

# Tygodnik ekonomiczny

22 – 28 listopada 2010

Miniony tydzień obfitował w liczne, ważne dla rynków wydarzenia w kraju i za granicą. Na świecie początek tygodnia przyniósł pogorszenie nastrojów przy utrzymującej się niepewności co do problemów Irlandii i obaw o zaostrzenie polityki pieniężnej w Chinach. Stąd, w pierwszej części tygodnia złoty osłabł, czemu sprzyjały też gołębie wypowiedzi jastrzębi z RPP. Dalsza część tygodnia to wzrost nadziei na szybkie rozwiązanie problemów Irlandii i wzrost apetytu na ryzyko, a w ślad za tym odreagowanie krajowej waluty. Na rynku długu nastąpiło wystromienie krzywej – na krótkim końcu spadek rentowności przy osłabieniu oczekiwań na podwyżki stóp po gołębim przesłaniu z Rady, a na długim końcu wzrost rentowności w ślad za zachowaniem rynków bazowych. W tym tygodniu na świecie w centrum uwagi pozostanie kwestia Irlandii, przy czym oczekujemy raczej pozytywnych informacji (ogłoszenie pakietu pomocy w jakiejś formie jest już przesądzone), co będzie pozytywne dla złotego i krajowych obligacji (przy czym najbardziej atrakcyjny wydaje się środkowy segment krzywej). W kraju uwaga będzie skupiona na RPP, chociaż po najnowszych wypowiedziach członków Rady nie ma już raczej wątpliwości, że tym razem ponownie nie dojdzie do podwyżki stóp.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (22 listopada)</b>							
14:00	PL	Inflacja bazowa	X	% r/r	1,2	1,2	1,2
14:00	PL	Koniunktura gospodarcza	XI	pkt.		-	
16:00	EZ	Nastój konsumentów	XI	pkt.	-11,0	-	-11,0
<b>WTOREK (23 listopada)</b>							
	PL	Decyzja RPP		%	3,50	3,50	3,50
8:00	DE	Indeks GfK	XII	pkt.	5,0	-	4,9
9:28	DE	Wstępny PMI – przemysł	XI	pkt.	56,8	-	56,6
9:58	EZ	Wstępny PMI – przemysł	XI	pkt.	54,4	-	54,6
14:30	US	Bazowy PCE	III kw.	% k/k	0,8	-	0,8
14:30	US	Drugi szacunek PKB	III kw.	% k/k	2,4	-	1,7
16:00	US	Sprzedaż domów	X	mln	4,5	-	4,53
20:00	US	Minutes z posiedzenia Fed w listopadzie					
<b>ŚRODA (24 listopada)</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	XI	pkt.	107,4	-	107,6
11:00	EZ	Zamówienia w przemyśle	IX	% r/r	14,7	-	24,4
14:30	US	Dochody osobiste	X	% m/m	0,4	-	-0,1
14:30	US	Konsumpcja	X	% m/m	0,5	-	0,2
14:30	US	Bazowy PCE	X	% m/m	0,1	-	0,0
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	X	% m/m	-0,4	-	3,5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	435	-	439
15:55	US	Indeks Michigan	XI	pkt.	69,4	-	67,7
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	X	tys.	310		307
<b>CZWARTEK (25 listopada)</b>							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	X	%	-	11,5	11,5
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	X	% r/r	7,9	8,9	8,6
	US	Dzień wolny					
<b>PIĄTEK (26 listopada)</b>							
10:00	EZ	Podaż pieniądza	X	% r/r	1,3	-	1,0

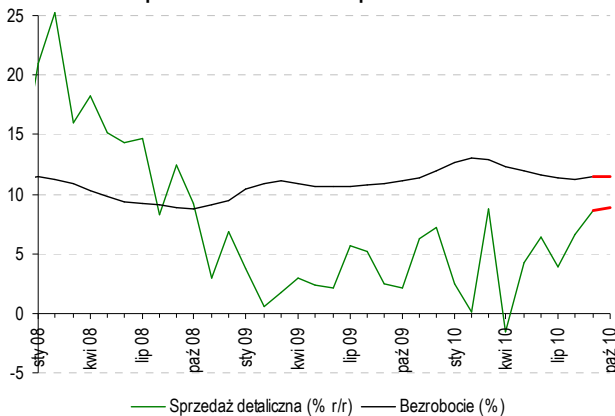
Źródło: BZ WBK, Parkiet, Reuters

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

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Decyzja RPP, ważne dane i sprawa Irlandii

