

# Tygodnik ekonomiczny

2 – 8 listopada 2009

Miniony tydzień przyniósł znaczne pogorszenie nastrojów na światowych rynkach, m.in. pod wpływem wzrostu obaw o pogorszenie sytuacji w największych gospodarkach po wygaśnięciu programów stymulacyjnych, rozczarowania wynikami niektórych spółek, oraz gorszych od prognoz danych makro (m.in. nt. nastrojów konsumentów w USA). Lepsze od oczekiwań dane o PKB w USA zdołały na trochę powstrzymać spadki na giełdach, ale widmo korekty wciąż ciąży nad rynkiem, a nastroje pozostają wrażliwe na wszelkie negatywne sygnały. W tym kontekście dane i wydarzenia zaplanowane na ten tydzień będą kluczowymi wyznacznikami dla krótkoterminowych trendów. Jeśli nie pojawią się jakieś kolejne optymistyczne sygnały, górę mogą wziąć tendencje spadkowe.

RPP nie zmieniła stóp procentowych w październiku, chociaż przesunęła nieformalne nastawienie na neutralne, sygnalizując, że do końca roku nie będzie już zmian stóp, co i tak było dla rynku jasne. Dla oceny perspektyw polityki pieniężnej kluczowe byłyby teraz wypowiedzi kandydatów na nowych członków, jednak ci nie będą oficjalnie znani przynajmniej do połowy grudnia. W kalendarzu na ten tydzień jest sporo wydarzeń, które mogą wpłynąć na zmianę nastrojów rynkowych. Obok indeksów aktywności ekonomicznej, istotne będą komentarze po posiedzeniach głównych banków centralnych oraz miesięczne dane z rynku pracy w USA.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (2 listopada)</b>							
9:00	PL	PMI – sektor przetwórczy	X	pkt.	48,6	48,9	48,2
9:58	EZ	PMI – sektor przetwórczy	X	pkt.	50,7	-	49,3
16:00	US	ISM – sektor przetwórczy	X	pkt.	53,0	-	52,6
16:00	US	Niezakończone transakcje sprzedaży domów	IX	%	1,9	-	6,4
<b>WTOREK (3 listopada)</b>							
	JP	Dzień wolny			-	-	-
16:00	US	Zamówienia w przemyśle	IX	% m/m	1,0	-	-0,8
<b>ŚRODA (4 listopada)</b>							
9:58	EZ	PMI – sektor usług	X	pkt.	52,3	-	50,9
9:58	EZ	PMI – indeks composite	X	pkt.	53,0	-	51,1
10:00	EZ	PPI	X	% r/r	-7,7	-	-7,5
16:00	US	ISM – sektor usług	X	pkt.	51,8	-	50,9
14:15	US	Raport ADP	X	tys.	-188,0	-	-254,0
20:15	US	Decyzja Fed		%	0-0,25	-	0-0,25
<b>CZWARTEK (5 listopada)</b>							
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	X	% r/r	-2,2	-	-2,6
13:00	GB	Decyzja BoE		%	0,5	-	0,5
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	1,0	-	1,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	520,0	-	530,0
14:30	US	Jednostkowe koszty pracy	III kw.	% kw/kw	-4,5	-	-5,9
<b>PIĄTEK (6 listopada)</b>							
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	X	tys.	-175,0	-	-263,0
14:30	US	Stopa bezrobocia	X	%	9,9	-	9,8
16:00	US	Zapasy hurtowe	IX	% m/m	-1,0	-	-1,3

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

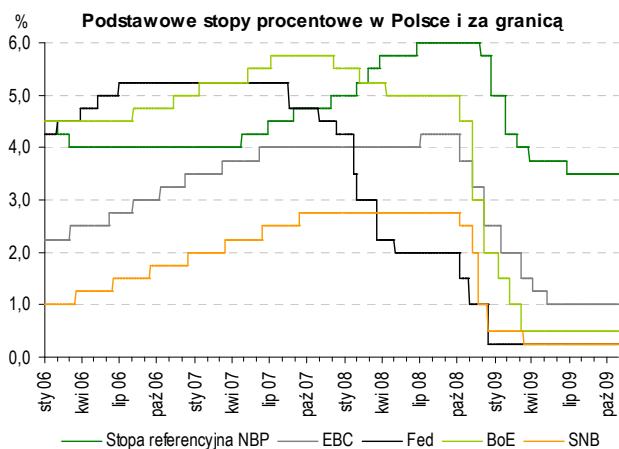
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Prognoza MF, decyzje banków centralnych i wskaźniki aktywności



■ Najistotniejszym wyznacznikiem nastrojów na globalnych rynkach finansowych w pierwszej części tygodnia będą zapewne indeksy aktywności w sektorze przetwórczym oraz usług publikowane w strefie euro i w USA, które zweryfikują oczekiwania nt. tempa wychodzenia z recesji. Wstępne szacunki PMI dla strefy euro były optymistyczne, co (przy założeniu, że ostateczne dane nie będą negatywną niespodzianką) pozwala liczyć na to, że awersja do ryzyka, która nieco zmalała po lepszych od prognoz danych o amerykańskim PKB za III kw. nie odżyje mocno na początku tygodnia.

