

# Tygodnik ekonomiczny

30 września – 6 października 2013

Po silnych wahaniami odnotowanych w reakcji na zaskakującą decyzję FOMC o utrzymaniu rozmiaru QE3 bez zmian, w trakcie minionego tygodnia sytuacja na rynkach ustabilizowała się. Pomimo obecności kilku istotnych czynników ryzyka – kiedy Niemcy będą mieć nowy rząd, czy Berlusconi zostanie wyrzucony z parlamentu i zachwieje włoskim rządem, kiedy Fed zacznie ograniczać skalę stymulacji gospodarki, czy w USA politycy dogadają się w sprawie podniesienia limitu zadłużenia – na rynku nie było widać zbyt dużego poruszenia. Być może po wielu tygodniach oczekiwania na decyzję FOMC i silnym wzroście wahań w zeszłym tygodniu, rynek potrzebował kilku dni oddechu. Najbliższe dni mogą przynieść rozstrzygnięcia w kilku wymienionych powyżej kwestiach. Do wtorku amerykańscy politycy muszą porozumieć się w sprawie budżetu na następny rok fiskalny rozpoczynający się 1 października. Wynik tych rozmów może być wskazówką odnośnie tego, w jakim tempie toczyć się będą rozmowy nad podniesieniem limitu zadłużenia, który wg szacunków zostanie osiągnięty w połowie miesiąca. Podobnie jak w minionym tygodniu, tak i w nadchodzącym, publiczne wystąpienia ma zaplanowane pięcioro głosujących członków FOMC, w tym sam Ben Bernanke. Będą one miały miejsce przed, jak i po publikacji miesięcznych danych z amerykańskiego rynku pracy. Do przerwania obserwowanej w trakcie ostatnich dni stabilizacji przyczynić się też mogą wieści z Włoch. Na piątek – a więc na dzień publikacji ważnych danych z USA – zaplanowano głosowanie nad wnioskiem o wyrzucenie skazanego za oszustwa podatkowe Silvio Berlusconi z włoskiego parlamentu. W zeszłym tygodniu członkowie jego partii ostrzegali, że jeżeli były premier straci mandat, wtedy oni wycofają poparcie dla koalicyjnego rządu Enrico Letty. Ciekawie zapowiada się też wynik posiedzenia EBC. W minionym tygodniu prezes Draghi sugerował możliwość uruchomienia kolejnych LTRO, jeśli będzie taka potrzeba. Krajowe wydarzenia nie powinny znacząco wpłynąć na polski rynek. RPP ponownie zostawi stopy procentowe NBP na obecnym poziomie. Ciekawszy będzie wrześniowy odczyt PMI, który będzie wskazówką nt. sytuacji w polskim przemyśle pod koniec III kwartału.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS W-WA                         | KRAJ      | WSKAŹNIK                       | OKRES         |              | PROGNOZA    |             | OSTATNIA WARTOŚĆ |
|-----------------------------------|-----------|--------------------------------|---------------|--------------|-------------|-------------|------------------|
|                                   |           |                                |               |              | RYNEK       | BZWBK       |                  |
| <b>PONIEDZIAŁEK (30 września)</b> |           |                                |               |              |             |             |                  |
| 3:45                              | CN        | PMI – przemysł                 | IX            | pkt          | 51,2        | -           | 50,1             |
| 11:00                             | EZ        | Wstępny HICP                   | IX            | % r/r        | 1,2         | -           | 1,3              |
| <b>14:00</b>                      | <b>PL</b> | <b>Saldo obrotów bieżących</b> | <b>II kw.</b> | <b>mln €</b> | <b>1453</b> | <b>1453</b> | <b>-2055</b>     |
| <b>14:00</b>                      | <b>PL</b> | <b>Oczekiwania inflacyjne</b>  | <b>IX</b>     | <b>% r/r</b> | <b>-</b>    | <b>-</b>    | <b>0,2</b>       |
| <b>WTOREK (1 października)</b>    |           |                                |               |              |             |             |                  |
| <b>9:00</b>                       | <b>PL</b> | <b>PMI – przemysł</b>          | <b>IX</b>     | <b>pkt</b>   | <b>52,3</b> | <b>52,5</b> | <b>52,6</b>      |
| 9:53                              | DE        | PMI – przemysł                 | IX            | pkt          | 51,3        | -           | 51,8             |
| 9:58                              | EZ        | PMI – przemysł                 | IX            | pkt          | 51,1        | -           | 51,4             |
| 16:00                             | US        | ISM – przemysł                 | IX            | pkt          | 55,2        | -           | 55,7             |
| <b>ŚRODA 2 października)</b>      |           |                                |               |              |             |             |                  |
|                                   | <b>PL</b> | <b>Decyzja RPP</b>             |               | <b>%</b>     | <b>2,50</b> | <b>2,50</b> | <b>2,50</b>      |
| 13:45                             | EZ        | Decyzja EBC                    |               | %            | 0,50        | -           | 0,50             |
| 14:15                             | US        | Raport ADP                     | IX            | tys.         | 175         | -           | 176              |
| <b>CZWARTEK (3 października)</b>  |           |                                |               |              |             |             |                  |
| 9:53                              | DE        | PMI – usługi                   | IX            | pkt          | 54,4        | -           | 52,8             |
| 9:58                              | EZ        | PMI – usługi                   | IX            | pkt          | 52,1        | -           | 50,7             |
| <b>11:00</b>                      | <b>PL</b> | <b>Aukcja obligacji</b>        |               |              |             |             |                  |
| 14:30                             | US        | Liczba nowych bezrobotnych     | tyg.          | tys.         | 315         | -           | 305              |
| 16:00                             | US        | Zamówienia przemysłowe         | VIII          | % m/m        | 0,2         | -           | -2,4             |
| 16:00                             | US        | ISM – usługi                   | IX            | pkt          | 57,0        | -           | 58,6             |
| <b>PIĄTEK (4 października)</b>    |           |                                |               |              |             |             |                  |
| 14:30                             | US        | Zatrudnienie poza rolnictwem   | IX            | tys.         | 180         | -           | 169              |
| 14:30                             | US        | Stopa bezrobocia               | IX            | %            | 7,3         | -           | 7,3              |

