

Tygodnik ekonomiczny

7 – 13 października 2013

Miniony tydzień rozpoczął się od serii niepokojących informacji: we Włoszech ryzyko przedterminowych wyborów po wycofaniu przez partię Berlusconiego poparcia dla rządu Enrico Letty; w USA paraliż administracji (tzw. *government shutdown*) w efekcie braku porozumienia w Kongresie nt. budżetu; w Chinach słabszy indeks PMI w przemyśle, budzący obawy o trwałość ożywienia w tym regionie. Mimo niepewności wywołanej powyższymi czynnikami sytuację na rynkach stabilizowały m.in. opinie, że amerykańskie problemy z budżetem mogą opóźnić decyzję Fed nt. ograniczania skupu aktywów. EBC utrzymał łagodny ton polityki pieniężnej (choć nie aż tak łagodny jak niektórzy oczekiwali), a kryzys polityczny we Włoszech został dość szybko zażegnany, co pozwoliło na dość znaczne umocnienie euro oraz złotego. Posiedzenie RPP zgodnie z oczekiwaniami przebiegło bez emocji. Za to odczyt PMI dla polskiego przemysłu po raz kolejny zaskoczył pozytywnie, wspierając prognozy mocnego wzrostu produkcji we wrześniu i potwierdzając ożywienie na rynku pracy.

Kalendarz publikacji danych na ten tydzień jest dość ubogi, aczkolwiek w przypadku zakończenia paraliżu administracji w USA na rynek mogą napłynąć ważne dane, których nie poznaliśmy w terminie (m.in. wrześniowe zatrudnienie poza rolnictwem). Jednak to właśnie postęp rozmów w amerykańskim parlamencie w sprawie zakończenia konfliktu nt. budżetu będzie kluczowym czynnikiem dla nastrojów rynkowych w najbliższych dniach. W miarę zbliżania się krytycznej daty 17 października (kiedy to może nastąpić przekroczenie dopuszczalnego poziomu długu publicznego) brak porozumienia będzie coraz bardziej negatywnie oddziaływał na rynki, ponieważ ogłoszenie technicznej niewypłacalności USA będzie miało nieporównanie większe negatywne skutki (nie tylko dla USA, ale całej globalnej gospodarki) niż tzw. *government shutdown*.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (7 października)							
14:00	PL	Aktywa rezerwowe	IX	mln €	-	-	82 604
WTOREK (8 października)							
3:45	CN	PMI dla usług	IX	pkt	-	-	52,8
8:00	DE	Eksport	VIII	% m/m	1,2	-	-1,1
8:00	DE	Import	VIII	% m/m	1,0	-	0,5
12:00	DE	Zamówienia w przemyśle	VIII	% m/m	1,0	-	-2,7
ŚRODA (9 października)							
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	VIII	% m/m	0,8	-	-1,7
CZWARTEK (10 października)							
13:00	UK	BoE – decyzja o stopach procentowych	X	%	-	-	0,50
14:30	US	Ceny importu	IX	% m/m	0,3	-	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	308
PIĄTEK (11 października)							
8:00	DE	HICP	IX	% r/r	1,6	-	1,6
14:00	PL	Eksport	VIII	mln €	12 478	12 300	12 952
14:00	PL	Import	VIII	mln €	12 150	11 881	12 659
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VIII	mln €	-230	-244	-178
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	IX	% m/m	0,3	-	0,2
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	X	pkt	-	-	77,5

