bez zmian. Naszym zdaniem Rada może wydłużyć horyzont stabilizacji stóp w listopadzie, po zapoznaniu się z nowymi projekcjami NBP. Pierwszej podwyżki stóp nadal spodziewamy się w połowie 2014 r., kiedy inflacja powróci do celu 2,5% r/r, a sygnały ożywienia gospodarczego będą się dalej umacniać.

## Rynek walutowy – Szybka korekta po Fed, rynek czeka na niemieckie wybory i wieści z Włoch



### Silne umocnienie, a potem korekta na rynku złotego

▪ Zakres wahań kursu złotego był w minionym tygodniu dość wyraźny – wyniósł 8-9 groszy dla EURPLN i CHFPLN i 11-13 groszy dla USDPLN i GBPPLN. Złoty tracił od początku tygodnia wobec nerwowości przed decyzją Fed i osłabienia krajowych obligacji. EURPLN przekroczył na chwilę 4,23. Decyzja o pozostawieniu rozmiarów QE3 miała bardzo korzystny wpływ na złotego – w odpowiedzi na jej ogłoszenie EURPLN spadł bardzo szybko do niemal 4,14. Kolejne dwa dni przyniosły jednak korektę i złoty oddał całość zysków osiągniętych do euro dzięki decyzji Fed.

▪ Kurs EURPLN ponownie nie zdołał na dłużej utrzymać się poniżej 4,20. Jakis czas temu wskazywaliśmy, że poziom ten – który do czerwca br. przez 10 miesięcy powstrzymywał złotego przez wyraźniejszą deprecjacją – może być teraz dość silnym wsparciem, które trudno będzie trwale przebić. Pierwsza poważna próba jego przełamania (z połowy sierpnia, kurs spadł wtedy do 4,18) zakończyła się wzrostem powyżej 4,31.

▪ O ile i tak spodziewaliśmy się trwałego spadku EURPLN poniżej 4,20 w IV kw. br., to może się okazać, że ścieżka kursu na kolejne miesiące będzie przebiegać nieco poniżej naszej prognozy (średni EURPLN w IV kw. 4,20). Warto jednak pamiętać, że w przeszłości po długo wyczekiwanych decyzjach Fed uwaga inwestorów dość szybko przenosiła się na temat kryzysu w strefie euro. Na tym polu mamy wciąż nierozwiązany kryzys polityczny we Włoszech (w minionym tygodniu we włoskiej komisji parlamentarnej odrzucono wniosek o zakończenie debaty nt. wyrzucenia Berlusconi z parlamentu i może się okazać, że sprawa ta trafi pod obrady całego senatu) oraz wyniki i konsekwencje wyborów parlamentarnych w Niemczech (już 22 września).

▪ W wyniku bardzo dynamicznych wahań w zeszłego tygodnia, obowiązujący przedział dla EURPLN jest dość szeroki (4,14-4,25; kolejny opór to 4,31).