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

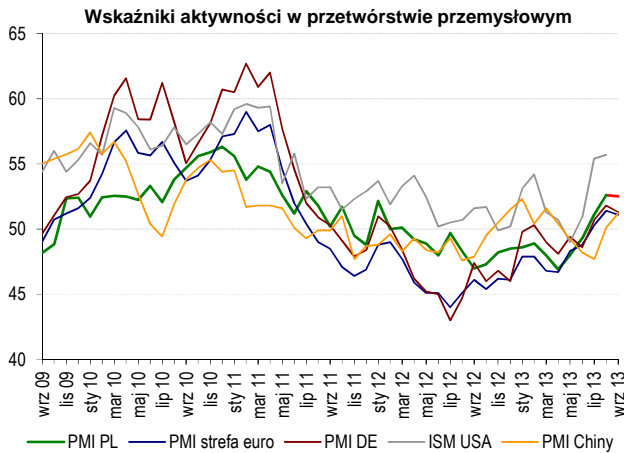
**Agnieszka Decewicz**

Starszy Ekonomista 22 534 1886

**Marcin Luziński** Analityk

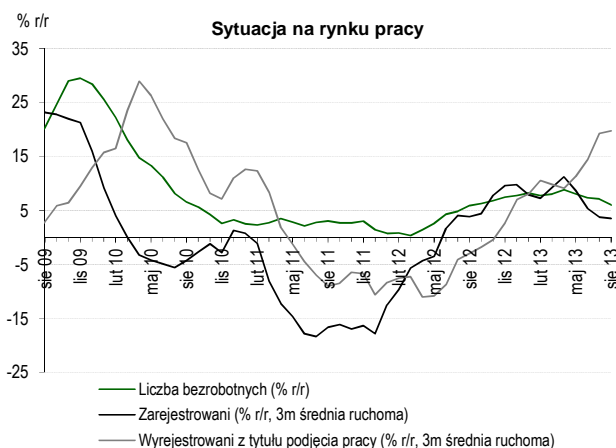
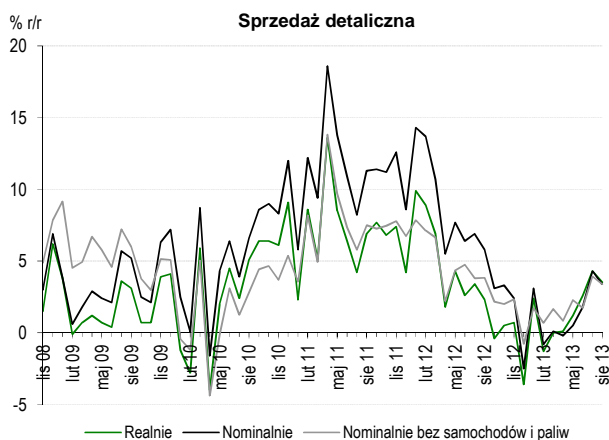
22 534 1885

