

# Tygodnik ekonomiczny

29 października – 4 listopada 2007

Miniony tydzień na krajowym rynku finansowym stał pod znakiem zdecydowanego umocnienia złotego i spadku rentowności długoterminowych obligacji pod wpływem wyniku wyborów parlamentarnych. Zwycięstwo Platformy Obywatelskiej wzbudziło wśród inwestorów nadzieje na ożywienie reform i zwiększyło wiarę, że nastąpi szybkie wejście Polski do strefy euro, choć eksperci PO ds. gospodarczych zapowiadają, że miałyby to nastąpić w 2012-2013 roku, a podobny termin był sugerowany przez poprzedni rząd. Pierwsze zapowiedzi przedstawicieli PO pokazują, że redukcja deficytu budżetowego raczej nie będzie bardzo szybka. PO zapowiedziało, że wycofa się z uchwalonego wcześniej drugiego etapu redukcji składki rentowej dla wszystkich z początkiem 2008 r. Oszczędności uzyskane w ten sposób nie mają jednak zostać przeznaczone w całości na redukcję deficytu budżetowego, lecz na podwyżki świadczeń społecznych i płac dla nauczycieli. W rezultacie, o ile bezpośrednio po wyborach zapowiadano, że przyszłoroczny deficyt budżetowy zostanie obniżony do 20 mld zł, to w ostatnich zapowiedziach mówi się już tylko o 25 mld zł. Na razie nie wiadomo, jaka będzie polityka fiskalna nowego rządu, choć zapowiedziano zrównoważenie finansów publicznych w 4 lata. Jeśli program nowego rządu będzie dawał realną szansę na osiągnięcie tego celu, to poprawie uległaby ocena średnioterminowych perspektyw inflacji. Naszym zdaniem RPP powstrzyma się ze zmianą parametrów polityki pieniężnej na posiedzeniu w tym tygodniu, ale spodziewamy się kolejnej podwyżki stóp w listopadzie.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>WTOREK (30 października)</b>							
15:00	USA	Wskaźnik zaufania konsumentów	X	pkt	99,0	-	99,8
<b>ŚRODA (31 października)</b>							
-	<b>POL</b>	<b>Posiedzenie RPP – decyzja</b>	-	%	<b>4,75</b>	<b>4,75</b>	<b>4,75</b>
-	JP	Posiedzenie Banku Japonii – decyzja	-	%	0,5	-	0,5
11:00	EMU	Wskaźnik nastrojów w gospodarce	X	pkt	106,5	-	107,1
11:00	EMU	Przedwstępny HICP	X	% r/r	2,3	-	2,1
13:30	USA	Bazowy PCE	III kw.	%	1,5	-	1,4
13:30	USA	Wstępne PKB	III kw.	%	3,0	-	3,8
13:30	USA	Deflator PKB	III kw.	%	2,0	-	2,6
14:15	USA	Raport ADP	X	tys.	60,0	-	58,0
14:45	USA	Chicago PMI	X	pkt	53,0	-	54,2
19:15	USA	Spotkanie Fed – decyzja	-	%	4,5	-	4,75
<b>CZWARTEK (1 listopada)</b>							
-	<b>POL</b>	<b>Dzień wolny</b>					
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	-	tys.	330,0	-	331,0
14:30	USA	Bazowy PCE	IX	% m/m	0,2	-	0,1
15:00	USA	ISM sektor przetwórczy	X	pkt	51,5	-	52,0
15:00	USA	Sprzedaż domów w toku	IX	%	-5,0	-	-6,5
<b>PIĄTEK (2 listopada)</b>							
10:00	EMU	PMI sektor przetwórczy	X	pkt	51,5	-	53,2
13:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	X	tys.	85,0	-	110,0
13:30	USA	Bezrobocie	X	%	4,7	-	4,7
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	IX	%	-0,5	-	-3,3

Źródło: BZ WBK, Parkiet, Reuters

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

**Piotr Bielski** 022 586 8333

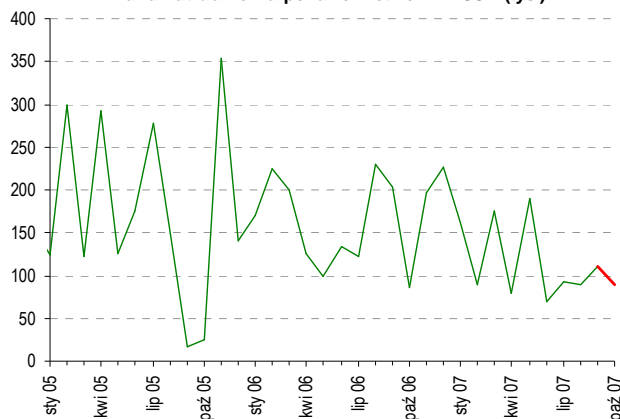
**Piotr Bujak** 022 586 8341

**Cezary Chrapek** 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Decyzje banków centralnych i dane z USA

Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem w USA (tys.)

