

# Tygodnik ekonomiczny

26 października – 1 listopada 2009

Miniony tydzień na światowych rynkach przyniósł mieszane dane makro i wyniki spółek za III kw., ale jednak w przewadze były dobre informacje. Efektem tego był wzrost apetytu na ryzyko, który przełożył się na zmniejszenie zainteresowania obligacjami na bazowych rynkach i pokonanie przez EURUSD poziomu 1,50. Takie tendencje na globalnych rynkach sprzyjały złotemu i w trakcie tygodnia EURPLN spadł do najniższego od miesiąca poziomu 4,15, choć później ten ruch został częściowo skorygowany. Wyższy apetyt na ryzyko oraz aprecjacja złotego i w większości niższe od prognoz krajowe dane makro sprzyjały umocnieniu krajowych obligacji w pierwszej części tygodnia, ale później nastąpiła realizacja zysków i stabilizacja mniej więcej na poziomach sprzed tygodnia. Chociaż krajowe dane makro były w większości niższe od prognoz, to nie na tyle, aby znacząco zmienić nasze przewidywania rozwoju sytuacji gospodarczej i ocenę perspektyw zmian stóp procentowych NBP. Tymczasem, kolejne wypowiedzi członków RPP wskazują, że zmiana nieformalnego nastawienia na neutralne będzie już prawdopodobnie dziełem Rady następnej kadencji, a w każdym razie jest mało prawdopodobne, że nastąpi na posiedzeniu w tym tygodniu. Nie zmienia to jednak istotnie oczekiwań co do zmian stóp przez nową RPP, chociaż pozostawienie im zmiany nastawienia może pomóc w budowie antyinflacyjnej wiarygodności bez potrzeby szybkich podwyżek stóp. W tym tygodniu oprócz posiedzenia RPP nie będzie istotnych wydarzeń w kraju. Za granicą w centrum uwagi będą bardzo liczne publikacje wyników spółek za III kw. oraz ważnych danych makro.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

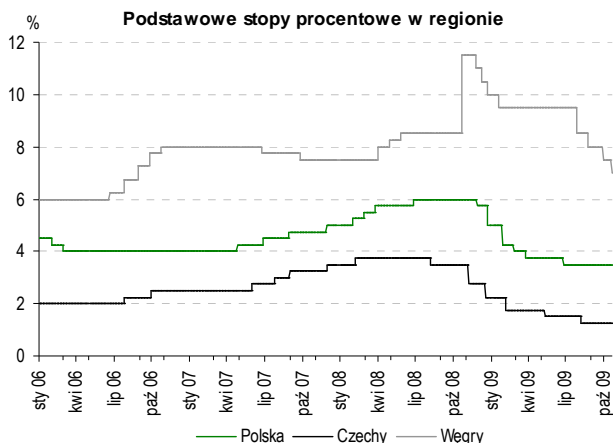
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (26 października)</b>							
8:00	DE	Indeks Gfk	XI	pkt.	4,5	-	4,3
11:00	PL	<b>Przetarg 52-tyg. bonów skarbowych o wartości 0,4-0,5 mld zł</b>					
<b>WTOREK (27 października)</b>							
10:00	EZ	Podaż pieniądza M3	IX	% r/r	2,2	-	2,5
14:00	US	Indeks Case/Shiller	VIII	% r/r	-11,8	-	-13,3
15:00	US	Zaufanie konsumentów	X	pkt.	53,1	-	53,1
15:00	US	Richmond Fed composite index	X	pkt.	-	-	14,0
<b>ŚRODA (28 października)</b>							
-	PL	<b>Decyzja RPP</b>	-	%	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>
13:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	IX	%	1,3	-	-2,6
15:00	US	Sprzedaż nowych domów	IX	mln	0,44	-	0,429
<b>CZWARTEK (29 października)</b>							
11:00	PL	<b>Przetarg zamiany obligacji</b>					
11:00	EZ	Indeks nastrojów gospodarczych	X	pkt.	84,0	-	82,8
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tydzień	tys.	520,0	-	531,0
13:30	US	Przedwstępny PKB	III kw.	%	3,3	-	-0,7
13:30	US	Deflator PKB	III kw.	%	1,2	-	0,0
13:30	US	Bazowy PCE	III kw.	%	1,8	-	2,0
<b>PIĄTEK (30 października)</b>							
-	JP	Decyzja Banku Japonii	-	%	0,1	-	0,1
11:00	EZ	Wstępny HICP	X	% r/r	-0,1	-	-0,3
13:30	US	Bazowy PCE	IX	% m/m	0,2	-	0,1
14:45	US	Chicago PMI	X	pkt.	48,5	-	46,1
14:55	US	Finalny Michigan	X	pkt.	69,9	-	73,5