## Wydarzenia nowego tygodnia – RPP bez emocji, dane o PMI i bilansie płatniczym



- Z wypowiedzi członków RPP (szczegóły niżej) wynika, że środowe posiedzenie nie przyniesie znaczących zmian, a podstawowe parametry polityki pieniężnej pozostaną na dotychczasowych poziomach. Dla rynku ważne mogą jednak być sygnały dotyczące stóp w przyszłym roku.
- W poniedziałek opublikowane zostaną dane o bilansie płatniczym za drugi kwartał. Dane miesięczne sugerują, że był to pierwszy kwartał w historii z dodatnim saldem na rachunku bieżącym. Mocna rewizja w dół mogłaby zatem negatywnie wpłynąć na nastroje na polskim rynku.
- W tym tygodniu poznamy także wartość indeksu PMI dla polskiego przemysłu we wrześniu. W ostatnim czasie indeks zaskakiwał w górę (od kwietnia rósł średnio o 1,4 pkt. na miesiąc). Wstępne odczyty PMI dla strefy euro i Niemiec za wrzesień pokazały lekką korektę i podobnej sytuacji oczekujemy w przypadku indeksu dla Polski.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Kolejne pozytywne zaskoczenie



- W sierpniu sprzedaż detaliczna w cenach bieżących wzrosła o 3,4% r/r, poniżej tempa z lipca (4,3%), ale powyżej oczekiwań naszych oraz konsensusu rynkowego (odpowiednio 2,5% i 2,8%). W cenach stałych sprzedaż detaliczna ogółem wzrosła o 3,5% r/r (4,3% r/r w lipcu).
- Warto zauważyć, że o ile średnio w II kw. sprzedaż wzrosła realnie o 1,5% r/r, a w całej I połowie br. o 0,8% r/r, pierwsze dwa miesiące III kw. przyniosły wzrost średnio o prawie 4% r/r. O sile odbicia sprzedaży dobrze świadczą też dane o obrotach w handlu detalicznym (które m.in. uwzględniają małe placówki handlowe, w odróżnieniu od danych o sprzedaży detalicznej). Tam co prawda też odnotowano spowolnienie, ale tylko do 4,3% r/r z 4,5% r/r.
- Dane te potwierdzają oczekiwany przez nas scenariusz zakładający, że popyt wewnętrzny będzie stopniowo dołączać do samotnie wspierającego odbicie gospodarki eksportu w I poł. roku. Pomoże w tym dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy, co też pokazały dane GUS.
- Stopa bezrobocia spadła w sierpniu do 13,0% z 13,1% w lipcu, zgodnie z tym, co sugerowało Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej, a wbrew oczekiwaniom naszym i rynku (13,1%). W stosunku do lipca, liczba bezrobotnych spadła o prawie 10 tys. osób i był to już szósty miesiąc z rzędu trwania tej tendencji. Roczna dynamika przyrostu bezrobotnych wyniosła 6% i była najniższa od sierpnia ub.r. O ponad 30 tys. w stosunku miesięcznym obniżyła się liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych i było ich mniej niż przed rokiem.
- Sytuacja na rynku pracy poprawia się, ale stosunkowo powoli. W kolejnych miesiącach, stopa bezrobocia zapewne wzrośnie, zgodnie ze wzorcem sezonowym, do ok. 13,7% na koniec roku.

