

# Tygodnik ekonomiczny

5 - 11 listopada 2007

Mimo długiego weekendu miniony tydzień nie był wcale spokojny. RPP nie zmieniła stóp procentowych, choć na rynku pojawiały się obawy, że może dojść do podwyżki. Komunikat RPP nie zaskoczył, a opublikowana projekcja inflacji również nie przyniosła wielu zmian i jak powiedział Jan Czekaj nie zmieniła zasadniczego obrazu polityki pieniężnej. Nasz scenariusz pozostaje bez zmian i oczekujemy podwyżki stóp procentowych na kolejnym posiedzeniu w listopadzie. Uwaga inwestorów była też skupiona na posiedzeniu amerykańskiego banku centralnego, który obniżył stopy o 25 pb. Inwestorów zaskoczył ton komunikatu, który sugerował, że Fed chce zmniejszyć oczekiwania, że poluzowywanie polityki pieniężnej w USA będzie kontynuowane. W ciągu tygodnia doszło do lekkiej korekty złotego wobec głównych walut, co było związane ze wzrostem awersji do ryzyka pod koniec tygodnia za sprawą rozczarowujących wyników finansowych amerykańskich banków. Na rynku obligacji doszło do osłabienia w związku z utrzymującymi się oczekiwaniami na podwyżki stóp procentowych. Ponadto kontynuowane było spłaszczanie krzywej.

Szczególnie interesująca w kontekście wzrostu cen żywności będzie prognoza inflacji Ministerstwa Finansów. Naszym zdaniem przyspieszenie dynamiki wzrostu CPI będzie kontynuowane, co może utrzymywać rentowności krótkoterminowych obligacji na podwyższonych poziomach. Na poniedziałek zaplanowane zostało pierwsze posiedzenie Sejmu po wyborach, podczas którego premier Jarosław Kaczyński poda do dymisji Radę Ministrów. Istotny będzie skład nowego rządu oraz wypowiedzi przyszłych ministrów w kwestiach gospodarczych, biorąc pod uwagę różne, często daleko odbiegające od siebie wypowiedzi polityków przyszłej koalicji. Europejski Bank Centralny najprawdopodobniej pozostawi stopy procentowe bez zmian, a jego komunikat również nie powinien zaskoczyć. Za granicą nastąpi spora liczba publikacji danych, które mogą mieć wpływ na nastroje na rynkach finansowych, a te mogą przełożyć się na zachowanie krajowego rynku.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (5 listopada)</b>							
11:00	POL	Przetarg 1,0 mld zł 52-tyg. bonów skarbowych					
16:00	USA	ISM – sektor usług	X	pkt	54,0	-	54,8
<b>WTOREK (6 listopada)</b>							
10:00	EMU	PMI sektor usług	X	pkt	55,6	-	54,2
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	IX	% r/r	1,9	-	1,0
<b>ŚRODA (7 listopada)</b>							
11:00	POL	Aukcja 1,5-2,0 mld zł obligacji 2-letnich OK0709					
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy	III kw.	%	1,3	-	1,4
14:30	USA	Wydajność pracy	III kw.	%	2,4	-	2,0
16:00	USA	Zapasy hurtowe	IX	%	0,2	-	0,1
<b>CZWARTEK (8 listopada)</b>							
13:00	GB	Spotkanie Banku Anglii – decyzja		%	5,75	-	<b>5,75</b>
13:45	EMU	Spotkanie EBC – decyzja		%	4,00	-	4,00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych		'000		-	327
<b>PIĄTEK (9 listopada)</b>							
14:30	USA	Ceny w handlu z zagranicznym	X	%	0,9	-	1,0
14:30	USA	Bilans handlowy	IX	mld \$	-58,00	-	57,59
16:00	USA	Wstępny indeks Michigan	XI	pkt		-	80,9

