

Tygodnik ekonomiczny

24 – 30 września 2007

W ostatnim tygodniu września poznamy wynik kolejnego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, a przed nim jeszcze kilka danych makroekonomicznych za sierpień. Wskaźniki inflacji bazowej pokażą zapewne spadki w ślad za CPI (inflacja netto w dół do 1,1% z 1,5% w lipcu), a dynamika sprzedaży detalicznej utrzyma się na wysokim poziomie ok. 17%. Dane te nie powinny wpłynąć na decyzję Rady i tym razem stopy procentowe pozostaną bez zmian, za to należy się spodziewać zatwierdzenia i publikacji przez RPP *Założeń polityki pieniężnej na 2008 rok*. Być może z treści założeń można będzie wyciągnąć jakieś wnioski nt. prawdopodobnej skali zacieśnienia polityki pieniężnej w przyszłym roku.

Sporo publikacji danych zaplanowanych jest na rynkach międzynarodowych. Po znacznym wzroście optymizmu, który nastąpił na rynkach po zdecydowanej obniżce stóp procentowych przez Fed o 50 pb, a część inwestorów zaczyna się coraz mocniej obawiać o perspektywy inflacji w USA. W związku z tym dane z USA mogą mieć duże znaczenie dla zachowania się rynków bazowych w najbliższych tygodniach, podobnie jak zaplanowane przemówienia przedstawicieli Fed i EBC, a to może mieć przełożenie również na nastroje na rynkach wschodzących.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (24 września)							
14:00	POL	Inflacja bazowa	VIII	% r/r	1,2	1,1	1,5
14:00	POL	Wskaźniki koniunktury	IX		-	-	-
WTOREK (25 września)							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna	VIII	% r/r	16,7	17,0	17,1
10:00	POL	Stopa bezrobocia rejestrowanego	VIII	%		12,0	12,2
10:00	GER	Indeks Ifo	IX	pkt	105,0	-	105,8
16:00	USA	Wskaźnik zaufania konsumentów	IX	pkt	104,5	-	105,0
16:00	USA	Sprzedaż domów	VIII	mln	5,6	-	5,75
ŚRODA (26 września)							
	POL	Decyzja RPP – stopa referencyjna	IX	%	4,75	4,75	4,75
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	VIII	%	-2,3	-	6,0
CZWARTEK (27 września)							
11:00	POL	Aukcja zamiany					
10:00	EMU	Podaż pieniądza M3	VIII	% r/r	11,6	-	11,7
14:30	USA	Wstępny PKB	II kw.	%	3,9	-	4,0
14:30	USA	Bazowy PCE	II kw.	%	1,3	-	1,3
14:30	USA	Deflator PKB	II kw.	%	2,7	-	2,7
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	VIII	mln	0,83	-	0,87
PIĄTEK (28 września)							
14:00	POL	Bilans obrotów bieżących	II kw.	mld €	-4,5	-	-3,2
11:00	EMU	Wskaźnik nastrojów	IX	pkt	109,3	-	110,0
11:00	EMU	Wstępny HICP	IX	% r/r	2,1	-	1,7
14:30	USA	Bazowy PCE	VIII	% m/m	0,1	-	0,1
15:45	USA	Chicago PMI	VIII	pkt	53,5	-	53,8
16:00	USA	Finalny indeks Michigan	IX	pkt	83,8	-	83,4