■ Oczekujemy, że wzrost krajowego PMI w październiku będzie bardziej umiarkowany niż w strefie euro, podobnie jak w poprzednim miesiącu, i pozostanie lekko poniżej poziomu 50 pkt., sygnalizując stabilizację tempa wzrostu gospodarczego w IV kwartale.



■ Prognoza Ministerstwa Finansów dot. październikowej inflacji publikowana w poniedziałek może mieć pewien wpływ na krajowy rynek stopy procentowej na początku tygodnia. Nasze szacunki wskazują na spadek CPI do 3,3% r/r, przy słabnącej dynamice cen żywności i kosztów związanych z mieszkaniem oraz lekkim wzroście cen transportu. Konsensus rynkowy jest na poziomie 3,2%.

■ W środku tygodnia kluczowe będą posiedzenia banków centralnych. Nikt nie oczekuje zmian stóp procentowych przez Fed, EBC, czy Bank Anglii, ale Bank Australii może dokonać drugiej podwyżki w cyklu. Istotne dla rynków będą wszelkie sygnały dotyczące perspektyw gospodarczych.

■ We wtorek Komisja Europejska opublikuje jesienne prognozy makroekonomiczne. Równie istotne dla oczekiwań nt. perspektyw światowej gospodarki będą dane z amerykańskiego rynku pracy w piątek.

## Miniony tydzień w gospodarce – Stopy bez zmian, nastawienie nieformalnie neutralne

## Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

	Inflacja CPI			
	Paź 08	Lut 09	Cze 09	Paź 09
2009	3,9-5,7	2,5-3,9	2,8-3,5	3,3-3,5
2010	1,9-4,5	0,5-3,2	1,1-3,2	0,8-2,2
2011	-	-0,9-2,6	0,8-3,4	1,1-3,2
	Wzrost PKB			
	Paź 08	Lut 09	Cze 09	Paź 09
2009	1,9-3,7	0,3-1,9	-0,4-1,1	1,1-1,5
2010	2,7-4,5	1,2-3,3	0,2-2,5	0,8-2,8
2011	-	2,5-4,8	2,4-4,5	2,2-4,2

Według projekcji NBP wzrost PKB i inflacja CPI ukształtują się w podanych przedziałach z prawdopodobieństwem wynoszącym 50%

■ RPP zgodnie z oczekiwaniami utrzymała stopy procentowe bez zmian. Jednak nieformalne nastawienie polityki pieniężnej – wbrew niedawnym wypowiedziom członków Rady – zostało zmienione na neutralne. Ton komunikatu nie uległ przy tym istotnej zmianie w porównaniu z wrześniem. Opublikowane wyniki głosowań RPP pokazują, że już od lipca wniosek o zmianę nastawienia blokowany był przez prezesa NBP przy stosunku głosów 5:5.

■ Nowa projekcja pokazała wyraźne obniżenie ścieżki inflacji na 2010 r. i brak istotnych zmian na 2011, a dla PKB została nieco podwyższona na 2010 i lekko obniżona na 2011.

■ Warto jednak zwrócić uwagę, że obniżenie ścieżki CPI wynika głównie z niższych przewidywanych cen energii i żywności, podczas gdy inflacja bazowa pozostaje wysoka w horyzoncie projekcji (nie schodzi poniżej celu inflacyjnego mimo słabszego od potencjału wzrostu PKB).