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet

**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

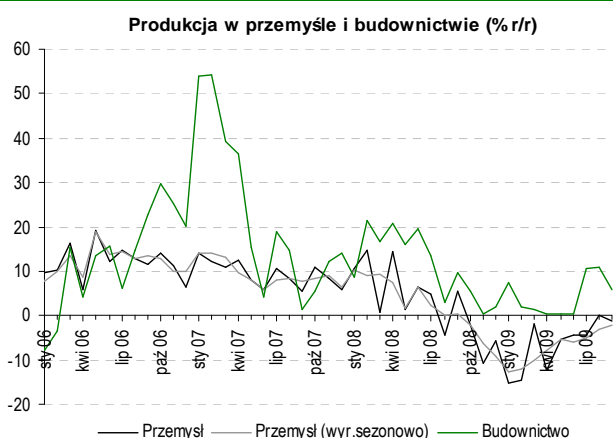
## Wydarzenia nowego tygodnia – Posiedzenie RPP z nową projekcją NBP



■ Ten tydzień na krajowym rynku finansowym będzie stał pod znakiem posiedzenia RPP. Powszechnie oczekuje się, że podstawowe stopy procentowe NBP pozostaną bez zmian - nie tylko na październikowym posiedzeniu Rady, ale już do końca jej kadencji. W ten sposób polska RPP wyróżnia się na tle innych banków centralnych w regionie, które kontynuują obniżki stóp (na Węgrzech obniżka o 50pb w minionym tygodniu, a w Czechach obniżka o 25 pb oczekiwana w przyszłym tygodniu). Dużo niepewności dotyczy natomiast ewentualnej zmiany przez Radę nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej (więcej na ten temat w sekcji *Cytat tygodnia*).

■ Wpływ na oczekiwania co do decyzji RPP mogą mieć wyniki nowej projekcji NBP dla inflacji i PKB. Biorąc pod uwagę opublikowane od czerwca dane można spodziewać się podwyższenia ścieżki PKB i niewielkich zmian inflacji.

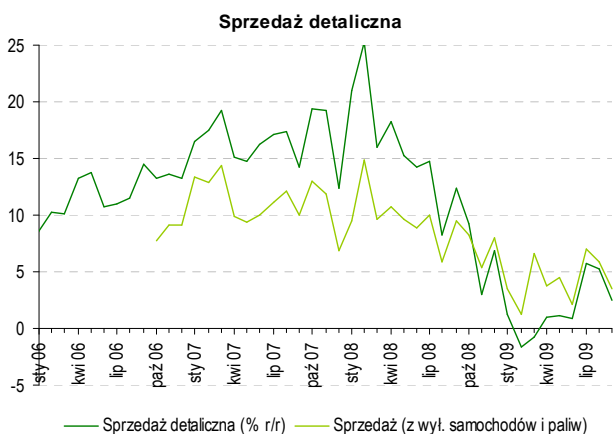
## Miniony tydzień w gospodarce – Większość nowych danych niżej od prognoz



■ Dane o produkcji za wrzesień (w przemyśle -1,3% r/r, nieco lepiej od konsensusu -2,4%, a w budownictwie trochę gorzej, 5,6% r/r vs. 9,2%) są zgodne ze scenariuszem stopniowego ożywienia polskiej gospodarki.

