

Tygodnik ekonomiczny

11 września – 17 września 2006

Kluczowym wydarzeniem w tym tygodniu będzie publikacja sierpniowej inflacji. Jeśli prognoza Ministerstwa Finansów, która zakłada wzrost cen żywności (nietypowy nawet dla trudnych lat w rolnictwie), zmaterializuje się to wzmocni to obawy rynku o nadchodzące podwyżki stóp procentowych. W tym kontekście warto zwrócić uwagę na wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego wskazujące na możliwość braku reakcji w przypadku gdy wzrost inflacji będzie spowodowany tylko przejściowymi czynnikami natury podażowej. Nasze prognozy wskazują na wzrost inflacji powyżej celu w pierwszym kwartale 2007 (wzrost cen żywności, podwyżka akcyzy), ale już na koniec przyszłego roku powinniśmy zobaczyć ponowny jej spadek do poniżej 2,5%. Jednocześnie, inflacja netto nie powinna znacząco przekroczyć poziomu 2%, co oznacza, że podwyżka stóp nie będzie konieczna. No chyba, że sytuacja taka zostanie wykorzystana do zbudowania wiarygodności nowego prezesa NBP, poprzez delikatne dostosowanie stóp (powiedzmy dwie podwyżki po 25 pkt bazowych). Nie jest to jednak nasz scenariusz bazowy.

Decyzje RPP będą w znacznym stopniu zależały od sytuacji na rynku pracy, a w tym tygodniu poznamy kolejne dane o płacach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw. O ile oczekujemy silnego wzrostu obydwu wskaźników, to nie wygląda on na nadmierny, biorąc pod uwagę wzrost wydajności pracy. Według naszych szacunków, presja ze strony jednostkowych kosztów pracy zmniejszyła się dość wyraźnie w drugim kwartale.

Na rynki wciąż może oddziaływać polityka, głównie fiskalna w związku z dyskusjami nad budżetem. Wypowiedź Haliny Wasilewskiej-Trenkner o możliwej podwyżce stóp w razie zwiększenia deficytu powyżej 30 mld negatywnie wpłynęła na rynki, pomimo tego, że ryzyko zwiększenia deficytu powyżej tego poziomu jest dość niskie. Taka reakcja pokazuje jednak, że nie potrzeba będzie zbyt silnego impulsu aby przekroczyć poziom 4,0 wobec euro.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
WTOREK (12 września)							
14:00	POL	Bilans handlowy (U)	VII	mIn €	-170	-400	61
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (U)	VII	mIn €	-204	-400	160
14:30	USA	Bilans handlowy (W)	VII	mld \$	-65,5	-	-64,8
ŚRODA (13 września)							
11:00	POL	Aukcja obligacji 0-2,0 mld zł 20-letnich WS0922 (W)					
CZWARTEK (14 września)							
14:00	POL	CPI (W)	VIII	% r/r	1,4	1,3	1,1
14:00	POL	Podaż pieniądza (U)	VIII	% r/r	12,4	12,5	13,1
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (W)	VIII	% m/m	0,4	-	1,4
PIĄTEK (15 września)							
14:00	POL	Płace (W)	VIII	% r/r	5,2	6,0	5,6
14:00	POL	Zatrudnienie (W)	VIII	% r/r	3,3	3,4	3,3
11:00	EMU	Finalny HICP (W)	VIII	% r/r	2,3	-	2,4
14:30	USA	CPI (W)	VIII	% m/m	0,2	-	0,2
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (W)	VIII	%	0,3	-	0,4
15:15	USA	Produkcja przemysłu (W)	VIII	% m/m	82,5	-	82,4
15:45	USA	Wstępny Michigan (W)	IX		80,0	-	

