

Tygodnik ekonomiczny

3 – 9 listopada 2008

Globalny wzrost apetytu na ryzyko przyczynił się do odreagowania na światowych rynkach akcji oraz umocnienia walut gospodarek rozwijających się. Pozytywną informacją dla regionu było ogłoszenie wsparcia ze strony MFW, UE i Banku Światowego dla Węgier. Ponadto stopy procentowe obniżył po raz kolejny Fed (o 50 pb, główna stopa w dół do 1%) sugerując kolejne obniżki wobec negatywnych ryzyk dla wzrostu gospodarczego. Szereg banków w Azji również obniżyło stopy, a Fed przyznał kilku bankom centralnym linie swapowe zasilając w płynność dolarową. Odreagowanie złotego miało miejsce w równie szybkim tempie i skali jak w przypadku osłabienia w poprzednim tygodniu. Spore umocnienie, choć przy marginalnej płynności, nastąpiło także na rynku długu, choć na koniec tygodnia złoty i obligacje znalazły się na słabszych poziomach. Ruchy walut regionu były silnie skorelowane z kursem EURUSD, który po silnym odbiciu w górę ponownie obniżył się pod koniec tygodnia.

Sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych i wysoka zmienność notowań będzie wciąż dominującym czynnikiem dla krajowych rynków. NBP przeprowadzi w tym tygodniu pierwsze operacje zasilające w płynność na 3 miesiące, co powinno sprzyjać spadkom stawek na rynku pieniężnym. Wobec trudnych warunków rynkowych Ministerstwo Finansów zapowiedziało, że polityka emisyjna długu będzie w listopadzie elastyczna, stąd w tym tygodniu odwołano przetarg obligacji 5-letnich, a w zamian odbędzie się aukcja bonów. Przy braku publikacji danych w kraju uwagę przykują prognoza inflacji resortu finansów za październik oraz wydarzenia zagraniczne. EBC i Bank Anglii zapewne obniżą stopy procentowe o kolejne 50 pb. Kluczową publikacją tygodnia będą dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. W strefie euro i USA poznamy wskaźniki aktywności w sektorach przetwórczym i usług. Wpływ na rynki może mieć też rozstrzygnięcie w wyborach prezydenckich w USA. Pewien wpływ na region może mieć decyzja czeskiego banku centralnego, wobec spekulacji o możliwej obniżce stóp.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

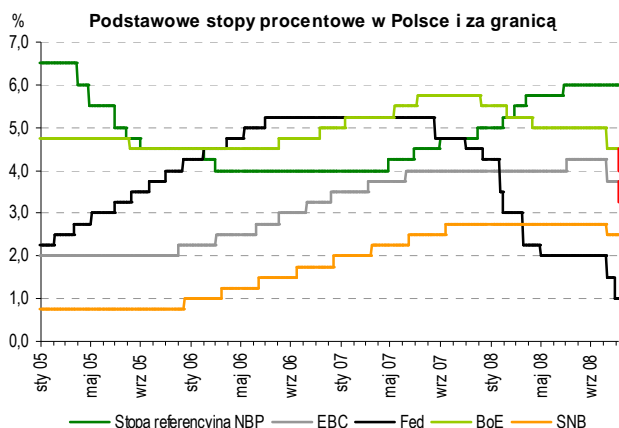
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (3 listopada)							
11:00		Aukcja 200-500 mln 13-tyg. i 500-1500 mln 52-tyg bonów skarbowych					
10:00	EZ	PMI w sektorze przetwórczym	X	pkt	41,3	-	45,0
16:00	US	ISM w sektorze przetwórczym	X	pkt	41,8	-	43,5
WTOREK (4 listopada)							
11:00	EZ	PPI	IX	% r/r	8,0	-	8,5
16:00	US	Zamówienia w przemyśle	IX	% m/m	-1,0	-	-4,0
	US	Dzień wyborów prezydenckich					
ŚRODA (5 listopada)							
10:00	EZ	PMI w sektorze przetwórczym	X	pkt	46,9	-	48,4
14:15	US	Raport ADP	X	tys.	-95	-	-8,0
16:00	US	ISM w sektorze przetwórczym	X	pkt	47,3	-	50,2
CZWARTEK (6 listopada)							
13:45	EZ	Spotkanie EBC – decyzja		%	3,25	3,25	3,75
13:00	GB	Spotkanie Banku Anglii – decyzja		%	4,00	4,00	4,50
14:30	US	Jednostkowe koszty pracy	III kw.	%	2,9	-	-0,5
14:30	US	Wydajność pracy	III kw.	%	1,0	-	4,3
PIĄTEK (7 listopada)							
16:00	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	X	tys.	-185	-	-159
16:00	US	Stopa bezrobocia	X	%	6,3	-	6,1