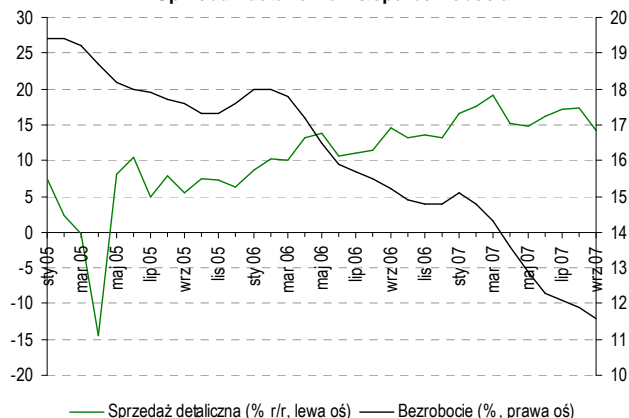


▪ Biorąc pod uwagę, że wynik wyborów ożywił nadzieje na zacieśnienie polityki fiskalnej, a złoty wyraźnie się umocnił (choć wg Andrzeja Sławińskiego bez uzasadnienia w fundamentach), to sądzimy, że Rada wstrzyma się z podwyżką stóp na posiedzeniu w tym tygodniu, czekając na wyklarowanie się sytuacji politycznej (program gospodarczy nowego rządu) i perspektywy złotego. W październiku Rada będzie dysponować nową projekcją inflacji, ale dopiero w listopadzie dostępne będą dane z rynku pracy za III kw. Poza wynikiem posiedzenia RPP, w tym tygodniu w kraju poznamy prognozę inflacji MinFin.

▪ Tuż po posiedzeniu RPP uczestnicy polskiego rynku będą szykować się do długiego weekendu, ale za granicą nastąpi kluczowe wydarzenie miesiąca – decyzja Fed o stopach i do piątku nastąpi publikacja olbrzymiej porcji ważnych danych, w tym kolejnego raportu o zatrudnieniu.

## Miniony tydzień w gospodarce – Nowe dane nie zmieniają oceny sytuacji

Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia

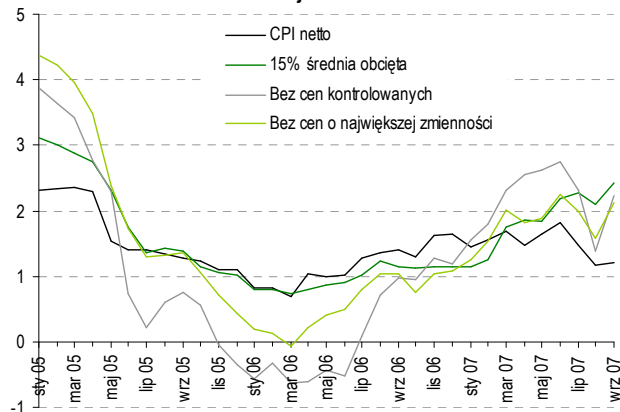


▪ Podobnie jak inne dane za wrzesień płynące wcześniej z gospodarki, wzrost sprzedaży detalicznej okazał się we wrześniu niższy od oczekiwań rynku (14,2% przy konsensusie rynkowym na poziomie 16,7%). Jednocześnie wzrost ten był blisko naszej prognozy na poziomie 14,5%.

▪ Wzrost sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym wyniósł 12,2% r/r, co było najniższym wynikiem w tym roku, o kilka pkt proc. niższym od średniej za poprzednie miesiące (15,4%). Biorąc pod uwagę komplet danych miesięcznych za III kw. (oprócz bilansu płatniczego), szacujemy, że wzrost gospodarczy w tym okresie wyniósł ok. 6%, choć ryzyko dla tej prognozy jest asymetryczne w dół.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła na koniec września do 11,6%, nieco głębiej niż oczekiwano. Dobra sytuacja na rynku pracy będzie wspierała dalszy szybki wzrost konsumpcji prywatnej.

Inflacja bazowa



▪ Większość wskaźników inflacji bazowej zwiększyła się we wrześniu, podążając w ślad za silnym wzrostem inflacji CPI.

▪ Jedynie „inflacja netto” pozostała – zgodnie z naszym szacunkiem – na poziomie z sierpnia, tj. 1,2% r/r. Był to zarazem najniższy spośród pięciu wskaźników inflacji bazowej. Skala wzrostu pozostałych miar inflacji bazowej była zróżnicowana i wahała się w granicach 0,3-0,9 pp.