* - poziom ważności: (W)ysoki, (U)miarkowany; Źródło: Parkiet, Reuters, BZ WBK

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363

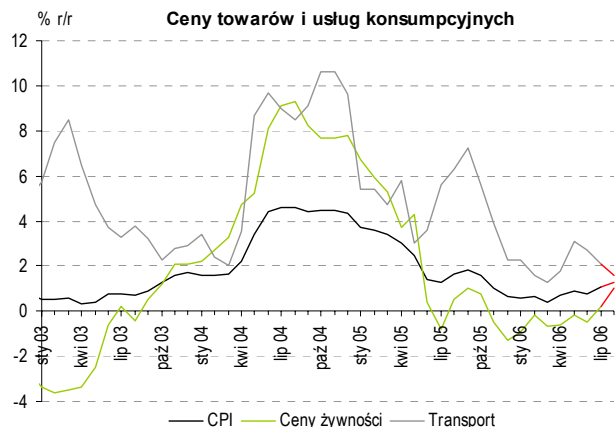
Piotr Bielski 022 586 8333

Piotr Bujak 022 586 8341

Cezary Chrapek 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

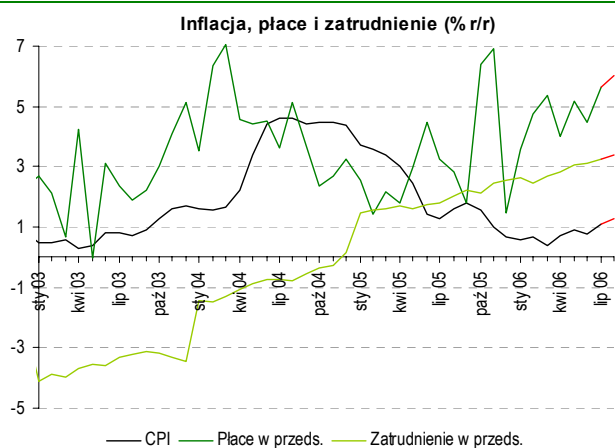
Wydarzenia nowego tygodnia – Inflacja najważniejsza spośród wielu danych



▪ Uczestnicy rynku z niecierpliwością oczekują danych o inflacji. Po tym jak prognoza Ministerstwa Finansów (wzrost do 1,5%) spowodowała wzrost rentowności obligacji, niższa inflacja powinna dać rynkowi pewien pozytywny sygnał, choć warto zaznaczyć, że pozytywne nastroje na rynku pojawiły się już pod koniec tygodnia.

▪ Oczywiście trudno jest prognozować wpływ suszy na ceny żywności, ale wydaje na się, że ryzyko wobec prognozy ministerstwa jest raczej w dół niż w górę. Przy delikatnym wzroście cen żywności (co nie miało miejsca od wielu lat, nawet gdy była susza bądź powódź) spodziewamy się inflacji na poziomie 1,3%, co jest poniżej średniej oczekiwań rynku na poziomie 1,4%.

▪ Tego samego dnia NBP poda dane o podaży pieniądza, które wskażą zapewne na kontynuację przyspieszenia, również w kredytach dla firm.



▪ W oczekiwaniu na dane o inflacji uczestnicy rynku otrzymają informacje o bilansie płatniczym. Bilans obrotów bieżących i bilans handlowy wykazują się w ostatnich miesiącach bardzo dużą zmiennością (spory deficyt w maju, nadwyżki w czerwcu), której kontynuacji spodziewamy się również w lipcu (deficyty rządu 400 mln euro). Jednocześnie oczekujemy utrzymania wysokiej dynamiki eksportu i importu (odpowiednio 17,8% i 22% r/r).

▪ Po danych o inflacji, na koniec tygodnia opublikowane będą dane z rynku pracy. Są one niezmiernie istotne dla perspektyw polityki pieniężnej, ale pozostaną zapewne w cieniu informacji inflacyjnych. Jeśli jednak inflacja wysłałaby rynkowi „jastrzębi” sygnał, to szybki wzrost zatrudnienia i płac może być sygnałem wzmacniającym słabe nastroje na rynku obligacji. Oczekujemy jednak ich neutralnego wpływu po inflacji niższej od prognozy MinFin.

Miniony tydzień w gospodarce – Rząd wstępnie zaakceptował założenia budżetowe

Parametry budżetowe i założenia makroekonomiczne

	2006 PW	2007
Dochody (mld zł)	196,5	212,2
Wydatki (mld zł)	225,8	242,2
Deficyt (mld zł)	29,3	30,0
Potrzeby pożyczkowe (mld zł)	41,0	44,0
PKB (% r/r)	5,2	4,6
Popyt wewnętrzny (% r/r)	5,1	5,1
Inwestycje (% r/r)	10,0	10,0
Stopa bezrobocia (% , koniec roku)	15,3	14,1
Inflacja (% , średnioroczna)	1,1	1,9
Stopa ref. NBP (% średnioroczna)	4,0	4,3
EURPLN	3,91	3,90
USDPLN	3,11	3,04

PW – planowane wykonanie; Źródło: Ministerstwo Finansów

▪ Główne założenia makroekonomiczne dotyczące wzrostu PKB i inflacji na roku utrzymano bez zmian.

▪ Planowany wzrost dochodów budżetu o prawie 9% wygląda dość ambitnie ale biorąc pod uwagę możliwość wyższego wzrostu powinien zostać zrealizowany.

▪ Trudno nazwać projekt budżetu, zakładający wzrost wydatków szybszy niż nominalny wzrost PKB, jakimkolwiek krokiem w kierunku reformy finansów publicznych, a rząd nie podjął wysiłków aby ograniczyć nierównowagę fiskalną Polski w okresie szybkiego wzrostu gospodarczego, czego najlepszym dowodem jest wzrost potrzeb pożyczkowych.

