

# Tygodnik ekonomiczny

2 - 8 października 2006

Politycznych napięć ciąg dalszy. Rozmowy PiS z PSL zostały wstrzymane, co zwiększa prawdopodobieństwo wcześniejszych wyborów. Jednak wciąż wszystkie opcje są możliwe i w najbliższym tygodniu niekoniecznie poznamy rozwiązanie. Jeśli PSL nie wejdzie do koalicji to głosowanie w sprawie samorozwiązania Sejmu będzie miało miejsce dopiero na posiedzeniu 10-13 października. Polityka będzie więc „wisiała” nad rynkiem przez jakiś czas.

Jeśli chodzi o politykę, to jednak bardziej nas pociągają perspektywy polityki pieniężnej. Choć w najbliższych miesiącach może być również dość trudno przewidzieć kolejne decyzje, to przynajmniej są tylko dwie możliwe opcje – podwyżka stóp albo jej brak. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy decyzję RPP oraz *Założenia polityki pieniężnej na rok 2007*, które nie dały jednak jasnej odpowiedzi na pytanie o perspektywy stóp procentowych. Co prawda, niektórzy członkowie Rady biją na alarm, że możliwa jest podwyżka już w październiku, jednak nie wydaje się, aby taki punkt widzenia był podzielany przez większość Rady. Komunikat po posiedzeniu był nieco „jastrzębi”, gdyż Rada stwierdziła, że inflacja w 2006-07 będzie wyższa niż wskazywała lipcowa projekcja. Zabrakło jednak opinii o perspektywach inflacji po roku 2007, a ten okres jest bardziej istotny z punktu widzenia polityki pieniężnej. Natomiast przedstawione w *Założeniach...* poglądy odnoszące się do perspektyw inflacji były dość zrównoważone. Argumenty „jastrzębi” znalazły swoje przeciwieństwa w postaci czynników je neutralizujących (wpływ czynników związanych z globalizacją, wzrost wydajności pracy na skutek większych inwestycji, możliwość zwiększenia importu a niekoniecznie inflacji). Można odnieść wrażenie, że dokument został napisany na zasadzie „dla każdego coś miłego”. Dlatego też utrzymujemy nasz pogląd, że Rada przyjmie strategię wyczekującą na kolejne dane ekonomiczne (głównie z rynku pracy, a kolejny BAEL dopiero w grudniu), aby ocenić ryzyko wystąpienia wtórnych efektów dla inflacji w przypadku gdy przekroczy ona chwilowo cel (prawdopodobnie w I kwartale 2007).

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Czas W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (2 października)</b>							
10:00	EMU	PMI sektor wytwórczy (W)	IX		56,5	-	56,5
16:00	USA	ISM sektor wytwórczy (W)	IX		53,5	-	54,5
<b>WTOREK (3 października)</b>							
11:00	EMU	PPI (U)	VIII	% r/r	5,7	-	5,9
11:00	EMU	Bezrobocie (U)	VIII	% r/r	7,8	-	7,8
<b>ŚRODA (4 października)</b>							
<b>11:00</b>	<b>POL</b>	<b>Aukcja 1,0-1,5 mld zł 2-letnich obligacji OK1208 (W)</b>					
10:00	EMU	PMI sektor usług (W)	IX		57,0	-	57,1
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna (U)	VIII	% r/r	2,0	-	2,5
16:00	US	Zamówienia w przemyśle (W)	VIII	% m/m	0,5	-	-0,6
16:00	US	ISM sektor usług (W)	IX		56,1	-	57,0
<b>CZWARTEK (5 października)</b>							
13:00	UK	BoE spotkanie – decyzja (U)	X	%	4,75	-	4,75
13:45	EMU	ECB spotkanie – decyzja (W)	X	%	3,25	-	3,0
<b>PIĄTEK (6 października)</b>							
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem (W)	IX	tys	123	-	128
14:30	US	Bezrobocie (W)	IX	%	4,7	-	4,7