▪ Wszystkie wskaźniki utrzymały się jednak poniżej celu inflacyjnego. Dane nie zmieniły oceny perspektyw inflacji. Generalnie, fundamentalna presja inflacyjna nadal wydaje się pozostawać pod kontrolą, co odzwierciedla dość niski poziom większości miar inflacji bazowej. Wzrost CPI wprawdzie nadal będzie przyspieszał, jednak jak na razie generowany jest głównie przez ceny żywności i paliw (czego dowodem jest niska inflacja bazowa), podczas gdy wzrost cen innych towarów i usług pozostaje umiarkowany.

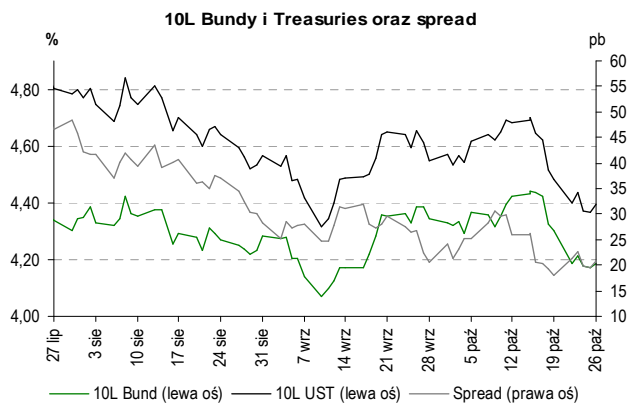
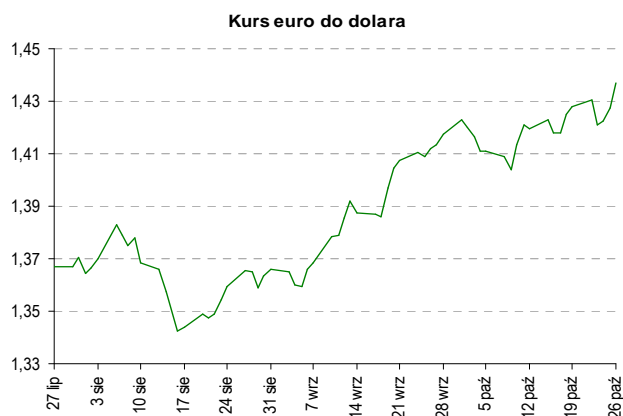
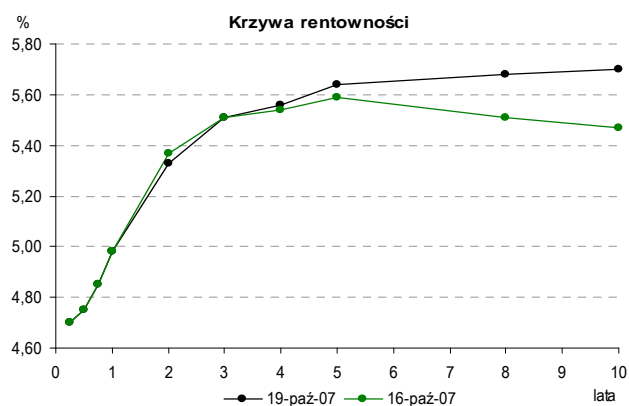
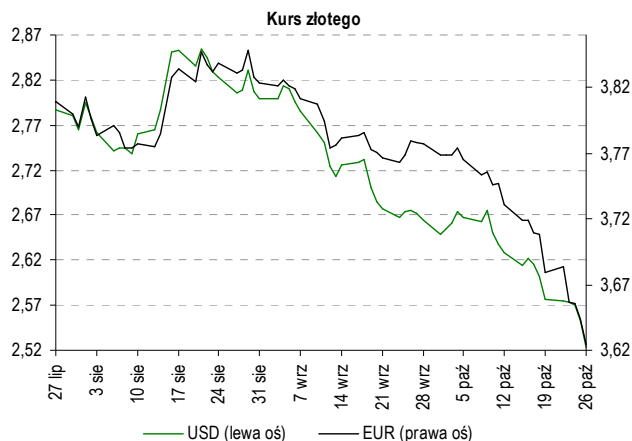
## Cytat tygodnia – Nie będzie obniżki składki rentowej dla wszystkich

**Zbigniew Chlebowski, poseł PO, ekspert ds. gospodarczych, Gazeta Wyborcza, 26 X**

*Podjęliśmy decyzję: nie będzie obniżki składki rentowej dla wszystkich. Obniżka jest kosztowna. Chcemy lepiej adresować tę pomoc - do ludzi młodych, bo to oni są najbardziej zagrożeni bezrobociem, oraz osób pracujących za najniższe wynagrodzenie, czyli 1126 zł. Tylko w przypadku ludzi wchodzących na rynek pracy oraz osób z najniższymi zarobkami składka spadnie o 4 pp.*

