

# Tygodnik ekonomiczny

28 stycznia – 3 lutego 2008

Miniony tydzień przyniósł bardzo dużą zmienność na rynkach finansowych. Zaczęło się od paniki na giełdach, co wsparło dolara i bazowe rynki długu, a jednocześnie zaszkodziło złotemu. Po przybyciu z odsieczą przez Fed, który na specjalnym posiedzeniu we wtorek ogłosił obniżkę stóp o 75 pb, sytuacja uległa zmianie. Dolar i bazowe rynki długu znalazły się w odwrocie, a złoty wraz ze światowymi giełdami zaczął stopniowo odrabiać straty i ostatecznie na koniec tygodnia krajowa waluta była notowana wyżej niż tydzień wcześniej. Krajowy rynek stopy procentowej uległ w ciągu tygodnia wzmocnieniu za sprawą osłabienia oczekiwań co do skali dalszego zaostrzenia krajowej polityki pieniężnej. Kalendarz ważnych dla rynku wydarzeń w tym tygodniu jest wypełniony po brzegi, kluczowym dniem będzie środa, gdy poznamy krajowe dane o PKB, a przede wszystkim decyzje RPP i Fed o stopach procentowych.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (28 stycznia)</b>							
10:00	EZ	Podaż pieniądza M3	XII	% r/r	12,2	-	12,3
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	XII	mln	0,65	-	0,647
<b>WTOREK (29 stycznia)</b>							
14:30	US	Zamówienia w przemyśle	XII	%	0,6	-	-0,1
15:00	US	Indeks cen domów Case/Schiller	XI	% r/r	-	-	-6,1
16:00	US	Indeks zaufania konsumentów	I	pkt	86,0	-	88,6
<b>ŚRODA (30 stycznia)</b>							
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Wstępny PKB</b>	<b>2007</b>	<b>% r/r</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,2</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Popyt krajowy</b>	<b>2007</b>	<b>% r/r</b>	<b>7,8</b>	<b>7,6</b>	<b>7,3</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Nakłady brutto na środki trwałe</b>	<b>2007</b>	<b>% r/r</b>	<b>20,6</b>	<b>19,2</b>	<b>15,6</b>
-	<b>PL</b>	<b>Spotkanie RPP – decyzja</b>	-	<b>%</b>	<b>5,25</b>	<b>5,25</b>	<b>5,00</b>
14:15	US	Raport ADP	I	tys.	45,0	-	40,0
14:30	US	Wstępny PKB	IV kw.	%	1,2	-	4,9
14:30	US	Bazowy PCE	IV kw.	%	2,2	-	2,0
14:30	US	Deflator PKB	IV kw.	%	2,5	-	1,0
20:15	US	Spotkanie Fed – decyzja	-	%	3,0	-	3,5
<b>CZWARTEK (31 stycznia)</b>							
11:00	EZ	Wstępny HICP	I	% r/r	3,1	-	3,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tydzień	tys.	315,0	-	301,0
14:30	US	Bazowy PCE	XII	%	0,2	-	0,2
15:45	US	Chicago PMI	I	pkt	51,0	-	52,0
<b>PIĄTEK (1 lutego)</b>							
10:00	EZ	PMI sektor przetwórczy	I	pkt	52,6	-	52,6
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	I	tys.	60,0	-	18,0
14:30	US	Bezrobocie	I	%	5,0	-	5,0
16:00	US	ISM sektor przetwórczy	I	pkt	47,8	-	47,7
16:00	US	Finalny indeks Michigan	I	pkt	75,8	-	75,5

