

# Tygodnik ekonomiczny

18 – 24 września 2006

W najbliższym tygodniu istotne dla rynku informacje mogą napływać zarówno z gospodarki, jak i polityki. Jeśli chodzi o publikacje danych ekonomicznych, ważną będzie informacja o wzroście produkcji i cen w przemyśle. Oczekujemy przyspieszenia wzrostu zarówno produkcji przemysłowej (do prawie 18% r/r) jak i PPI (do 3,8% r/r) powyżej konsensusu rynkowego, co – po serii niekorzystnych dla rynku obligacji danych w ubiegłym tygodniu – raczej nie pomoże w poprawie nastrojów. Z drugiej strony, naszym zdaniem oczekiwania szybkich podwyżek stóp procentowych nadal nie są uzasadnione, czego potwierdzeniem były ostatnie wypowiedzi niektórych członków RPP. W złagodzeniu obaw o zaostrzenie polityki pieniężnej i w spadku rentowności mogłyby pomóc kolejne wypowiedzi przedstawicieli Rady (o ile się takie pojawią). Również dane o niskiej inflacji bazowej (inflacja netto bez zmian na poziomie 1,3%) powinny potwierdzić nasz punkt widzenia, zakładający brak szybkich podwyżek, chociaż ich wpływ na rynek może być ograniczony ze względu na publikację dopiero w piątek po południu.

Na nastroje na rynku finansowym mogą mieć wpływ również wydarzenia na scenie politycznej. Ostatnie zaostrzenie sporów w koalicji zwiększa niepewność odnośnie dalszego rozwoju sytuacji. Wg planu, 20 września rząd ma odbyć kolejne robocze spotkanie w sprawie budżetu. Inwestorów z pewnością będzie interesowało jak premier rozstrzygnie sprawę wciąż aktualnych żądań koalicjantów, którzy domagają się wzrostu wydatków i być może również wyższego deficytu. W czasie weekendu Zyta Gilowska ma też poinformować o decyzji w sprawie powrotu (lub nie) do rządu. Premier kilka razy powtarzał, że jej powrót jest praktycznie przesądzony, więc jeśli to się nie potwierdzi, rynek może to odebrać jako sygnał, że w finansach państwa dzieje się coś niedobrego.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (18 września)</b>							
11:00	POL	Przetarg 52-tygodniowych bonów skarbowych 1-1,2 mld zł (U)					
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa (W)	VII	% r/r	4,1	-	4,3
15:00	USA	Napływ kapitału netto (W)	VII	mld \$	70,0	-	75,1
<b>WTOREK (19 września)</b>							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa (W)	VIII	% r/r	14,8	17,8	14,3
14:00	POL	PPI (W)	VIII	% r/r	3,6	3,8	3,5
11:00	GER	Indeks ZEW (W)	IX		-6,4	-	-5,6
14:30	USA	Liczba wydanych pozwoleń na budowę (W)	VIII	mln	1,74	-	1,763
14:30	USA	Liczba rozpoczętych inwestycji budowlanych (W)	VIII	mln	1,76	-	1,795
14:30	USA	PPI (W)	VIII	% m/m	0,2	-	0,1
<b>ŚRODA (20 września)</b>							
11:00	POL	Aukcja obligacji 7-letnich zmiennokuponowych i 12-letnich indeksowanych CPI (U)					
20:15	USA	Spotkanie Fed – decyzja (W)	-		5,25	-	5,25
<b>CZWARTEK (21 września)</b>							
10:00	EMU	Saldo obrotów bieżących (U)	VII	mld €	-1,2	-	4,0
18:00	USA	Philadelphia Fed index (W)	IX	pkt	15,0	-	18,5
<b>PIĄTEK (22 września)</b>							
14:00	POL	Inflacja bazowa (W)	VIII	% r/r	1,3	1,3	1,3