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

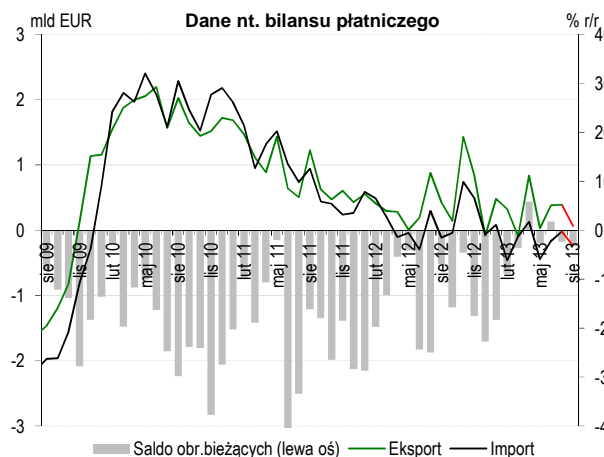
Agnieszka Decewicz

Starszy Ekonomista 22 534 1886

Marcin Luziński Analityk

22 534 1885

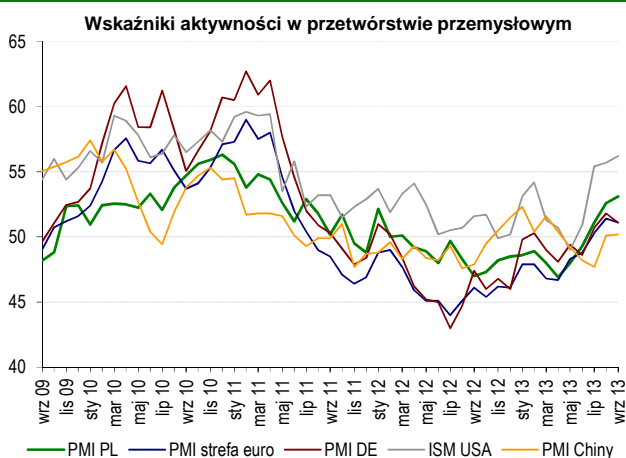
Wydarzenia nowego tygodnia – Wciąż nadwyżka w handlu zagranicznym



▪ Jedyną ważną krajową publikacją w tym tygodniu będą sierpniowe dane nt. bilansu płatniczego. Przypomnijmy, że kwartalne dane opublikowane przez NBP w ub. tyg. wprowadziły dość znaczną rewizję – nadwyżka obrotów bieżących w II kw. okazała się o ponad 1 mld € mniejsza niż wcześniej sugerowały miesięczne odczyty. Niemniej, był to głównie wynik zmiany na rachunku dochodów, podczas gdy na rachunku towarów dane nadal wskazują wyraźną (pierwszą w historii) nadwyżkę w II kw.

▪ Oczekujemy, że dane za sierpień pokażą kolejny miesiąc z wyraźnym dodatnim saldem wymiany handlowej, choć tempo wzrostu eksportu (i importu) będzie zapewne przejściowo niższe (efekt dni roboczych, podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej), a saldo obrotów bieżących będzie na umiarkowanym minusie (niski napływ środków z UE w sierpniu).

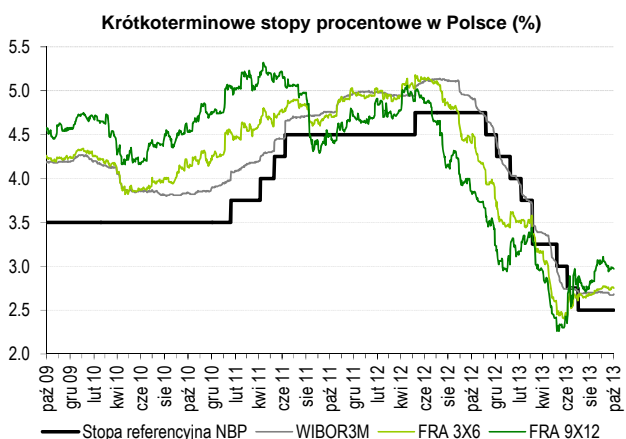
Ostatni tydzień w gospodarce – Gospodarka przyspiesza, stopy stabilne



▪ Wrześniowy odczyt PMI dla Polski po raz kolejny wyraźnie przekroczył oczekiwania, osiągając 53,1 pkt, najwyższy poziom od kwietnia 2011.

▪ Po wyraźnych wzrostach subindeksów produkcji i zamówień w ostatnich miesiącach, we wrześniu miała miejsce niewielka korekta. Oba wskaźniki pozostały jednak wyraźnie powyżej neutralnego poziomu 50 pkt. Jednocześnie, tempo wzrostu zatrudnienia wyraźnie przyspieszyło i osiągnęło we wrześniu najwyższy poziom od maja 2007 (i czwarty najwyższy odczyt w historii badania). Wskaźnik kosztów produkcji nadal waha się wokół 50 pkt.

▪ Wskazania raportu PMI, potwierdzające ożywienie na rynku pracy, wspierają oczekiwany przez nas scenariusz, w którym do eksportu, będącego do tej pory jedynym motorem ożywienia gospodarczego, powoli zacznie dołączać konsumpcja indywidualna.



▪ Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian na październikowym posiedzeniu, pozostawiając stopę referencyjną na rekordowo niskim poziomie 2,50%.