### Euro zyskuje dzięki decyzji Fed

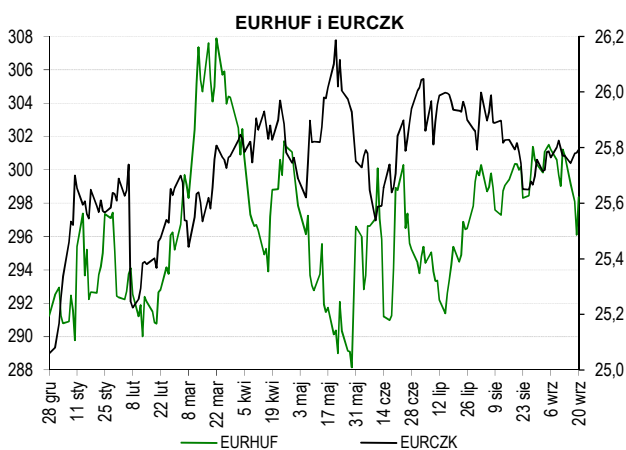
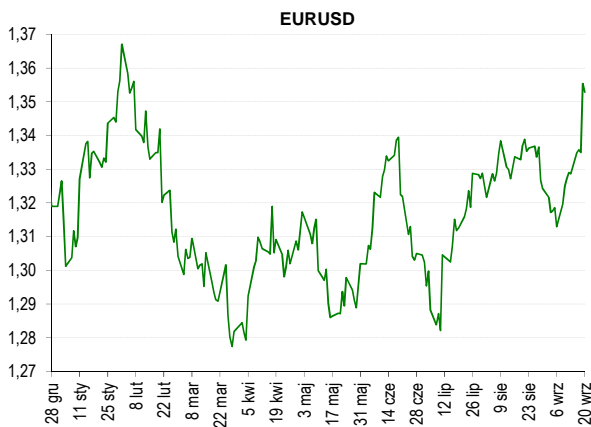
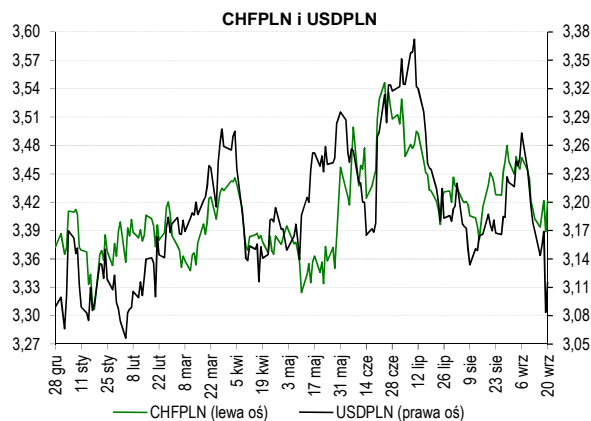
▪ Znaczne wahania odnotowano także w przypadku EURUSD. Kurs rósł delikatnie od początku tygodnia. Im bliżej jednak było decyzji Fed, tym mniejszy był zakres wahań. Doszło nawet do tego, że w dniu ogłoszenia decyzji, od początku sesji w Azji do zakończenia sesji w Europie (17:00) zasięg wahań EURUSD wg danych Reuters (biorąc pod uwagę łącznie sesję azjatycką, europejską oraz amerykańską w konkretnych dniach) był – pomijając 1 stycznia 2010 i 25 grudnia 2007, czyli dni świąteczne – największy od 4 lipca 2007. Zaskakująca decyzja Fed przerwała ten marazm – EURUSD wzrósł dynamicznie z 1,335 do prawie 1,36.

▪ W tym tygodniu publiczne wystąpienia będzie miało aż pięciu głosujących członków Fed. Razem z wynikami weekendowych wyborów parlamentarnych w Niemczech mogą mieć znaczny wpływ na rynek. W dodatku, poznamy sporo danych z USA, które mogą zmienić oczekiwania nt. dalszych działań Fed.

### EURHUF i EURCZK w rytm globalnych nastrojów

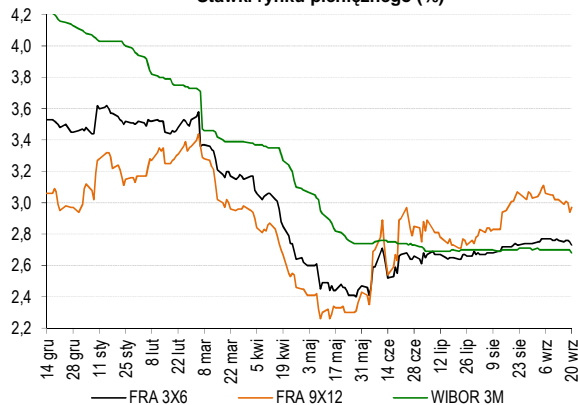
▪ Reakcja forinta i korony na decyzję Fed była taka sama, jak w przypadku złotego. EURHUF spadł do 294,3, a EURCZK do 25,68, by potem poddać się globalnej realizacji zysków po tym szybkim i wyraźnym umocnieniu światowych aktywów – kurs EURHUF zbliżył się do 300, a EURCZK przebił 25,8.