Źródło: BZ WBK, Parkiet, Reuters

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

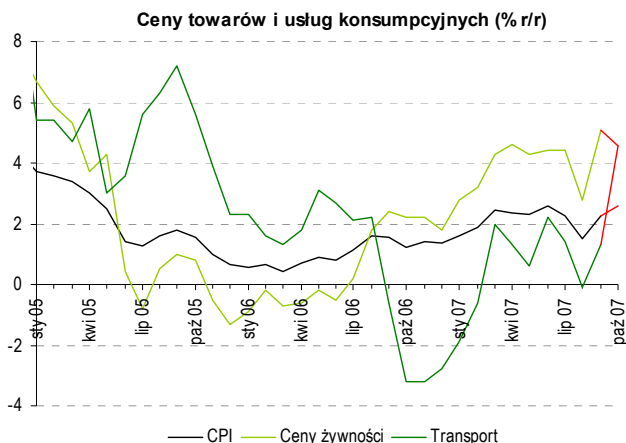
**Piotr Bielski** 022 586 8333

**Piotr Bujak** 022 586 8341

**Cezary Chrapek** 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Prognoza CPI MinFin, dane z zagranicy, decyzja EBC w sprawie stóp



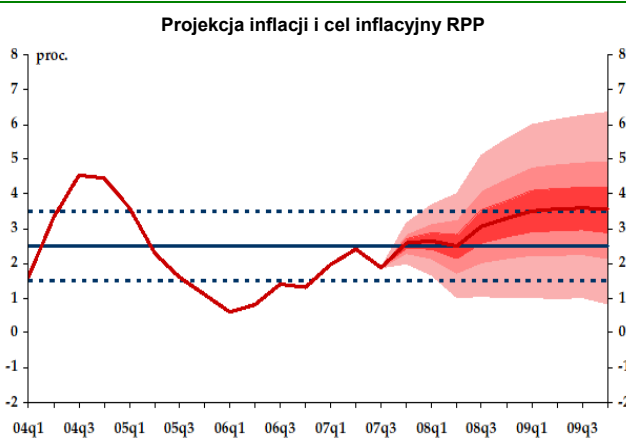
▪ Na ten tydzień została przeniesiona publikacja prognozy inflacji sporządzanej przez Ministerstwo Finansów. Te szacunki mogą być szczególnie istotne biorąc pod uwagę zaskakująco wysoki wzrost CPI we wrześniu i ryzyka po stronie wspomnianych przez RPP cen żywności. Sądzymy, że inflacja przyspieszyła w październiku do 2,6% r/r.

▪ Dla rynku długu dosyć ciekawe mogą być wyniki aukcji obligacji 2-letnich, a resort finansów nie powinien mieć problemów z uplasowaniem emisji na rynku.

▪ Również i ten tydzień będzie zdominowany przez wydarzenia zaplanowane za granicą, gdzie zaplanowano publikację szeregu danych w Stanach Zjednoczonych oraz w strefie euro.

▪ EBC najprawdopodobniej pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie, wobec utrzymujących się niepewności na rynkach finansowych oraz silnego euro.

## Miniony tydzień w gospodarce – RPP pozostawiła stopy bez zmian, Możliwy koniec cięć stóp w USA

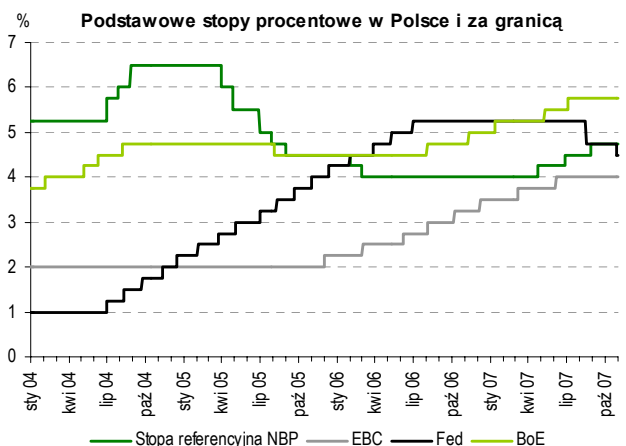


▪ Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych, a stopa referencyjna pozostała na poziomie 4,75%.