▪ W komunikacie powtórzono, że stopy powinny pozostać bez zmian przynajmniej do końca roku. W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona.

▪ Naszym zdaniem, jest szansa, że listopadowe posiedzenie RPP będzie w końcu ciekawsze, gdyż zapozna się ona z nową projekcją inflacji, która wpłynąć może na wydłużenie sugerowanego okresu stabilnych stóp. Wciąż oczekujemy, że stopy pozostaną bez zmian do połowy przyszłego roku, a łącznie w 2014 r. stopy NBP wzrosną o 75 pb.

Cytat tygodnia – Obniżenie progów ostrożnościowych wpisane w regułę wydatkową

Wojciech Kowalczyk, wiceminister finansów, 02.10, PAP

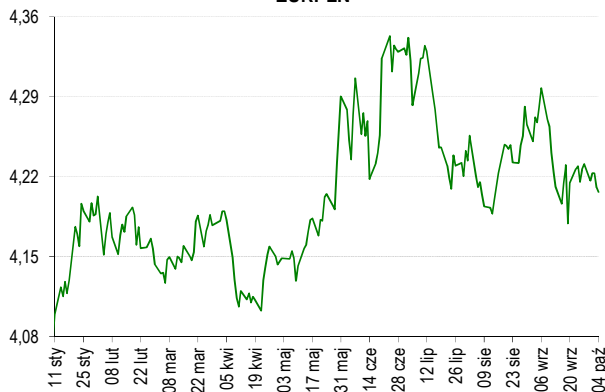
Docelowo na pewno chcemy, żeby OFE mogły oprócz akcji, inwestować w obligacje komercyjne: korporacyjne i samorządowe. Na pewno chcemy stopniowo wprowadzić możliwość inwestowania 30 proc. aktywów za granicą, to będzie dotyczyło możliwości inwestowania w krajach Unii Europejskiej i OECD.

W ustawie o OFE będzie propozycja obniżenia progów ostrożnościowych długu publicznego w relacji do PKB, które wpisane będą w nową stabilizacyjną regułę wydatkową. To będą progi: 48 proc. i 43 proc. Nowe progi będą funkcjonowały w regule wydatkowej, natomiast progi 55 proc. i 60 proc. z ustawy o finansach publicznych pozostaną bez zmian.

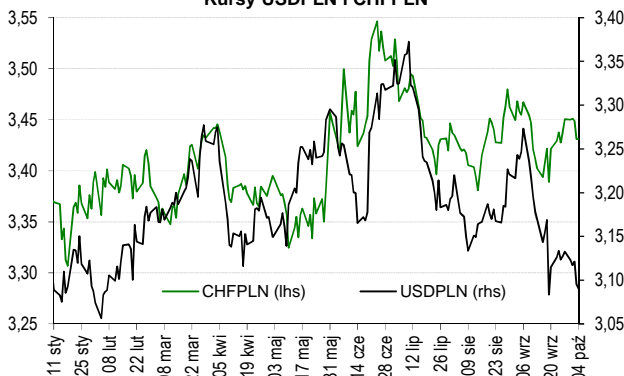
Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli MF potwierdzają, że obniżenie progów ostrożnościowych po przejściu aktywów z OFE ma dotyczyć wyłącznie zapisów nowej reguły wydatkowej, a nie progów dotychczas obowiązujących w ustawie o finansach publicznych. W efekcie, przekroczenie poziomu 43% PKB przez dług publiczny będzie skutkowało obniżeniem limitu wydatków w regule o ok. 1,5% (ale nie podczas spowolnienia gospodarczego), a przekroczenie progu 48% - o ok. 2%. Restrykcje wynikające z przekroczenia 55% PKB pozostają bez zmian. W efekcie, zmiany w OFE zwiększają nieco przestrzeń do wzrostu wydatków publicznych, szczególnie w sytuacji, gdyby gospodarka nie wyszła szybko z fazy spowolnienia.

