

# Tygodnik ekonomiczny

13 – 19 października 2008

Zatwierdzenie przez Izbę Reprezentantów planu ratunkowego dla sektora finansowego w USA poprawiło nastroje inwestorów jedynie na krótką chwilę, a miniony tydzień rozpoczął się ponownie przy podwyższonej awersji do ryzyka m.in. ze względu na informacje o kolejnych problemach instytucji finansowych w Europie. Chwilowa poprawa nastrojów nastąpiła po obniżce stóp przez Bank Australii a potem po skoordynowanym cięciu stóp przez główne banki centralne. Awersja do ryzyka i zamykanie pozycji *carry trade* jak również negatywne informacje z Węgier przyczyniły się do wyraźnego osłabienia złotego. Te ostatnie doprowadziły do skokowego wzrostu rentowności obligacji. Zwiększyły się także oczekiwania na obniżki stóp procentowych, naszym zdaniem zdecydowanie zbyt mocno w obliczu perspektyw wejścia do strefy euro. Napływające nowe dane z gospodarki (oczekujemy mniejszego spadku inflacji niż rynek oraz nieco większej dynamiki płac i produkcji) powinny mieć mniejsze znaczenie dla rynków w obliczu panujących zawirowań na globalnym rynku finansowym. Kluczowe dla nastrojów rynkowych mogą być wyniki spotkania ministrów finansów oraz bankierów centralnych krajów G7 w ten weekend, gdzie prowadzona będzie dyskusja nt. narzędzi zażegnania kryzysowi.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

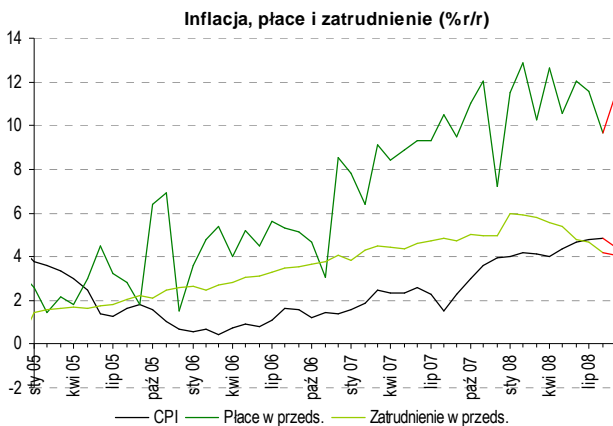
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (13 października)</b>							
11:00	PL	Przetarg 800 mln zł 13-tyg. i 52 tyg. bonów skarbowych					
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IX	mln €	-1481	-1481	-1222
<b>WTOREK (14 października)</b>							
14:00	PL	CPI	IX	% r/r	4,4	4,5	4,8
14:00	PL	Podaż pieniądza	IX	% r/r	17,1	16,7	16,6
11:00	DE	Indeks ZEW	X	pkt	-51,1	-	-41,1
11:00	EZ	Produkcja przemysłu	VIII	% r/r	-1,6	-	-1,7
<b>ŚRODA (15 października)</b>							
14:00	PL	Płace	IX	% r/r	10,8	11,4	9,7
14:00	PL	Zatrudnienie	IX	% r/r	4,0	4,0	4,2
10:00	EZ	Finalny HICP	IX	% r/r	3,6	-	3,8
14:30	US	PPI	IX	% m/m	-0,3	-	-0,9
14:30	US	Indeks NY Fed	X	pkt	-7,5	-	-7,41
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	IX	% m/m	-0,6	-	-0,3
<b>CZWARTEK (16 października)</b>							
14:30	US	CPI	IX	% m/m	0,0	-	-0,1
15:00	US	Raport o przepływach kapitału	VIII				
15:15	US	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	IX	%	78,3	-	78,7
15:15	US	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	-0,5	-	-1,1
16:00	US	Indeks Philadelphia Fed	X	pkt	-2,0	-	3,8
<b>PIĄTEK (17 października)</b>							
14:00	PL	Produkcja przemysłu	IX	% r/r	5,6	6,0	-3,7
14:00	PL	PPI	IX	% r/r	2,1	2,1	2,0
14:30	US	Liczba rozpoczętych budów domów	IX	mln	0,88	-	0,895
14:30	US	Liczba pozwoleń na budowę	IX	mln	0,85	-	0,857
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	X	pkt	68	-	70,3