▪ W komunikacie RPP utrzymała opinię, że ryzyko wzrostu inflacji powyżej celu jest nadal wyższe niż tego, że będzie ona poniżej celu, co odpowiada restrykcyjnemu nastawieniu polityki pieniężnej. Do listy potencjalnych zagrożeń inflacyjnych dołączyła sytuacja na rynku żywności.

▪ Podtrzymujemy zdanie, że podwyżka stóp o 25 pb nastąpi w listopadzie, a kolejne dwie w I połowie 2008 roku.

▪ Główną zmianą było obniżenie ścieżki inflacji do połowy 2008 r. i podwyższenie jej po tym terminie w porównaniu do lipcowej projekcji. Choć warto tu dodać, że wg *Raportu o inflacji* po uwzględnieniu pozamodelowych czynników niepewności w długim terminie ryzyko dla projekcji inflacji jest asymetryczne w dół.



▪ Fed zadeklarował o obniżeniu stóp procentowych o 25 pb, a główna stopa Fed Funds spadła do 4,50%.

▪ W komunikacie amerykański bank centralny zasygnalizował, że dotychczasowe obniżki stóp powinny pomóc w uspokojeniu sytuacji na rynkach finansowych oraz wesprzeć gospodarkę USA. Ponadto Fed dodał, że ryzyko w górę dla inflacji mniej więcej równoważy ryzyko w dół dla wzrostu gospodarczego. Może to sygnalizować, że Fed może nie być skłonny do kontynuowania procesu rozluźniania polityki pieniężnej w najbliższym czasie.

▪ Sądzymy, że cięcie stóp nie było ostatnim i Fed może zdecydować się na kolejne cięcie o 25 pb w I kw. 2008.

▪ Zatrudnienie poza rolnictwem w USA w październiku wzrosło o 166 tys., znacznie powyżej oczekiwań (80 tys.), choć dane za poprzednie miesiące były zrewidowane w dół.