Rynek walutowy – Sytuacja w USA wciąż kluczowa

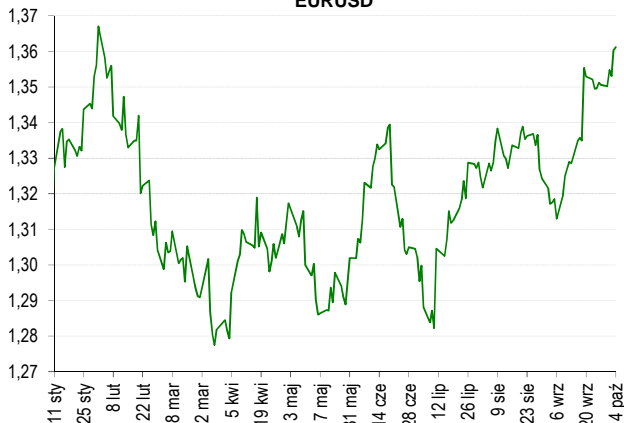
EURPLN



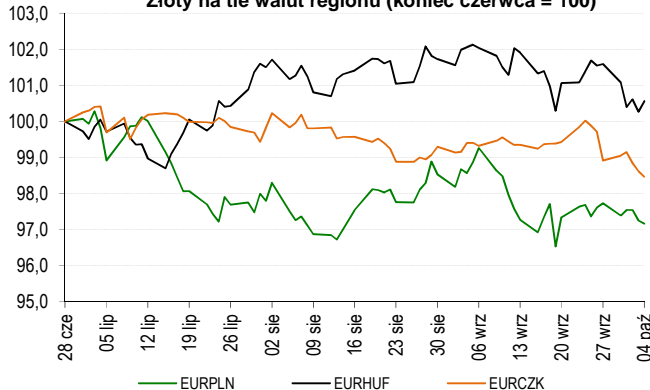
Kursy USDPLN i CHFPLN



EURUSD



Złoty na tle walut regionu (koniec czerwca = 100)



Złoty mocniejszy w relacji do głównych walut

Miniony tydzień rozpoczął się od osłabienia złotego, kurs EURPLN na chwilę zbliżył się do 4,24. Był to efekt negatywnych nastrojów inwestorów związanych z sytuacją w USA i politycznym kryzysem we Włoszech. W kolejnych dniach krajowa waluta zyskiwała na wartości wspierana poprawą nastrojów na rynkach i wzrostem apetytu na ryzyko. W efekcie EURPLN przełamał dolne ograniczenie kanału konsolidacji 4,20-4,23 i na chwilę obniżył się do 4,199. Niemniej, kurs na zamknięcie tygodnia ponownie znalazł się powyżej 4,20.

Złoty umocnił się także w relacji do innych walut. W skali tygodnia krajowa waluta najbardziej zyskała do dolara (1,4%) oraz do funta brytyjskiego (1,1%). Wspierany wzrostem EURUSD kurs USDPLN na chwilę spadł do 3,06, najniższego poziomu od lutego.

Zmienność na rynku utrzymuje się na wysokim poziomie i ta sytuacja nie ulegnie zmianie do momentu wyjaśnienia sytuacji w USA. Dlatego też inwestorzy z uwagą będą śledzili napływające informacje z USA, głównie doniesienia o postępach w negocjacjach ws budżetu i limitu zadłużenia. Techniczny obraz EURPLN nie uległ większym zmianom, wciąż w mocy pozostaje przedział konsolidacji 4,20-4,23. W obecnej sytuacji rynkowej nie można wykluczyć testów tak dolnego, jak i górnego ograniczenia tego przedziału.

EURUSD w trendzie wzrostowym

Rozwój sytuacji w USA, zażegnanie kryzysu politycznego we Włoszech oraz dobre dane z europejskiej gospodarki to główne czynniki, które w minionym tygodniu przyczyniły się do umocnienia euro wobec dolara. Dodatkowym wsparciem było posiedzenie EBC, w czasie którego prezes EBC wbrew niektórym oczekiwaniom nie zapowiedział kolejnej operacji LTRO (choć też jej nie wykluczył, jeśli zajdzie taka konieczność). Kurs EURUSD wzrósł (na chwilę) do 1,365, osiągając tym samym najwyższy poziom od lutego i zbliżając się do tegorocznego maksimum na 1,371. Koniec tygodnia przyniósł jednak realizację zysków i kurs spadł poniżej 1,36.

Ze względu na paraliż administracyjny zawieszono publikację wielu danych makroekonomicznych w USA, w tym wrześniowych danych z rynku pracy. W efekcie cała uwaga inwestorów skierowana jest na Biały Dom i negocjacje między Demokratami a Republikanami ws budżetu i limitu zadłużenia. To będzie sprzyjało wysokiej zmienności na rynku – nie można wykluczyć, że przeciąganie w czasie osiągnięcia kompromisu może dać kolejny impuls do osłabienia dolara. Pierwsze wsparcie znajduje się na 1,356, a następne 1,346. Powrót do trendu wzrostowego EURUSD może oznaczać po raz kolejny próbę testu 1,371.

