

# Tygodnik ekonomiczny

10 – 16 września 2007

Miniony tydzień pokazał, że polski rynek finansowy uodpornił się w pewnym stopniu na niepewność panującą na międzynarodowych rynkach finansowych. Kurs złotego, mimo wzrostu awersji do ryzyka po słabych danych z USA w ciągu całego tygodnia nieznacznie umocnił się. Oczywiście dramatycznie złe dane o zatrudnieniu w USA, które były opublikowane w piątek osłabiły krajową walutę i ograniczyły skalę jej aprecjacji na przestrzeni całego tygodnia, ale ich wpływ był mniejszy niż można było oczekiwać. Notowania krajowych obligacji były stabilne, choć trzeba odnotować wzrost spreadu pomiędzy rentownościami obligacji w Polsce a na rynkach bazowych ze względu na wyraźny spadek rentowności Treasuries i Bundów. Zaplanowane na piątek głosowanie Sejmu nad samorozwiązaniem parlamentu nastąpiło dopiero po zamknięciu polskiego rynku, więc jego ewentualny wpływ może być widoczny dopiero w tym tygodniu. Nie sądzimy jednak, aby rozstrzygnięcia polityczne, w tym wyników przedterminowych wyborów, miały decydujący wpływ na notowania na krajowym rynku finansowym.

W tym tygodniu głównym wydarzeniem dla krajowego rynku finansowego będzie czwartkowa publikacja wskaźnika CPI za sierpień. Naszym zdaniem inflacja spadła w minionym miesiącu do 1,8% r/r z 2,3% r/r w lipcu. Konsensus rynkowy oraz szacunek Ministerstwa Finansów są wyżej i wskazują na 1,9% r/r. Tak czy inaczej, potwierdzenie oczekiwanego spadku inflacji do poniżej 2% powinno być pozytywnym czynnikiem dla krótkiego końca krzywej dochodowości. Dłuższy koniec pozostanie pod wpływem zmian nastrojów na globalnych rynkach. W tym kontekście ważnym dniem będzie piątek, gdy opublikowana zostanie kolejna porcja ważnych danych z USA.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>WTOREK (11 września)</b>							
14:30	USA	Bilans handlowy	VII	mld \$	-59,5	-	-58,74
<b>ŚRODA (12 września)</b>							
11:00	POL	Aukcja obligacji 20-letnich WS0922 o wartości 1,0-2,5 ml zł					
14:00	POL	Bilans handlowy	VII	mIn €	-724	-668	-557
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących	VII	mIn €	-1016	-1038	-1182
<b>CZWARTEK (13 września)</b>							
14:00	POL	CPI	VIII	% r/r	1,9	1,8	2,3
14:00	CH	Spotkanie Banku Szwajcarii – decyzja		%		-	2,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych		'000		-	318
20:00	USA	Budżet federalny	VIII	mld \$	-61,3	-	-64,72
<b>PIĄTEK (14 września)</b>							
14:00	POL	Podaż pieniądza	VIII	% r/r	15,1	15,1	15,6
11:00	EMU	Finalny HICP	VIII	% r/r	1,8	-	1,8
14:30	USA	Ceny importowe w handlu zagranicznym	VIII	%	0,6	-	1,5
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	VIII	% m/m	0,3	-	0,3
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	VIII	%	82,0	-	81,9
15:15	USA	Produkcja przemysłu	VIII	% m/m	0,3	-	0,3
16:00	USA	Wstępny indeks Mchigan	IX	pkt	83,5	-	83,4

