

Tygodnik ekonomiczny

17 – 23 września 2007

W minionym tygodniu rynek doświadczył sporej niespodzianki w postaci znaczącego spadku inflacji za sierpień. Spowodowało to gwałtowny spadek rentowności na rynku obligacji oraz stawek FRA, a redukcja oczekiwań na kolejne podwyżki stóp procentowych przez RPP doprowadziła do lekkiego osłabienia złotego. Dane o inflacji miały zdecydowanie większy wpływ na rynek niż dane o bilansie płatniczym, które pokazały wzrost deficytu obrotów bieżących i deficytu handlowego, przy bardzo silnym wzroście importu. Taka reakcja rynku nie powinna jednak dziwić, biorąc pod uwagę, że dane te mogą być bardziej niż zwykle zrewidowane. W tym tygodniu natomiast, rynek skupi się na informacjach o płacach i zatrudnieniu, które zapewne nie zniwelują rynkowego efektu niskiej inflacji, jednak przypomną, że utrzymująca się tendencja zacieśniania warunków na rynku pracy stanowi pewne ryzyko dla inflacji w przyszłości. Biorąc to pod uwagę, nie zmieniamy oczekiwań, że Rada zdecyduje się na kolejną podwyżkę stóp w listopadzie. Nie sądzimy aby publikacja *minutes* za sierpień pomogła w prognozowaniu kolejnych ruchów.

W środę rozpocznie się posiedzenie Sejmu, na którym posłowie zakończą pracę nad ustawami od których zależy finalny kształt przyszłorocznego budżetu. Jeśli nawet Senat swoimi poprawkami umożliwi utrzymanie deficytu budżetowego na poziomie 28 mld, to nie wiadomo czy posłowie te poprawki przyjmą.

Kluczowym wydarzeniem na rynkach światowych, które przyćmi zapewne wydarzenia i publikacje danych w Polsce będzie decyzja Fed, który obniży stopy procentowe, najprawdopodobniej o 25 pb, choć nawet 50pb nie jest wykluczone.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (17 września)							
11:00	POL	Przetarg 52-tygodniowych bonów skarbowych o wartości 500 mln zł					
14:00	POL	Płace	VIII	% r/r	9,5	9,4	9,3
14:00	POL	Zatrudnienie	VIII	% r/r	4,7	4,7	4,7
14:30	USA	Indeks New York Fed	IX	pkt	20,25	-	25,06
WTOREK (18 września)							
11:00	GER	Indeks ZEW	IX	pkt	75,0	-	80,2
14:30	USA	PPI	VIII	%	0,1	-	0,1
15:00	USA	Napływ kapitału netto	VII	mld \$	-	-	58,8
20:15	USA	Decyzja Fed o stopach	-	%	5,0	5,0	5,25
ŚRODA (19 września)							
Początek dwudniowego ostatniego posiedzenie Sejmu V-kadencji							
11:00	POL	Aukcja 1,5-2,5 mld zł obligacji 5-letnich PS0412					
14:00	POL	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	10,8	11,5	10,4
14:00	POL	PPI	VIII	% r/r	1,7	1,9	1,6
08:00	JP	Raport po decyzji Banku Japonii	-	-	-	-	-
14:30	USA	CPI	VIII	% r/r	2,2	-	2,4
14:30	USA	Liczba nowych budów domów	VIII	mln	1,35	-	1,381
CZWARTEK (20 września)							
14:00	POL	<i>Minutes</i> z posiedzenia RPP w sierpniu	-	-	-	-	-
18:00	USA	Indeks Philadelfia Fed	VIII	pkt	3,0	-	0,0