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

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

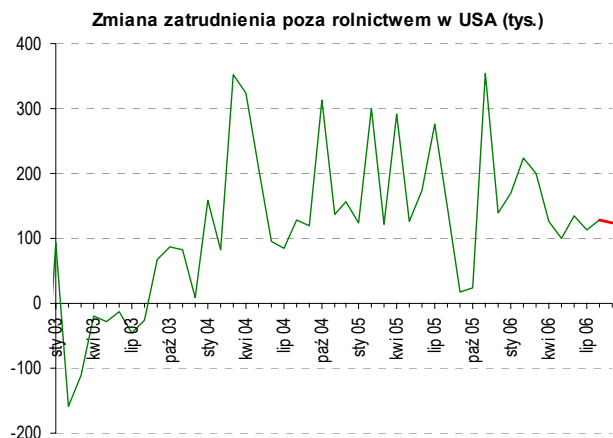
**Piotr Bielski** 022 586 8333

**Piotr Bujak** 022 586 8341

**Cezary Chrapek** 022 586 8342

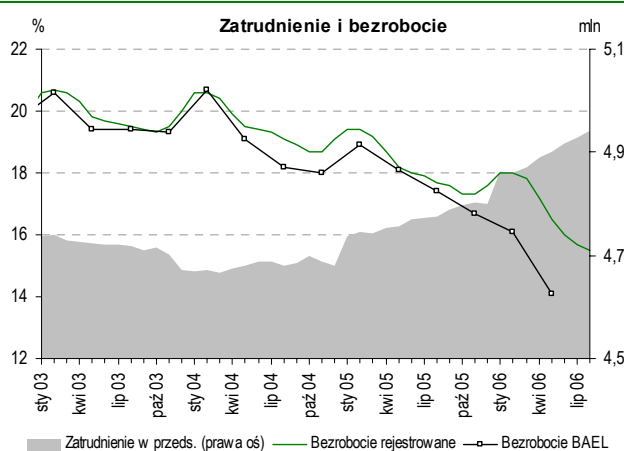
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Dane tylko za granicą

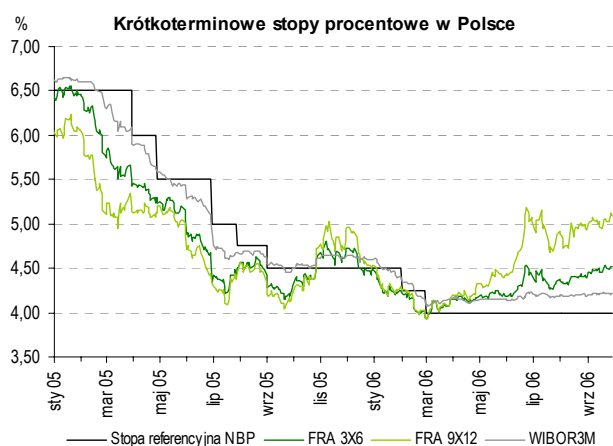


- W tym tygodniu nie ma zaplanowanych żadnych istotnych wydarzeń na polskim rynku.
- Partie opozycyjne nie zdołały przyspieszyć posiedzenia Sejmu, więc jedyną informacją może być decyzja PSL odnośnie wejścia do koalicji rządzącej.
- Można też mieć nadzieję na kolejne wypowiedzi członków RPP. Amunicja „jastrzębi” wydaje się wyczerpana, a ewentualne wywiady z członkami decydującymi o kształcie polityki pieniężnej mogłyby rzucić nieco więcej światła na perspektywy stóp procentowych po publikacji ostatnich danych z rynku pracy.
- Dane za granicą (najważniejsze będą dane o zatrudnieniu) będą wskazówką odnośnie skali spowolnienia w USA. W Europie kluczowa będzie decyzja EBC i komunikat towarzyszący prawdopodobnej podwyżce stóp.

## Miniony tydzień w gospodarce – Jastrzębie dane z rynku pracy



- Kwartalne wyniki Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL) pokazały największą skalę spadku bezrobocia w historii badań - w II kw. br. do 14,1% (z 16,1% w I kw. i 18,1% w II kw. 2005 r.).
- Liczba bezrobotnych ogółem zmniejszyła się aż o 23% r/r, co może zwiększyć obawy, czy sytuacja na rynku pracy nie zacznie wywierać istotnej presji na ceny w gospodarce.
- Szczególnie że współczynnik aktywności zawodowej wzrósł w II kwartale o zaledwie 0,1 pkt proc. wobec poprzedniego kwartału i spadł o 0,9 pkt proc. w ujęciu rocznym, co oznacza że wyższy popyt na pracę nie jest rekompensowany przyrostem podaży pracy.
- Silna redukcja bezrobocia przekłada się na wyższe dochody gospodarstw domowych, a zatem wspiera prognozy popytu konsumpcyjnego (5% w II. połowie roku).