Źródło: BZ WBK, Reuters

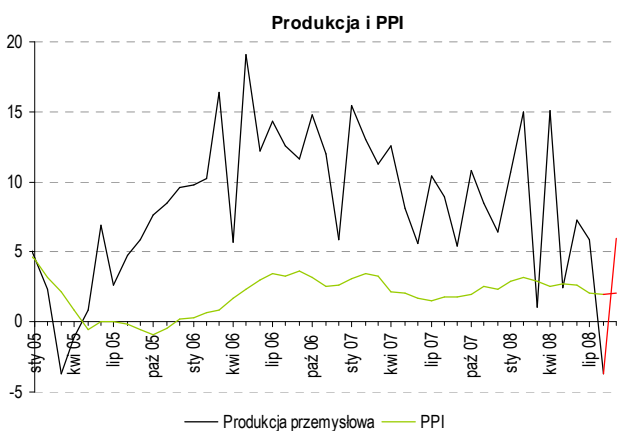
<b>Maciej Reluga</b>	Główny Ekonomista	022 586 8363
<b>Piotr Bujak</b>	Starszy Ekonomista	022 586 8341
<b>Piotr Bielski</b>	Ekonomista	022 586 8333
<b>Cezary Chrapek</b>	Analitik	022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Co pokażą nowe dane z krajowej gospodarki?

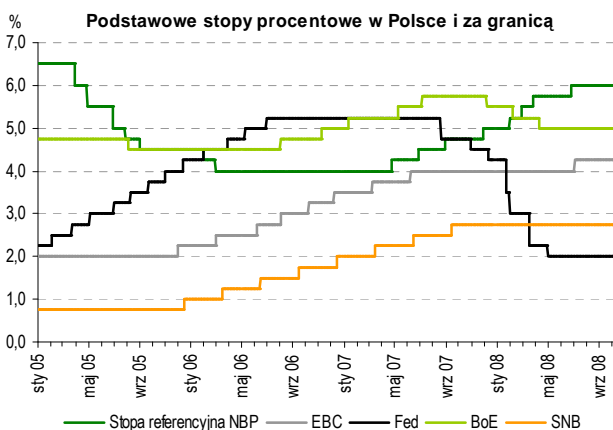


- Oczekujemy, że inflacja spadła we wrześniu do 4,5% z 4,8% w sierpniu wobec miesięcznego wzrostu cen o 0,3%. Zakładamy wzrost cen żywności o 0,7% m/m i delikatny spadek cen w transporcie o 0,2%. Prognoza inflacji Ministerstwa Finansów wskazuje na spowolnienie wzrostu cen konsumpcyjnych towarów i usług do 4,4% r/r (0,3% m/m), co jest zgodne z rynkowym konsensem.
- Spodziewamy się też wzrostu dynamiki cen producentów we wrześniu do 2,1% z 2,0%.
- Naszym zdaniem produkcja przemysłowa wzrosła we wrześniu o 6,0% r/r wobec spadku o 3,7% w sierpniu przy dwóch dniach roboczych więcej w porównaniu do analogicznego miesiąca ub. r. Wzrost w ujęciu miesięcznym wyniósł naszym zdaniem ponad 16% (również 2 dni robocze więcej wobec sierpnia). Oczekujemy też wzrostu dynamiki produkcji budowlano-montażowej do 18,3% r/r i 16,3% m/m.



- We wrześniu dynamika wynagrodzeń wzrosła wg naszym szacunków do 11,4%. Choć zakładany przez nas wzrost płac jest wciąż dwucyfrowy to spodziewamy się, że będzie to szczyt dynamiki wynagrodzeń, po czym spadnie do poziomu jednocyfrowego i utrzyma się w przedziale 7-10%, co wciąż może nie być poziomem satysfakcjonującym dla RPP.
- Oczekujemy także spadku tempa wzrostu zatrudnienia do 4,0% we wrześniu.
- Spodziewamy się utrzymania dynamiki podaży pieniądza 16,7%, blisko poziomu z sierpnia, przy nieznacznym spadku tempa wzrostu depozytów (ok. 18% r/r). Wg naszych szacunków dynamika kredytów ponownie spadła nieznacznie do ok. 25%. W kolejnych miesiącach oczekujemy kontynuacji spadku dynamiki podaży pieniądza i kredytów.

## Miniony tydzień w gospodarce – Interwencyjne cięcie stóp przez główne banki centralne



- Główne banki centralne na świecie obniżyły w skoordynowanej akcji stopy procentowe w celu pobudzenia zaufania na rynku kredytowym. Banki centralne we wspólnym dokumencie uzasadniły decyzję pogorszeniem perspektyw dla wzrostu gospodarczego przy obniżającej się inflacji.
- Rada Polityki Pieniężnej zwołała specjalne posiedzenie po ruchu banków centralnych. Stopy procentowe pozostały bez zmian, a Rada napisała w komunikacie, że „skutki tych działań (banków centralnych na świecie) zostaną uwzględnione przez Radę w analizie perspektyw inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce na posiedzeniu decyzyjnym Rady w dniach 28-29 października 2008 r.”
- Minister finansów potwierdził, że nie ma powodów do zmian prognoz PKB na 2009 r. (4,8%) oraz że najlepszym momentem do wejścia do ERM2 jest I poł 2009 r.