## Cytat tygodnia – Do końca roku na pewno stóp nie ruszamy

## Marek Belka, prezes NBP, 26.09, PAP

(...) do końca roku na pewno stóp nie ruszamy. A potem zobaczymy i znów pewnie się do jakiejś formy »forward guidance« uciekniemy.

## Jerzy Hausner, członek RPP, 23.09, PAP

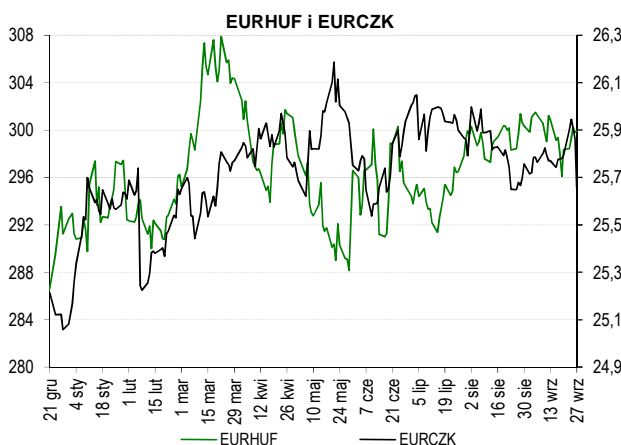
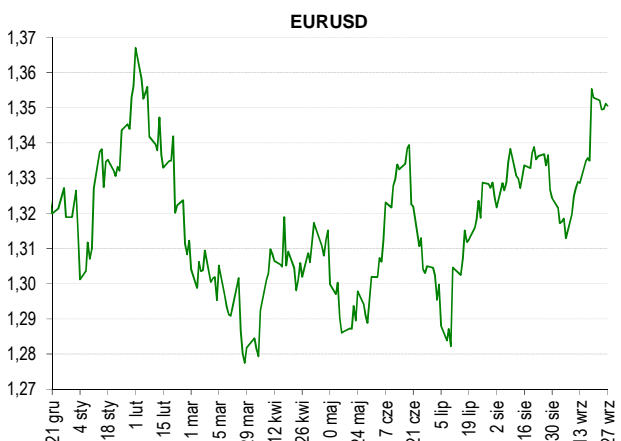
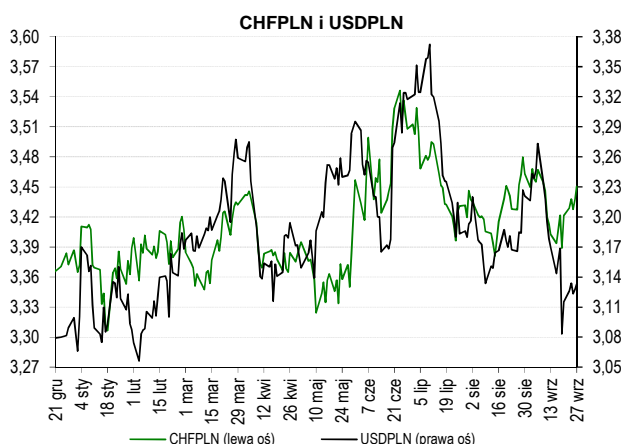
Oczekiwanie, że obecny poziom stóp procentowych będzie utrzymany również przez pewną część 2014 roku jest rozsądne. Jaka to będzie część – to będzie zależało od siły ożywienia gospodarczego. Od trwałości tego ożywienia. Sierpniowe dane makro powinny nas skłaniać do ostrożności.

## Andrzej Sławiński, dyrektor Instytutu Ekonomicznego NBP, 25.09, PAP

Obecnie nie bardzo widzę czynniki, które mogłyby spowodować znaczący wzrost inflacji. Raczej należy oczekiwać utrzymywania się inflacji na relatywnie niskim poziomie, a z czasem jej powrotu do pasma celu inflacyjnego.

Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego, zwłaszcza prezesa Belki, potwierdzają, że stopy pozostaną bez zmian co najmniej do końca roku. Widać, że w Radzie tworzy się grupa chętna do przedłużenia okresu stabilnych stóp także na przyszły rok. Naszym zdaniem mogą być to ci sami członkowie, którzy przesadzili o obniżeniu stóp do obecnego, rekordowo niskiego poziomu (Belka, Bratkowski, Chojna-Duch, Hausner, Zielińska-Głębocka). Niemniej, w nadchodzących miesiącach będą się nasilać sygnały ożywienia gospodarczego, a inflacja będzie się stopniowo zbliżała do celu i według nas to powinno skłonić Radę do podwyżki w połowie roku 2014.