## Cytat tygodnia – Najbardziej jastrzębi członek nowej RPP?

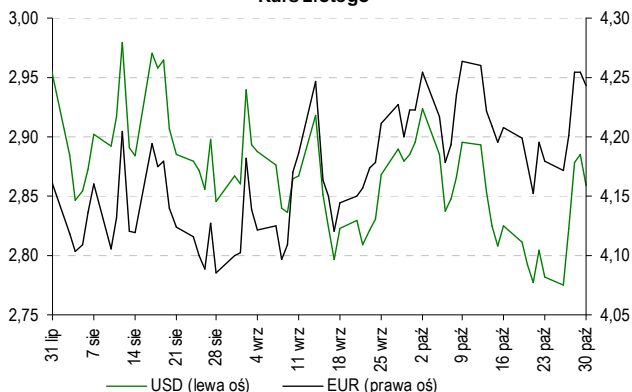
## Jan Winiecki, potencjalny kandydat do RPP, Reuters, 29 X

Nie widzę żadnego powodu do dodatkowych działań wspierających gospodarkę ze strony banku centralnego, w tym do obniżki stopy depozytowej. (...) Generalnie doświadczenie uczy, że jeżeli ma rosnąć tempo wzrostu PKB, to wbrew prognozom inflacji NBP i Ministerstwa Finansów, nie należy się spodziewać, że inflacja będzie gwałtownie spadać w przyszłym roku i jeśli nie będzie, to w jakimś momencie może stać się to argumentem za podwyżkami stóp. (...) W Polsce inflacja otrzymała dodatkowy impuls w 2006 roku, gdyż trzykrotnie w ciągu roku podnosiło się tempo wzrostu podaży pieniądza. A ponieważ zwykle po takim skoku najpierw przyspiesza produkcja, a po 12-18 miesiącach ceny, więc można było zacząć profilaktycznie hamować. Ale tego nie zrobiono i spowodowało to zagnieżdzenie się inflacji w gospodarce, które przetrwało nawet ostry spadek dynamiki PKB

Do końca kadencji obecnej RPP nie nastąpią już zmiany parametrów polityki pieniężnej. Z kolei dla oceny perspektywy na przyszły rok kluczowe powinny być w tej chwili wypowiedzi kandydatów na nowych członków Rady. Niemniej, wydaje się, że ostatnie wypowiedzi prof. Winieckiego rynek powinien traktować z pewnym dystansem. Po pierwsze, kandydatury do RPP nie zostały jeszcze oficjalnie podane (Sejm wyznaczył termin ich zgłaszania na 10 grudnia, a Senat na 23 grudnia). Po drugie, jeśli zostanie on członkiem RPP, będzie zapewne reprezentował najbardziej „jastrzębie” skrzydło, a jego poglądy nie będą odpowiadały konsensusowi, od którego będą uzależnione wyniki głosowań. Po trzecie, prezentowane opinie są dość dyskusyjne. Warto np. przypomnieć, że gwałtowny spadek inflacji przy rosnącym szybko PKB jest możliwy, czego przykładem są m.in. lata 2005-2006.

## Monitor rynku

Kurs złotego

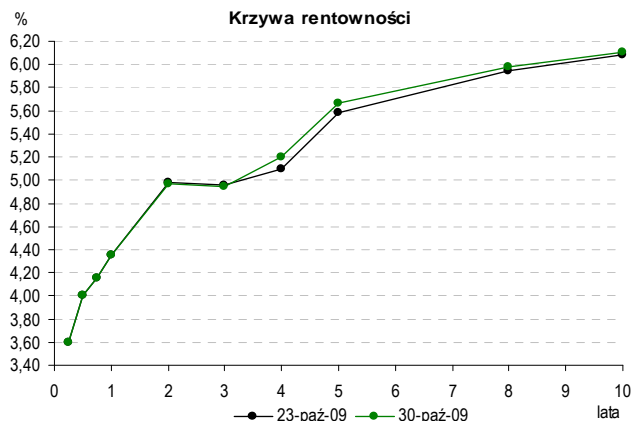


## Uspokojenie po sporej korekcie

■ Złoty, podobnie jak inne waluty w regionie, był przez większą część ub. tygodnia pod negatywnym wpływem globalnej awersji do ryzyka. Kurs EURPLN chwilowo wzrósł powyżej 4,28, po czym po publikacji lepszych od prognoz danych o PKB w USA nastąpiło umiarkowane odreagowanie. Na koniec tygodnia złoty był o 1,9% słabszy wobec euro niż w poprzedni piątek. Osłabienie wobec dolara było prawie dwukrotnie większe za sprawą spadku kursu EURUSD.

■ Kierunek zmian na rynku walutowym w tym tygodniu będzie zależał od nowych danych za granicą i banków centralnych. Szanse na krótkoterminowe umocnienie pojawiają się, jeśli dane za granicą znów zaskoczą pozytywnie. Niemniej, nad rynkiem ciąży widmo korekty i przy braku pozytywnych impulsów złoty może ponownie zmierzać w kierunku 4,3 za euro.