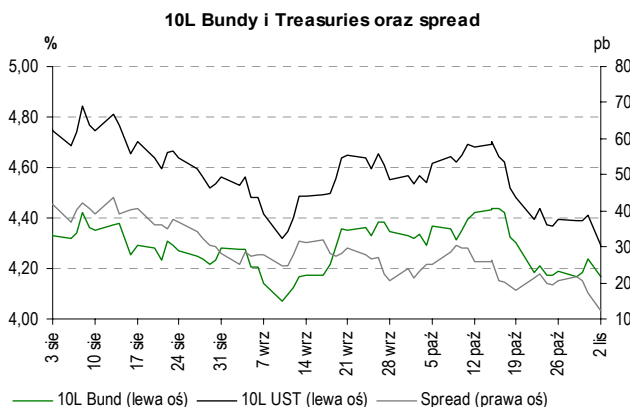
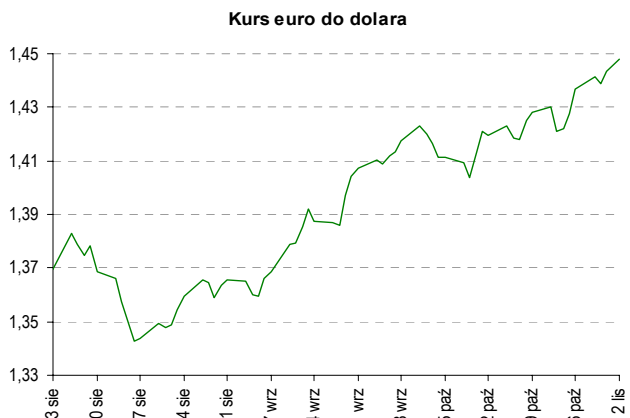
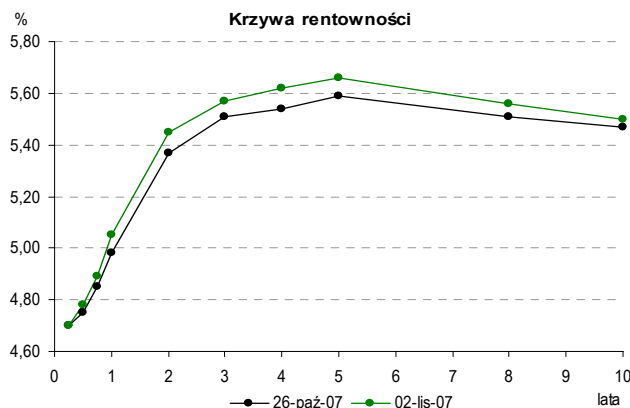
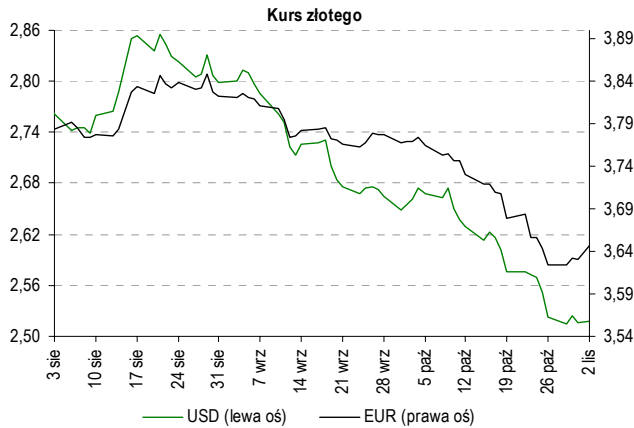
## Cytat tygodnia – Podwyżka stóp najprawdopodobniej w listopadzie

**Jan Czekaj, członek RPP, PAP, 2 XI**

*Jest za wcześnie, by twierdzić, że mamy do czynienia z osłabieniem wzrostu gospodarczego, gdyż może być to przejściowe obniżeniem dynamiki. Jeżeli w tym roku podwyżka będzie konieczna, to dojdzie do niej prawdopodobnie w listopadzie. Możemy taką decyzję podjąć na podstawie danych dostępnych w listopadzie. Obecnie prawdopodobieństwo, że do podwyżki dojdzie w listopadzie oceniam na ok. 55% (...). Bilans ryzyk nie zmienił znacząco - z jednej strony mamy nowe zagrożenie w postaci cen żywności, z drugiej mocno umacnia się złoty. Nie wykluczalbym także podwyżek w 2008 roku, ale to będzie głównie zależało od tego, jak silne może okazać się spowolnienie gospodarki. (...) Podwyżka mogłaby podziałać na dodatkowe jego [złotego] wzmocnienie, a to nie jest naszym celem.*

Członek RPP, który w tym roku stał się czołową postacią decydującą o podwyżkach stóp, zasugerował, że w przyszłym miesiącu może dojść do podwyżki stóp, co od dłuższego czasu jest zgodne z naszym scenariuszem bazowym i od jakiegoś czasu pokrywa się również z oczekiwaniami rynku i analityków. Członek RPP zwrócił uwagę na to, że dalsze podwyżki stóp nie byłyby potrzebne, jeśli dynamika PKB spowolniłaby do ok. 5%. Z kolei gdyby doszło do ustabilizowania się cen żywności na wyższym poziomie mogłoby to wywołać efekty drugiej rundy poprzez presję płacową, co mogłoby wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej. Jan Czekaj nie jest też zwolennikiem decyzji, które mogą się przyczynić do zbyt silnego umocnienia złotego.