Źródło: Reuters

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

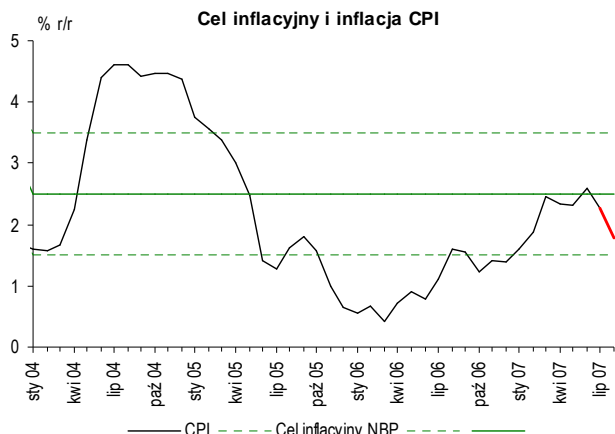
**Piotr Bielski** 022 586 8333

**Piotr Bujak** 022 586 8341

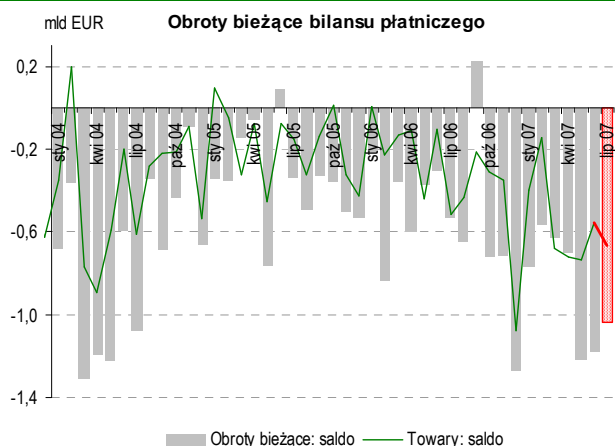
**Cezary Chrapek** 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Jak bardzo spadnie inflacja?

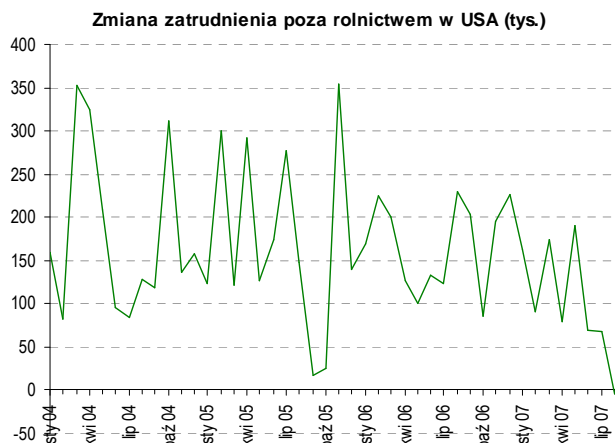


- Ten tydzień przyniesie publikację pierwszej serii miesięcznych danych makroekonomicznych za sierpień (CPI, statystyki pieniężne) oraz bilans płatniczy za lipiec.
- Najważniejsza będzie czwartkowa publikacja danych o inflacji. Nasza prognoza wskazuje na spadek inflacji do 1,8% r/r i ponownie odbiega ona od konsensusu rynkowego, który podobnie jak szacunek Ministerstwa Finansów wskazuje na poziom 1,9% r/r. W poprzednich miesiącach bardziej trafne okazywały się nasze przewidywania.
- Tak czy inaczej, spadek inflacji poniżej 2% będzie utrudniał podjęcie przez RPP decyzji o podwyżce stóp, szczególnie po trzech podwyżkach dokonanych już w tym roku.
- Według nas RPP będzie czekać z następną podwyżką do listopada, gdy wskaźnik inflacji znowu będzie powyżej 2% i znane będą dane z rynku pracy za III kw.



- Zaplanowana na wtorek publikacja bilansu płatniczego za lipiec pokaże, w jaki tempie narasta nierównowaga zewnętrzna polskiej gospodarki związana z przyspieszeniem dynamiki importu pod wpływem coraz silniejszego popytu krajowego. Według naszych szacunków deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB wzrośnie do powyżej 3%, ale przy sporym napływie FDI nie jest to jeszcze niebezpieczny poziom. Prognozujemy, że w lipcu utrzymało się silne tempo ekspansji eksportu, co wsparłoby naszą prognozę wzrostu PKB w III kwartale na poziomie nieco powyżej 6%.
- Statystyki pieniężne za sierpień powinny pokazać kontynuację szybkiego wzrostu podaży pieniądza, w tym depozytów ogółem (głównie za sprawą dynamicznego wzrostu depozytów firm). Jednocześnie spodziewamy się delikatnego wyhamowania wzrostu kredytów, ale do końca roku powinien się on utrzymać w okolicach 30% r/r.

## Miniony tydzień w gospodarce – Uwaga skupiona na danych z USA



- W minionym tygodniu krajowy rynek czekał na ważne wydarzenia za granicą (głównie posiedzenie EBC i dane o zatrudnieniu w USA) oraz zaplanowane na piątek głosowanie Sejmu nad wnioskiem o samorozwiązanie parlamentu. Rozstrzygnięcia polityczne opóźniły się jednak i głosowanie odbyło się już po zamknięciu piątkowej sesji.
- Zgodnie z oczekiwaniami EBC nie podwyższył stóp, ale stwierdzono, że polityka pieniężna w strefie euro pozostaje akomodacyjna, co sugeruje, że brak podwyżki w tym miesiącu nie oznacza zakończenia cyklu podwyżek, a jedynie przerwę do czasu uspokojenia sytuacji na rynkach.
- Dane o zatrudnieniu w USA okazały się dramatycznie złe. Zamiast spodziewanego wzrostu o 110 tys. pokazały spadek o 4 tys. Dodatkowo zrewidowano w dół dane za dwa poprzednie miesiące. Co ciekawe, stopa bezrobocia pozostała jednak bez zmian na poziomie 4,6%.