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 – Prognoza inflacji MinFin, decyzja EBC



- Wobec trudnych warunków rynkowych Ministerstwo Finansów zapowiedziało, że polityka emisyjna długu w listopadzie będzie elastyczna. W tym tygodniu odwołano przetarg obligacji 5-letnich, za to odbędzie się aukcja bonów.
- Jak zwykle na początku miesiąca resort finansów opublikuje prognozę inflacji. Oczekujemy spadku dynamiki CPI za październik do 3,9-4,0% r/r i miesięcznego wzrostu 0,1%. Oczekiwania rynkowe wskazują na 4,2%.
- Istotnym wydarzeniem także z punktu widzenia krajowej polityki pieniężnej będzie czwartkowa decyzja EBC. Konsensus analityków oraz wycena rynkowa wskazują na obniżka stóp o 50 pb. Decyzję o stopach podejmie też Bank Anglii, który wg oczekiwań również obniży stopy o 50 pb.
- W tym tygodniu NBP ma również zacząć przeprowadzać 3 miesięczne operacje zasilające w płynność na rynku pieniężnym, co powinno poprawiać sytuację na rynku.

Miniony tydzień w gospodarce – Neutralne nastawienie RPP, rząd przyjął „mapę drogową do euro”

Projekcje w kolejnych Raportach o inflacji

PKB	Lut 08	Cze 08	Paź 08*	Paź 08**
2008	4,4-5,8	4,3-5,5	5,0-5,3	4,9-5,2
2009	3,5-6,1	3,4-6,2	1,9-3,7	1,7-3,5
2010	3,6-6,9	3,8-6,8	2,7-4,5	2,4-4,3
CPI	Lut 08	Cze 08	Paź 08*	Paź 08**
2008	3,6-4,7	3,8-4,7	4,2-4,4	4,2-4,4
2009	2,6-4,9	2,5-5,8	3,9-5,7	3,1-5,3
2010	2,1-4,8	0,1-5,7	1,9-4,5	1,5-4,3

* wersja projekcji z wykorzystaniem danych do 26 września; ** wersja projekcji z wykorzystaniem danych do 16 października; Uwaga: Według projekcji NBP wzrost PKB i inflacja CPI ukształtują się w podanych przedziałach z prawdopodobieństwem wynoszącym 50%

- Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian i zmieniła nieformalne nastawienie polityki pieniężnej z restrykcyjnego na neutralne, głównie pod wpływem pogarszających się perspektyw wzrostu PKB.
- Nowa projekcja NBP wskazuje na wzrost PKB poniżej 3% w 2009 r. i poniżej 4% w 2010. Choć jednocześnie projekcja inflacji jest dość wysoka (powyżej 4% w 2009 i powyżej celu średnio w 2010), to ryzyko dla niej jest asymetryczne w dół.
- Wydaje nam się, że w najbliższych miesiącach Rada zmieni nastawienie z „neutralnego” na „łagodne”.
- Skala obniżek będzie zależała od tempa spowolnienia gospodarczego i dezinflacji, perspektyw wejścia do strefy euro oraz sytuacji na rynkach finansowych. Pierwszą z obniżek zobaczymy możemy przy spadku inflacji poniżej 3,5% na początku 2009 roku. Łączna skala obniżek w przyszłym roku może sięgnąć 100 pkt bazowych.