- Dane BAEL były zapewne jednym z głównych argumentów stojących za nieco bardziej „jastrzębim” komunikatem Rady.
- Ton komunikatu RPP zasugerował, że ocena przyszłej inflacji przez bankierów centralnych stopniowo się pogarsza, ale nie do tego stopnia by potrzebna była podwyżka stóp w najbliższym czasie.
- W kolejnych danych miesięcznych nie przewidujemy większych zmian w obrazie sytuacji gospodarczej, a następny kwartalny raport BAEL zostanie opublikowany pod koniec roku. Tak więc jest mało prawdopodobne, aby RPP zdecydowała się na wyprzedzający krok już w tym roku, co sugerował jeden z „jastrzębich” członków Rady.
- Zatwierdzenie budżetu na 2007 rok było neutralne dla rynku, choć deficyt budżetowy jest wysoki biorąc pod uwagę szybkie tempo wzrostu gospodarczego.

## Cytat tygodnia – Czy „nieco” robi dużą różnicę?

Konferencja prasowa RPP po posiedzeniu 27 września

Pytanie dziennikarki *Gazety Wyborczej*:

Powiedział Pan, że inflacja będzie *nieco* powyżej tego co pokazała projekcja lipcowa...

## Leszek Balcerowicz; przewodniczący RPP

Nie powiedziałem „nieco”

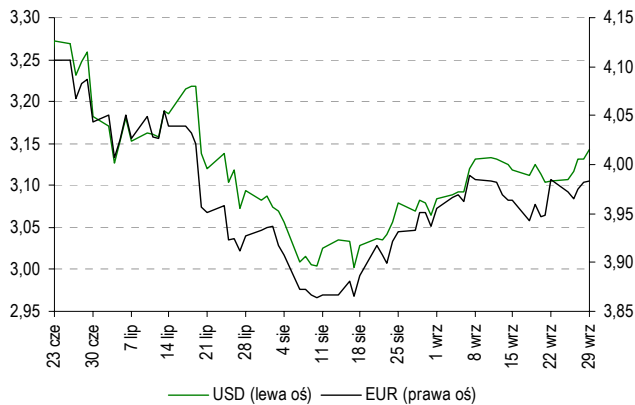
## Stanisław Nieckarz; członek RPP

Nieco, nieco...

Nie ma wątpliwości, że okres zbieżności poglądów w RPP się skończył. Członkowie Rady spierają się nawet o to, czy inflacja w 2007 roku będzie powyżej celu, czy też tylko **nieco** powyżej. Po pierwsze, biorąc pod uwagę efekt suszy, jest oczywiste, że średnia inflacja w 2007 będzie wyższa niż wcześniej prognozowano. Po drugie, jeśli tylko ten czynnik podwyższy inflację, to „nieco” nie ma żadnego znaczenia bo podwyżki nie są konieczne. Po trzecie, najwyraźniej rozbieżności co do oceny w roku 2008 są znacznie większe skoro Rada słowem o nich nie wspomiała.

## Monitor rynku

Kurs złotego

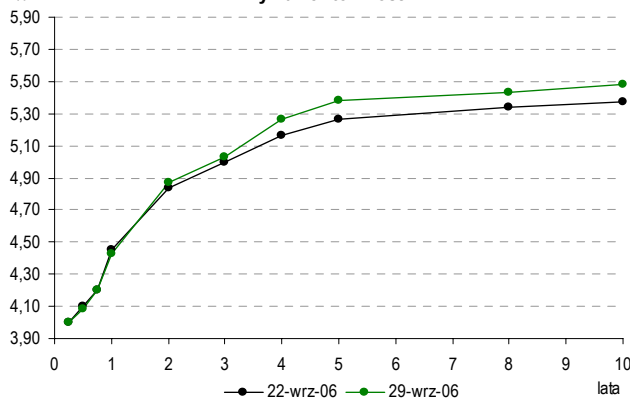


## Nadal istnieje potencjał do osłabienia złotego

■ Przy utrzymującym się zamieszaniu na polskiej scenie politycznej oraz niestabilnej sytuacji w krajach rozwijających się złoty pozostawał na niższych poziomach niż w ubiegłym tygodniu. Polska waluta mimo wszystko oscylowała w wąskich przedziałach wobec głównych walut, a jej wartość nie zmieniła się wobec euro i spadła względem dolara o 1,1%.

■ Sądzymy, że obecne wydarzenia w polityce nie są na tyle istotne, aby miały wpływ na wartość złotego, a ich negatywny wpływ jest równoważony przez dobre dane makro. Większy wpływ na polski rynek będą miały globalne przepływy kapitału. Naszym zdaniem nadal istnieje niewielki potencjał do osłabienia złotego. Spodziewamy się, że kurs EURPLN będzie się w najbliższym tygodniu wahał w przedziale 3,93-4,03, a USDPLN 3,09-3,19.