## Cytat tygodnia – Szybsza informacja z posiedzeń RPP

## Sławomir Skrzypek, RPP, TVN CNBC, 6 września

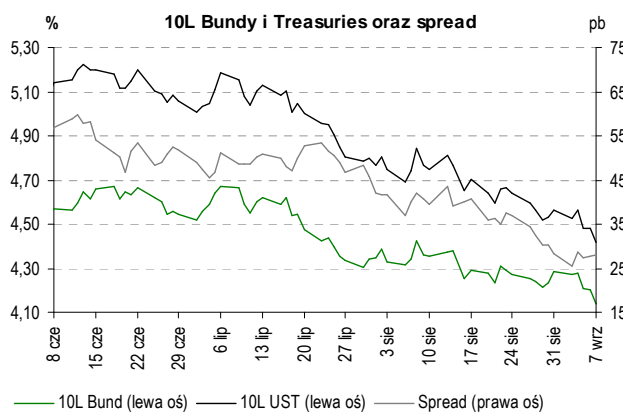
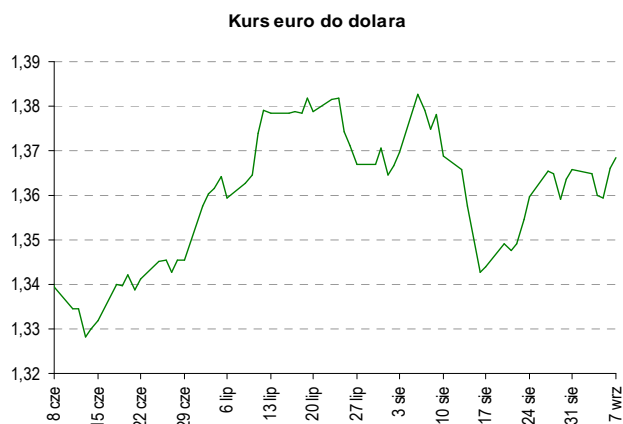
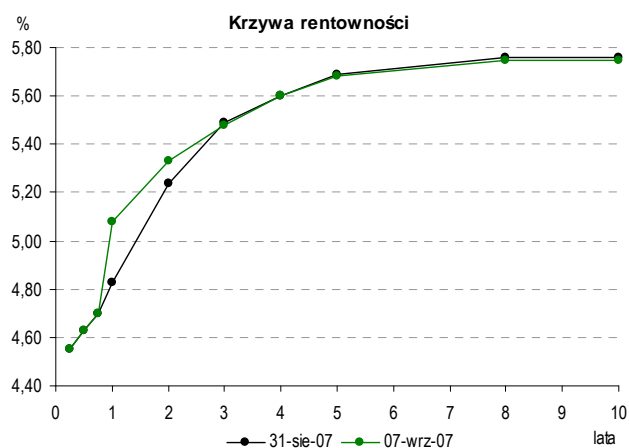
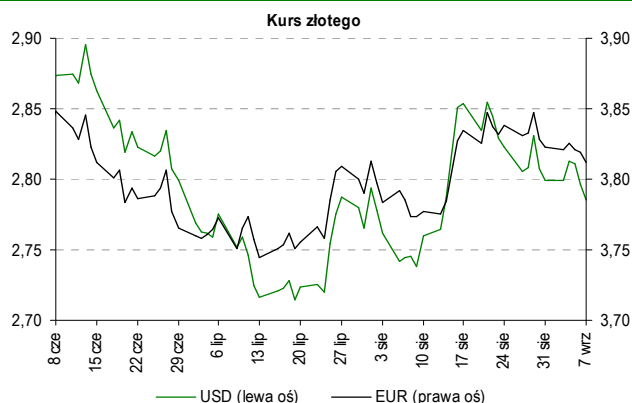
*Ze swej strony mogę powiedzieć, że będę zabiegał aby odpowiednie zmiany prawne nastąpiły, tak by w dniu decyzji można było rynkowi zakomunikować pełną informację, zarówno o tle decyzji jak i w wszystkich aspektach, które były brane pod uwagę, jak również o wynikach głosowania.*

*Należałem do tych członków, którzy nie poparli podwyżek, różniłem się opinią co do częstotliwości, terminu ich podjęcia. Zwłaszcza decyzja czerwcowa była dla rynków zupełnie niezrozumiała, wystarczy popatrzeć jak zareagowały kontrakty FRA i jak zareagowały rynki - było wtedy trochę zamieszania i to podniosło oczekiwania.*

Zamierzenia prezesa NBP co do terminu publikacji informacji z posiedzeń RPP, w tym wyników głosowań, są bardzo ambitne. Naszym zdaniem szybsza publikacja *minutes* w obecnej formie nie poprawi znacząco przejrzystości polityki pieniężnej, ale na pewno potrzebna jest szybsza publikacja wyników głosowań.