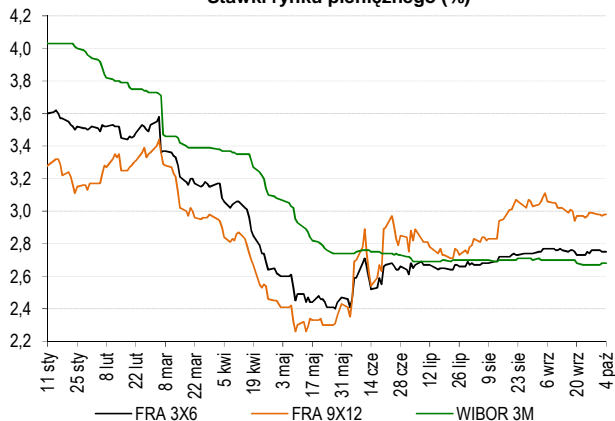
Waluty CEE również nieco mocniejsze

Waluty regionu, podobnie jak i złoty zyskiwały na wartości. W skali tygodnia węgierska waluta najwięcej zyskała do euro (ok. 1%). Wsparciem dla forinta były napływające informacje z gospodarki, oraz relatywnie wysoki popyt na węgierskie papiery skarbowe ze strony zagranicznych inwestorów.

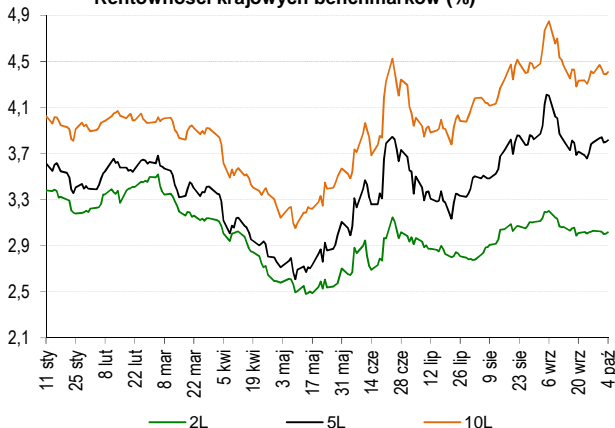
W tym tygodniu w Czechach i na Węgrzech pojawiają się nowe istotne dane makro (publikacja danych o produkcji i inflacji w obu krajach). Jednak (podobnie jak w Polsce) lokalne publikacje mogą pozostać w cieniu wydarzeń międzynarodowych.

Rynek stopy procentowej – Pod presją czynników zewnętrznych

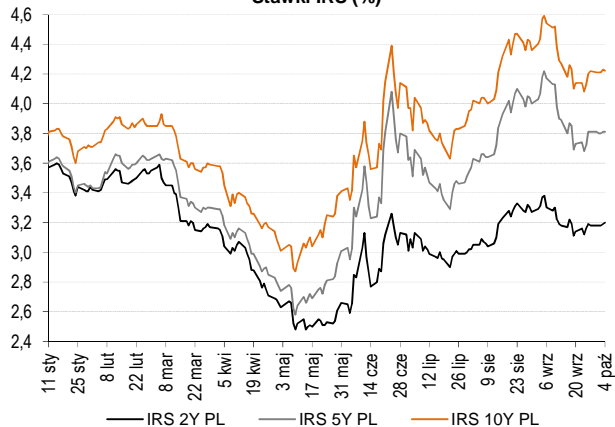
Stawki rynku pieniężnego (%)



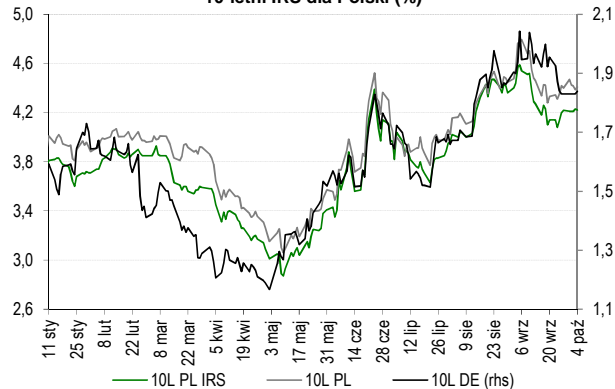
Rentowności krajowych benchmarków (%)



