

# Tygodnik ekonomiczny

17 października – 2 listopada 2008

O ile sytuacja na rynkach pieniężnych za oceanem i w Europie Zachodniej powoli – ale jednak – zaczęła się stabilizować, co znajduje odzwierciedlenie w stopniowym spadku stawek rynku pieniężnego, światowe giełdy dalej spadają na fali awersji do ryzyka. Na rynkach wschodzących mieliśmy do czynienia z mocnym pogorszeniem nastrojów i wyprzedają. Mimo, że obawy dotyczyły głównie gospodarek sąsiednich, w tym Węgier i Ukrainy, polska waluta i obligacje mocno ucierpiały na panicznej ucieczce kapitału z regionu. W najbliższym czasie to właśnie nastroje za granicą i informacje napływające z sąsiednich rynków będą kluczowym czynnikiem determinującym zachowanie złotego i papierów skarbowych w kraju. W sytuacji gdy rynkiem rządzą emocje, trudno o rozsądne przewidywanie zmian kursu, szczególnie w krótkim terminie. Rynek opcji wycenia dalszy mocny wzrost zmienności złotego, co pokazuje, że inwestorzy boją się dalszego osłabienia. W przypadku gdyby pojawiły się kolejne negatywne informacje z gospodarek rozwijających się, taki scenariusz jest możliwy, a granica 4,0 za euro, od której złoty odbił się w tym tygodniu, może być testowana ponownie. W przypadku przekroczenia tego poziomu, następnym ważnym wsparciem dla złotego jest 4,13. Czynnikiem, który potencjalnie mógłby pomóc w poprawie nastawienia wobec polskich aktywów jest decyzja rządu w sprawie harmonogramu wejścia do strefy euro. Pytanie, czy dla poprawy nastrojów wystarczy samo potwierdzenie determinacji rządu w tej kwestii, czy też dopiero sygnał, że możliwe jest porozumienie w tej sprawie z opozycją. Decyzja RPP w środę będzie naszym zdaniem nieco w tle wydarzeń rynkowych, szczególnie że nie spodziewamy się zmiany stóp. Naszym zdaniem Rada mogłaby zmienić nastawienie na neutralne, aby uciąć spekulacje o możliwej podwyżce w celu obrony kursu.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

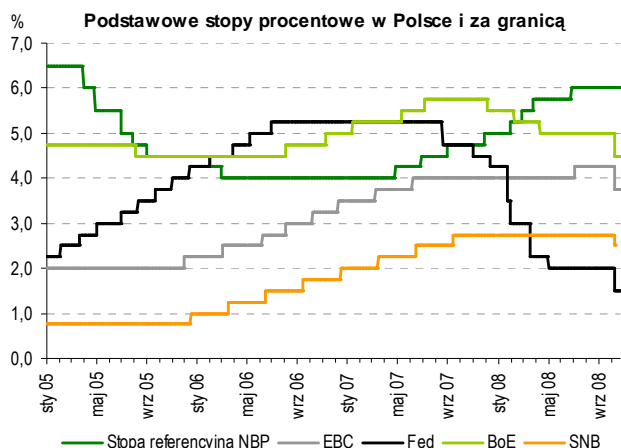
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (27 października)</b>							
<b>11:00</b>	<b>PL</b>	<b>Przetarg 1 mld zł 13-tyg. bonów skarbowych</b>					
11:00	DE	Indeks Ifo	X	pkt	91,0	-	92,0
11:00	EZ	Podaż pieniądza M3	IX	% r/r	8,5	-	8,8
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	IX	mln	0,46	-	0,46
<b>WTOREK (28 października)</b>							
09:00	DE	Indeks GfK	XI	pkt	1,5	-	1,8
15:00	US	Indeks Case/Shiller	VIII	% r/r	-16,6	-	-16,3
<b>ŚRODA (29 października)</b>							
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		<b>%</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	IX	% m/m	-1,3	-	-4,8
20:15	US	Decyzja Fed		%	1,25	1,00	1,50
<b>CZWARTEK (30 października)</b>							
12:00	EZ	Nastroje ekonomiczne	X	pkt	86,0	-	87,7
14:30	US	Wstępny PKB	III kw.	%	-0,5	-	2,8
14:30	US	Deflator PKB	III kw.	%	3,6	-	1,3
14:30	US	Bazowy PCE	III kw.	%	2,3	-	2,2
14:30	US	Nowi bezrobotni	tyg.	tys.		-	480,25
<b>PIĄTEK (31 października)</b>							
12:00	EZ	Wstępny HICP	X	% r/r	3,3	-	3,6
14:30	US	Bazowy PCE	IX	% r/r	0,1	-	0,2
15:45	US	Chicago PMI	X	pkt	51,5	-	56,7
15:55	US	Finalny indeks Michigan	X	pkt	57,5	-	70,3