Źródło: Reuters

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363

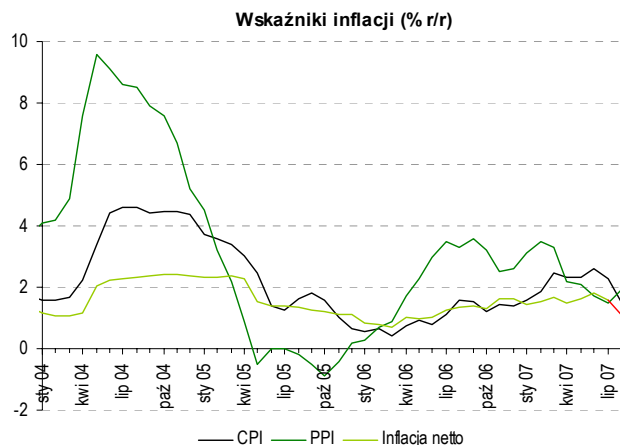
Piotr Bielski 022 586 8333

Piotr Bujak 022 586 8341

Cezary Chrapek 022 586 8342

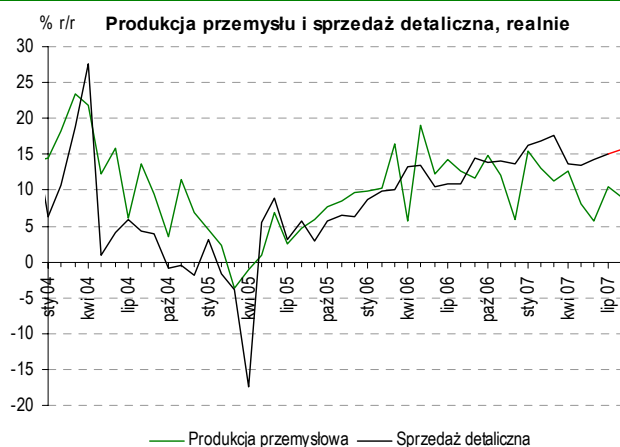
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Krajowe stopy procentowe na razie bez zmian

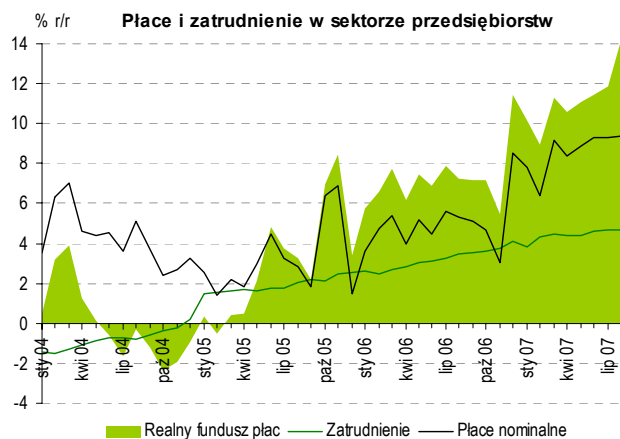


- Uwaga rynku krajowego skupi się w tym tygodniu na posiedzeniu RPP. Analitycy i inwestorzy są praktycznie jednomyślni oczekując, że tym razem stopy pozostaną bez zmian, zwłaszcza po mocnym spadku CPI w sierpniu.
- Opublikowane przed decyzją indeksy inflacji bazowej również powinny pokazać spadki – inflacja netto wg naszych szacunków osiągnie 1,1%, co też nie będzie argumentem za szybszym zacieśnianiem polityki.
- Sprzedaż detaliczna zapewne kontynuowała w sierpniu szybki wzrost (ok. 17% r/r), wspierana przez wysokie dochody gospodarstw domowych, a bezrobocie spadło do 12%.
- Dane nt. bilansu płatniczego za II kw. mogą przynieść rewizję deficytu obrotów bieżących w górę o kilkaset mln €, na co wskazuje dość wysokie ujemne saldo eksportu netto w danych o PKB za II kwartał.

Miniony tydzień w gospodarce – Niejednoznaczne dane makro, silna obniżka stóp w USA



- Dane makroekonomiczne opublikowane w ub. tygodniu przyniosły niejednoznaczny zestaw informacji z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej.
- Wzrost PPI wprawdzie przyspieszył w sierpniu mniej niż się spodziewaliśmy (do 1,7% r/r), jednak wzrost cen w ujęciu miesięcznym dotyczył większości działów produkcji, co może wskazywać, że w warunkach rosnącego popytu firmy próbują przenosić presję kosztową na ceny.
- Produkcja przemysłowa wzrosła w sierpniu o 9% r/r, mniej niż w lipcu i wolniej od oczekiwań, chociaż dynamika skorygowana sezonowo przyspieszyła do 9,4% wobec ok. 8% w poprzednich miesiącach.
- Produkcja budowlano-montażowa utrzymała dwucyfrową dynamikę (14,6% r/r), co oznacza kontynuację szybkiego wzrostu potencjału gospodarki.



- Wyraźnie lepsze od oczekiwań były kolejne dane z rynku pracy. Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył w sierpniu do 10,5% r/r, a wzrost zatrudnienia pobił kolejny rekord wynosząc 4,8% r/r. Fundusz płac brutto wzrósł o 15,8% r/r nominalnie i 14,1% r/r realnie. Dane w pewnym stopniu były przeciwwagą dla wcześniejszych pozytywnych danych o CPI, potwierdzając ryzyko utrzymania wysokiego wzrostu jednostkowych kosztów pracy w kolejnych kwartałach. Jednak z drugiej strony nie były na tyle mocne, by skłonić RPP do podwyżki wcześniej niż w listopadzie.
- Jednym z ważniejszych wydarzeń tygodnia była decyzja amerykańskiego Fed o obniżce stóp procentowych o 50 pb. Skala obniżki była głębsza od przewidywań, co wyraźnie poprawiło nastroje na światowych rynkach finansowych (patrz nast. strona), zmniejszając równocześnie ryzyko znacznego osłabienia wzrostu gospodarki światowej.