Wypowiedź głównego eksperta gospodarczego PO wskazuje, że nowy rząd wycofa się częściowo z obniżki składki rentowej od 2008 roku. Miałyby ona dotyczyć tylko najmniej zarabiających, a oszczędności z tytułu ograniczenia zakresu redukcji składki miałyby wynieść ok. 10 mld zł i byłyby przeznaczone na podwyżki świadczeń społecznych i płac dla nauczycieli. Taka zmiana planów oznaczałaby zmianę oceny efektów inflacyjnych obniżki składki. W nowej wersji, w większym stopniu stymulując konsumpcję, a w mniejszym sprzyjając zwiększaniu akumulacji, redukcja składki spowodowałaby pogorszenie perspektyw inflacji.

## Monitor rynku



## Wynik wyborów umacnia złotego

Wynik wyborów wzbudził wśród inwestorów nadzieje na ożywienie reform i wzmocnił wiarę w nieodległe wejście Polski do strefy euro. W rezultacie doszło do wyraźnego umocnienia kursu złotego. Ze względu na wzrost kursu EURUSD silniejsza była aprecjacja złotego wobec amerykańskiej waluty niż wobec euro. W ciągu tygodnia złoty umocnił się o ok. 1,3% wobec wspólnej waluty i ok. 2% do dolara.

Po zdecydowanym pokonaniu poziomu 3,65 celem dla kursu EURPLN może być teraz 3,60. Naszym zdaniem na tym poziomie powinien pojawić się bardzo silny opór. Sądzymy jednak, że korekta może pojawić się jeszcze przed zbliżeniem do tej bariery. Przewidujemy, że w tym tygodniu kurs EURPLN będzie się wahał w przedziale 3,60-3,70, a kurs USDPLN w przedziale 2,48-2,58.

## Spadek rentowności długoterminowych obligacji

Wynik wyborów zmienił nastawienie inwestorów nie tylko do złotego, ale również do długoterminowych obligacji, poprawiając ocenę perspektyw wejścia Polski do strefy euro. W rezultacie rentowności 10-letnich obligacji spadły o 23 pb. Jednocześnie rentowności dwulatek wzrosły o 4 pb, a rentowność obligacji 5-letnich spadła tylko o 5 pb, ponieważ utrzymują się oczekiwania na kontynuację podwyżek stóp przez RPP. Jednocześnie niektóre pomysły PO co do polityki fiskalnej w przyszłym roku raczej nie skłaniają do bardziej optymistycznego myślenia o inflacji.

Po spłaszczeniu krzywej dochodowości w minionym tygodniu, nowy tydzień powinien wg nas przynieść stabilizację, jeśli RPP nie zaskoczy rynku podwyżką.

## Nowy rekord słabości dolara

Miłe złego początki – to powiedzenie doskonale pasuje do opisu zachowania dolara w minionym tygodniu. W poniedziałek dolar wzmocnił się dzięki przejściowemu wzrostowi awersji do ryzyka na światowych rynkach, ale później było już tylko gorzej. Do osłabienia dolara przyczyniły się słabsze od oczekiwań dane, w tym z rynku nieruchomości i rynku pracy. Wzmogły one oczekiwania na kolejną obniżkę stóp na posiedzeniu Fed w tym tygodniu, co doprowadziło kurs EURUSD do rekordowo wysokiego niemal 1,44 w piątek pod koniec polskiej sesji.

Oprócz decyzji Fed kurs EURUSD będzie zależał w tym tygodniu od licznych publikacji danych. Kluczowymi momentami tygodnia będzie środowowa decyzja Fed oraz piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem.

## Wzmoczone oczekiwania na obniżki stóp przez Fed

Na bazowych rynkach długu dominował w minionym tygodniu trend spadkowy rentowności. Wynikało to ze wzrostu oczekiwań na obniżki stóp przez Fed na posiedzeniu w tym tygodniu po serii publikacji gorszych od prognoz danych. Wyraźny spadek dotyczył nie tylko amerykańskich obligacji, ale również Bundów, mimo dość „jastrzębich” wypowiedzi przedstawicieli EBC, ponieważ dane ze strefy euro wskazały, że podwyżka stóp w strefie euro w przewidywalnym okresie czasu wydaje się mało prawdopodobna. W ciągu tygodnia rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów spadły odpowiednio z 4,40% do 4,40% i z 4,30% do 4,17%.

W tym tygodniu dla rynków bazowych, podobnie jak dla dolara kluczowa będzie decyzja Fed i dane z rynku pracy.

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