## Cytat tygodnia – Sytuacja za granicą zmienia perspektywę na stopy w Polsce

**Sławomir Skrzypek, prezes NBP, Reuters, 7 października**

*Niewątpliwie sytuacja na rynku globalnym będzie miała wpływ na nasze decyzje.*

**Jan Czekaj, członek RPP, Reuters, 8 października**

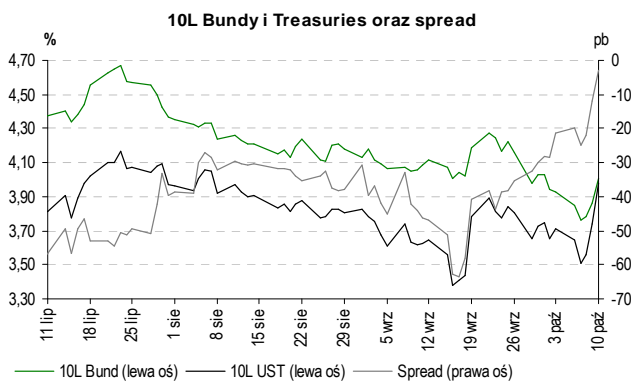
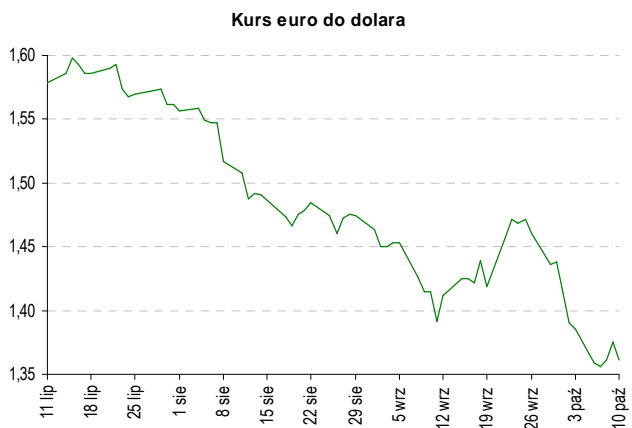
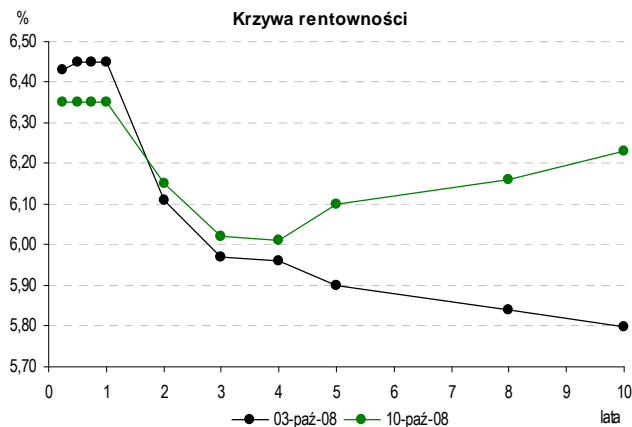
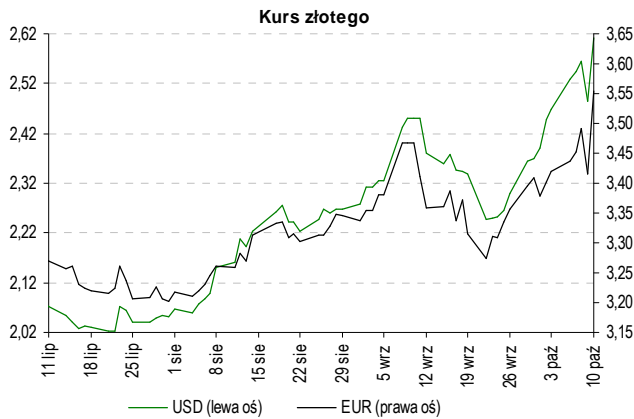
*W jakimś sensie te decyzje ograniczają przestrzeń do podwyżek stóp procentowych w Polsce.*

**Andrzej Sławiński, członek RPP, TVN CNBC, 9 października**

*Jesteśmy częścią gospodarki globalnej, w związku z tym skutki tych przewidywanych, niestety w wielu krajach, okresów recesji dotkną naszą gospodarkę, więc będzie to miało wpływ na politykę pieniężną.*