Źródło: Reuters

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363

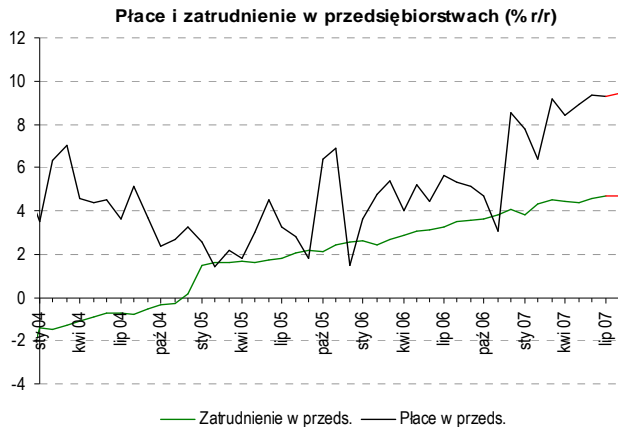
Piotr Bielski 022 586 8333

Piotr Bujak 022 586 8341

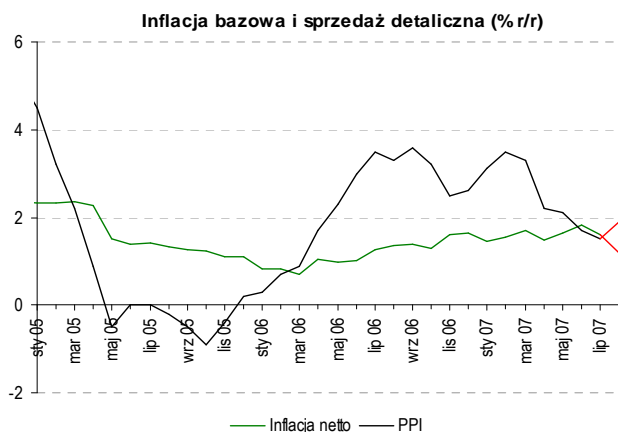
Cezary Chrapek 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Co pokażą dane z rynku pracy?

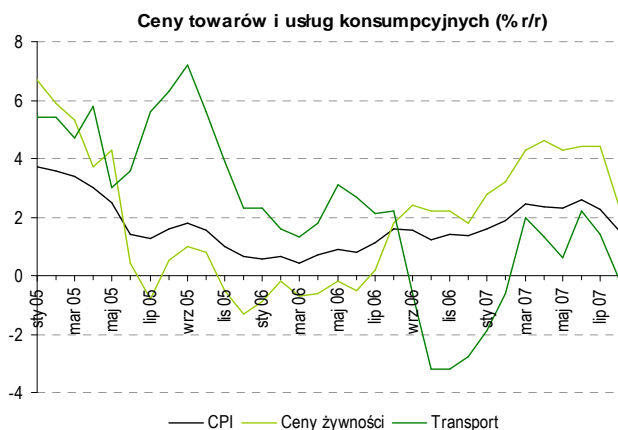


- W tym tygodniu poznamy kluczowe dla RPP dane na temat rynku pracy za sierpień, które powinny potwierdzić zacieśniające się warunki na tym rynku, co dalszym ciągu będzie wspierało szybki wzrost konsumpcji prywatnej.
- Oczekujemy nieznacznego przyspieszenia dynamiki płac w sierpniu do 9,4% r/r wobec 9,3% r/r w poprzednich dwóch miesiącach. Wzrost płac może się ustabilizować na wysokim poziomie w kolejnych miesiącach. Z kolei wzrost zatrudnienia utrzymał się naszym zdaniem na rekordowo wysokim poziomie 4,7%. Uważamy też, że w kolejnych miesiącach może dojść do stabilizacji dynamiki wzrostu zatrudnienia na nieco niższym poziomie.
- W tym tygodniu Fed najprawdopodobniej obniży stopy procentowe o co najmniej 25 pb, w celu uspokojenia nastrojów na rynkach finansowych i wsparcia amerykańskiej gospodarki.



- W środę poznamy też dane o produkcji przemysłowej i PPI za sierpień. Oczekujemy, że produkcja wzrosła o 3,5% m/m oraz o 11,5% r/r, przy tej samej liczbie dni roboczych, co w poprzednim roku. Z kolei inflacja PPI wyniosła 1,9% r/r (co głównie wynika z wysokiej bazy w roku 2006) przy lekkim wzroście cen o 0,3% m/m.
- Opublikowane w czwartek *minutes* zawierające opis przebiegu dyskusji w Radzie w trakcie sierpniowego posiedzenia RPP, gdy zdecydowała się podwyższyć stop o 25 pb, nie powinny być istotne w kontekście opublikowanych danych o inflacji, które mogły zmienić perspektywę sytuacji gospodarczej niektórych członków Rady. Informacje zawarte w *minutes* raczej nie pozwolą ocenić skłonności członków RPP do odsunięcia terminu kolejnej podwyżki stóp. Kluczowe w tym zakresie będą dane rynku pracy oraz wypowiedzi bankierów centralnych.

Miniony tydzień w gospodarce – Niespodzianka inflacyjna, silny wzrost importu



- Deficyt obrotów bieżących za lipiec wzrósł do 1,3 mld €, a deficyt handlowy aż do 1,28 mld € przy wysokim tempie eksportu (15,8% r/r) i importu (24,3% r/r). Według naszych szacunków skumulowany deficyt obrotów bieżących za ostatnie 12 miesięcy wzrósł do 3,3% PKB i będzie dalej wzrastał za sprawą silnego popytu wewnętrznego. Do danych należy podejść z ostrożnością w związku z możliwą większą niż zwykle skalą korekty danych.
- CPI wzrósł w sierpniu jedynie o 1,5% r/r (-0,4% m/m), wobec naszej prognozy 1,8% i konsensusu rynkowego 1,9%. Nie tylko spadek cen żywności i paliw był odpowiedzialny za obniżenie się inflacji (spory udział miał spadek cen internetu). Według naszych szacunków inflacja netto obniżyła się w sierpniu do 1,1% z 1,5%, a we wrześniu CPI może wzrosnąć o 1,8% r/r, podczas gdy wstępne szacunki ministerstwa wskazują na wzrost o 1,9% r/r.