Źródło: BZ WBK, Parkiet, Reuters;

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363  
**Piotr Bujak** Starszy Ekonomista 022 586 8341  
**Piotr Bielski** Ekonomista 022 586 8333  
**Cezary Chrapek** Analityk 022 586 8342

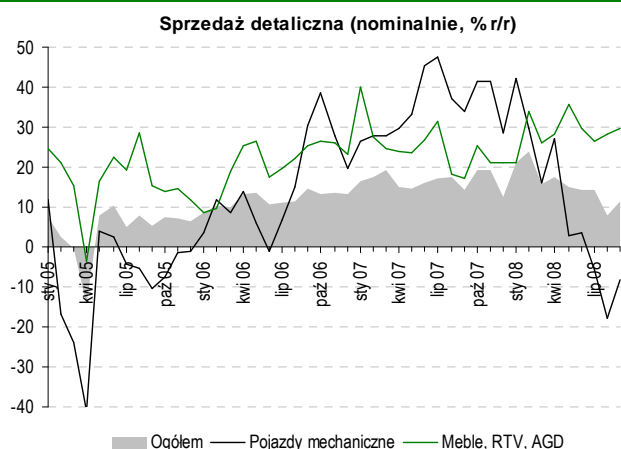
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Kolejny burzliwy tydzień?

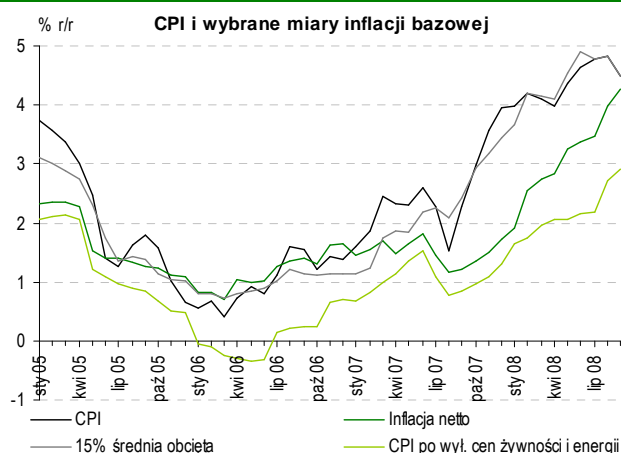


- W tym tygodniu w kraju nie pojawią się nowe ważne dane. Kluczowe będą zmiany nastrojów rynkowych i nastawienie inwestorów zagranicznych wobec regionu. Dla postrzegania Polski ważne mogą być wydarzenia wtorkowe – posiedzenie Rady Gabinetowej i zatwierdzenie przez rząd harmonogramu wprowadzenia euro. Być może ta decyzja pozwoli na osłabienie wpływu nastrojów w regionie na złoto i obligacje. Szczególnie, gdyby pojawił się choć cień szansy na porozumienie z opozycją w sprawie zmian w konstytucji.
- W środę poznamy wynik posiedzenia RPP, a pod koniec tygodnia zapewne nowy *Raport o inflacji*. Naszym zdaniem spekulacje rynkowe o możliwej podwyżce stóp w celu obrony złota nie są uzasadnione. Oczekujemy utrzymania stóp bez zmian i nie wykluczamy przejścia na nastawienie neutralne.
- Sporo publikacji pojawi się za granicą. Kluczowa dla rynków bazowych będzie decyzja Fed w środę wieczorem.