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

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

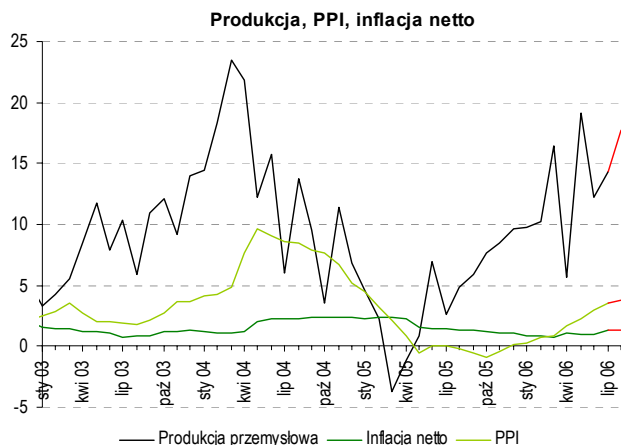
**Piotr Bielski** 022 586 8333

**Piotr Bujak** 022 586 8341

**Cezary Chrapek** 022 586 8342

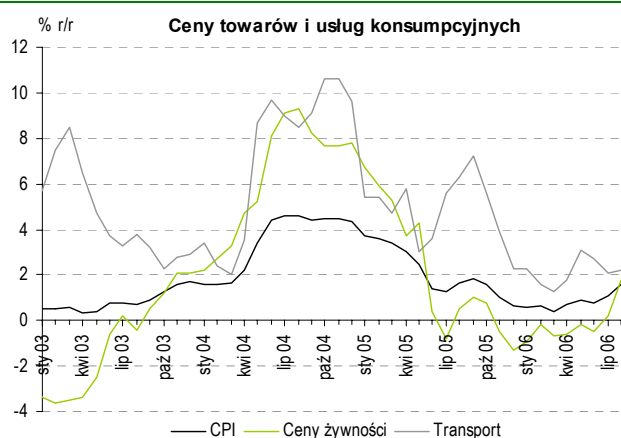
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Trochę danych, trochę polityki

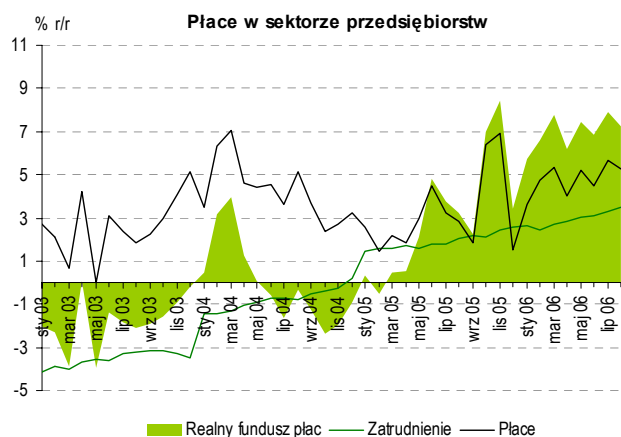


- W ciągu tygodnia poznamy kilka kolejnych ważnych danych ekonomicznych za sierpień.
- Wzrost produkcji przemysłowej powinien być mocny (nasza prognoza 17,8% r/r, rynek 14,8%), potwierdzając trwałość wysokiego tempa wzrostu PKB w III kwartale.
- Dynamika cen produkcji zapewne również wzrośnie, jednak głównie za sprawą efektu bazy i cen surowców, co nie powinno zwiększać pesymizmu nt. perspektyw inflacji.
- Wskaźniki inflacji bazowej, kluczowe dla RPP, powinny pozostać niskie (inflacja netto 1,3% r/r, tyle co w lipcu), pokazując, brak fundamentalnej presji na ceny.
- Na rynek mogą mieć też wpływ wieści z polityki, m.in. nt. relacji pomiędzy koalicjantami, budżetu 2007, powrotu (lub nie) Zyty Gilowskiej do rządu. Te informacje mogą zwiększać zmienność w zachowaniu rynku finansowego.

## Miniony tydzień w gospodarce – Żywność podnosi inflację



- Inflacja w sierpniu wzrosła bardziej niż oczekiwano, z 1,1% do 1,6% r/r, w wyniku wyższych cen żywności i paliw.
- Jednak pomijając te dwa czynniki, wzrost pozostałych cen był niewielki – wg naszych szacunków inflacja netto pozostała na poziomie 1,3% r/r.
- Wpływ suszy na rynek żywności może objawić się jeszcze w kolejnych miesiącach i wraz z efektem niskiej bazy pod koniec roku spowoduje dalszy wzrost inflacji do ok. 2% (lub nieco powyżej) w grudniu. W I kw. 2007 inflacja będzie nadal rosła i zapewne przekroczy cel inflacyjny 2,5% (a nawet będzie bliska 3%).
- Jednak wzrost CPI tylko za sprawą cen żywności nie musi być impulsem do podwyżki stóp, jeśli nie powoduje efektów drugiej rundy. Brak nadmiernych napięć na rynku pracy i niska inflacja bazowa sprawiają, że oczekujemy utrzymania stóp NBP bez zmian w kolejnych miesiącach.