Źródło: BZ WBK, PAP, Parkiet, Reuters

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

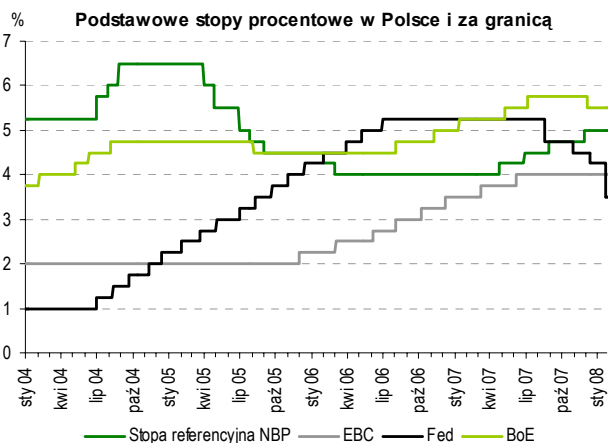
**Piotr Bielski** 022 586 8333

**Piotr Bujak** 022 586 8341

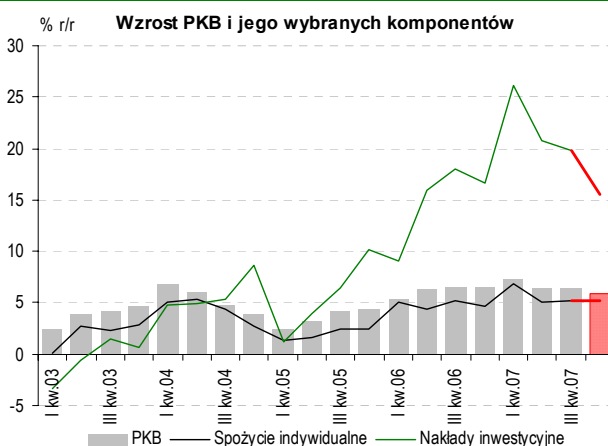
**Cezary Chrapek** 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Wiele kluczowych wydarzeń

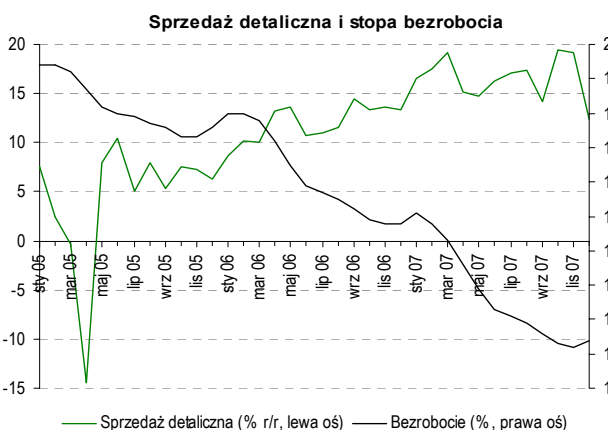


- W tym tygodniu kluczowym dniem będzie środa, gdy poznamy decyzje RPP oraz Fed.
- Do niedawna panowało całkowite przekonanie, że w styczniu RPP po raz kolejny podwyższy stopy o 25 pb. W obliczu opublikowanych ostatnio danych oraz komentarzy członków RPP, wydaje się jednak, że istnieje pewne ryzyko, że Rada może powstrzymać się z podwyżką do czasu wyjaśnienia sytuacji na świecie oraz publikacji krajowych danych za kolejny miesiąc. Niemniej, nasz bazowy scenariusz oraz konsensus rynkowy nadal zakłada podwyżkę o 25 pb w tym tygodniu.
- Za granicą kluczowa będzie środowa decyzja Fed. Rynek oczekuje cięcia o 50 pb. Mniejsza skala obniżki byłaby rozczarowaniem dla rynków i mogłaby zwiększyć awersję do ryzyka. Oczekiwanie na decyzję Fed może zmniejszyć siłę reakcji na wynik posiedzenia RPP.



- W środę rano, przed ogłoszeniem decyzji przez RPP, poznamy wstępne dane o PKB za 2007 r. Na ich podstawie możliwe będzie oszacowanie wzrostu PKB i jego komponentów w IV kw. ub.r.
- Według naszych prognoz wzrost PKB w IV kw. sięgnął 5,9% przy wzroście nakładów brutto na środki trwałe o 15,5%, a spożycia indywidualnego o 5,2%.
- Ewentualne bardziej wyraźne osłabienie tempa wzrostu może mieć istotny wpływ na postrzeganie przez rynek dalszych kroków w polityce pieniężnej.
- Oprócz danych o PKB oraz decyzji RPP i Fed istotny wpływ na rynki będą mieć w tym tygodniu liczne publikacje ważnych danych z granicą. Kluczowe będą dane o zatrudnieniu poza rolnictwem, ale trzeba również zwrócić uwagę na inne informacje z rynku pracy i rynku nieruchomości w USA.

## Miniony tydzień w gospodarce – Znowu słabsze od prognoz dane



- Dane o sprzedaży detalicznej za grudzień, podobnie jak większość innych wskaźników makroekonomicznych opublikowanych w ostatnich tygodniach, okazały się wyraźnie niższe od prognoz.
- Nominalny wzrost sprzedaży wyniósł zaledwie 12,4% r/r i był wyraźnie niższy nie tylko od konsensusu rynkowego na poziomie przeszło 20% r/r, ale również od naszej prognozy na poziomie 18,5% r/r, która była najmniej optymistyczna na rynku.
- Dane umocniły rynek w przekonaniu, że w tym roku nastąpią nie więcej niż dwie podwyżki stóp po 25 pb.
- Stopa bezrobocia na koniec 2007 r. wzrosła sezonowo do 11,4% i może dalej rosnać do lutego.
- Inflacja netto wzrosła w grudniu zgodnie z szacunkami po danych CPI do 1,7% r/r. Inne miary inflacji bazowej również zanotowały wzrost.