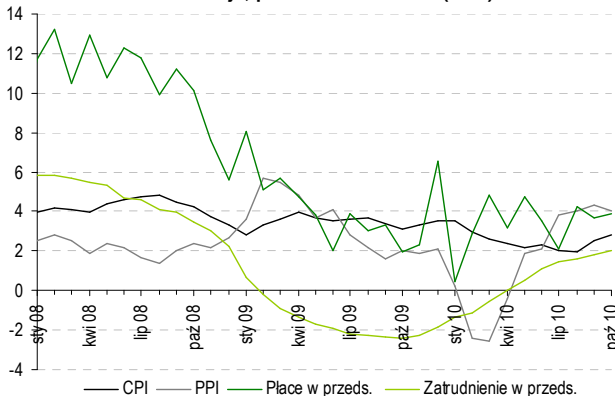
Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia



- W tym tygodniu kluczowe wydarzenie dla krajowego rynku finansowego to posiedzenie RPP. Tym razem dopiero po decyzji Rady poznamy dane o sprzedaży detalicznej. Nasz optymizm co do sprzedaży wiąże się m.in. ze spodziewanym przez nas przyspieszeniem zakupów przed podwyżką VAT.
- Miary inflacji bazowej jak na razie nie pokazują, aby nabierająca siły konsumpcja przekładała się na nasilenie presji inflacyjnej. Inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii pozostała wg nas stabilna.
- Publikowany w piątek Biuletyn Statystyczny GUS będzie też zawierał dane o inwestycjach dużych firm po trzech kwartałach roku, co będzie pewną wskazówką przed danymi o PKB za III kw. publikowane w przyszłym tygodniu.
- Wiele ważnych wydarzeń czeka nas za granicą. Oprócz rozwoju sytuacji ws. Irlandii wpływ na rynki będą też miały liczne dane makro z najważniejszych gospodarek.

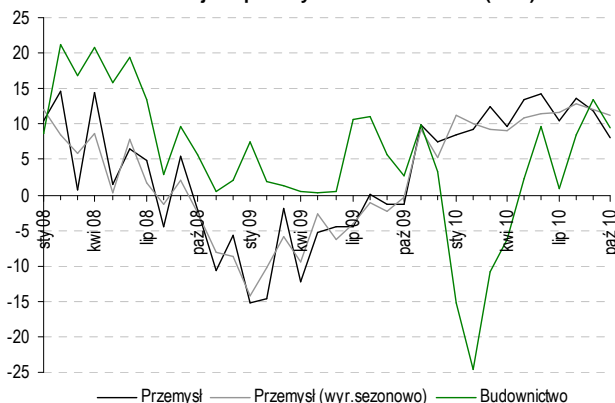
## Ostatni tydzień w gospodarce – Produkcja nie tak zła jak wygląda na pierwszy rzut oka

Inflacja, płace i zatrudnienie (% r/r)



- Inflacja CPI kontynuowała w październiku trend wzrostowy (zgodnie z naszą prognozą do 2,8% z 2,5% we wrześniu wobec szacunku MinFin 2,9%), którego motorem były – podobnie jak we wrześniu – głównie ceny żywności oraz odzieży i obuwia.
- Nieznaczne przyspieszenie wzrostu płac w październiku (do 3,9% z 3,7%) przy wyraźnej poprawie dynamiki zatrudnienia (do 2,1% z 1,8%) potwierdza, że jak na razie zwiększeniu popytu na pracę nie towarzyszy nasilenie presji płacowej. Z punktu widzenia RPP taka sytuacja sprzyja opóźnieniu decyzji o rozpoczęciu podwyżek stóp procentowych. Choć wzrost płac pozostaje umiarkowany, to wyraźny wzrost zatrudnienia powoduje, że dynamika funduszu płac poprawia się, pozytywnie wpływając na popyt konsumpcyjny.
- Inflacja PPI obniżyła się w październiku do 4,0% r/r z 4,3%. Mocny złoty może w kolejnych miesiącach hamować wzrost cen, ale inflacja PPI utrzyma się na wysokim poziomie m.in. ze względu na rosnące światowe ceny surowców.