„Mapa drogową do euro”

Terminy	Zdarzenia
XI-XII '08	Prace analityczne grup roboczych
I kw. '09	Rozpoczęcie procedury zmiany Konstytucji RP
I poł. '09	Włączenie złotego do mechanizmu ERM II
XII '10 – I '11	Wystąpienie do KE i EBC o przygotowanie raportów konwergencji poza regularnym terminem ich publikacji
V '11	Raporty o konwergencji KE i EBC
V – VI '11	Procedury oceny Polski w różnych instytucjach UE
poł. '11	Decyzja Rady ECOFIN w sprawie parytetu centralnego
I '12	Przystąpienie Polski do strefy euro

- Rząd przyjął harmonogram wejścia do strefy euro. Wiarygodność projektu przyjęcia euro w 2012 r. zależy w dużej mierze od uchwalenia zmian w konstytucji, do czego wymagane jest poparcie PiS, który uzależnia zgodę w tej sprawie od wyniku referendum. Powinno ono być przeprowadzone przed wejściem do ERM2 i wg zapowiedzi przedstawicieli PO może odbyć się na wiosnę.
- Ton ostatnich wypowiedzi prezydenta Lecha Kaczyńskiego był nieco mniej przychylny szybkiemu wejściu do strefy euro w porównaniu do wcześniejszych komentarzy po spotkaniu Rady Gabinetowej i przy słabszym złotym. Również prezes NBP Sławomir Skrzypek powiedział, że nie jest wykluczone, że nie wszystkie daty zawarte w harmonogramie będą mogły zostać dotrzymane. Warto jednak zwrócić uwagę, że RPP jednoznacznie opowiedziała się w komunikacie za jak najszybszym przyjęciem euro.