■ Pogorszenie dynamiki produkcji przemysłowej nie oznacza zmiany tendencji, ale wiąże się efektem większej liczby dni roboczych. Sezonowo dostosowane dane pokazują kontynuację stopniowej poprawy – poprawa rocznej dynamiki do -2,1% z -3,1% w sierpniu.

■ Mimo głębszego od prognoz spowolnienia dynamika produkcji budowlanej jest nadal na solidnym poziomie i wiąże się to zapewne z rosnącą skalą realizacji projektów infrastrukturalnych. Wskazuje na to silny wzrost produkcji w jednostkach zajmujących się głównie robotami związanymi z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej, o 28,8% r/r po wzroście o ponad 40% miesiąc wcześniej.



■ Wzrost sprzedaży detalicznej we wrześniu wyraźnie spowolnił do 2,5% r/r, po przejściowej poprawie w miesiącach letnich. Sprzedaż dóbr trwałego użytku wyraźnie osłabła, wraz ze spadkiem dynamiki dochodów z pracy oraz obawami o wzrost bezrobocia (nadal wysoka liczba deklarowanych zwolnień).

■ PPI spadł we wrześniu trzeci miesiąc z rzędu, tym razem o 0,2% m/m, co obniżyło roczną inflację PPI do 1,6%, wyraźnie bardziej niż oczekiwano. Dane wskazują, że słaby popyt oraz trwająca od marca tendencja umocnienia złotego skutecznie ograniczają presję cenową na poziomie producenta, co powinno ograniczać dynamikę CPI.

■ Niemal wszystkie miary inflacji bazowej spadły we wrześniu. Roczna dynamika CPI bez żywności i energii utrzymała się na poziomie 2,9%, a wg naszych prognoz w kolejnych miesiącach będzie spadać.

## Cytat tygodnia – Bez zmiany nastawienia do końca kadencji obecnej RPP?

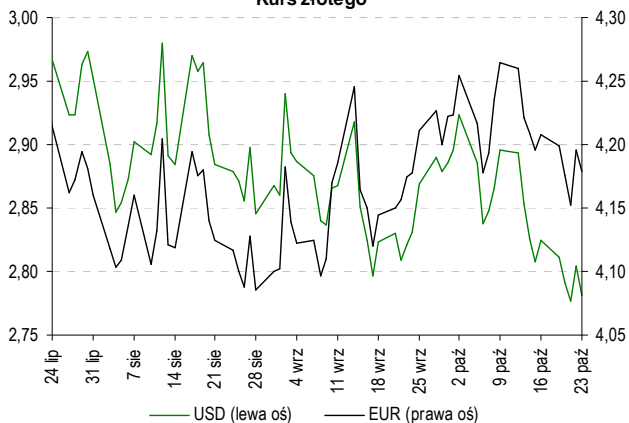
**Stanisław Owsiak, członek RPP, Dziennik, 20 października**

[A co z tzw. nieformalnym nastawieniem w polityce pieniężnej? Wysoka inflacja była argumentem za jego zmianą z łagodnego na neutralnej] (...) Obecnie uważamy, że bardziej prawdopodobne jest, że inflacja spadnie do 2,5% w perspektywie 6-7 kwartałów niż to, że powróci do tego celu później. Ostatnie dane potwierdzają tę prognozę. Spadek inflacji z 3,7% w sierpniu do 3,4%. we wrześniu jest duży. Inną ocenę perspektyw inflacji trzeba zostawić kolejnej Radzie. [Pyt: Kiedy nastąpią pierwsze podwyżki stóp? Czy nowa Rada powinna zacząć to robić już w przyszłym roku?] Zalecałbym w tym dużą ostrożność. W horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej – czyli w ciągu 6-7 kwartałów – nie będzie fundamentalnych powodów, by podwyższać stopy. Wzrost gospodarczy cały czas będzie niższy od potencjalnego. Nie ma powodów, żeby przeszkadzać gospodarce. Tym bardziej że inflacja – co wynika z przewidywań NBP, ale nie tylko – powinna spadać. (...) Nie widzę więc uzasadnienia dla podwyżek stóp procentowych w dającej się przewidzieć perspektywie.