## Miniony tydzień w gospodarce – Wrześniowe dane nienajgorsze, ale nastroje lecą w dół



- Sprzedaż detaliczna wzrosła we wrześniu o 11,6% r/r (realnie 8,3% r/r). Pomijając rynek samochodów (gdzie wyniki zaburzone są prawdopodobnie przez prywatny import aut nie ujmowany przez oficjalną statystykę), sprzedaż nadal rośnie w bardzo szybkim tempie 20-30% r/r w większości działów, potwierdzając siłę popytu konsumpcyjnego. W kolejnych kwartałach można się spodziewać, że wzrost ten nieco wyhamuje, m.in. ze względu na pogorszenie nastrojów konsumentów i sytuacji na rynku pracy. Niemniej, konsumpcja pozostanie elementem stabilizującym wzrost PKB w przyszłym roku.
- Stopa bezrobocia spadła we wrześniu zaskakująco mocno, do 8,9% (oczekiwano 9,3%). Jednak sądzimy, że to przede wszystkim efekt czyszczenia rejestrów, podczas gdy liczba nowych bezrobotnych zaczyna rosnąć szybciej, co zapowiada pogorszenie sytuacji na rynku pracy.



- Badanie koniunktury GUS wykazało wyraźne pogorszenie nastrojów w przetwórstwie przemysłowym i w budownictwie w październiku. Przedsiębiorcy odczuwają wyraźny spadek zamówień, szczególnie zagranicznych, spodziewają się dalszego ograniczania aktywności i redukcji zatrudnienia. Indeks koniunktury w handlu detalicznym zmienił się w niewielkim stopniu, potwierdzając, że sytuacja na rynku wewnętrznym powinna być czynnikiem stabilizującym sytuację w Polsce w najbliższym okresie.
- Inflacja netto wzrosła we wrześniu do 4,3% r/r, a inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii do 2,9% r/r. Pozostałe miary inflacji bazowej spadły, pozostając jednak na wysokich poziomach, powyżej 4%.
- Wg protokołu z posiedzenia RPP, we wrześniu zgłoszony był wniosek o podwyżkę, który jednak przepadł w wyniku obaw większości członków o skutki spowolnienia.

## Cytat tygodnia – Czy sytuacja na rynkach ułatwi kompromis w sprawie reform i euro?

**Lech Kaczyński, Prezydent RP, PAP, 24 października**

*Wspólna opinia wszystkich jest taka, że trzeba uczynić wszystko, aby przyhamowanie rozwoju było stosunkowo najmniejsze. Polska gospodarka ma zdrowe fundamenty (...), nasz system bankowy ma mocne podstawy. Depozyty w bankach są bezpieczne. Dobrze też wygląda sytuacja w sektorze ubezpieczeniowym z wyjątkiem funduszy emerytalnych, które poniosły ostatnio duże straty.*

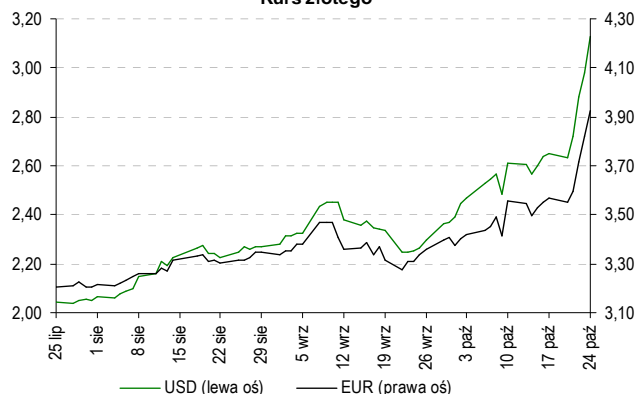
*Mamy dalej podstawy do tego, że Polska się będzie rozwijać, nawet jeśli tempo będzie nieco niższe.*