Cytat tygodnia – Kierunek zmian stóp procentowych jest przesądzony

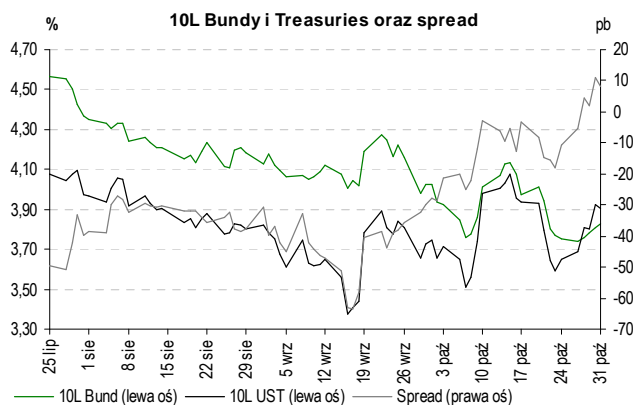
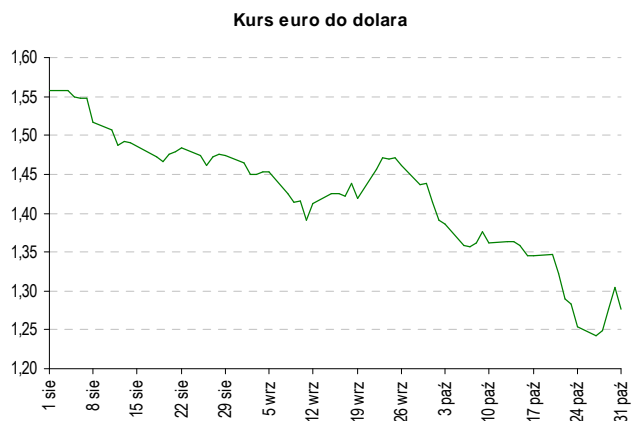
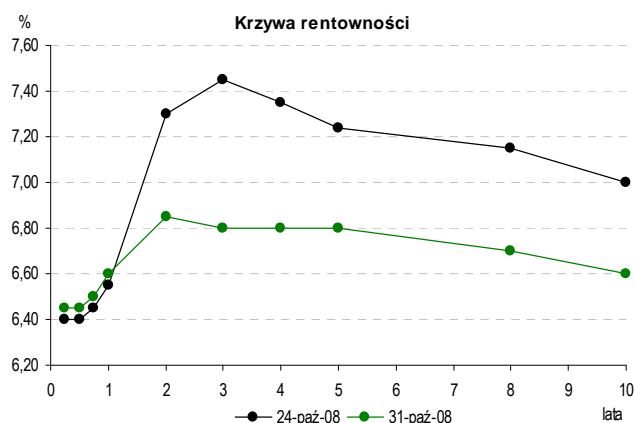
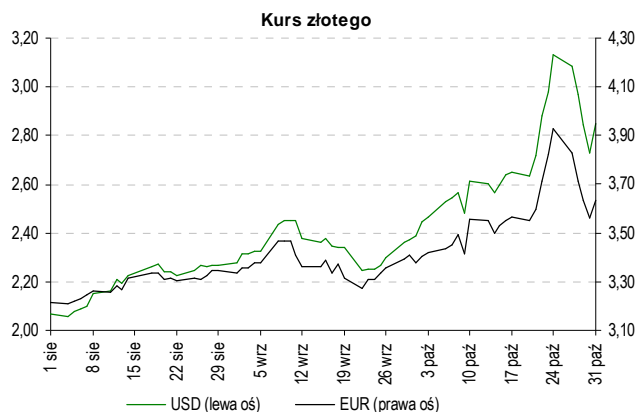
Andrzej Sławiński, członek RPP, TVN CNBC, 30 października
(...) prędzej czy później [ścieżka stóp] będzie dostosowywana do słabnącej koniunktury. W takiej sytuacji, jaka jest na świecie kierunek jest przesądzony. (...) perspektywy wzrostu na świecie są cały czas rewidowane w dół. (...) Skala recesji na świecie będzie znacznie większa niż niedawno przewidywano.

Marian Noga, członek RPP, Dziennik, 30 października

Stopy powinny dość długo, przynajmniej do końca I kw. 2009 r., pozostać niezmienione. Jeżeli chcemy wejść do strefy euro w możliwie najszybszym terminie, będzie od nas wymagane zmniejszenie dysparytetu stóp procentowych w strefie euro i w Polsce. To duża różnica, więc będzie potrzeba obniżania stóp. Nie oznacza to, że trzeba to robić szybko i gwałtownie.

Wydarzenia na światowych rynkach finansowych i ich wpływ na znaczące obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego na świecie, w tym perspektyw polskiej gospodarki, wpłynęły na opinie członków RPP. Złagodzenie tonu wypowiedzi członków RPP było widoczne w październiku i znalazło odzwierciedlenie w komunikacie RPP. Po posiedzeniu Rady scenariusz obniżek stóp procentowych potwierdziły wypowiedzi umiarkowanego członka RPP Andrzeja Sławińskiego i „jastrzębiego” Mariana Nogi. Według prof. Sławińskiego niepewność co do przyszłej sytuacji gospodarczej jest wysoka co powoduje, że przewidywanie zmian ścieżki stóp procentowych jest niezwykle trudne. Jednak nie ma on wątpliwości, że stopy mogą się zmieniać tylko w jednym kierunku. Sugeruje to, że w Radzie nastawienie części członków już teraz może być „łagodne”. O potrzebie obniżania dysparytetu stóp wobec strefy euro mówił też Marian Noga, jednak jego zdaniem z obniżkami nie należy się spieszyć.