Kolejne wypowiedzi członków Rady wskazują coraz wyraźniej, że może nie być większości dla zmiany nastawienia na neutralne w październiku, a być może do końca kadencji obecnej RPP. Jest to dość zaskakujące w świetle wypowiedzi członków Rady sprzed kilku tygodni i treści komunikatu po wrześniowym posiedzeniu, które wyraźnie sugerowały możliwość zmiany nastawienia w najbliższym czasie. Niemniej, na brak zmiany nastawienia wskazują najnowsze wypowiedzi „gołębiego” Stanisława Owsiaaka o braku uzasadnienia dla zmiany nastawienia na neutralne. W podobny sposób wypowiadał się wcześniej umiarkowany Jan Czekaj, a na pozostawanie przez Radę w łagodnym nastawieniu wskazywał też prezes NBP Sławomir Skrzypek. Bez poparcia tych bankierów centralnych zmiana nastawienia nie wydaje się możliwa.

## Monitor rynku

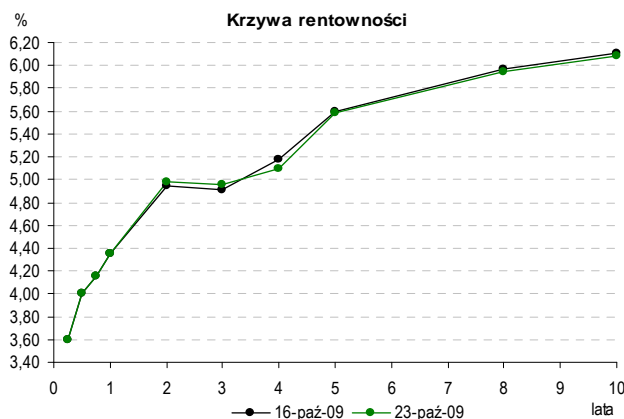
Kurs złotego



## Złoty umiarkowanie mocniej

- Miniony tydzień zgodnie z naszymi oczekiwaniami był udany dla złotego przy wyższym apetycie na ryzyko na świecie. Kurs EURPLN pokonał istotny technicznie poziom 4,18 i chwilowo spadł nawet poniżej 4,15. Poprawa nastrojów na globalnych rynkach była jednak zbyt słaba, aby zepchnąć EURPLN bardziej w dół, w pobliże wskazanego przez nas kolejnego istotnego poziomu 4,10. Kurs złotego do euro zachowywał się lepiej niż forint i korona czeska, co można wiązać m.in. z coraz bardziej wyraźnymi różnicami w perspektywach polityki pieniężnej w Polsce i w tych krajach (dalsze obniżki stóp, a w Czechach możliwe interwencje w celu osłabienia korony).
- Oczekujemy, że EURPLN w tym tygodniu będzie w przedziale 4,10-4,20. Niemniej, kolejne publikacje wyników za III kw. powinny sprzyjać utrzymaniu apetytu na ryzyko i w takiej sytuacji EURPLN może się przesunąć bliżej 4,10 niż 4,20.

