

# Tygodnik ekonomiczny

1 – 7 grudnia 2008

Początek minionego tygodnia stał pod znakiem poprawy nastrojów na rynkach światowych i spadku awersji do ryzyka za sprawą ogłoszonych planów wspierających gospodarkę USA i informacjach o prawdopodobnych nominacjach Baracka Obamy. W wyniku wzrostu apetytu doszło do odreagowania na rynkach akcji, osłabienia dolara i umocnienia złotego. W drugiej części tygodnia przy niższej płynności na rynkach zagranicznych wobec długiego weekendu w USA przeważały obawy o spowolnienie wzrostu gospodarczego na świecie, co doprowadziło do odreagowania dolara wobec euro. Złoty zyskiwał jednak wobec głównych walut przez cały tydzień i nie zaszkodziła mu obniżka stóp przez RPP. Rada zdecydowała się przejść z nastawienia neutralnego na łagodne i jednocześnie obniżyła stopy o 25 pb. Komunikat sygnalizował, że kolejne obniżki stóp są kwestią czasu. Spodziewamy się, że kolejna nastąpi już w grudniu. Umocnienie na bazowych rynkach długu i oczekiwanie na posiedzenia Rady oraz jego wynik wpłynęły na dalszy znaczący spadek stóp rynkowych na całej długości krzywej. Rynek FRA wycenia już obniżki o co najmniej 150 pb, my oczekujemy spadku stóp o 125 pb (stopa referencyjna do 4,5%). Spodziewamy się jednak, że do dalszego umocnienia może dojść na rynku obligacji, jak tylko sytuacja na rynkach globalnych pozwoli na spadek premii za ryzyko. W tym tygodniu rynek krajowy pozostanie pod wpływem zmian awersji do ryzyka, kształtujących się m.in. wobec publikacji serii ważnych danych ze strefy euro (PMI) i USA (ISM, zatrudnienie poza rolnictwem) oraz posiedzeń decyzyjnych EBC i Banku Anglii (oczekiwane dalsze obniżki o 50 pb). W kraju na początku tygodnia poznamy wskaźnik PMI dla przemysłu i prognozę inflacji resortu finansów za listopad. Ministerstwo Finansów zorganizuje też pierwszą od początku października i ostatnią w tym roku aukcję obligacji, która wskaże nastroje inwestorów wobec krajowych aktywów.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

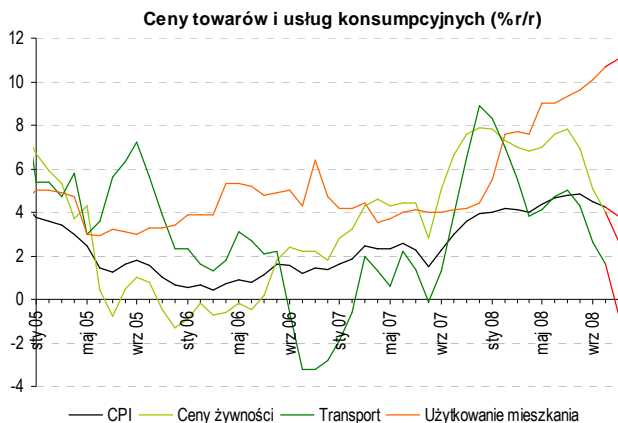
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (1 grudnia)</b>						
9:00	PL	PMI	XI	pkt	41,7	43,7
11:00	PL	Aukcja 0,2-0,5 mld zł 13- 0,2-0,5 mld zł 26- i 0,8-1,8 mld zł 52- tygodniowych bonów skarbowych				
10:00	EZ	PMI – sektor przetwórczy	XI	pkt	36,2	- 41,1
16:00	US	ISM – sektor przetwórczy	XI	pkt	38,4	- 38,9
<b>WTOREK (2 grudnia)</b>						
11:00	EZ	PPI	X	% r/r	7,0	- 7,9
<b>ŚRODA (3 grudnia)</b>						
11:00	PL	Aukcja obligacji 2-letnich				
10:00	EZ	PMI – sektor usług	XI	pkt	43,3	- 45,8
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	X	% r/r	-1,4	- -1,6
14:15	US	Raport ADP	XI	'000	-207	- -157
16:00	US	ISM – sektor usług	XI	pkt	43,0	- 44,4
<b>CZWARTEK (4 grudnia)</b>						
11:00	EZ	Zrewidowany PKB	III kw.	% r/r	-0,2	- -0,2
13:00	GB	Spotkanie Banku Anglii	%	%	2,5	- 3,0
13:45	EZ	Spotkanie EBC – decyzja	%	%	2,75	- 3,25
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	'000	529	- 529
16:00	US	Zamówienia w przemyśle	X	% m/m	-2,8	- -2,5
<b>PIĄTEK (5 grudnia)</b>						
14:30	US	Zatrudnienie poza przemysłem	XI	'000	-300	- -240
14:30	US	Stopa bezrobocia rejestrowanego	XI	%	6,7	- 6,5