▪ Rząd zaplanował wzrost akcyzy na tytoń, piwo i paliwa, co może doprowadzić do kolejnego jednorazowego wzrostu CPI w I kw. 2007. Biorąc pod uwagę wyższe ceny żywności, inflacja będzie wówczas powyżej 2,5%.

Cytat tygodnia – Wzrost cen żywności nie oznacza wzrostu stóp

Halina Wasilewska-Trenkner; członek RPP

Radio PiN, 7 września

[Podwyżka stóp] zależy od tego, co będzie źródłem tego zaburzenia wzrostu przejściowego, wyższego tempa wzrostu cen. Jeśli źródłem będzie tylko to, o czym wszyscy już wiemy - susza i zła zbiory, to wiadomo, że to potrwa tylko do nowego roku rolnego.

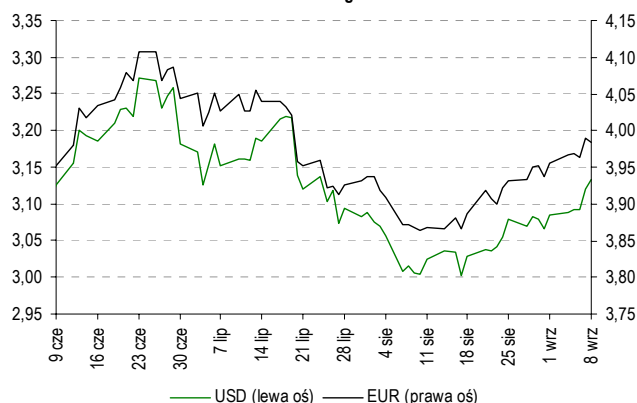
Krzysztof Rybiński, wiceprezes NBP; PAP, 6 września

NBP powinien reagować na szoki podażowe, jeśli one wpłyną na procesy inflacyjne i oczekiwania inflacyjne. Na razie nie możemy ocenić wpływu suszy na inflację, będzie to możliwe dopiero za kilka miesięcy.

Jeden z członków RPP oraz wiceprezes NBP zasugerowali, że stopy procentowe niekoniecznie muszą wzrosnąć jeśli nastąpi wzrost inflacji spowodowany wzrostem cen żywności. Takie podejście nie powinno dziwić bo jest zgodne z *Założeniami polityki pieniężnej* na ten rok (i zgodne z logiką prowadzenia polityki pieniężnej). Tak więc, nawet biorąc pod uwagę inne niedawne wypowiedzi ze strony banku centralnego o nieuchronności podwyżek stóp (Leszek Balcerowicz, Marian Noga), nie zmieniamy naszego poglądu, że jeszcze nie czas myśleć na poważnie o zacieśnianiu polityki pieniężnej w Polsce.

Monitor rynku

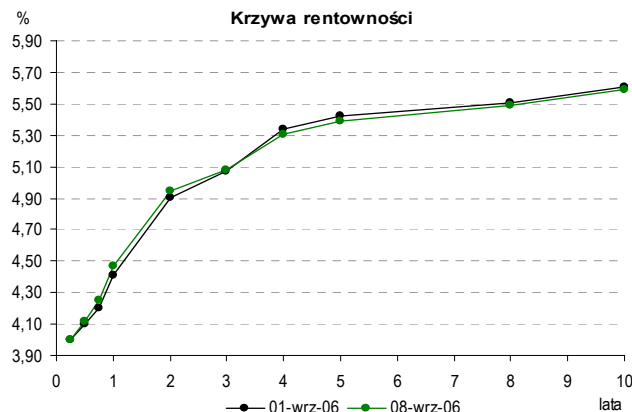
Kurs złotego



Trend na osłabienie złotego utrzymany

- W minionym tygodniu złoty nadal osłabiał się zbliżając się do poziomu 4,0 wobec euro. Na jego deprecjację wpłynęły m.in. informacje o projekcie budżetu na 2007 rok. Chwilowa poprawa nastawienia do rynków wschodzących na krótko pomogła złotemu, jednak po danych z amerykańskiego rynku pracy, nastąpiła przecena walut gospodarek rozwijających się.
- W przyszłym tygodniu kluczowe dla złotego będą m.in. dane o inflacji, które mogą wpłynąć rynek walutowy poprzez ruchy na rynku obligacji. Bardzo ważne dla rynków wschodzących będą też dane inflacyjne w USA i jeśli będą pozytywne, mogą okazać się pewnym wsparciem dla złotego. Sądzymy, że EURPLN będzie wahał się w przedziale 3,93-4,03 a USDPLN w przedziale 3,07-3,17.