## Rynek walutowy – Niewielkie zmiany w oczekiwaniu na kolejny impuls



### EURPLN stabilny, złoty czeka na impuls

Miniony tydzień na rynku złotego charakteryzował się dużo mniejszą zmiennością niż poprzedni. Kolejne sesje po decyzji Fed przyniosły stabilizację kursu EURPLN w przedziale 4,20-4,23. Górna granica tego pasma była kilkakrotnie testowana, ale nie były to próby udane. Kurs zakończył tydzień w pobliżu, ale jednak nieco poniżej 4,23.

Przełomowych zmian nie zanotowano również w przypadku USDPLN, CHFPLN czy GBPPLN (choć w przypadku tego ostatniego tygodniowy zakres wahań był znacznie większy niż pozostałych kursów).

Wygląda na to, że podobnie jak globalny rynek, EURPLN czeka na kolejny impuls, który mógłby zainicjować trwały oraz silny trend. W tym tygodniu mogą zapaść rozstrzygnięcia w kilku istotnych kwestiach (amerykański budżet na 2014, los Berlusconi), które razem z danymi z USA i komentarzami z FOMC mogą po tygodniowej przerwie zainicjować wyraźniejsze wahania na rynku walutowym. Na samym początku tygodnia wpływ na rynek może mieć fakt, że po kursie z końca września przeliczane są dopłaty dla rolników. W ostatnich latach okres ten cechował się umocnieniem złotego. Poza tym, na początku tygodnia poznamy dane, które mogą pokazać pierwszy kwartał w historii z dodatnim saldem na rachunku bieżącym, co może korzystnie wpłynąć na krajową walutę. Istotne poziomy dla kursu EURPLN to 4,20 (następne wsparcie do 4,14) i 4,23 (następny opór do 4,25).

### EURUSD bez dużych zmian

Od osiągnięcia ok. 1,357 w reakcji na zaskakującą decyzję FOMC, w kolejnych dniach EURUSD delikatnie opadał. Dane opublikowane w minionym tygodniu nie zdołały spowodować wzrostu wahań. Kurs osiągnął w pierwszej części tygodnia wsparcie 1,346 i w kolejnych dniach wahał się pomiędzy tym poziomem, a szczytem osiągniętym po decyzji FOMC.

Spodziewamy się, że najbliższe dni przyniosą zmianę tego stanu rynku. Szczególnie interesująco zapowiada się piątek, kiedy to odbędzie się głosowanie nad tym, czy były premier Włoch zostanie pozbawiony mandatu senatora, a w USA opublikowane zostaną miesięczne dane z rynku pracy, na których skomentowanie okazją będą mieli członkowie FOMC. Jest więc bardzo prawdopodobne, że stabilizacja z tego tygodnia dość szybko się zakończy.

Krótkoterminowe wsparcie to 1,346, kolejne to 1,34. Opór to 1,36.

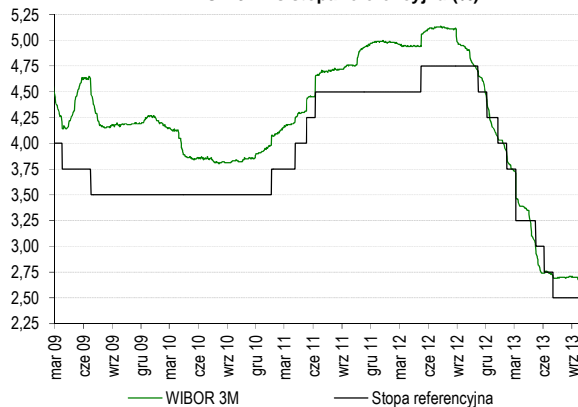
### Korona zyskuje, forint stosunkowo stabilny