Źródło: BZ WBK, Parkiet, Reuters, PAP.

**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

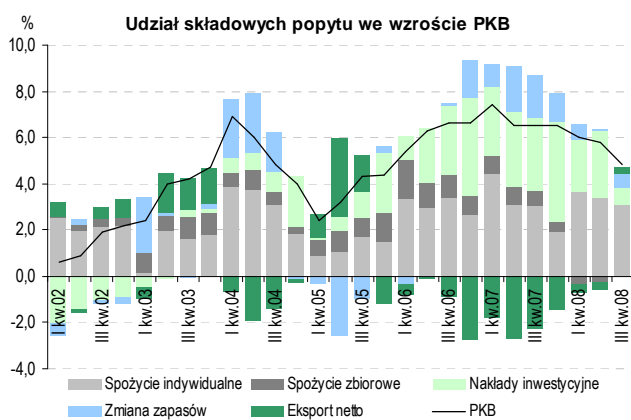
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – PMI, prognoza inflacji MinFin, posiedzenie EBC

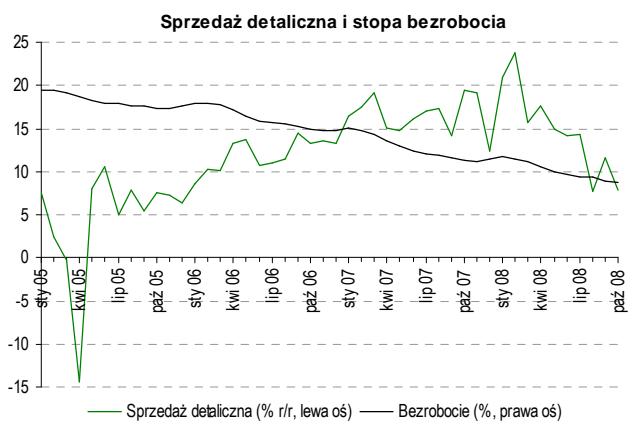


- Na początku tego tygodnia Ministerstwo Finansów opublikuje nową prognozę inflacji za listopad. Wg naszych szacunków i konsensusu rynkowego inflacja spadła do 3,8% r/r z 4,2% r/r przy wzroście miesięcznym o 0,3% m/m. Zakładamy wzrost cen żywności o 0,4% m/m i użytkownika mieszkania i nośników energii o 0,7% oraz spadek cen transportu o 0,9% przy spadku cen paliw o 2,4%.
- W poniedziałek poznamy też wskaźnik aktywności w polskim przemyśle PMI za listopad. Oczekujemy dalszego spadku indeksu PMI do 41,7 z najniższego poziomu w historii na poziomie 43,7 wraz z spadkiem indeksu dla strefy euro.
- Po kilkutygodniowej przerwie w środę resort finansów zorganizuje ponownie aukcję obligacji (2-letnie papiery).
- Za granicą w centrum uwagi będą posiedzenia decyzyjne EBC i Banku Anglii oraz dane o zatrudnieniu w USA.