Krzywa rentowności

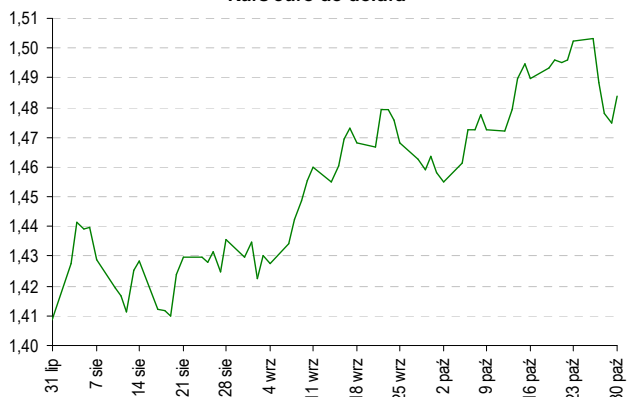


## Osłabienie obligacji pod wpływem zagranicy

■ Kierunek zmian na krajowym rynku obligacji wyznaczany był przez nastroje w regionie i zachowanie waluty. Po lekkim osłabieniu w pierwszej części tygodnia, nastąpiło częściowe odreagowanie. Ponownie wzrosły stawki FRA dla terminów powyżej 6 miesięcy, odzwierciedlając rosnące oczekiwania na podwyżki stóp o ok. 50 pb w tym horyzoncie. Naszym zdaniem podwyżki nastąpią najwcześniej w III kwartale 2010, co oznacza, że rynek wycenia je nieco za szybko.

■ Rynkowy konsensus dotyczący inflacji w październiku jest poniżej naszej prognozy. Jeżeli prognoza Ministerstwa Finansów będzie na podobnym poziomie, może to być lekkim wsparciem dla krajowego rynku długu. Z drugiej strony, o wiele bardziej istotne wydają się tendencje na rynkach światowych i ogólna awersja do ryzyka.

Kurs euro do dolara

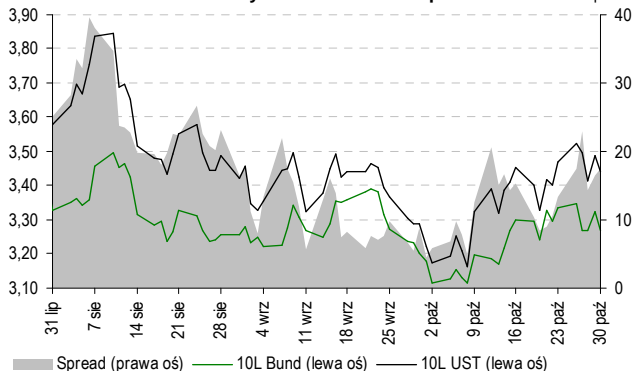


## Kurs dolara odzwierciedla zmiany awersji do ryzyka

■ Na fali rosnącej awersji do ryzyka dolar zyskał wobec euro do najmocniejszego poziomu od prawie miesiąca. Poprawa nastrojów na giełdach po danych o amerykańskim PKB spowodowała tylko nieznaczny korektę tego ruchu. Na koniec tygodnia kurs EURUSD był o 1,9% poniżej zamknięcia z poprzedniego piątku.

■ Zmiany na rynku euro-dolara w najbliższych dniach będą zapewne, podobnie jak w ostatnich tygodniach, odzwierciedlać poziom skłonności do ryzyka i optymizmu odnośnie perspektyw światowej gospodarki. Kluczowe będą dane o aktywności i komunikaty z banków centralnych. Sezon publikacji wyników spółek w USA wciąż jeszcze się nie zakończył i nowe raporty mogą również wpływać na nastroje w tym tygodniu.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Rośnie zainteresowanie bezpiecznymi aktywami

■ Spadek rentowności obligacji na bazowych rynkach długu został chwilowo powstrzymany przez dane o PKB w USA, ale końcówka tygodnia przyniosła ponowne umocnienie wraz z przeceną na światowych rynkach akcji.

■ Inwestorzy na bazowych rynkach długu skupią uwagę w tym tygodniu przede wszystkim na wynikach posiedzeń głównych banków centralnych. Druga podwyżka stóp w Australii nie powinna nikogo zaskoczyć, podobnie jak rozszerzenie zakresu skupu papierów przez BoE. Ważne jednak będą przewidywania bankierów centralnych nt. tempa wychodzenia gospodarek z recesji i sugestie dalszych działań w zakresie polityki pieniężnej w USA i strefie euro.

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