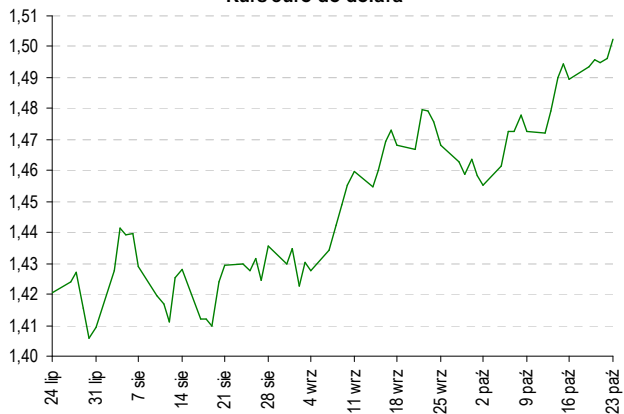
Krzywa rentowności



## Stabilizacja na krajowym rynku długu

- W pierwszej części minionego tygodnia nastąpiło umocnienie krajowych obligacji wraz z aprecjacją złotego, a pod koniec tygodnia nastąpiła korekta i stabilizacja. Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej nie miały widocznego wpływu na polski rynek stopy procentowej. Można ewentualnie mówić o tym, że dużo niższa od prognoz inflacja PPI wzmocniła efekt podanych wcześniej danych o głębszym niż oczekiwano spadku inflacji CPI we wrześniu, co poprawiło ścieżkę inflacji w krótkim okresie i osłabiło oczekiwania na szybkie podwyżki stóp w Polsce. Wynik aukcji obligacji BGK był neutralny dla rynku.
- Jeśli RPP nie zmieni nastawienia na neutralne i złoty przynajmniej lekko zyska, to krajowy rynek stopy procentowej może się w tym tygodniu delikatnie umocnić.

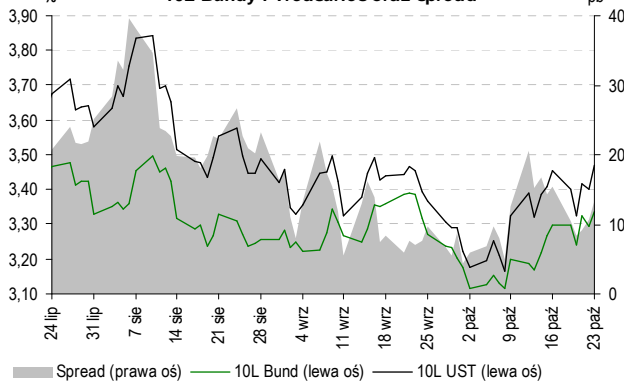
Kurs euro do dolara



## EURUSD pokonał 1,50

- Publikacja niezłych wyników spółek za III kw. sprzyjała utrzymywaniu się podwyższonego apetytu na ryzyko na globalnych rynkach, mimo że część danych makro z USA rozczarowała (w szczególności dane z początku tygodnia nt. zaskakującego spadku liczby nowych budów domów). W takiej sytuacji kurs EURUSD kontynuował marsz w kierunku 1,50. Poziom ten udało się pokonać w środę, po czym nastąpiła korekta w dół przy przejściowych spadkach na rynkach akcji. Nie trwała ona jednak długo i pod koniec tygodnia EURUSD ponownie znalazł się powyżej 1,50 wobec ok. 1,49 tydzień wcześniej.
- Dalsze ruchy kursu EURUSD będą zależą od zmian apetytu na ryzyko pod wpływem nowych danych makro i wyników spółek, ale istotna może być też ocena relatywnej siły gospodarek strefy euro i USA.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Osłabienie na bazowych rynkach długu

- Na początku minionego tygodnia nastąpił wzrost zainteresowania bezpiecznymi aktywami pod wpływem słabych danych makro z USA i rentowności obligacji na rynkach bazowych spadły. Niemniej, widoczny w dalszej części minionego tygodnia wzrost apetytu na ryzyko odbił się negatywnie na bazowych rynkach długu, prowadząc do wzrostu rentowności Treasuries i Bundów. Na koniec tygodnia dla 10-letnich terminów wynosiły one odpowiednio 3,47% i 3,34% wobec 3,45% i 3,30% tydzień wcześniej.
- Dla bazowych rynków długu kluczowe w tym tygodniu będą nadal zmiany apetytu na ryzyko oraz perspektyw odejścia przez banki centralne od narzędzi łagodzenia polityki pieniężnej. Z tego punktu widzenia kluczowe będą wstępne dane o PKB za III kw. z 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. 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