

# Tygodnik ekonomiczny

10 – 16 listopada 2008

Początek tygodnia stał pod znakiem wzrostu apetytu na ryzyko. Po informacjach zwycięstwa o Baracka Obamy w wyborach prezydenckich w USA doszło do krótkotrwałej poprawy nastrojów na światowych rynkach. Jednak dane ze strefy euro jak i USA wyraźnie rozczarowały, co wraz ze słabymi wynikami finansowymi spółek zagranicznych doprowadziło do powrotu obaw o kondycję głównych gospodarek i negatywnie wpłynęło na rynki akcji. Jednocześnie doszło do osłabienia złotego i umocnienia dolara na światowych rynkach. Nastrojów inwestorów nie wsparły decyzje banków centralnych w Europie o zdecydowanym poluzowaniu polityki pieniężnej, a wobec ruchów Banku Anglii, i centralnego banku Szwajcarii, ruch EBC o 50 pb był dla części inwestorów rozczarowujący i przyczynił się do osłabienia euro wobec dolara. Prognoza inflacji za październik Ministerstwa Finansów okazała się zgodna z rynkowym konsensusem i nie wpłynęła na rynek stopy procentowej. Tu doszło do spadku rentowności obligacji przy wciąż ograniczonej płynności oraz wyraźnego spadku stóp FRA i IRS wobec pojawiających się dosyć gołębih komentarzy RPP. NBP przeprowadził pierwszą operację zasilającą w płynność na 3 miesiące, co powinno wesprzeć rynek pieniężny. Na koniec tygodnia NBP poinformował też o podpisanej umowie ze szwajcarskim bankiem centralnym na swapy walutowe zasilające polski system bankowy we franki szwajcarskie. Pozytywny wpływ tego zdarzenia na złotego został częściowo zniwelowany przez obniżkę ratingu dla Węgier przez agencję Moody's do A3 z perspektywą negatywną.

Początek tego tygodnia powinien być spokojny ze względu na niewielką liczbę ważnych publikacji zagranicznych i święta w Polsce i USA. W kolejnych dniach poznamy pierwsze publikacji danych krajowych zaplanowane na listopad. Oczekujemy większego niż rynek spadku inflacji w październiku, wzrostu skumulowanego za 12 miesięcy deficytu obrotów bieżących po wrześniu do 5,2% PKB. Dane te mogą mieć negatywny wydzźwięk dla złotego i pozytywny (w przypadku CPI) dla rynku stopy procentowej. Poza tym rynki krajowe będą wciąż pod wpływem nastrojów panujących zagranicą, na które wpływ będą miały danych ze strefy euro i USA oraz szereg wystąpień bankierów z EBC i Fed.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

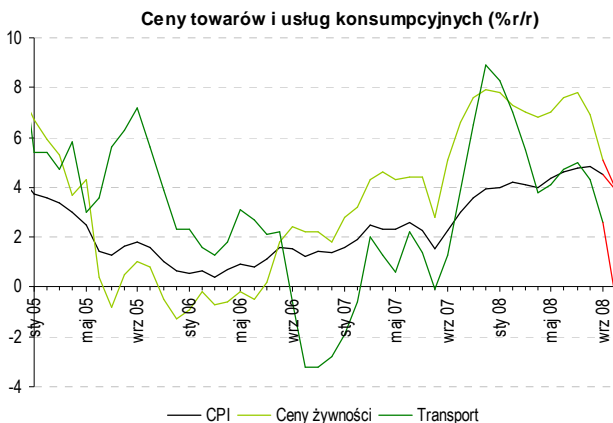
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>WTOREK (11 listopada)</b>							
	PL	Dzień Niepodległości					
	US	Dzień Weterana – nieczynny rynek obligacji					
11:00	DE	Indeks ZEW	XI	-63,0	-	-63,0	
<b>ŚRODA (12 listopada)</b>							
14:00	PL	Deficyt obrotów bieżących	IX	mIn €	1950	2024	1736
14:00	PL	Deficyt handlowy	IX	mIn €		1400	1503
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	IX	% r/r	-0,9	-	-0,7
<b>CZWARTEK (13 listopada)</b>							
14:00	PL	CPI	X	% r/r	4,2	3,9	4,5
8:00	DE	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	1,6	-	3,1
14:30	US	Bilans handlowy	IX	mld \$	-57,9	-	-59,14
<b>PIĄTEK (14 listopada)</b>							
14:00	PL	Podaż pieniądza	X	% r/r	17,8	18,7	17,1
11:00	EZ	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	0,7	-	1,4
11:00	EZ	Finalny HICP	X	% r/r	3,2	-	3,6
14:30	US	Ceny importu	X	% m/m	-3,0	-	-3,0
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	-1,0	-	-1,2
15:55	US	Wstępny Michigan	XI	pkt	55,5	-	57,6