## Miniony tydzień w gospodarce – Dobre dane historyczne, słaba sprzedaż, RPP obniża stopy



- Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25 pb (stopę referencyjną do 5,75%). Przejrzysty komunikat wprowadził łagodne nastawienie, sugerując kolejne obniżki w najbliższym czasie. Następnym ruchem możliwym jest wg nas już w grudniu, jeśli napływające informacje będą potwierdzały pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego (i poprawę perspektyw inflacji).
- Wzrost gospodarczy w trzecim kwartale wyniósł 4,8% r/r (zgodnie z oczekiwaniami rynku), co na pierwszy rzut oka wydaje się niezłym wynikiem. Nastąpiło jednak znaczące spowolnienie inwestycji (do 3,5% r/r), co przy ich dużej importochłonności przyczyniło się do pozytywnego wpływu spowolnienia eksportu. Tempo wzrostu konsumpcji utrzymało się powyżej 5%, jednak w tym przypadku również należy oczekiwać spowolnienia w kolejnych kwartałach.



- Sprzedaż detaliczna w październiku wzrosła nominalnie o 3,8% m/m i 7,9% r/r (wobec 15,6% r/r średnio w okresie styczeń-wrzesień i 11,2% r/r w III kw.), poniżej naszych i rynkowych oczekiwań 9,1% r/r. Realny wzrost sprzedaży wyniósł 3,4% m/m i 5,8% r/r (wobec 11,6% r/r w okresie styczeń-wrzesień i 7,4% r/r w III kw.). Najgorszej sytuacja wygląda nadal w sektorze motoryzacyjnym.
- Spadek wskaźników koniunktury konsumenckiej GUS za listopad pogłębił się w ujęciu rocznym. Według GUS poziom wskaźników za ostatnie miesiące wskazuje, że możliwe jest spowolnienie dynamiki konsumpcji indywidualnej.
- Wzrost obaw konsumentów o wzrost bezrobocia wiąże się wg GUS z zapowiadanyymi zwolnieniami pracowników w kraju, jak również ze spodziewanym powrotem emigrantów. Na razie stopa bezrobocia rejestrowanego nadal się obniża. (na koniec października do 8,8% z 8,9%).

## Cytat tygodnia – Nie można wykluczyć obniżki stóp w grudniu

**Andrzej Sławiński, RPP, Radio PiN, 27 listopada**

*Sytuacja naszej gospodarki jest na tyle dobra, że możemy prowadzić politykę pieniężną w tradycyjny sposób.*