Monitor rynku



Wciąż duże wahania złotego

Spadkowi z rekordowych poziomów implikowanej zmienności złotego na rynku opcji towarzyszyło silne odreagowanie walut regionu po równie gwałtownym osłabieniu w poprzednim tygodniu. Złoty umocnił się w trakcie tygodnia do 3,44 wobec euro i 2,62 wobec dolara na fali wzrostu apetytu na ryzyko i korekcyjnego ruchu EURUSD w górę. Koniec tygodnia przebiegał pod znakiem ponownego osłabienia złotego przy odreagowaniu dolara i jena na światowych rynkach.

Obserwowane odreagowanie złotego nie wyklucza naszym zdaniem dalszej spadkowej tendencji złotego w najbliższym czasie, choć skoordynowana akcja pomocowa MFV, UE i Banku Światowego dla krajów wschodzących (zwłaszcza dla regionu) oraz obniżki stóp banków centralnych powinny sprzyjać obniżeniu zmienności złotego.

Lekki spadek rentowności, wciąż brak płynności

Wraz z poprawą nastrojów inwestorów na rynkach światowych i spadkiem awersji do ryzyka, osłabieniem bazowych rynków długu i wzrostami cen akcji doszło także do wzrostu cen na krajowym rynku obligacji. Brak płynności utrzymał wysokie różnice między cenami kupna i sprzedaży. Wynik posiedzenia RPP miał mniejsze znaczenie dla rynku długu. Za spadkiem rentowności obligacji nastąpiło obniżenie stóp rynkowych FRA i IRS.

W tym tygodniu nastroje na rynkach zagranicznych będą determinować zachowanie rynku długu i zapewne nie odzyska on płynności w najbliższym czasie o ile sytuacja na rynkach światowych nie zacznie się stabilizować. Relatywnie dobre parametry makroekonomiczne, perspektywa wejścia do strefy euro powinny wspierać krajowe aktywa i sprzyjać spadkowi premii za ryzyko.

Korekta kursu EURUSD w górę

Po utrzymującym się przez kilka minionych tygodni zwiększonym popycie na dolara przy wysokim poziomie awersji do ryzyka w ostatnich dniach doszło do korekcyjnego kursu EURUSD w górę. Ruch ten był wsparty przez oczekiwania na cięcie stóp przez Fed. Po pokonaniu poziomu 1,32 wobec euro dolar ponownie zaczął zyskiwać pod koniec tygodnia przy ponownym spadku apetytu na ryzyko i w związku ze zbliżającym się końcem miesiąca i bilansowaniem pozycji.

Zapewne zapotrzebowanie na dolara pozostanie wysokie dopóki sytuacja płynnościowa za granicą się nie unormuje i nie dojdzie do trwałej poprawy nastrojów, choć tempo umocnienia amerykańskiej waluty powinno być umiarkowane. Ten trend będzie przerywany wzrostowymi korektami kursu EURUSD.

Spadek cen obligacji wobec odbicia na giełdach

Odwilż awersji do ryzyka, która nastąpiła w pierwszej części minionego tygodnia doprowadziła do odreagowania na rynkach akcji i spadku cen obligacji na rynkach bazowych. Pod koniec tygodnia mimo cięć stóp w USA i wielu krajach azjatyckich, ustanowieniu linii swapowych przez Fed i działaniach MFV, nastroje na świecie znów się pogorszyły i przyczyniły się do umocnienia obligacji w USA i Niemczech. Niemniej, rentowności 10-letnich rentowności Treasuries wzrosły w ciągu tygodnia o 20 pb.

Kluczowym czynnikiem dla bazowych rynków pozostaną zmieniające się światowe nastroje. Dla strefy euro istotna będzie skala obniżki stóp przez EBC oraz zapowiedzi kolejnych w komunikacie i wypowiedziach po konferencji. Ważne będą także wskaźniki aktywności (PMI, ISM) oraz dane z rynku pracy w USA.

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