Źródło: BZ WBK, Parkiet, Reuters;

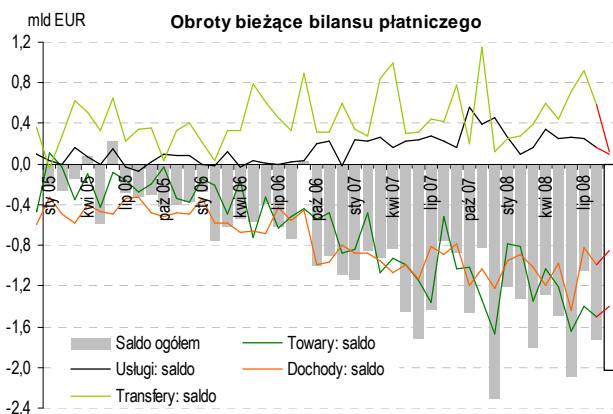
**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363  
**Piotr Bujak** Starszy Ekonomista 022 586 8341  
**Piotr Bielski** Ekonomista 022 586 8333  
**Cezary Chrapek** Analityk 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Spokojny początek tygodnia, nowe dane w kraju

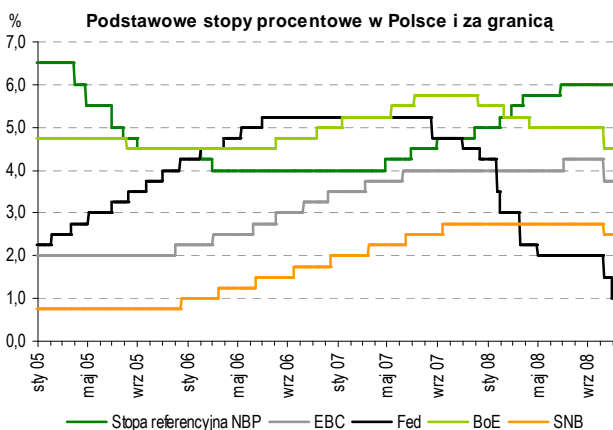


- Początek tygodnia powinien być dosyć spokojny wobec braku ważnych danych publikacji za granicą oraz w kraju jak i dnia wolnego w kraju i w USA we wtorek.
- W tym tygodniu główna publikacja na rynku krajowym będą dane o inflacji za październik. Naszym zdaniem roczna dynamika CPI spadła do 3,9% (0,1% m/m) z 4,5 we wrześniu.
- Prognoza inflacji Ministerstwa Finansów za październik wynosi 4,2% r/r (0,4% m/m), co jest zgodne z medianą prognoz rynkowych.
- Wg założeń resortu finansów spadek cen transportu wyniósł 0,8% m/m (spadek cen paliw o 1,8% m/m) a ceny żywności wzrosły o 0,9% m/m. Nasza prognoza inflacji zakłada spadek cen w transporcie o 3% m/m i wzrost cen żywności o 0,5% m/m.