Produkcja w przemyśle i budownictwie (% r/r)



- Dane o spowolnieniu rocznego wzrostu produkcji przemysłowej w październiku do 8,0% z 11,8% we wrześniu nie są takie złe jak wyglądają na pierwszy rzut oka, ze względu na jednorazowy wpływ mniejszej liczby dni roboczych i krótki przestój w fabryce Fiata. Najbliższe miesiące powinny być nieco lepsze, choć w dalszej perspektywie czeka nas zapewne wyhamowanie ze względu na słabszy wzrost popytu z zagranicy. Dane nie zmieniają istotnie naszej oceny perspektyw gospodarki, niemniej dla rynku są potwierdzeniem, że w tym miesiącu RPP nie znajdzie wiele nowych mocnych argumentów za podwyżką stóp.
- Wyhamowanie wzrostu nastąpiło także w przypadku produkcji budowlanej (do 9,4% z 13,4%), ale wg nas to również jest przejściowe zjawisko, a kolejne miesiące przyniosą powrót do dwucyfrowej dynamiki produkcji budowlanej, wraz z przyspieszającym wzrostem inwestycji.

## Cytat tygodnia – Silny złoty substytutem podwyżek stóp

**Andrzej Bratkowski, członek RPP, Reuters, 16 XI**

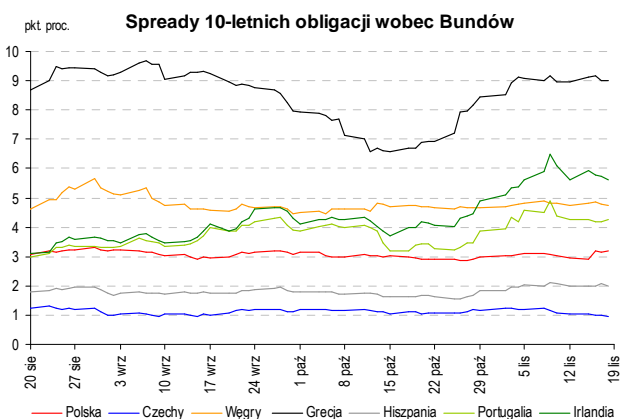
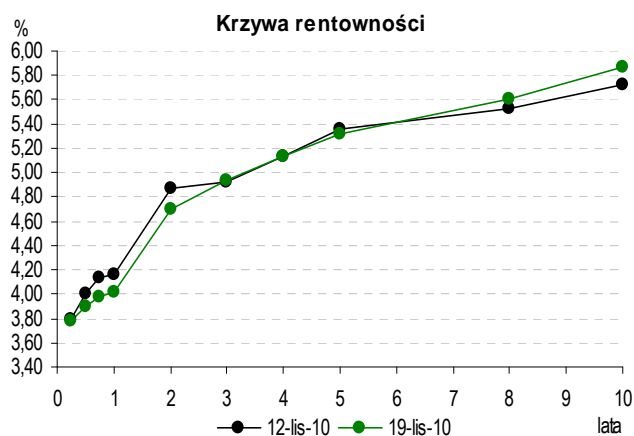
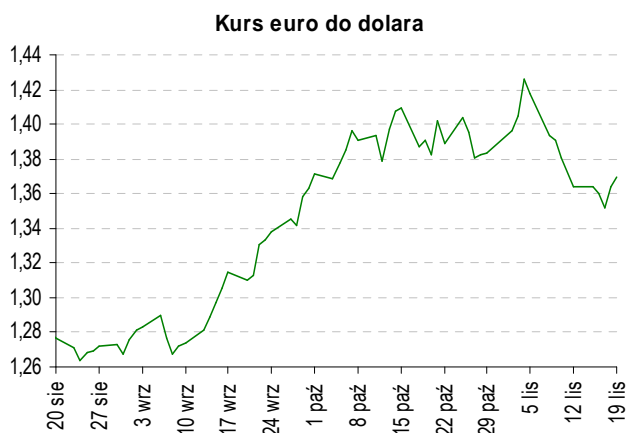
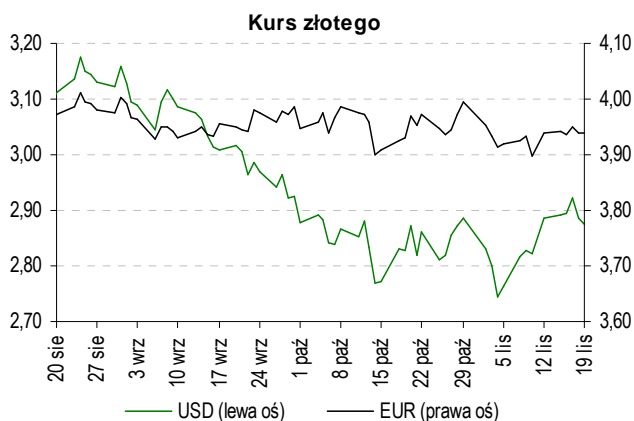
Mówiłem, że trzeba będzie wkrótce rozpocząć cykl podwyżek stóp procentowych, a to niekoniecznie oznacza, że w najbliższym miesiącu. To [silny złoty] jest na krótką metę trochę substytut podwyżek stóp procentowych. (...) Jak ktoś się dopytuje, czy na najbliższym posiedzeniu [powinna zapaść decyzja o podwyżce stóp], to dostałby odpowiedź, że moim zdaniem raczej nie, ale czy na następnym - chyba nie, ale nie jestem przekonany.