W minionym tygodniu największe zmiany zaszły na rynku EURCZK. Czeski bank centralny, zgodnie z oczekiwaniami, utrzymał stopy procentowe na dotychczasowym poziomie (0,05%). Brak stwierdzenia wskazującego na możliwość interwencji na rynku walutowym w komunikacie był jednak zaskakujący dla inwestorów i przyczynił się do umocnienia korony do euro. Pomimo tego, że na konferencji prasowej prezes CNB podkreślił, że ryzyko wejścia banku na rynek w celu osłabienia korony jest w dalszym ciągu wysokie, to korona utrzymała zyski. W rezultacie, EURCZK znalazł się na chwilę na poziomie 25,54, najniższym od ostatniej dekady czerwca. W wyniku stabilizacji EURPLN i wyraźnego spadku EURCZK, w minionym złoty był najsłabszy do korony od pierwszej dekady września.

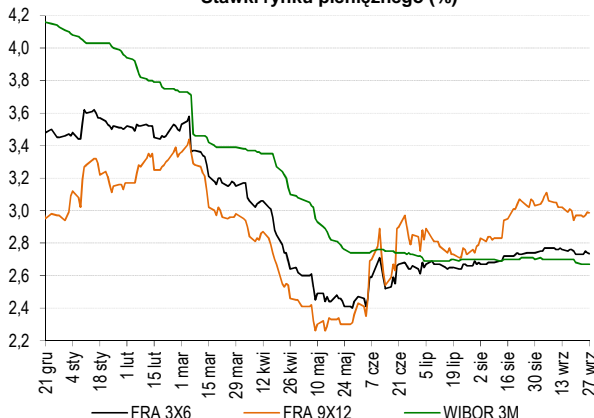
W notowaniach EURHUF, podobnie jak w przypadku kursu EURPLN nie zaszły duże zmiany. Forint tylko nieznacznie stracił do euro w wyniku obaw, że tamtejszy bank centralny obniży stopy bardziej od oczekiwań. Tym razem jednak MNB nie zaskoczył rynku i zgodnie z konsensusem zredukował stopy z 3,80% do 3,60%.

## Rynek stopy procentowej – Kolejna aukcja, uwaga na wydarzenia za granicą

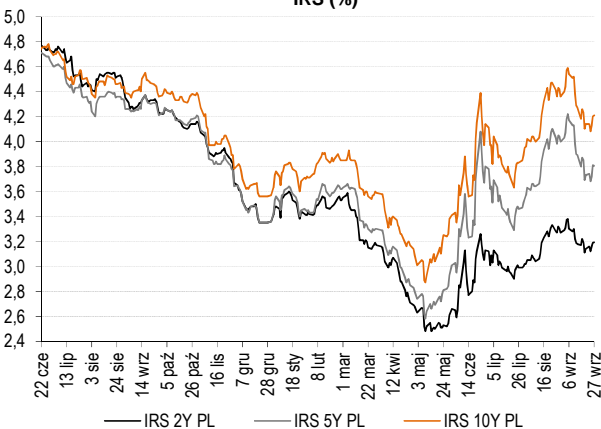
WIBOR 3M vs stopa referencyjna (%)



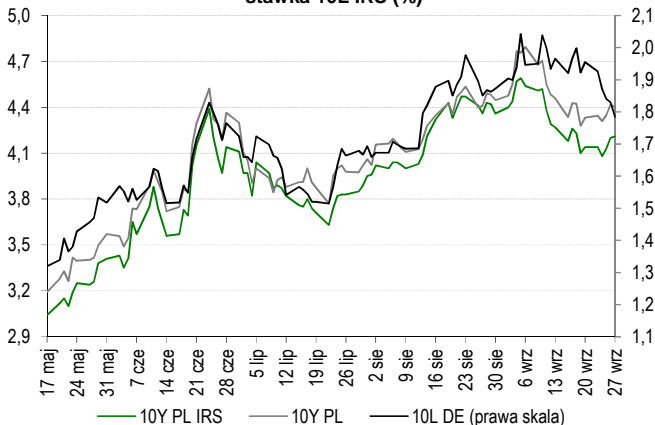
Stawki rynku pieniężnego (%)



IRS (%)



Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz stawka 10L IRS (%)