- Płace w sektorze firm wzrosły w sierpniu o 5,3% r/r, mniej więcej zgodnie z konsensusem, a wzrost zatrudnienia przyspieszył do rekordowego poziomu 3,5% r/r. W efekcie fundusz wynagrodzeń wzrósł o 9% r/r nominalnie i 7,3% r/r realnie, nieco wolniej niż w lipcu.
- Choć tempo poprawy na rynku pracy jest wciąż wysokie, wg naszych szacunków nie prowadzi to do nadmiernych napięć ponieważ równocześnie szybko rośnie wydajność pracy. Dane były więc neutralne dla RPP.
- Deficyt obrotów bieżących w lipcu wyniósł prawie 800 mln € i podobnie jak deficyt handlowy był wyższy od prognoz, głównie ze względu na silny wzrost importu (27,2% r/r). Wzrost eksportu pozostał dość wysoki (17,3%). Dane nie zmieniają zasadniczo oceny sytuacji w handlu zagranicznym, szczególnie że deficyt handlowy był ostatnio bardzo zmienny.

## Cytat tygodnia – Wzrost cen żywności nie musi wywołać reakcji polityki pieniężnej

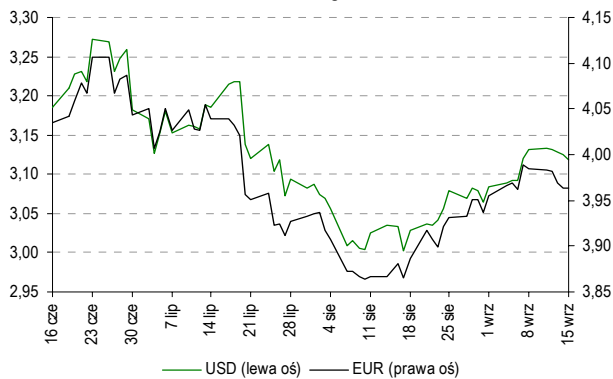
**Halina Wasilewska-Trenkner; członek RPP; PAP, 15 września**  
*Obecnie główny czynnik, który mógłby wywołać naszą reakcję, to kwestia relacji między płacami a wydajnością pracy. To może popsuć korzystny obraz gospodarki w 2007 r. Ale nie sądzę, żeby tak było. (...) Czas ukształtowania się takiego zagrożenia jest trudny do określenia, ale może się wahać od kilku miesięcy do około pół roku.*

**Andrzej Wojtyna; członek RPP; Reuters, 13 września**  
*Może być tak, że inflacja przekroczy cel w następnym roku, ale przekroczenie celu samo w sobie nie jest powodem żeby podnieść stopy. (...) Wydaje się, że obecnie bilans czynników pro- i antyinflacyjnych jest dość korzystny i pozwala nam na kilka miesięcy pogłębionej refleksji.*

Ostatnie wypowiedzi członków RPP potwierdzają nasz pogląd, że przejściowe przekroczenie przez inflację celu na poziomie 2,5% nie jest wystarczającym argumentem za podwyżką stóp. Dla Rady kluczowe znaczenie będą miały tendencje na rynku pracy (ocena ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy), siła popytu konsumpcyjnego, oraz kształt polityki fiskalnej. Struktura wzrostu gospodarczego postrzegana jest obecnie jako korzystna dla średnio-terminowych perspektyw inflacji, podobnie jak relacje na rynku pracy, co oznacza, że podwyżki stóp nie nastąpią raczej zbyt szybko.

## Monitor rynku

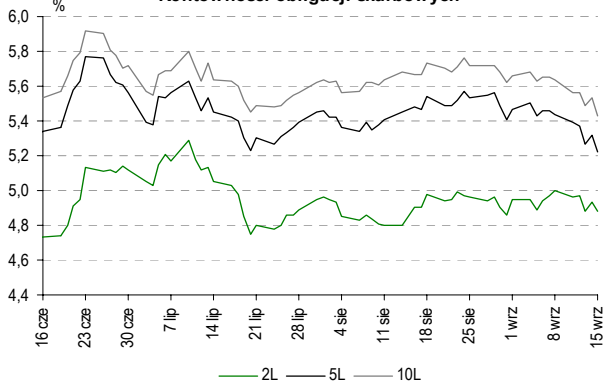
Kurs złotego



## Złoty w kontrnatarciu

- Po paru tygodniach osłabienia, miniony tydzień przyniósł odreagowanie kursu złotego. Kurs EURPLN nie zdołał sforsować istotnej bariery technicznej na poziomie 3,99 i nie przymierzył się nawet do testowania psychologicznego poziomu 4,0. Krajowej walucie sprzyjał napływ kapitału na rynek długu. Poprawa nastrojów była na tyle silna, że udało się pokonać w dół poziom 3,95 (już po ustaleniu piątkowego fixingu), który był poziomem technicznym.
- Pokonanie tego poziomu otwiera drogę do 3,90. Z drugiej strony ciągle utrzymuje się niepokój związany z sytuacją polityczną i losem budżetu na 2007 r. Stąd nadal istnieje ryzyko osłabienia złotego. W sumie przewidujemy, że kurs EURPLN będzie się w najbliższym tygodniu wahał w przedziale 3,9-4,0, a USDPLN 3,06-3,16.