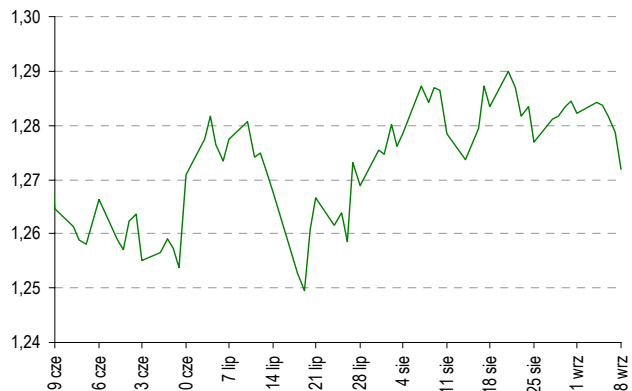
Krzywa rentowności



Dług niemal bez zmian, czeka na inflację

- Po znacznym osłabieniu długu w poprzedni piątek po prognozach inflacji ministerstwa finansów początek tygodnia był dosyć spokojny. Poprawa nastrojów w regionie sprzyjała rosnącym cenom obligacji. Jednak po wypowiedzi prezesa NBP na temat inflacji, komentarzach członka RPP oraz wzroście rentowności na rynkach bazowych doszło do sporej przeceny. Pod koniec tygodnia zwiększony popyt z zagranicy pomógł polskim papierom odrobić straty.
- Jeśli prognozy ministerstwa zrealizują się to może dojść do lekkiej przeceny obligacji. Jednak nawet wtedy sądzymy, że perspektywa braku podwyżek nie zmieni się znacząco. Naszym zdaniem CPI będzie niższy, co powinno umocnić rynek długu. Równie ważne będą dane z rynku pracy oraz informacje z rynku amerykańskiego (szczególnie CPI).

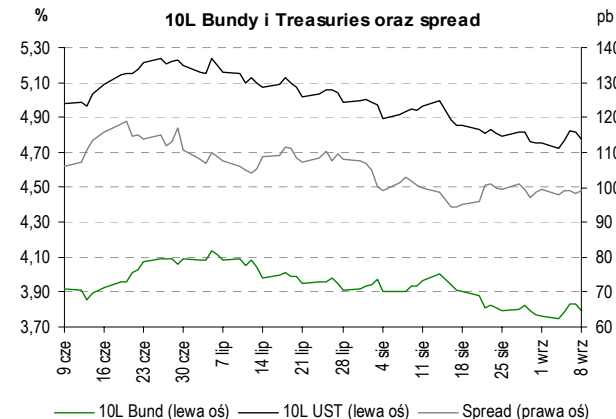
Kurs euro do dolara



Dosyć zmienny kurs EURUSD, umocnienie dolara

- Po okresie niskiej aktywności ze strony inwestorów amerykańskich w związku z Świętem Pracy w USA. dolar odrabiał straty wobec wspólnej waluty w reakcji na raport OECD sugerujący kolejne podwyżki w USA oraz dane o jednostkowych kosztach pracy w II kw. w USA zachwiały przekonaniem rynku o zakończeniu cyklu podwyżek stóp przez Fed. W ciągu tygodnia dolar zyskał ok. 2% do euro.
- Kluczowe dla relacji euro do dolara będą dane obrazujące wzrost gospodarczy w USA (produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna) oraz dane o inflacji CPI. Jeśli okażą się wyższe od prognoz mogą powrócić oczekiwania na kontynuację podwyżek stóp przez Fed. Nieco mniej ważne będą statystyki bilansu handlowego USA. Rynek zwróci też uwagę na HICP w krajach EU-12.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



Rentowności na rynkach bazowych nieco wyżej

- Kolejna porcja danych z rynku pracy spowodowała sporą przecenę Treasuries, podobnie jak wspomniany powyżej raport OECD oraz wypowiedź przedstawiciela Fed Janet Yellen o restrykcyjnym nastawieniu Fed. Rynek niemiecki podążał w ślad za rynkiem amerykańskim, a dodatkowo negatywnie na Bunday wpłynęły wypowiedzi EBC o gotowości do dalszych podwyżek.
- Mimo obaw rynku o inflację w USA utrzymujemy pogląd, że Fed pozostawi stopy bez zmian do końca roku być może dłużej, a w II kw. 2007 można spodziewać się obniżek o 50 pb i kolejnych w dalszej części roku, ze względu na osłabienie gospodarcze w USA. Ryzyko wzrostu stóp w strefie euro jest w górę, do 3,50% na koniec roku oraz 3,75% w I kw. 2007.

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