**Halina Wasilewska-Trenkner, RPP, Reuters, 27 listopada**

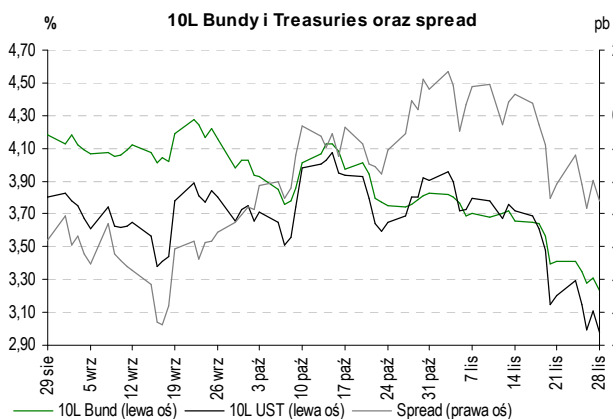
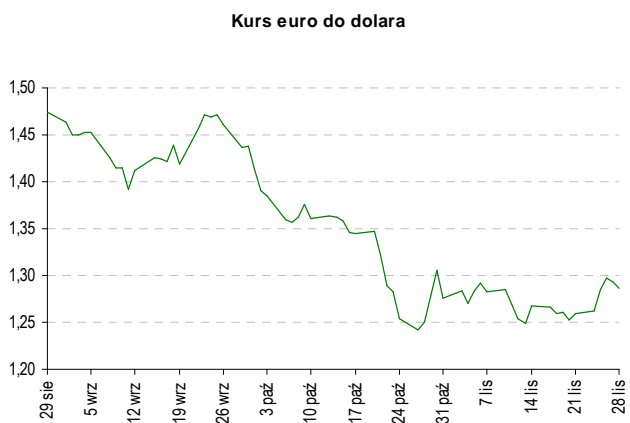
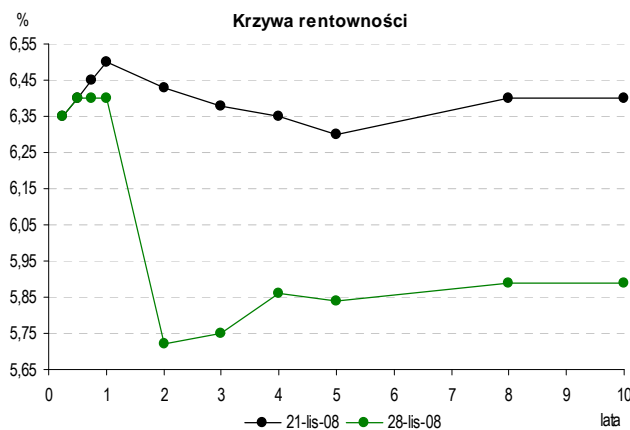
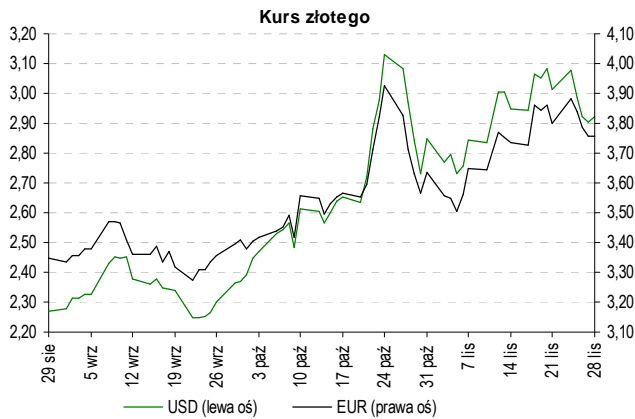
*Dotychczas nie mam takich sygnałów, które by mi mówiły, że w pierwszym kwartale ta obniżka nie powinna mieć miejsca.*

**Jan Czekaj, RPP, TVN CNBC, 27 listopada**

*Dane za październik coraz wyraźniej potwierdzają, że Polska wchodzi w okres spowolnienia gospodarczego. To może być jakaś tradycja, ale to nie jest żelazne prawo, którego nie można złamać. (...) nie można tego traktować jako zapowiedzi przeze mnie (że stopy spadną w grudniu), ale oczywiście nie można tego wykluczyć.*

Stwierdzenie A. Sławińskiego o tradycyjnym sposobie prowadzenia polityki pieniężnej sugeruje, że będzie bardziej skłonny do obniżek stóp w krokach po 25 pb niż 50 pb. Jan Czekaj powiedział, że ostatnie dane z gospodarki wskazują na to, że polska gospodarka weszła w okres spowolnienia, nie wykluczając obniżki stóp na kolejnym posiedzeniu. Za redukcją stóp procentowych na kolejnym posiedzeniu będzie zapewne głosował prezes NBP, który widzi ryzyka w dół dla wzrostu PKB. Nawet „jastrzębi” M. Noga stwierdził, że możliwe, że stopy mogą spaść także w grudniu, choć wydaje mu się, że nastąpi to raczej dopiero w styczniu, a w I kw. całkowita obniżka może wynieść 50 pb. H. Wasilewska-Trenkner również widzi potrzebę łagodzenia polityki pieniężnej, choć sądzi, że kolejny ruch nastąpi w I kw. Ciekawi jesteśmy, jakie jej zdaniem argumenty przemawiają za brakiem obniżki stóp w grudniu