## Monitor rynku



## Awersja do ryzyka osłabia złotego

■ Zgodnie ze scenariuszem, jaki nakreśliśmy w poprzednim raporcie tygodniowym złoty zbliżył się poziomowi 3,60 wobec euro na fali utrzymujących się pozytywnych nastrojów po wyborach parlamentarnych. Przed osiągnięciem tego poziomu doszło do korekty EURPLN, który wzrósł chwilowo w związku z wyprzedzą obligacji w obawie przed podwyżką stóp przez RPP. Późniejsze osłabienie złotego wynikało ze wzrostu awersji do ryzyka.

■ W najbliższych dniach nie będzie wielu publikacji na rynku krajowym. Ważnym wydarzeniem może być podanie składu nowego rządu. O ruchach na krajowym rynku walutowym powinny w nieco większym stopniu niż ostatnio decydować nastroje na rynkach międzynarodowych. W tym tygodniu kurs EURPLN pozostanie w przedziale 3,60-3,70, a kurs USDPLN w przedziale 2,48-2,58.

## Lekkie osłabienie i dalsze wypłaszczenie krzywej

■ Początek tygodnia przebiegał pod znakiem kontynuacji ruchów rentowności obserwowanych w poprzednim tygodniu, tj. doszło do dalszego wypłaszczenia krzywej rentowności, choć przy lekkim osłabieniu obligacji 5-letnich. Jednak później obawy o podwyżkę stóp już w październiku doprowadziły do lekkiej korekty. Piątek przy niższej płynności ze względu na długi weekend przyniósł dalsze spłaszczenie krzywej przy wzroście rentowności 2-letnich oraz 5-letnich (m.in. po wypowiedzi Jana Czekaja).

■ W tym tygodniu kluczową publikacją dla rynku długu będzie prognoza inflacji resortu finansów. Ważne mogą okazać się wypowiedzi przyszłych ministrów o priorytetach w programie gospodarczym. Na krajowy rynek będą miały też wpływ rynki bazowe i nastroje inwestorów.

## Dolar ponownie na rekordowo słabych poziomach

■ W ostatnich dniach inwestorzy oczekiwali przede wszystkim na główne wydarzenie tygodnia, jakim była decyzja Fed. W tym czasie dolar stopniowo tracił na wartości wobec głównych walut. Amerykański bank centralny obciął stopy, a komunikat wydawał się sugerować możliwy koniec cięć stóp, mimo to kurs EURUSD wzrósł do rekordowo wysokiego poziomu (1,45). Do odreagowania doszło nieco później po złych wynikach amerykańskich banków, które zaowocowały wzrostem awersji do ryzyka. W piątek dolar osłabił się mimo danych z rynku pracy.

■ Sądzymy, że w ciągu kilku miesięcy może dojść do pewnego osłabienia dolara, w związku z jeszcze jednym cięciem stóp przez Fed oraz wstrzymaniem się od dalszych podwyżek stóp przez EBC. W tym tygodniu poza spotkaniem EBC warto zwrócić uwagę na indeksy ISM, PMI i Michigan.

## Niewielkie zmiany mimo sporych wahań

■ Początek minionego tygodnia był spokojny dla bazowych rynków długu, a inwestorzy czekali na wynik posiedzenia FOMC. Po nieco zaskakującym komunikacie Fed doszło do ich osłabienia. Jednak słabe wyniki instytucji finansowych w USA doprowadziły do ucieczki w bezpieczne aktywa, czemu towarzyszyła korekta na rynkach akcji. 10-letnie rentowności Treasuries i Bundów spadły do 4,36% i 4,20% notowanych na początku tygodnia.

■ Istotny dla niemieckich obligacji powinien być komunikat EBC po czwartkowym posiedzeniu, choć nie sądzimy by zawierał on jakieś kluczowe zmiany w stosunku do poprzedniego. Ważne będą indeksy aktywności w sektorach usług w USA i EMU oraz dane inflacyjne o cenach importowych jak również wstępny indeks Michigan pokazujący nastroje amerykańskich konsumentów.

---

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