Krzywa rentowności

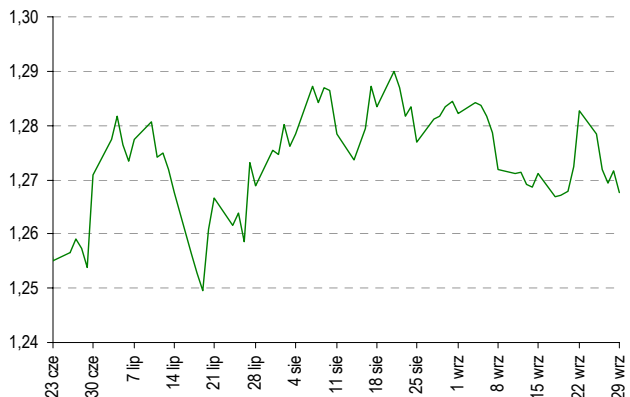


## Wzrost rentowności i wystromienie krzywej

■ W minionym tygodniu polski dług osłabił się w dalszej reakcji na niestabilną sytuację polityczną w Polsce oraz w regionie. Ponadto do spadku cen obligacji przyczynił się wzrost rentowności na rynkach bazowych. Nieco bardziej jastrzębi ton komunikatu RPP oraz wypowiedzi części członków Rady również nie pomogły polskim obligacjom.

■ Sytuacja polityczna zmniejsza szanse zawiązania koalicji większościowej w parlamencie. Jednak naszym zdaniem prawdopodobne scenariusze nie powinny oznaczać pogorszenia sytuacji w polityce, ani nie powinny w znaczący sposób wpłynąć na rynek. Ważne będą kolejne dane makro, głównie z rynku pracy, które mogą przyczynić się przy zmianie prezesa NBP do ewentualnej podwyżki stóp na początku przyszłego roku.

Kurs euro do dolara

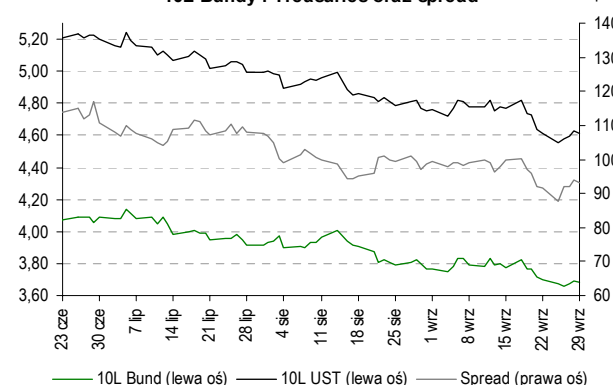


## Dolar odrabia straty

■ Aprecjacji dolara sprzyjały lepsze od oczekiwań dane z rynku nieruchomości, wskaźnik zaufania konsumentów w USA oraz niska wartość komponentu oczekiwań indeksu Ifo, co negatywnie wpłynęło na wartość euro. Dolar utrzymał się na nieco mocniejszym poziomie (ok. 0,8%) do wspólnej waluty w porównaniu z poprzednim tygodniem pomimo obniżeniu w dół szacunku PKB za II kw. w USA.

■ W przyszłym tygodniu kluczowe dla relacji euro do dolara będzie posiedzenie EBC, a zwłaszcza komunikat, który może zawierać sugestie odnośnie tempa kolejnych podwyżek stóp w strefie euro. Istotne będą również wskaźniki aktywności gospodarczej oraz dane z rynku pracy w USA. Euro nadal może zyskiwać na wartości jednak potencjał do umocnienia może się zmniejszać.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Lekka korekta po długim okresie umocnienia

■ Na początku tygodnia rentowności na rynku amerykańskim kontynuowały trend spadkowy. Bundy dodatkowo wsparł indeks Ifo. Później pomimo słabszego PKB doszło do realizacji zysków. W porównaniu z poprzednim piątkiem rentowności 10-letnich Bundów oraz Treasuries niemal się nie zmieniły.

■ Kluczowy dla oczekiwań odnośnie docelowego poziomu oficjalnej stopy procentowej w strefie euro oraz tempa w jakim zostanie on osiągnięty będzie komunikat EBC. Szczególnie w obliczu pogarszających się oczekiwań co do sytuacji gospodarczej w Niemczech (Ifo) oraz spadającej inflacji w strefie euro. Mimo, że niektórzy uczestnicy rynku zaczęli myśleć o końcu podwyżek w tym roku, my sądzymy, że nastąpi on dopiero na początku przyszłego.

---

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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group