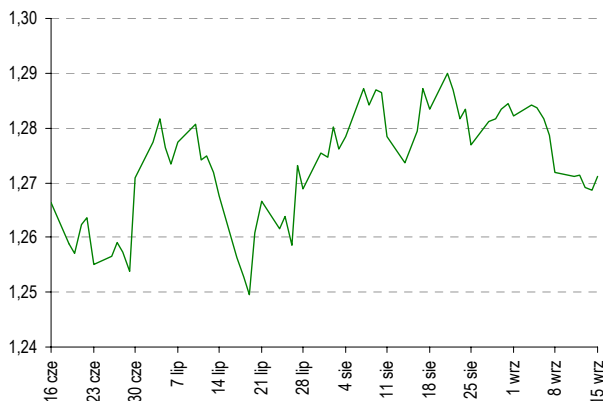
Rentowności obligacji skarbowych



## Dobre nastroje na rynku długu

- Miniony tydzień przyniósł wyraźną poprawę nastrojów na rynku długu. Sprzyjały temu m.in. komentarze członków RPP, uspokajające obawy o średnioterminowe perspektywy inflacji pomimo wyższej od oczekiwań inflacji w ostatnich miesiącach. Czwartkowa publikacja danych o nieoczekiwanie silnym wzroście inflacji w sierpniu osłabiła rynek długu, ale zostało to potraktowane jako okazja do tańszego zakupu obligacji i w piątek rynek ponownie się umocnił, szczególnie że dane z rynku pracy nie przekroczyły oczekiwań analityków.
- W najbliższym tygodniu kluczowym wydarzeniem dla rynku długu będzie publikacja danych o produkcji. Spodziewamy się wyniku powyżej oczekiwań rynku, co sprzyjałoby wystąpieniu korekty cen obligacji.

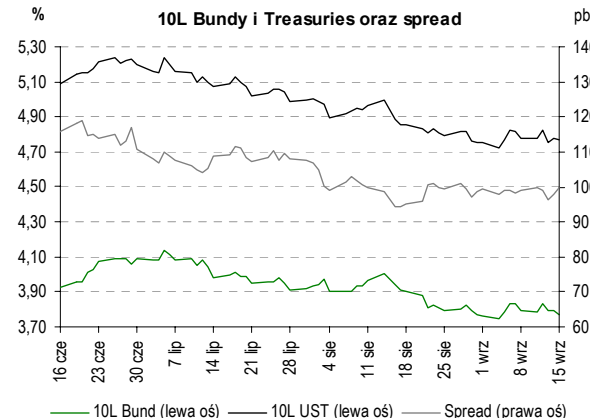
Kurs euro do dolara



## Dolar utrzymuje mocny ton

- Miniony tydzień był niezły dla amerykańskiej waluty. Kurs EURUSD kilkakrotnie przebiegał w dół poziomu 1,27 i zakończył tydzień wyraźnie poniżej tego poziomu. Dolar umocnił się więc na pozycjach zajętych tydzień wcześniej. Zielonemu nie zaszkodziły specjalnie wyższe od oczekiwań dane o deficycie handlowym USA. Sprzyjały natomiast wyższe od oczekiwań dane o sprzedaży detalicznej. Piątkowa porcja danych z USA nt. inflacji, wykorzystania mocy produkcyjnych, produkcji przemysłowej i nastrojów konsumentów również pomogła notowaniom dolara.
- W najbliższym tygodniu dla kursu dolara istotne będą poniedziałkowe dane o napływie kapitału netto, dane z rynku nieruchomości, PPI, ale przede wszystkim treść komunikatu po posiedzeniu Fed. Co do decyzji rynek jest zgodny, że tym razem stopy również pozostaną bez zmian.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Dalszy spadek rentowności na rynkach bazowych

- W minionym tygodniu rentowności na rynkach bazowych pozostały w trendzie spadkowym. Sprzyjał temu głównie dalszy spadek cen ropy naftowej i innych surowców, co zmniejszyło oczekiwania rynku na dalsze podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne świata. Zgodne z oczekiwaniami dane o inflacji w USA potwierdziły scenariusz stopniowego osłabienia presji inflacyjnej oczekiwanego przez Fed i pozwoliły rentowności 10-letnich Treasuries osiągnąć tygodniowe minimum na poziomie 4,75%, a 10-letnich Bunday na poziomie 3,76%.
- W przyszłym tygodniu, podobnie jak dla notowań dolara, najważniejszym czynnikiem dla rynku obligacji będzie treść komunikatu po posiedzeniu Fed. Można oczekiwać, że potwierdzi ona kontynuację przerwy w podwyżkach stóp.

---

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