*Mam nadzieję, że w spokoju, bez napięć i przenoszenia sporów merytorycznych na płaszczyznę polityczną postaramy się na ten temat porozmawiać na posiedzeniu rady gabinetowej.*

We wtorek odbędzie się spotkanie Rady Gabinetowej, na którym będzie omawiana kwestia wpływu obecnego kryzysu na rynkach na polską gospodarkę, ale również propozycja szybkiego wejścia do strefy euro. Dzień wcześniej premier Tusk spotka się w tej sprawie z szefem opozycji Jarosławem Kaczyńskim. Do tej pory PiS, a w szczególności jego prezes, dość stanowczo opowiadał się przeciwko szybkiemu przyjęciu euro. Jeżeli to stanowisko się nie zmieni, rządowe deklaracje mogą nie wystarczyć, by rynek uwierzył w scenariusz szybkiego wejścia do strefy euro. Jednak okoliczności są dość szczególne i być może – chociaż trudno powiedzieć na ile jest to prawdopodobne – PO zdoła skłonić opozycję do kompromisu, być może kosztem ustępstw na innych polach. Gdyby tak się stało, złoty powinien zyskać i stać się mniej wrażliwy na awersję inwestorów wobec rynków rozwijających się.

## Monitor rynku

Kurs złotego

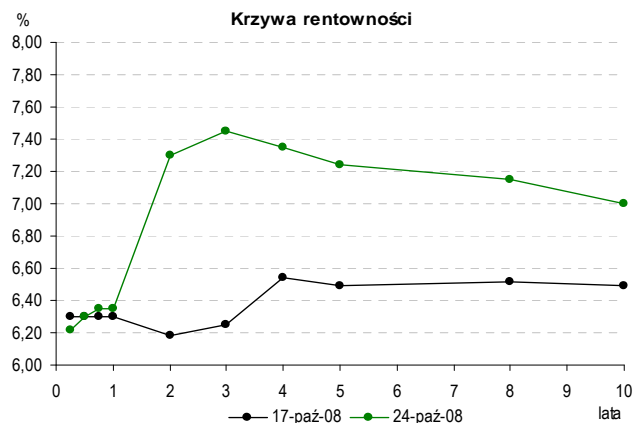


## Rekordowa zmienność złotego

Skala osłabienia złotego w minionym tygodniu, na fali panicznej ucieczki z rynków wschodzących, przekroczyła wszelkie oczekiwania, jak również skalę spadków z lat poprzednich. Kurs EURPLN dotarł w pobliże poziomu 4,00 pokonując w ciągu zaledwie dwóch dni ok. 45 groszy (ponad 12%). Skala wahań USDPLN była jeszcze większa (zmiana o prawie 18%). Pod koniec tygodnia kursy odrobiły mniej więcej połowę wcześniejszych strat.

W obecnych warunkach rynkowych zmienność jest tak duża, że prognozowanie 10-groszowego przedziału wahań kursu na tydzień praktycznie mija się z celem. Z pewnością poziom 4,0 będzie ważną barierą dla EURPLN chociaż przy napływie nowych złych wiadomości z zagranicy nie można wykluczyć jej przekroczenia (kolejny ważny poziom to 4,13).