▪ Oprócz wydarzeń globalnych (komentarze z Fed, losy rządu Włoch i wyniki niemieckich wyborów) istotne dla korony oraz forinta mogą być decyzje czeskiego i węgierskiego banku centralnego. W przypadku pierwszego rynek zwróci uwagę na ryzyko interwencji walutowej, w przypadku drugiego istotne będzie czy nadal widzi on przestrzeń do dalszego luzowania polityki pieniężnej.

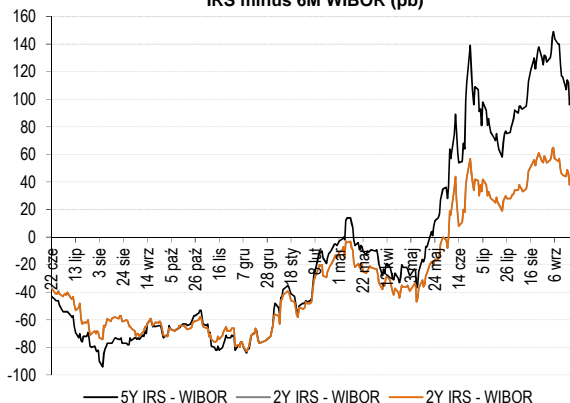


## Rynek stopy procentowej – Spore wahania mogą się utrzymać

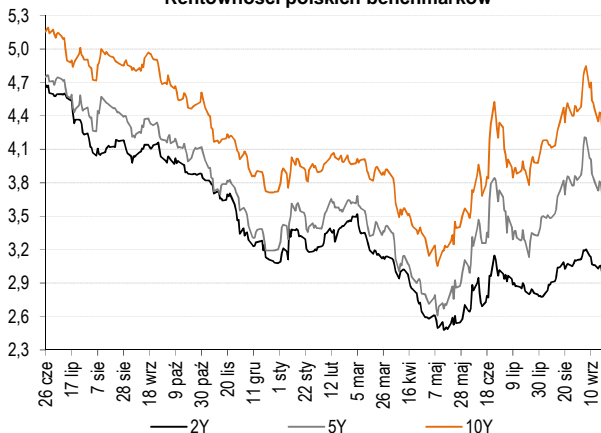
Stawki rynku pieniężnego (%)



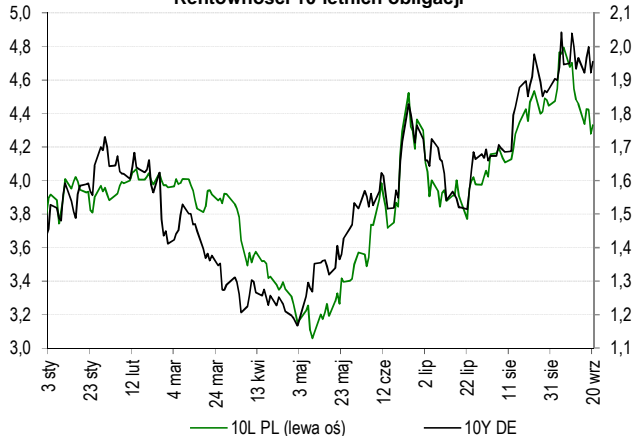
IRS minus 6M WIBOR (pb)



Rentowności polskich benchmarków



Rentowności 10-letnich obligacji



## Niewielkie spadki WIBOR-ów i FRA...

Miniony tydzień przyniósł przerwanie stabilizacji WIBOR-ów w segmencie 1-12 miesięcy. 3-miesięczna stawka spadła o 2 pb, pozostałe o 1 pb. Pewien wpływ na te zmiany mogła mieć perspektywa utrzymania dopływu płynności z Fed na rynek. Z drugiej strony, spadki były niewielkie i wydaje się, że głównym czynnikiem dla tego rynku pozostaje retoryka RPP.