Stawki IRS (%)



Rentowność 10-letnich obligacji Polski i Niemiec oraz 10-letni IRS dla Polski (%)



Stawki rynku pieniężnego pozostają stabilne

▪ Początek października nie przyniósł znaczących zmian na rynku pieniężnym. Stawki WIBOR i FRA pozostały względnie stabilne, wspierane gołębią retoryką RPP, która podtrzymała, że stopy powinny pozostać stabilne przynajmniej do końca roku. Relatywnie stabilne stawki FRA wskazują, że oczekiwania co do przyszłej ścieżki stóp nie uległy większym zmianom. Notowania FRA9x12, oscylujące blisko 3%, wskazuje, że rynek spodziewa się pierwszej podwyżki stóp w perspektywie 9 miesięcy.

▪ Najbliższy tydzień nie przyniesie większych zmian w kwotowaniach WIBOR. Spodziewamy się, że będą one oscylowały wokół bieżących poziomów. Dopiero przyszłotygodniowe publikacje danych makro (CPI, dane z rynku pracy, produkcja) mogą wpłynąć na ocenę rynku co do przyszłej ścieżki stóp.

Rynek stopy pozostaje pod presją

▪ Po dość silnym osłabieniu obligacji na koniec września, początek nowego miesiąca przyniósł lekkie odreagowanie. Zmienność na rynku obligacji utrzymywała się na wysokim poziomie (głównie na środku i długim końcu krzywej), co po części wynikało z sytuacji w USA (brak porozumienia ws budżetu, co spowodowało paraliż administracyjny), a po części z oczekiwań na czwartkową aukcję. Wyniki aukcji 5-latkę można uznać za rozczarowujące, co dało impuls do krótkotrwałej korekty. Przecena wzdłuż krzywej zachęciła do zakupów, co w całości zniwelowało wcześniejsze straty.

▪ Rynek IRS zachowywał się bardziej stabilnie niż rynek obligacji. W ciągu tygodnia zmiany w poziomach stawek nie były znaczące. Krzywa pozostała jednak stroma, spread 2-10 lat utrzymał się powyżej 100 pb. Co więcej, nastąpiło zawężenie asset swap spreadów w sektorach 5- i 10 lat, odpowiednio do ok. 0 pb oraz 16 pb.

▪ Opublikowane przez resort finansów plany podaży SPW na IV kw. nie przyniosły większych niespodzianek. Podaż na rynku krajowym skoncentruje się w październiku – na ten miesiąc zaplanowano dwie aukcje regularne (3.10 i 22.10) i aukcję odkupu obligacji denominowanych w euro o terminie zapadalności w lutym 2014 r. (16.10). Podaż będzie koncentrowała się na drugiej aukcji (oferta wynosi 6-12 mld zł z szerokim pakietem dopuszczalnych emisji uzależnionych od sytuacji rynkowej), co wiąże się z sytuacją płynnościową – w tym okresie na rynek wpłynęło prawie 30 mld zł (wykup obligacji DS1013 i PP1013 oraz płatności odsetkowe). Warto zauważyć, że resort finansów nie wykluczył powrotu do emisji bonów skarbowych w razie niesprzyjających tendencji na rynku. Po czwartkowej aukcji sądzimy, że potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w 92%. W naszej ocenie ich realizacja w 100% na koniec października jest wysoce prawdopodobna.

Czynniki zewnętrzne wciąż kluczowe

▪ Ostatnie tygodnie pokazały, że w sytuacji wzrostu awersji do ryzyka krajowe obligacje nie korzystały z umocnienia na rynkach bazowych. Krótki koniec krzywej obligacyjnej (2L) oscyluje wokół poziomu 3%, czemu sprzyjają oczekiwania, że stopy mogą pozostać stabilne przez dłuższy czas, nie tylko do końca tego roku.

▪ Większych wahań oczekujemy na środku i długim końcu krzywych. Przedłużający się paraliż administracyjny w USA przesuwają na drugi plan oczekiwania co do przyszłej polityki Fed. Niemniej, jest to główny czynnik niepewności, który będzie oddziaływał na nastroje rynkowe w najbliższych tygodniach. Oczekujemy, że krzywe pozostaną strome, a po okresie konsolidacji rentowności oczekujemy, że powrócą one do trendu wzrostowego.

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