Krzywa rentowności

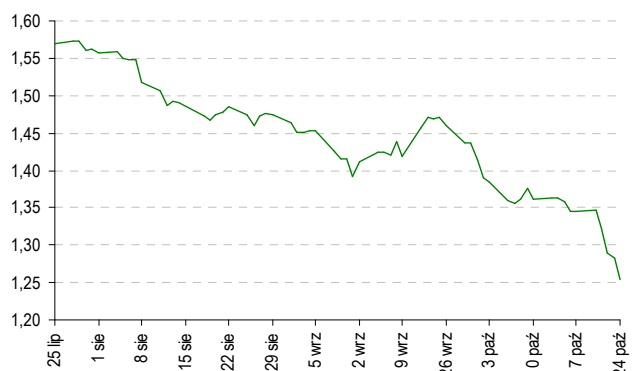


## Mocny wzrost rentowności przy braku płynności

Silna awersja do ryzyka na rynkach wschodzących spowodowała bardzo znaczny wzrost rentowności, przy czym odbywało się to przy marginalnej płynności rynku. W ciągu tygodnia rentowności wybranych papierów skarbowych osiągnęły poziom 8%. Za rynkiem obligacji podążyły kontrakty FRA oraz IRS ze względu na spekulacje, że RPP podąży śladem węgierskiego banku centralnego i zdecyduje się podwyższyć stopy procentowe w celu obrony złotego.

Naszym zdaniem takie myślenie nie jest uzasadnione, a RPP pozostawi stopy bez zmian. Jednak do bardziej trwałego odreagowania na rynku długu konieczne będzie uspokojenie nastrojów na rynkach wschodzących. Podobnie jak złotemu, obligacjom może pomóc silna deklaracja rządu (najlepiej wspólnie z opozycją) o szybkim wejściu do euro.

Kurs euro do dolara

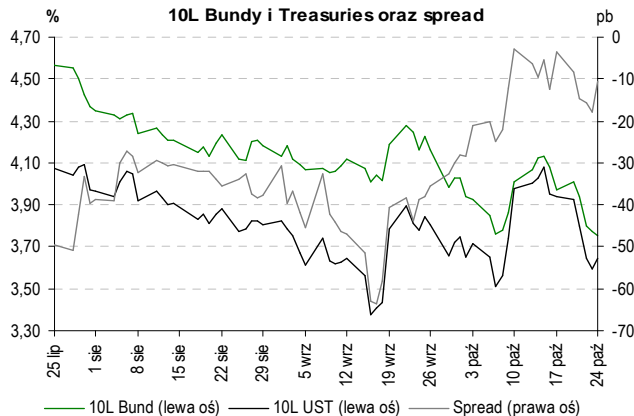


## Dolar dalej się umacnia

Przez większą część tygodnia dolar zyskiwał na wartości wobec euro, m.in. po wypowiedziach Bena Bernanke i w wyniku przepływu kapitału do najbardziej bezpiecznych aktywów. Wpływ na osłabienie euro miały też rosnące oczekiwania na obniżkę stóp przez EBC. Po zejściu do ok. 1,25, kurs EURUSD odreagował lekko pod koniec tygodnia do 1,265, ale w całym tygodniu spadł o ok. 6%.

Dramatyczny spadek indeksów giełdowych w USA na zakończenie tygodnia sugeruje, że awersja do ryzyka i obawy o skutki recesji nie znikną szybko. Ogólny trend odrotu od aktywów ryzykownych i napływu do dolara może powodować dalsze umacnianie tej waluty, nawet jeśli Fed po raz kolejny obniży stopy w środę, a dane z USA potwierdzą pogarszającą się sytuację w gospodarce.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Bezpieczne aktywa zyskują na awersji do ryzyka

Obligacje na rynkach bazowych umocniły się znacząco przy wysokiej awersji do ryzyka i kontynuacji spadków na giełdach za sprawą obaw o skutki światowej recesji. W ciągu tygodnia rentowności Treasuries i Bundów spadły o odpowiednio 22 i 30 pb.

W tym tygodniu nastroje na giełdowych parkietach pozostaną bardzo ważne dla obligacji bazowych. W centrum uwagi będzie też decyzja Fed (możliwe cięcie o 50 pb) i komunikat banku, sugerujący zapewne kolejne obniżki. W obliczu ogólnej paniki dość liczne publikacje danych w Europie i USA pozostaną zapewne na dalszym planie, chociaż one również będą raczej wspierały dalszy spadek rentowności.

---

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