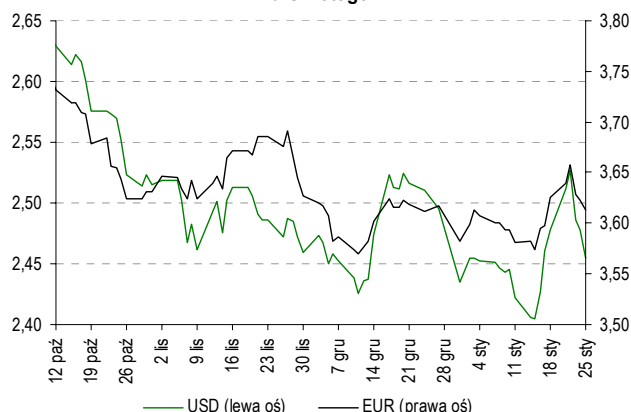
## Cytat tygodnia – Skala koniecznych podwyżek uległa zmniejszeniu

**Andrzej Wojtyna, członek RPP, Dow Jones, 23 stycznia**  
*Nasza przestrzeń dla zaostrzenia polityki pieniężnej zmniejszyła się nieco, ponieważ wzrost prawdopodobieństwa recesji w USA wykonuje część pracy za banki centralne. Obecnie zredukowałbym dolną granicę możliwych podwyżek stóp procentowych do jednej, która może okazać się wystarczająca, choć nie wykluczyłbym dwóch lub więcej. Obniżka stóp przez Fed jest poważnym elementem zewnętrznego otoczenia i w kontekście dysparytetu stóp procentowych będzie miała wpływ na nasze decyzje. Szczególnie ważne jest przy tym jak zareaguje EBC. Nadal uważam, że cykl podwyżek się nie zakończył i pozostajemy przy restrykcyjnym nastawieniu. Niemniej, w porównaniu z sytuacją na posiedzeniu RPP miesiąc temu sądzę, że skala koniecznych podwyżek stóp uległa zmniejszeniu.*

Opublikowane w minionym tygodniu *minutes* z posiedzenia RPP w grudniu nie zmieniły oceny perspektyw krajowej polityki pieniężnej. W tej chwili dla rynku bardziej istotne są komentarze członków Rady do ostatnio opublikowanych danych oraz rozwoju sytuacji na świecie. W tym kontekście bardzo istotne są wypowiedzi Andrzeja Wojtyny, które pokazały, że ocena sytuacji gospodarczej w porównaniu z grudniowym posiedzeniem uległa zmianie. Co prawda zasugerował on, że dalsze zaostrzenie polityki pieniężnej jest nadal potrzebne, ale zmniejszeniu uległa potrzebna wg niego skala dalszych podwyżek, być może tylko do jednego ruchu o 25 pb. Wypowiedzi Wojtyny sugerują, że bank centralny może powstrzymać się z kolejnymi podwyżkami stóp do momentu wyjaśnienia sytuacji na świecie i uzyskania lepszej oceny jej wpływu na krajową gospodarkę.

## Monitor rynku

Kurs złotego

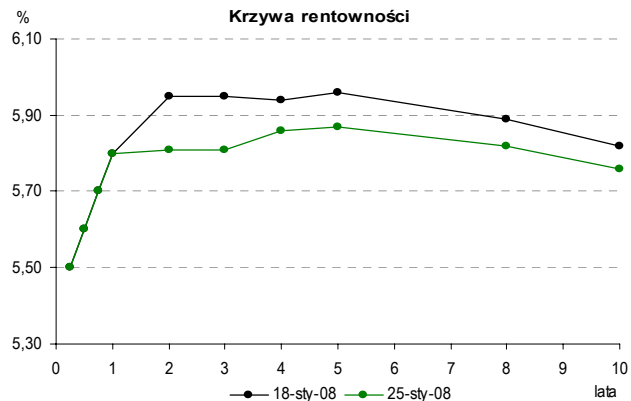


## Złoty na górskiej kolejce

W związku z paniką na światowych giełdach początek minionego tygodnia był bardzo nieudany dla złotego. EURPLN przejściowo przekroczył aż 3,67, a USDPLN poziom 2,55. Niemniej, po tym jak we wtorek z odsieczą przybył Fed, obniżając stopy procentowe o 75 pb, krajowa waluta, wraz z rynkami giełdowymi, zaczęła stopniowo odrabiać straty i w piątek była notowana na mocniejszych poziomach niż tydzień wcześniej z EURPLN ok. 3,61.

W tym tygodniu złoty zapewne pozostanie pod wpływem nastrojów na światowych parkietach giełdowych, które zależą będą głównie od wyniku posiedzenia Fed. Ważny będzie również wynik posiedzenia RPP. Prawdopodobna obniżka stóp w USA i podwyżka przez RPP powinna wesprzeć złotego. Na ten tydzień podtrzymujemy przedział wahań 3,57-3,67 dla EURPLN oraz 2,44-2,54 dla USDPLN.