Wobec rosnącej niepewności na zagranicznych rynkach finansowych, zamrożonych rynkach kredytowych, dalszych znaczących spadkach akcji, prognozach słabego wzrostu gospodarczego za granicą i decyzji banków centralnych o cięciu stóp zmieniły się perspektywy dotyczące stóp procentowych także w Polsce. Takie zdanie podzielili kluczowi dla ewentualnej decyzji o podwyżce stóp członkowie RPP. Także „jastrzębi” Marian Noga stwierdził, że pozostawienie stóp w październiku bez zmian byłoby odpowiednim zachowaniem. Naszym zdaniem do podwyżki stóp w październiku raczej nie dojdzie jednak podtrzymujemy zdanie, że stopy procentowe nie zostaną obniżone w 2009 r. z uwagi na perspektywy wejścia do ERM2 i konieczność spełnienia kryterium inflacyjnego oraz umiarkowane spowolnienie gospodarcze.

## Monitor rynku



## Awersja do ryzyka osłabia złotego

Na rynku walutowym przez cały tydzień po raz kolejny utrzymywała się duża huśtawka nastrojów. Kurs EURPLN już w poniedziałek zbliżył się do górnej granicy naszych przedziałów, a we wtorek pokonał 3,50. Po znaczącym odreagowaniu a koniec tygodnia ponownie doszło do gwałtownego osłabienia złotego (EURPLN powyżej 3,60, USDPLN ponad 2,60) głównie w reakcji na osłabienie forinta (spekulacje o problemach sektora finansowego).

Dopóki sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych nie uspokoi się złoty będzie narażony na negatywne informacje z zagranicy. Sytuacja fundamentalna Polski jest relatywnie korzystna (oczekiwane mniejsze spowolnienie gospodarcze i brak szybkich cięć stóp), co powinno wspierać złotego. Podwyższamy przedział wahań do 3,48-3,60 dla EURPLN oraz 2,55-2,67 dla USDPLN.

## Rozchwiany rynek długu

W minionym tygodniu w kraju doszło do znaczącego spadku stóp rynkowych na krótszym końcu krzywej IRS (FRA9x12 - 5,36%, 2Y - 5,78%). Główny ruch nastąpił w reakcji na cięcie stóp przez banki centralne, co zmniejszyło szanse na podwyżki i zwiększyło oczekiwania na obniżki stóp. Zakupy obligacji były ograniczone z uwagi na preferencje utrzymywania gotówki przez inwestorów, co doprowadziło do wzrostu spreadu IRS vs. obligacje. Po negatywnych informacjach z Węgier doszło do gwałtownego wzrostu rentowności obligacji, a rynek utracił płynność.

Naszym zdaniem, oczekiwana przez rynek skala cięć stóp jest zbyt duża. Zawirowania na rynkach zagranicznych mogą powodować jednak jej przejściowy wzrost. Negatywne sygnały z regionu mogą przyczyniać się do tymczasowego spadku popytu na krajowy dług.

## Dolar po korekcie znów zyskuje

Po gwałtownym umocnieniu dolara w ostatnich tygodniach na fali pogarszających się perspektyw gospodarki strefy euro oraz negatywnych informacji z europejskiego sektora finansowego doszło do lekkiego odreagowania euro. Nastąpiło ono wobec informacji o gwarancji depozytów przez wiele krajów oraz zapowiedzi częściowej nacjonalizacji brytyjskiego sektora finansowego. Koniec tygodnia ponownie stał pod znakiem zyskującego dolara wobec kolejnej fali awersji do ryzyka.

Zapotrzebowanie płynnościowe na dolara może utrzymywać go na dosyć mocnych poziomach. Spodziewamy się, że przy lekkiej poprawie nastrojów na rynkach finansowych euro powinno odrobić część strat wobec dolara z uwagi na jego technicznie wykupienie. W dalszej części roku dolar będzie dalej zyskiwał do 1,35.

## Wzrost obaw o większą podaż osłabia bazowy dług

Po mocniejszym otwarciu na początku tygodnia i późniejszej stabilizacji długoterminowych stóp na amerykańskim i niemieckim rynku obligacji doszło do sporego osłabienia ze względu na oczekiwany wzrost podaży papierów skarbowych w ramach finansowania akcji ratunkowej globalnego sektora finansowego. Rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów wzrosły wobec ub. piątku o 3 pb i 11 pb obniżając różnicę w rentownościach do 13 pb.

Oczekujemy, że skala obniżek stóp procentowych w najbliższych kwartałach będzie większa w strefie euro (do 3,0%) niż w USA (do 1%). Poza awersją do ryzyka bazowe rynki długu będą pod wpływem, kolejnych danych (niemiecki ZEW, seria danych w USA, która wskaże ryzyka dla wzrostu gospodarczego i inflacji).

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