Prezes NBP przyznał wprost, że głosował przeciwko ostatnim podwyżkom stóp, ale zasugerował, że być może opowiedziałby się za nimi, gdyby następowały nieco później. Jeśli rzeczywiście była szansa na uzyskanie szerokiego konsensusu za podwyżką w lipcu, to szkoda, że większość Rady wolała się pospieszyć i zdecydowała o podniesieniu kosztu pieniądza już w czerwcu.

## Monitor rynku

**Złoty odporny na nerwowość na światowych rynkach**

Miniony tydzień był udany dla złotego. Kurs krajowej waluty umocnił się zarówno wobec euro, jak i dolara. W poniedziałek, który był dniem wolnym w USA, złoty delikatnie apieczonował przy małej aktywności na rynku. Wtorkowe otwarcie było sporo słabsze, EURPLN nieznacznie przekroczył poziom 3,83, ale później nastąpiło umocnienie złotego, pokazując, że krajowa waluta jest dość odporna na zawirowania na światowych rynkach. Dużo słabsze od oczekiwań dane o zatrudnieniu w USA nieco osłabiły złotego, nie zdołały znacząco pogorszyć nastawienia do polskiej waluty.

Na ten tydzień podtrzymujemy przedział wahań dla EURPLN na 3,75-3,85 i obniżamy przedział dla USDPLN do 2,72-2,82 ze względu na osłabienie dolara wobec euro.

**Stabilnie na rynku długu**

Rentowności krajowych obligacji wahały się w minionym tygodniu w bardzo wąskim przedziale. Po podwyżce stóp przez RPP w poprzednim tygodniu krótszy koniec krzywej uległ dalszemu osłabieniu, ale obligacje o dłuższym terminie wykupu delikatnie się umocniły. W sumie, nastąpiło spłaszczenie krzywej dochodowości. Wzrost awersji do ryzyka na globalnych rynkach, równoznaczny ze spadkiem rentowności na rynkach bazowych, nie powoduje wzrostu rentowności obligacji w Polsce. Rośnie jednak spread pomiędzy rentownościami w kraju a na rynkach bazowych.

W tym tygodniu kluczowym czynnikiem dla krajowych obligacji będą oczywiście dane nt. CPI. Jeśli potwierdzi się prognozowany spadek inflacji w sierpniu do poniżej 2% r/r, to krótszy koniec krzywej może się umocnić.

**Słabe dane z USA osłabiają dolara**

Ostatni okres nie był udany dla dolara. Opublikowana w minionym tygodniu porcja danych z USA okazała się dużo słabsza od oczekiwań. Dolarowi zaszkodziły nie tylko bardzo kiepskie dane o zatrudnieniu poza rolnictwem, ale również publikowany wcześniej inne dane z rynku pracy oraz informacje z rynku nieruchomości. Znalazło to odzwierciedlenie w zaufaniu inwestorów do amerykańskiej waluty. Kurs EURUSD wzrósł w piątek po danych o zatrudnieniu do blisko 1,38 z nieco ponad 1,36 na koniec poprzedniego tygodnia.

W tym tygodniu kluczowym dniem dla notowań amerykańskiej waluty będzie piątek, gdy opublikowana zostanie kolejna duża porcja ważnych danych.

**Wyraźne umocnienie na bazowych rynkach długu**

Słabe dane z USA oraz brak podwyżki stóp przez EBC przełożyły się na wyraźne umocnienie na bazowych rynkach długu. Na koniec polskiej sesji w piątek rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów wynosiła odpowiednio zaledwie 4,43% i 4,14% wobec 4,56% i 4,26% tydzień wcześniej. Umocnienie na rynku amerykańskim może okazać się bardziej trwałe, ponieważ ostatnie dane zwiększają prawdopodobieństwo obniżki stóp na posiedzeniu Fed w dniu 18 września. Sytuacja gospodarcza w strefie euro pozostaje dobra i inwestorzy mogą sobie wkrótce przypomnieć, że EBC nie zakończył cyklu podwyżek stóp.

W tym tygodniu, podobnie jak dla kursu EURUSD, kluczowym dniem dla bazowych rynków obligacji będzie piątek. Wcześniej może dojść do stabilizacji.

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