Krzywa rentowności

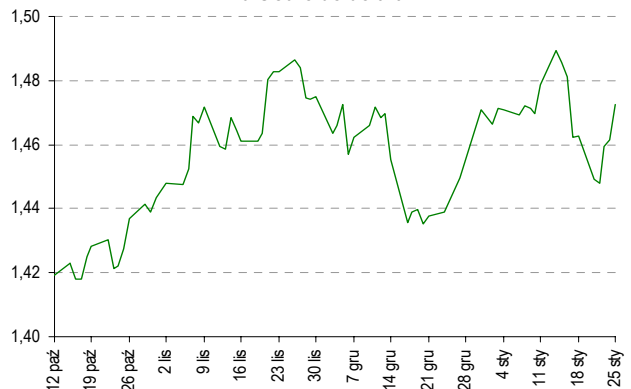


## Krajowe obligacje ponownie mocniej

Zmniejszenie postrzeganej przez rynek skali dalszego zaostrzenia polityki pieniężnej w Polsce spowodowało umocnienie krajowego rynku stopy procentowej w minionym tygodniu. W pierwszej części tygodnia pozytywnym czynnikiem dla krajowego rynku długu było też umocnienie na bazowych rynkach długu, ale później nastąpiła tam korekta, która wywołała falę realizacji zysków na krajowym rynku i pewien wzrost rentowności. Na koniec tygodnia krajowa krzywa dochodowości była jednak niższa niż tydzień wcześniej. W tej chwili rynek stopy procentowej wycenia, że w tym roku nastąpią nie więcej niż dwie podwyżki po 25 pb.

W tym tygodniu kluczowa dla krajowego rynku będzie środa, gdy podane zostaną dane o PKB i decyzja RPP. Przed tymi wydarzeniami aktywność rynku może być zmniejszona.

Kurs euro do dolara

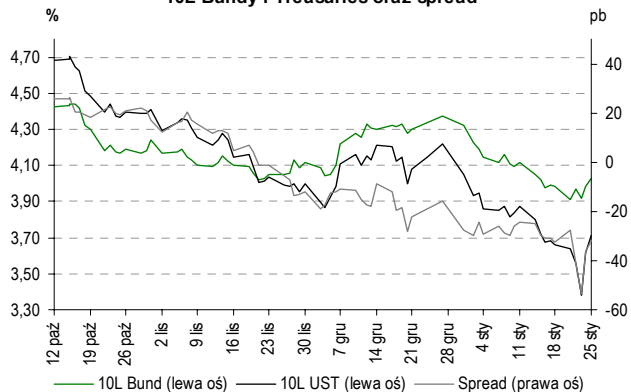


## Dolar zmienia się wraz z poziomem awersji do ryzyka

Na początku tygodnia, wraz ze wzrostem awersji do ryzyka, dolar umacniał się wobec euro. Przed decyzją Fed EURUSD spadł nawet przejściowo poniżej 1,44. Później jednak, przy odbudowie apetytu na ryzyko na światowych rynkach, amerykańska waluta stopniowo słabła. Na koniec tygodnia EURUSD przekroczył wyraźnie poziom 1,47 wobec 1,463 tydzień wcześniej. Oprócz zmniejszenia awersji do ryzyka po decyzji Fed, wzrostowi kursu EURUSD sprzyjały również lepsze od oczekiwań dane ze strefy euro oraz brak wyraźnych sygnałów, że EBC mógłby pójść w ślady Fed i obniżyć stopy.

W tym tygodniu kurs EURUSD będzie pod wpływem wielu wydarzeń, z których kluczowa będzie oczywiście decyzja Fed oraz dane o zatrudnieniu w USA.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Panika na giełdach przejściowo wsparła rynki długu

Panika na giełdach z początku tygodnia zdecydowanie zwiększyła zainteresowanie inwestorów bezpiecznymi aktywami. W rezultacie nastąpił bardzo mocny spadek rentowności amerykańskich obligacji. Przed decyzją Fed 10-letnie Treasuries była przejściowo na poziomie 3,30% wobec 3,66% na koniec poprzedniego tygodnia, ale po osłabieniu w dalszej części tygodnia, wraz z osłabieniem awersji do ryzyka, w piątek były na poziomie 3,72%. Rentowności 10-letnich Bundów przejściowo były poniżej 3,79%, ale na koniec tygodnia wzrosły do 4,03% wobec 3,99% tydzień wcześniej.

W tym tygodniu bazowe rynki długu mogą być ponownie bardzo zmienne, wraz ze zmianami nastrojów rynku pod wpływem wielu ważnych wydarzeń.

---

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. 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. 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. lub Grupy AIB 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., Pion Skarbu, Zespół Głównego Ekonomisty, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon (22) 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group