**Anna Ziełńska-Głębocka, członkini RPP, Reuters, 16 XI**

Jeśli przyjąć, że ma być to działanie korekcyjne, czyli podwyżka o 50 pb – wtedy można zdecydować się na ruch wcześniej. Jeśli zacieśnianie stopniowe – można zdecydować o podwyżkach w przyszłym roku.

Nowe wypowiedzi A. Bratkowskiego i A. Ziełńskiej-Głębockiej, postrzeganych przez rynek za jastrzębi, schłodziły oczekiwania na szybkie podwyżki stóp. Wygląda na to, że nawet ci bankierzy centrali, którzy tak jak Bratkowski już w sierpniu głosowali za podwyżką o 50 pb teraz niekoniecznie poprą szybkie rozpoczęcie cyklu podwyżek o 25 pb. Takie wypowiedzi wspierają nasze oczekiwania, że do końca roku stopy procentowe pozostaną bez zmian. Podkreślane w wypowiedzi Bratkowskiego znaczenie kursu dla decyzji o stopach potwierdza jego dużą wrażliwość na aprecjację złotego. Tydzień temu pisaliśmy o opinii Bratkowskiego i wiceprezesa NBP Witolda Koziańskiego, że bank centralny powinien być bardziej aktywny na rynku walutowym. Koziański ponownie wypowiedział się w ten sposób w ostatnich dniach.