Znaczne wahań IRS oraz rentowności obligacji odbiły się w notowaniach FRA. Stawki te przesunęły się w dół o 2-6 pb w skali tygodnia.

W tym tygodniu opublikowane zostaną krajowe dane o stopie bezrobocia i sprzedaży detalicznej za sierpień. Nie uważamy, aby zmieniły one postrzeganie rynku odnośnie perspektyw w polityce pieniężnej. FRA mogą natomiast wciąż reagować na wydarzenia z krzywej IRS i obligacyjnej, w tym tygodniu będzie sporo okazji do utrzymania wyraźnych wahań.

## ... ale spore wahań IRS i rentowności obligacji

Umocnienie globalnych aktywów w reakcji na zaskakującą decyzję Fed miało ewidentne przełożenie na notowania IRS i rentowności obligacji. W szczytowym momencie IRS spadały o ponad 20 pb dla 5 oraz 10 lat dzień po najważniejszej w ostatnim tygodniu decyzji. W wyniku korekty, jaka nastąpiła w kolejnych dniach, 2-letnia stawka spadła w stosunku do zeszłego piątku o 5 pb, 5- i 10-letnia o ok. 15 pb. Nawet mimo tej korekty z ostatnich dni tygodnia, stawki 5- i 10-letnia są o 45-50 pb poniżej szczytu z początku września osiągniętego w reakcji na rządowe plany zmian w OFE. 2-letni IRS jest niżej o ok. 25 pb. Różnice pomiędzy tymi stawkami, a 6-miesięcznym WIBOR-em zakończyły tydzień na najniższych poziomach od pierwszej połowy sierpnia.

Podobnie dynamiczne zmiany nastąpiły na rynku długu. Ostatecznie, krzywa wyplaszczyła się w wyniku większego umocnienia na środku i długim końcu (rentowności w dół o 10-15 pb), niż na krótkim (spadek o 5 pb).

## Podwyższone wahań mogą się utrzymać

Nadchodzący tydzień będzie bardzo bogaty w wydarzenia, które mogą spowodować, że podwyższone wahań na rynku utrzymają się. Tuż po weekendzie inwestorzy będą skupieni na wynikach niemieckich wyborów parlamentarnych i danych o wstępnych PMI dla przemysłu w strefie euro. Przemawiać będzie także aż pięciu głosujących członków Fed. Po tym jak w czerwcu pojawiły się pierwsze sugestie, że już w tym roku QE3 może zostać ograniczone, w kolejnych tygodniach miał miejsce wysyp uspokajających komentarzy z Fed, które nieco złagodziły obawy o szybkie i znaczne ograniczenie skali skupu obligacji. Najbliższe wystąpienia również mogą mieć wyraźny wpływ na notowania. Poznamy również szereg danych z USA, które mogą zmienić ocenę inwestorów odnośnie tego, kiedy amerykański bank centralny zdecyduje się na ograniczenie QE3. Nie spodziewamy się, by dane z Polski miały istotny wpływ na krajowy rynek stopy procentowej.

Ostatni oficjalny komunikat z Ministerstwa Finansów nt. zaplanowanej na środę aukcji zamiany obligacji (z 30 sierpnia) wskazuje, że resort będzie odkupował obligacje DS1013 i OK0114. Najaktualniejsze dane wskazują, że na koniec lipca inwestorzy zagraniczni posiadali 42% notowanych obligacji DS1013 (o wartości nominalnej 9,4 mld zł) i 60% OK0114 (wartość nominalna 13 mld zł). W trakcie poprzednich aukcji zamiany zagranica była bardzo aktywna (rolowała swoje posiadanie), ale kiedy w czerwcu Bernanke zasugerował, że w tym roku QE3 może zostać ograniczone, z krajowego rynku odplynęło ponad 2,5 mld zł (największy miesięczny odpływ od lipca 2011). Niepewność związana z tym, kiedy Fed ograniczy skalę QE3 sprawia, że do wyników aukcji podchodzimy z ostrożnym optymizmem.



---

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