Cytat tygodnia – Jak inflacja wpłynie na członków RPP?

Marian Noga, RPP, Thomson Fin., Reuters, 13 września

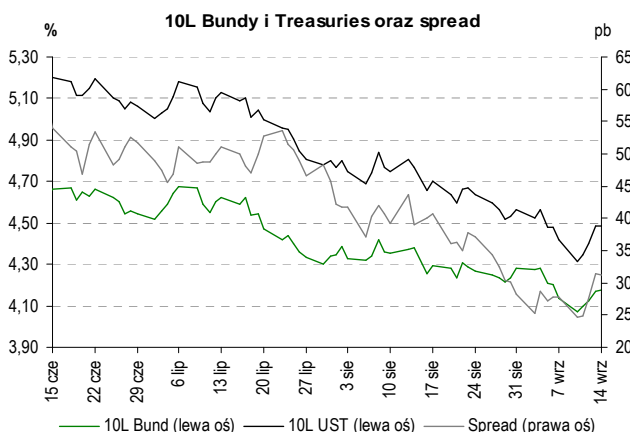
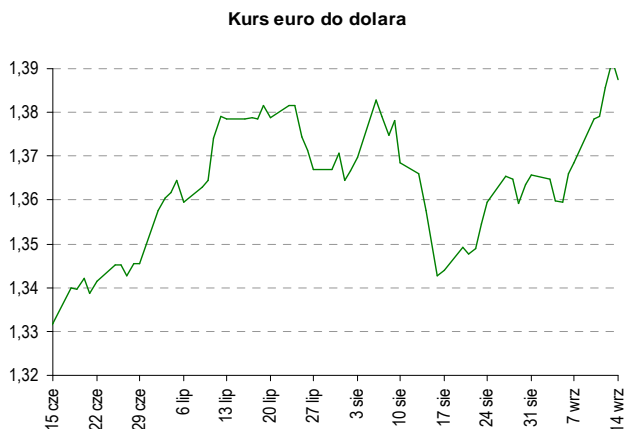
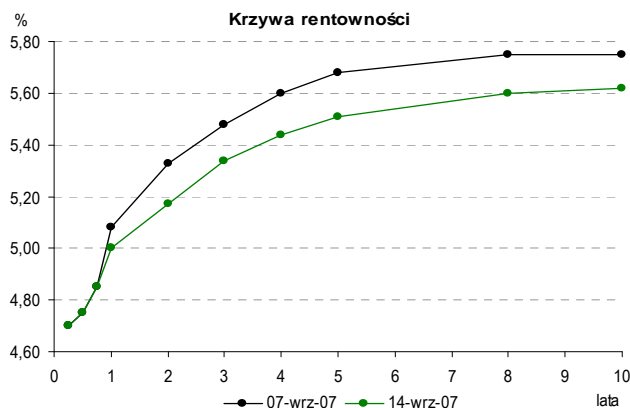
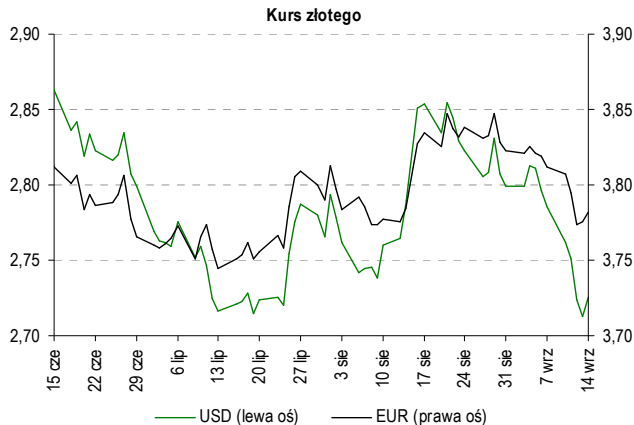
Dzisiejsze dane [o inflacji] nie zmieniają moim zdaniem obrazu rynku. Inflacja na pewno przekroczy 2,5 procent w listopadzie-grudniu. Do połowy następnego roku proces zacieśniania polityki pieniężnej będzie się odbywał. W tym roku czeka nas jeszcze jedna podwyżka. Natomiast od drugiej połowy 2008 roku może się pojawić możliwość obniżek stóp procentowych.

Miroslaw Pietrewicz, RPP, Thomson Financial, 13 września

To są bardzo dobre dane, które stają Radę w komfortowej pozycji i dają jej czas do obserwacji sytuacji w spokoju. Może się okazać, że podwyżki stóp procentowych, które dokonaliśmy w tym roku będą wystarczające.