- Wcześniej poznamy jeszcze dane o bilansie płatniczym za wrzesień. Oczekujemy wzrostu deficytu obrotów bieżących do nieco ponad 2 mld €. Spodziewamy się jednocześnie nieznacznego spadku deficytu handlowego do 1,4 mld € przy odbiciu dynamik eksportu i importu do ok. 25% r/r. Ponadto zakładamy lekki spadek nadwyżki na rachunku usług, deficytu na rachunku dochodów oraz spore ograniczenie nadwyżki na rachunku transferów (do ok. 100 mln €).
- Pod koniec tygodnia poznamy także statystyki pieniężne za październik. Oczekujemy przyspieszenia dynamiki podaży pieniądza do 18,7%, głównej w wyniku efektu niskiej bazy. W kolejnych miesiącach oczekujemy powolnego spadku dynamiki. Jednocześnie oczekujemy przy tempa wzrostu depozytów na poziomie ponad 20% oraz lekkiego wzrostu dynamiki kredytów (ok. 29%) ze względu na efekt słabszego złota.

## Miniony tydzień w gospodarce – Banki centralne tną stopy, rekordowo niski PMI



- Wskaźnik PMI dla przemysłu spadł w październiku do 43,7 pkt, najniższego poziomu w historii badań. Najbardziej od trzech lat spadł indeks cen.
- NBP przeprowadził operację zasilającą w płynność na 3-miesięczny termin na kwotę bliską 4,75 mld zł przy średniej stopie 6,25%. Operacje dostrajające NBP powinny przyczynić się do spadku WIBOR 3M. Ponadto NBP podpisał umowę z SNB na swapy walutowe EUR/CHF.
- Bank Anglii zredukował stopy aż o 150 pb (oczekiwane 50 pb), centralny bank Szwajcarii o 50 pb, czeski bank centralny aż o 75 pb. Zgodną z oczekiwaniami rynku decyzję podjął EBC obniżając stopy o 50 pb. J.C. Trichet nie wykluczył dalszych obniżek stóp. Naszym zdaniem w przyszłym roku podstawowe stopy EBC i Banku Anglii spadną w obu przypadkach co najmniej do 2%.

## Cytat tygodnia – Rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych w przyszłym roku

### Jan Czekaj, członek RPP, TVN CNBC, 7 listopada

Wydaje się, że to prawdopodobieństwo, czy wręcz potrzeba, obniżek stóp procentowych staje się coraz bardziej oczywista. (...) musimy obserwować (...) i próbować prowadzić taką politykę, która byłaby w miarę możliwości spójna z tym co robią inne banki centralne.

### Stanisław Nieckarz, członek RPP, PAP, 6 listopada

Obniżki stóp procentowych EBC i innych banków centralnych, malejąca w 2009 roku dynamika rozwoju do 3,5-4,0%, znacznie poniżej potencjału, przy słabnącej presji inflacyjnej od strony popytowej, przesądzą o kierunku zmian stóp procentowych w Polsce. Przyszły bilans ryzyk dla przebiegu inflacji wskazuje, że warunki rozpoczęcia cyklu obniżek stóp proc. i zmniejszania dysparytetu pojawiają się już na początku 2009 roku.

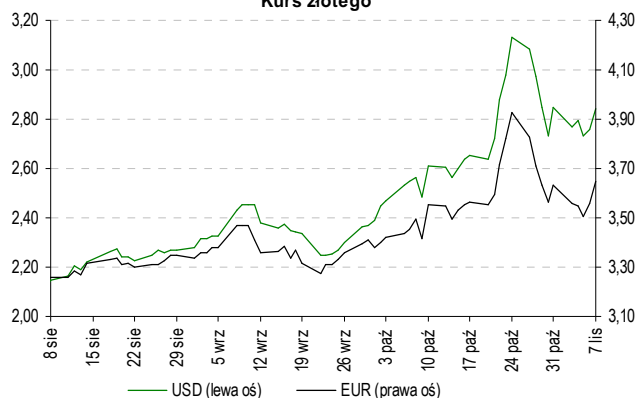
### Sławomir Skrzypek, prezes NBP, PAP, 6 listopada

(...) istnieje wiele argumentów za tym, aby rozpocząć cykl obniżek stóp procentowych.