## Monitor rynku



## Złoty i euro odrabiają straty dzięki Irlandii

W pierwszej części minionego tygodnia na notowania złotego wpływały nasilone obawy o rozwiązanie problemów Irlandii oraz gołębnie komentarze członków RPP. Spadek rynkowych oczekiwań na podwyżkę stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu oraz wzrost awersji do ryzyka spowodował osłabienie krajowej waluty z 3,92 do prawie 3,97 za euro. W drugiej części dnia obawy o Irlandię słabły. Wyraźny spadek awersji do ryzyka wsparł złotego, kurs EURPLN odbił się od górnego ograniczenia trendu spadkowego i spadł do ok. 3,93 na koniec tygodnia. Dzięki euro odrabiającemu w drugiej części tygodnia straty wobec dolara, kurs USDPLN oddalił się od ustanowionego w ciągu ostatnich sesji szczytu na ok. 2,94 i na koniec tygodnia spadł do 2,87. Oczekujemy, że w pierwszych dniach tego tygodnia na korzyść złotego będzie działała dalsza poprawa nastrojów w związku ze zgodą Irlandii na przyjęcie pomocy. Samo pozostawienie przez RPP stóp bez zmian raczej nie wpłynie na notowania, kluczowy będzie komunikat po posiedzeniu. Uważamy, że w tym tygodniu kurs pozostanie w przedziale 3,89-3,96, raczej bliżej dolnej granicy.

Pierwsze dni handlu na rynku EURUSD stały pod znakiem utrzymującej się niepewności wobec sposobu rozwiązania problemów Irlandii. Dodatkowym wsparciem dla dolara była krytyka uruchomienia przez Fed kolejnej rundy ilościowej stymulacji gospodarki. Możliwość, że plan skupu obligacji nie będzie rozszerzony w przypadku ewentualnego spowolnienia w USA przyczyniła się do spadku kursu EURUSD poniżej 1,35. Końcówka tygodnia należała jednak do euro, ponieważ rząd Irlandii, po kilku dniach rozmów, zdecydował się na przyjęcie zewnętrznej pomocy w celu ustabilizowania sytuacji fiskalnej. Ostatecznie, na koniec tygodnia kurs EURUSD wzrósł do 1,37. Uważamy, że ostatnia korekta spadkowa kursu EURUSD zakończyła się, spodziewamy się kontynuacji wzrostów w kierunku 1,39.

## Wystromienie krzywej na krajowym rynku długu

Gołębnie komentarze członków RPP, zwłaszcza tradycyjnie „jastrzębiego” Andrzeja Bratkowskiego, spowodowały wyraźny spadek rentowności, głównie na krótkim końcu krzywej. Reakcja na długim końcu była ograniczona, ponieważ większy wpływ na obligacje długoterminowe wywierało to, co działo się na bazowych rynkach długu. Przed wtorkowym posiedzeniem RPP należy spodziewać się stabilizacji rentowności obligacji krótkoterminowych. Wydaje się, że po ostatnich gołębnych wypowiedziach członków RPP pozostawienie stóp bez zmian nie będzie dla rynku niespodzianką, więc w tej sytuacji kluczowy może być komunikat po posiedzeniu. Spadek awersji do ryzyka na globalnym rynku może zwiększyć popyt na polskie obligacje, co wesprze głównie środek krzywej.

Na bazowych rynku długu rentowności Treasuries rosy przez cały tydzień, wobec obaw o realizację drugiej rundy stymulacji gospodarki USA. W przypadku Bundów niepewność w kwestii Irlandii ograniczała potencjał wzrostowy rentowności. Ostatecznie w minionym tygodniu rentowności Bundów wzrosły znacznie mniej niż Treasuries.

W ciągu minionego tygodnia ponownie Irlandia skupiła na sobie uwagę inwestorów rynku długu. W pierwszych dniach niepokój utrzymywał się na wysokim poziomie, brak konkretnych decyzji wzbudzał zniecierpliwienie inwestorów. Później jednak dzięki informacjom świadczącym o tym, że porozumienie staje się coraz bardziej możliwe, nastrojów na rynku stopniowo się poprawiało. Ostatecznie Irlandia zgodziła się przyjąć pomoc, choć nadal nie jest pewne, czy będzie to pomoc dla budżetu państwa czy bezpośrednio dla sektora bankowego. Wyścigownicy EBC, MFW i KE wciąż badają kondycję banków i irlandzkich finansów publicznych i na konkretne ustalenia będzie trzeba jeszcze poczekać. Z uspokojenia sytuacji skorzystała Hiszpania sprzedając na stosunkowo korzystnych warunkach swoje 10- i 30-letnie obligacje.

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