Cytat tygodnia – Jastrzębie umiarkowani w ocenie skali przyszłych podwyżek

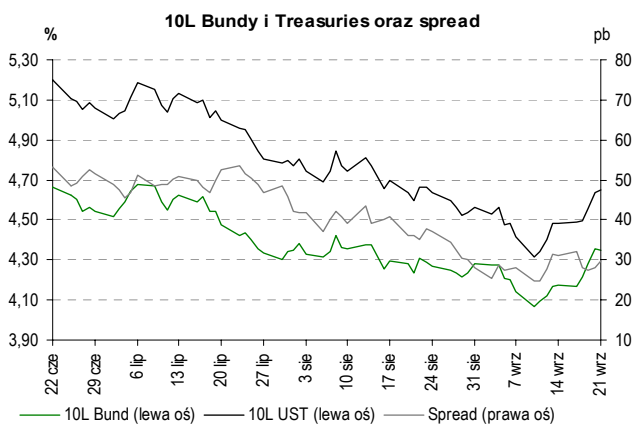
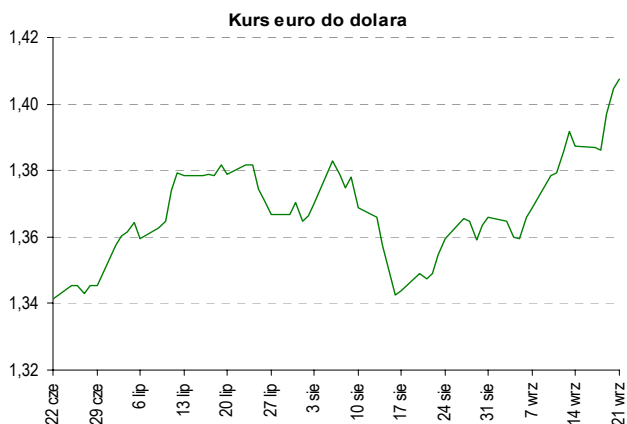
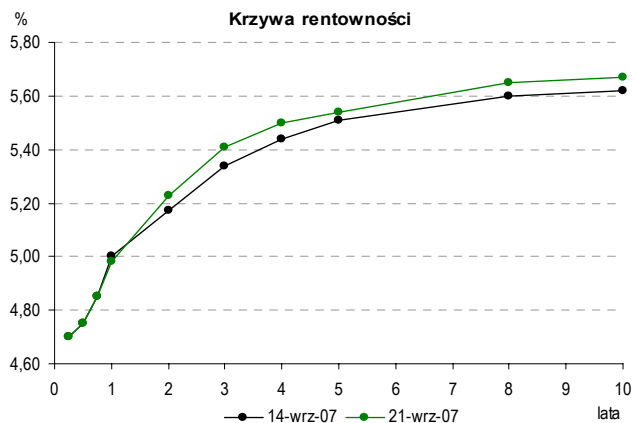
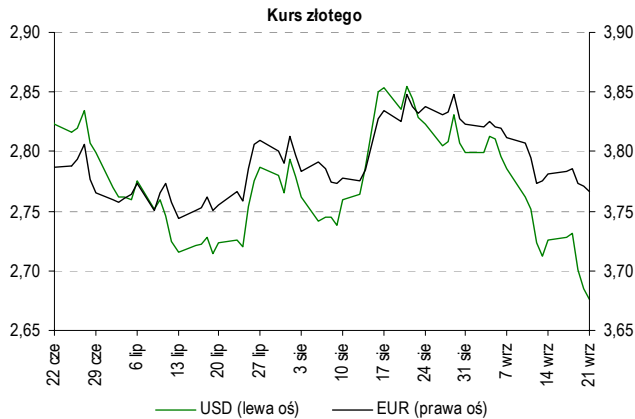
Andrzej Wojtyna, członek RPP, Thomson Financial, 19 września
Biorąc pod uwagę presję inflacyjną uważam, że możliwa jest jeszcze jedna podwyżka stóp w tym roku. [...] Nie możemy powiedzieć z pewnością, że rynkowe oczekiwania nt. stóp procentowych faktycznie się zmaterializują w postaci dalszych podwyżek [w 2008 r.].