## WIBOR-y nieznacznie w dół, FRA bez dużych zmian

Miniony tydzień przyniósł nieznaczne spadki WIBOR-u od 3 do 12 miesięcy. Do obniżenia się WIBOR-ów w ostatnich dniach w pewnym stopniu mogła się przyczynić decyzja Fed o braku oczekiwanego ograniczenia dodatkowej płynności (utrzymanie rozmiaru QE3 bez zmian), ale również sugestie członków RPP, że okres stabilizacji stóp w Polsce może się wydłużyć poza koniec 2014 r. Nie spodziewamy się, aby w kolejnych tygodniach czy miesiącach WIBOR-y dalej spadały. Naszym zdaniem, kolejne miesiące tego roku przyniosą delikatne wzrosty tych stawek w wyniku kolejnych danych wskazujących na stopniową poprawę sytuacji w europejskiej i krajowej gospodarce. W notowaniach FRA nie zaszły zbyt duże zmiany w minionym tygodniu.

Na rynku panuje powszechne przekonanie, że RPP zostawi w październiku stopy procentowe bez zmian. Nie spodziewamy się, aby treść komunikatu i konferencja prasowa wpłynęły na ocenę perspektyw polityki pieniężnej i wywarły istotny wpływ na rynek.

## Wyniki aukcji wyznaczyły kierunek na rynku

Wyniki aukcji zamiany zostały negatywnie odebrane przez inwestorów i miały największy wpływ na notowania IRS oraz długu w zeszłym tygodniu. Ministerstwo Finansów uplasowało obligacje za 3,8 mld zł. Ze sprzedaży 10-letniego benchmarku DS1023 pozyskano prawie 2 mld zł (przy rentowności 4,31%, o ok. 100 pb wyższej niż na ostatniej aukcji tego papieru w maju), a z WZ0119 1,8 mld zł. Popyt był stosunkowo niewielki, mimo iż dzień wcześniej wiceminister finansów, Wojciech Kowalczyk, zapowiadał solidny popyt. Po aukcji za to powiedział, że przy obecnych warunkach rynkowych „popyt był satysfakcjonujący”. Rynek jednak negatywnie odebrał fakt stosunkowo niewielkiej sprzedaży obligacji.

Na przestrzeni tygodnia 2- i 10-letni IRS wzrosły o ok. 5 pb, 5-letni o 8 pb. Nachylenie krzywej nie uległo więc znacznym zmianom, czego nie można powiedzieć o krzywej obligacyjnej. Podczas gdy krótki koniec zakończył tydzień blisko poziomu z poprzedniego piątku, środek i długi koniec znalazły się o 5-7 pb wyżej.

Obok spreadów 2-5L i 2-10L, miniony tydzień przyniósł także rozszerzenie spreadu między polską 10-latką, a jej niemieckim odpowiednikiem. Wzrósł on z ok. 240 pb do 260 pb.

Wiceminister finansów, Wojciech Kowalczyk, powiedział, że na początku IV kw. ministerstwo chce rozpocząć proces prefinansowania potrzeb pożyczkowych na rok 2014. Dodał, że planowane zmiany w OFE obniżą przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe o ok. 35 mld zł. Oczywiście jednocześnie zmniejszy się też popyt. Kowalczyk powiedział, że w IV kw. br. Ministerstwo zapewne pojawi się z ofertą obligacji także na rynkach zagranicznych (euro i dolara).

## Kolejna aukcja, ważne wydarzenia na świecie

W tym tygodniu odbędzie się kolejna aukcja obligacji. W październiku na rynek długu wpłynie ok. 33 mld zł (23 mld zł z tytułu wykupu zapadających obligacji i 10 mld zł z tytułu kuponów), więc Ministerstwo Finansów będzie chciało wykorzystać w tym miesiącu korzystne warunki płynnościowe. Następnym taki solidny napływ będzie miał miejsce w styczniu (ok. 24 mld zł).

Obok wyników kolejnej aukcji, istotne dla notowań IRS i długu będą zapewne wieści z USA i Europy. Zapowiada się tydzień obfity w spore wahania, polski rynek stopy procentowej może więc znaleźć się pod wyraźnym wpływem notowań Bundów, jak i długu Hiszpanii i Włoch.

---

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