## Monitor rynku



## Stopniowe odreagowanie złotego

Plan rządu amerykańskiego pomocy dla Citigroup, pakiet wspierający rynek kredytów konsumpcyjnych Fed jak również propozycje wsparcia gospodarki i nominacje prezydenta elekta w USA Baracka Obamy przyczyniły się do poprawy nastrojów na świecie i spadku awersji do ryzyka. To przełożyło się na umocnienia walut w regionie. Złoty umacniał się przez cały tydzień i nie zareagował na obniżkę stóp procentowych przez RPP. Wobec poprzedniego piątku złoty zyskał wobec euro 2,8% a wobec dolara 4,2%.

Złoty będzie wciąż pozostawał pod wpływem zmian awersji do ryzyka wpływających na zachowania inwestorów na świecie. Słabe dane PMI z kraju oraz zagraniczne indeksy aktywności i dane o zatrudnieniu z USA mogą negatywnie oddziaływać na złotego. Z kolei pozytywny wydzźwięk może mieć obniżka stóp EBC.

## Silne spadki rynkowych stóp wobec RPP

W minionym tygodniu na krajowym rynku stopy procentowej doszło do wyraźnego umocnienia. Rynkowe stopy spadały wobec umocnienia na bazowych rynkach długu i w oczekiwaniu na decyzję RPP. Gdy Rada zdecydowała się zredukować stopy o 25 pb doszło do dalszego umocnienia. Rentowności obligacji spadły poniżej poziomów sprzed intensyfikacji kryzysu przy nasilonych oczekiwaniach na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej.

Widzimy możliwość dalszych wzrostów cen obligacji w związku z oczekiwanym przez nas spadkiem stopy referencyjnej do 4,5% i szansach na spadek różnicy wobec stóp IRS (5-letnia stopa ok. 4,80%) w przypadku poprawy nastrojów na świecie. Miernikiem nastrojów na rynku będzie aukcja obligacji 2-letnich. Wpływ na rynek może mieć także prognoza inflacji MinFin oraz wynik posiedzenia EBC.

## Dolar odrabia straty pod koniec tygodnia

Wobec poprawy nastrojów na świecie i wzrostu apetytu na ryzyko amerykańska waluta traciła na wartości wobec euro w pierwszej części tygodnia. Jednak później obawy o skuteczność planów amerykańskiej administracji oraz koncentracja na perspektywach recesji i bankructw przedsiębiorstw przyczyniła się do zwiększenia zainteresowania bezpiecznymi aktywami i pomogła dolarowi odrobić część strat (przy niższej płynności wobec długiego weekendu w USA).

Duża liczba istotnych publikacji (indeksy aktywności PMI, ISM, dane z rynku pracy w USA) oraz posiedzenia decyzyjne banków centralnych w Europie będzie wpływała na zmienność kursu EURUSD. Uważamy, że możliwe jest umocnienie dolara pod koniec roku i na początku 2009 r.

## Dalsze rekordy cenowe na bazowych rynkach długu

Po rekordowo dużych spadkach rentowności na bazowych rynkach długu w poprzednim tygodniu w ostatnich dniach doszło do kontynuacji wzrostowego cen obligacji skarbowych. Było to wynikiem wzrostu obaw o kondycję światowej gospodarki i oczekiwań na dalsze znaczne obniżki stóp procentowych. Zakupy obligacji były też związane ze zbliżającym się końcem miesiąca i dostosowaniami w portfelach zarządzających. Rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów spadły do 2,97% (najniżej od 50 lat) i 3,27% (najniżej od 2005 r.).

Słabe dane z amerykańskiego rynku pracy mogą utrzymywać ceny obligacji na wysokich poziomach. Dla rynku europejskiego kluczowe będą decyzja EBC (oczekujemy obniżki stóp o 75 pb) i wypowiedzi J.C. Tricheta po posiedzeniu.

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. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. 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. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. 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