Jastrzębi członkowie RPP nie są przekonani do potrzeby obniżek stóp procentowych. Według H. Wasilewskiej-Trenkner nie ma sensu podejmowanie takich działań dopóki sytuacji na rynkach finansowych się nie uspokoi. Zdaniem Dariusza A. Filara ze zmianą parametrów polityki pieniężnej należy poczekać do lutowej projekcji inflacji oraz zmiany rewizji koszyka CPI w marcu, biorąc pod uwagę to, że spadek inflacji w Polsce będzie wolniejszy niż w krajach zagrożonych recesją. Poza tym Andrzej Sławiński powiedział, że krajowa polityka pieniężna powinna być relatywnie bardziej restrykcyjna w związku z koniecznością spełnienia kryterium inflacyjnego, podczas gdy skalę spowolnienia trudno jest dziś ocenić. Jednak decyzje o obniżkach stóp będą zależeć w większym stopniu od piątki bardziej „gołębic” członków RPP, którzy zwracają uwagę na taką potrzebę. Jako uzasadnienie wskazują oni rosnący dysparytet stóp, osłabienie gospodarcze i spadek presji inflacyjnej.

## Monitor rynku

Kurs złotego

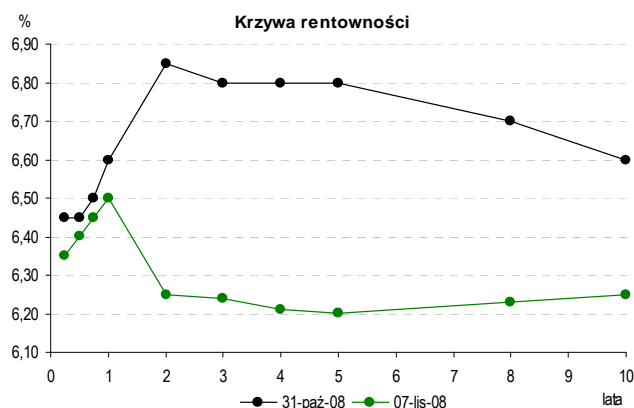


## Złoty słabszy przy niższej zmienności

Przez pierwszą część tego tygodnia notowania złotego były bardzo stabilne w porównaniu do sesji październikowych, a na rynku opcji zanotowano spadek zmienności. Złoty ponownie zaczął tracić na wartości koniec tygodnia wobec pogorszenia się nastrojów na świecie, spadku apetytu na ryzyko oraz cięcia stóp w Czechach, które zwiększyły oczekiwania na obniżki stóp w Polsce oraz wzmocniły obawy inwestorów o terminy przyjęcia euro. Po informacji o umowie z SNB złoty częściowo odreagował.

Sądzymy, że trend na osłabienie złotego może się utrzymać w najbliższym czasie. W tym tygodniu na rzecz słabszego złotego będą przemawiać, m.in. dane o CPI i bilansie płatniczym. Ponadto złoty wciąż pozostaje pod wpływem apetytu na ryzyko i informacji z regionu. Poziomy wsparcia i oporu dla EURPLN to odpowiednio 3,58 i 3,75.