Marian Noga, członek RPP, PAP, 17 września

Patrząc na dane o drugim kwartale widać, że wydajność nie spadła tak mocno, jak można by oczekiwać [...], więc nie ma obaw nagłego wzrostu inflacji. To daje trochę czasu na obserwację i przemyślenia. [...] Gdyby inwestycje rosły nadal tak szybko, to szybciej nastąpiłoby zrównanie potencjału z PKB rzeczywistym i najprawdopodobniej stopa na poziomie 5,5 proc. byłaby niepotrzebna.

Wypowiedzi przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej z ostatnich dni wyraźnie sugerowały, że Rada może się wstrzymać jakiś czas z kolejnymi decyzjami, co wspiera nasze oczekiwania na podwyżkę stóp dopiero w listopadzie. Równocześnie, zwraca uwagę fakt, że nawet ci członkowie RPP, którzy głosowali za zaostrzeniem polityki pieniężnej w ostatnich miesiącach, są raczej ostrożni w ocenie skali dalszych podwyżek. Z pewnością wiele będzie zależało od napływających nowych danych makroekonomicznych, jednak na razie zakładana przez nas skala wzrostu stóp wydaje się aktualna.

Monitor rynku



Umocnienie złotego po decyzji Fed

▪ O ile w pierwszej części tygodnia złoty nieco tracił na wartości, to po obniżce stóp w USA nastąpiło umocnienie do euro i znacznie wyraźniejsze wobec dolara, przy wyraźnym osłabieniu USD na świecie.

▪ Tak jak sądziliśmy, poziom 3,76 okazał się dla kursu EURPLN barierą trudną do pokonania, choć w piątek po południu udało się ten poziom chwilowo przełamać. Pomógł w tym powrót wyższej skłonności do ryzyka, chociaż potencjał na umocnienie wydaje się w krótkim okresie wyczerpywać. Na ten tydzień obniżamy przedział przewidywanych wahań dla EURPLN na 3,73-3,83, jednak poziom 3,74 będzie kolejną trudną do pokonania barierą dla złotego. Przedział dla USDPLN obniżamy do 2,63-2,73 wobec słabnącego dolara.

Rentowności lekko w górę

▪ W ciągu tygodnia rentowności polskich obligacji lekko wzrosły, m.in. odreagowując mocny spadek zanotowany po danych o CPI, których wydzźwięk częściowo został skompensowany przez mocne dane z rynku pracy, a także w reakcji na osłabienie na bazowych rynkach długu.

▪ Krajowe dane publikowane w tym tygodniu oraz spodziewany brak zmiany stóp procentowych na posiedzeniu RPP będą prawdopodobnie *per saldo* neutralne dla rynku długu. Jednak w ciągu tygodnia możliwe są pewne wahania – najpierw umocnienie po niskiej inflacji bazowej, potem wzrost rentowności po mocnych danych o sprzedaży. Rada zapewne zasugeruje w komunikacie utrzymanie nieformalnego restrykcyjnego nastawienia, co też nie będzie sprzyjać umocnieniu rynku.

Dolar rekordowo słaby do euro

▪ Do czasu ogłoszenia przez Fed decyzji w sprawie stóp procentowych dolar lekko się umacniał, jednak głębsza od przewidywań obniżka stóp w USA i wywołany przez nią powrót apetytu na ryzyko na świecie (z którym wiązał się m.in. odpływ kapitału z bezpiecznych rynków obligacji) pograżyły amerykańską walutę. Kurs EURUSD wzrósł do nowych rekordów, przekraczając pod koniec tygodnia poziom 1,41.

▪ Spora dawka ważnych publikacji w USA w tym tygodniu może mieć duży wpływ na dolara. Jeśli wskaźniki inflacyjne będą dość optymistyczne tak jak ostatnio, a dane o sprzedaży domów pokażą kontynuację spadków, przecena dolara może się pogłębić.

Wystromienie krzywych po obniżce stóp w USA

▪ Zaskakująca dla rynku skala redukcji stóp procentowych przez Fed spowodowała zwiększenie nachylenia krzywej rentowności w USA. Rentowności obligacji o długich terminach wzrosły wyraźnie na fali powracającej skłonności do ryzyka oraz rosnących obaw o perspektywy inflacji. Na zakończenie tygodnia rentowność 10-letnich Treasuries i Bundów wróciły do poziomów z połowy sierpnia – odpowiednio 4,68% i 4,35%.

▪ W tym tygodniu zachowanie bazowych rynków długu będzie pod wpływem publikacji danych oraz dość licznych wypowiedzi przedstawicieli banków centralnych (ECB, Fed). Uwaga będzie też zwrócona na rynek ropy naftowej, której rekordowe ceny mogą wpłynąć na oczekiwania inflacyjne.

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