Mimo, że dane o CPI były znacznie poniżej prognoz rynkowych i wpłynęły na obniżenie oczekiwań (FRA) co do liczby dalszych podwyżek, nie zmieniają one obrazu sytuacji jednego z jastrzębich członków RPP Mariana Noga, który uważa, że stopy powinny zostać podwyższone do poziomu 5,5% w I poł. 2008 r. Jednak dopuszcza on możliwość obniżki stóp w przyszłym roku. Takie wypowiedzi są ciekawe szczególnie w kontekście wcześniejszych komentarzy Haliny Wasilewskiej-Trenkner o potrzebie 1-2 podwyżek. Rada może mieć dylemat, w kwestii terminu i liczby kolejnych podwyżek, szczególnie, gdy inflacja znajdzie się poniżej celu pod koniec roku. Z kolei Miroslaw Pietrewicz, podkreślił że Rada będzie miała więcej czasu Rady przy podejmowaniu kolejnych decyzji w związku z niską inflacją.

Monitor rynku

**Złoty coraz mocniejszy**

- W ciągu minionego tygodnia złoty zyskał na wartości wobec głównych walut, m.in. na fali słabnącego dolara. Pewien wpływ miał lekki wzrost apetytu na ryzyko, osłabienie jena oraz franka szwajcarskiego jak również odbicie na giełdach w związku z uspokojeniem nastrojów na rynkach finansowych. Złoty umocnił się w pierwszej części tygodnia a do lekkiej korekty doszło pod jego koniec.
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami złoty umocnia się w pierwszej części września. Jednak uważamy, że kurs EURPLN może mieć kłopot z przebiciem poziomu 3,76. Do silniejszego umocnienia złotego może dojść pod koniec roku. Na ten tydzień podtrzymujemy przedział wahań dla EURPLN na 3,75-3,85 i obniżamy przedział dla USDPLN do 2,68-2,78 z uwagi na dalsze osłabienie dolara wobec euro.

Skokowy spadek stawek po CPI

- W ciągu ostatnich kilkunastu sesji do momentu publikacji danych o CPI rynek długu zachowywał się bardzo stabilnie. Po tym jak inflacja zaskoczyła w dół doszło do gwałtownego spadku rentowności obligacji oraz stawek FRA, co obniżyło wyceniany docelowy poziom stóp.
- Spadek inflacji może być spowodowany czynnikami przejściowymi, choć jej przyspieszenie może być widoczne dopiero pod koniec roku w razie zakończenia promocji internetowych. Wydaje się, że sytuacja na rynku pracy będzie w dalszym ciągu istotna dla RPP. Po tak znaczącym umocnieniu obligacje mogą delikatnie się osłabić. Podtrzymujemy nasze oczekiwania na podwyżkę stóp w listopadzie. Warto też zwrócić uwagę na Fed.

Dolar rekordowo słaby

- Po publikacji dużo gorszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy dolara osłabiał się wobec wspólnej waluty przez cały miniony tydzień. Dane wpłynęły na umocnienie oczekiwań na obniżki stóp procentowych przez Fed na posiedzeniu w tym tygodniu. Kurs EURUSD wzrósł powyżej poziomu 1,39 do najwyższego poziomu w historii, poczym ustabilizował się w pobliżu tego poziomu.
- Kluczowe dla dolara pozostaje ryzyko silniejszego niż oczekiwano spowolnienia gospodarczego w USA oraz obniżenia dysparytetu stóp procentowych wobec strefy euro w obliczu oczekiwań kolejnej podwyżki stóp przez EBC. W tym tygodniu warto zwrócić uwagę na decyzję Fed, dane inflacyjne z USA oraz wskaźniki aktywności Fed oraz ZEW. Dalsze osłabienie dolara jest możliwe.

Odreagowanie po sporym umocnieniu

- Umocnienie na bazowych rynkach długu było kontynuowane na początku tygodnia w reakcji na słabe dane z rynku pracy w USA, które umożliwiły obniżki stóp amerykańskiemu bankowi centralnemu. Pod koniec tygodnia doszło do odreagowania za sprawą poprawy nastrojów na rynkach finansowych i odbicia na giełdach. Rentowność 10-letnich Treasuries i Bundów powróciły do poziomów z poprzedniego piątku, tj. 4,43% i 4,14%.
- Kluczowym wydarzeniem dla rynków obligacji będzie decyzja i komunikat Fed. W razie braku obniżki może znów wzrosnąć nerwowość na rynkach. Bardziej prawdopodobne wydaje się cięcie stóp. Wydaje się, że Fed zadowolony się obniżką o 25 pb. Jednak spodziewamy się dalszych 2 obniżek tej skali w tym roku. Z kolei EBC może pokusić się o jedną podwyżkę o 25 pb do końca 2007r.

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