Krzywa rentowności

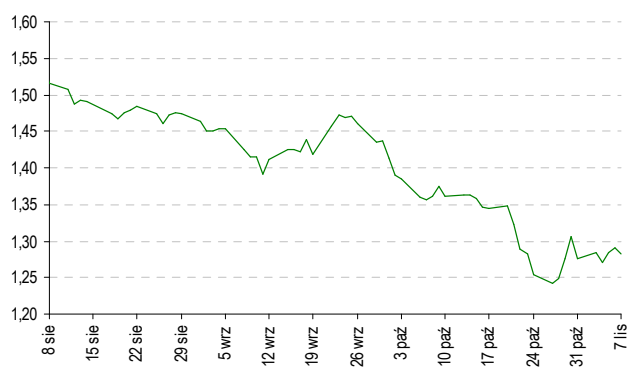


## Znaczący spadek rynkowych stóp procentowych

Przez cały miniony tydzień kontynuowany był wzrost cen na rynku obligacji, choć płynność rynku pozostała marginalna. Dostyc goębie wypowiedzi członków RPP w tym prezesa NBP przyczyniła się naszym zdaniem do spadku stawek FRA i IRS. Jednocześnie różnica między rentownościami obligacji, a stawkami IRS utrzymała się na podobnych poziomach jak przed tygodniem (ok. 65 pb dla 5 lat). Pozytywny wpływ na dług miała informacja o swapach walutowych w CHF.

Naszym zdaniem jest jeszcze przestrzeń do umocnienia zarówno, jeśli chodzi o rynek obligacji, jak również stawki FRA i IRS w związku z oczekiwanym rozpoczęciem poluzowywania polityki pieniężnej w pierwszych miesiącach przyszłego roku. Płynność na rynku obligacji może być wciąż ograniczona dopóki awersja do ryzyka znacząco i trwale nie spadnie.

Kurs euro do dolara

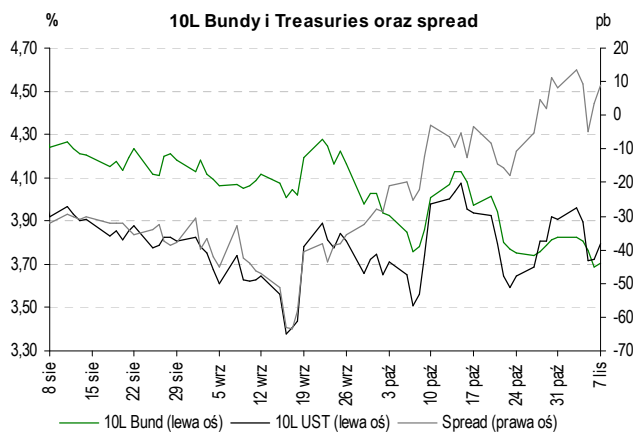


## Kurs EURUSD względnie stabilny

Po początkowym umocnieniu dolara w poniedziałek doszło do sporego odreagowania euro do 1,31 za sprawą poprawy nastrojów na rynkach i spadku awersji do ryzyka, m.in. w oczekiwaniu na wyniki wyborów prezydenckich w USA oraz decyzje banków centralnych w Europie. Obniżka stóp w strefie euro jedynie o 50 pb mogła rozczarować część inwestorów, a słabsze wyniki spółek i dane z USA i strefy euro przywróciły na pierwszy plan obawy o perspektywy światowej gospodarki doprowadzając do umocnienia dolara do 1,28 blisko poziomów poniedziałku.

Podtrzymujemy oczekiwania na stopniowe umocnienie dolara wobec spodziewanego spowolnienia w strefie euro oraz spadku dysparytetu stóp wobec USA. Kurs EURUSD może spaść do ok. 1,25 na koniec roku.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Umocnienie na bazowych rynkach długu

Obniżki stóp procentowych w Europie i oczekiwania na dalsze ich dalsze redukcje jak również znacznie słabsze od prognoz dane gospodarcze ze strefy euro (PMI) oraz USA (PMI i zatrudnienie poza rolnictwem) przyczyniły się do sporego umocnienia na bazowych rynkach długu. Rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów spadły w ciągu tygodnia do 3,77% oraz 3,68% z 3,91% oraz 3,82% w poprzedni piątek.

Bazowe rynki długu mogą się jeszcze umocnić o ile z głównych gospodarek będą wciąż napływały słabe dane, co będzie wspierało szanse na głębsze obniżki stóp procentowych. Dane o inflacji w strefie euro zapewne potwierdzą jej spory spadek. Istotny będzie indeks ZEW oraz dane o PKB za III kw. (oczekiwany spadek kw./kw.) W USA kluczowe będą piątkowe dane o sprzedaży detalicznej i indeks nastrojów konsumentów Michigan.

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