

# Tygodnik ekonomiczny

12 - 18 listopada 2007

Miniony tydzień przyniósł przede wszystkim odwrócenie krzywej rentowności, co było wynikiem po pierwsze zaskakująco wysokiej prognozy inflacji Ministerstwa Finansów, po którym nastąpiły nieco bardziej jastrzębie wypowiedzi członków RPP, a po drugie do umocnienia doszło na bazowych rynkach długu, które wsparło długi koniec krzywej. Europejski Bank Centralny pozostawił stopy procentowe bez zmian podobnie jak Bank Anglii a wypowiedzi Jean Claude Trichet wskazywały na dalsze wyczekiwania na kolejne dane i rozwój wydarzeń na rynku finansowym. Ben Bernanke w swoim wystąpieniu zauważył pogarszające się oczekiwania, co do wzrostu gospodarczego w USA.

W związku z nasileniem się obaw o przyspieszenie inflacji głównie pod wpływem rosnących globalnie cen żywności, dane CPI będą szczególnie istotne. Uważamy, że wzrost inflacji będzie nieco mniejszy niż spodziewa się tego rynek. Warto uważnie śledzić komentarze członków RPP analizując ich nastawienie do możliwego szoku podażowego i ewentualnych efektów drugiej rundy oraz skuteczności dostępnych instrumentów Rady do przeciwdziałania tym zjawiskom. Nieco mniej istotne niż dotychczas mogą okazać się dane z rynku pracy, których dynamika może wkrótce osłabnąć. Po desygnowaniu Donalda Tuska na premiera mogą pojawić się propozycje programu gospodarczego rządu, co może wpłynąć na nastroje inwestorów. Krajowy rynek będzie też pod wpływem zagranicy w związku z dużą liczbą publikacji ważnych danych. Naszym zdaniem złoty może wkrótce poddać się delikatnej korekcie.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (12 listopada)</b>							
	USA	Dzień wolny					
<b>WTOREK (13 listopada)</b>							
14:00	POL	Bilans obrotów bieżących	IX	mIn €	-875	-859	-637
14:00	POL	Bilans handlowy	IX	mIn €	-625	-959	-289
11:00	GER	Indeks ZEW	XI	pkt	-20,0	-	-18,1
11:00	EMU	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	2,5	-	2,5
21:00	USA	Sprzedaż domów w toku	IX		-1,5	-	-6,5
<b>ŚRODA (14 listopada)</b>							
11:00	POL	Aukcja 1,5-3,0 mld zł obligacji 10-letnich zmiennokuponowych WZ0118 i 0-1 mld zł indeks. CPI					
14:00	POL	CPI	X	% r/r	3,0	2,8	2,3
14:00	POL	Podaż pieniądza	X	% r/r	14,3	14,8	14,3
14:30	USA	PPI	X	% m/m	0,3	-	1,1
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	0,2	-	0,6
<b>CZWARTEK (15 listopada)</b>							
11:00	EMU	Finalny indeks HICP	X	% r/r	0,8	-	0,8
14:30	USA	CPI	X	% m/m	0,3	-	0,3
14:30	USA	Indeks New York	XI	pkt	21,1	-	28,75
18:00	USA	Indeks Philadelphia	XI	pkt	5,5	-	6,8
<b>PIĄTEK (16 listopada)</b>							
14:00	POL	Płace	X	% r/r	9,6	9,5	9,5
14:00	POL	Zatrudnienie	X	% r/r	4,7	4,7	4,7
15:00	USA	Napływ kapitału	IX	mld \$		-	-69,3
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,1	-	0,1

Źródło: BZ WBK, Parkiet, Reuters

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

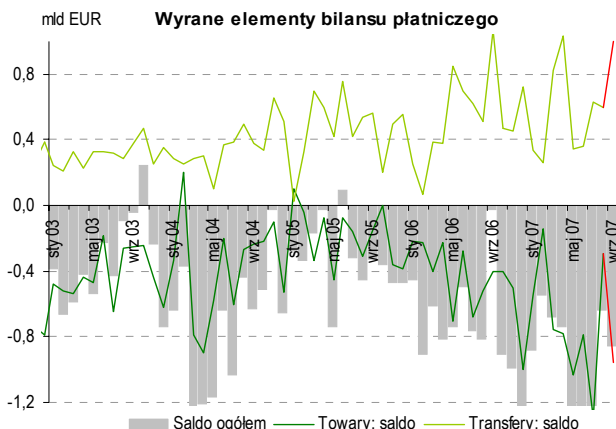
**Piotr Bielski** 022 586 8333

**Piotr Bujak** 022 586 8341

**Cezary Chrapek** 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Kluczowa inflacja i dane z rynku pracy

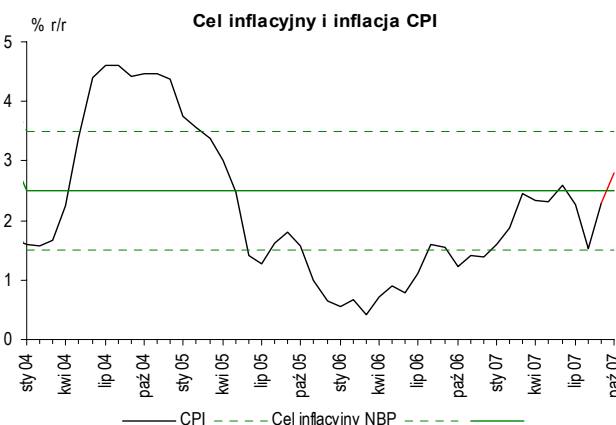


- Początek tygodnia powinien być dosyć spokojny ze względu na dzień wolny w Stanach Zjednoczonych.
- Inwestorzy będą się przygotowywać na główną publikację tygodnia, tj. dane o inflacji. Są one szczególnie istotne biorąc pod uwagę wysoką prognozę Ministerstwa Finansów, która mocno wpłynęła na rynek. Po publikacji prognozy resortu finansów zdecydowaliśmy się nieco podwyższyć nasz szacunek inflacji w październiku do poziomu 2,8% r/r wobec 2,6% prognozowanych wcześniej.
- Oczekujemy sporego pogorszenia bilansu handlowego w związku z osłabieniem tempa eksportu (do nieco ponad 10%) oraz utrzymaniem tempa importu na dosyć wysokim poziomie (ok. 16%). Wzrost deficytu obrotów bieżących będzie mniejszy i sam deficyt będzie niższy od salda handlowego ze względu na spodziewany znaczący napływ transferów bieżących.



- Spodziewamy się lekkiego przyspieszenia podaży pieniądza w październiku do 14,8% r/r przy minimalnym spowolnieniu dynamiki kredytów ogółem (30%) oraz stabilizacji dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych (ok. 40%).
- Pod koniec tygodnia poznamy dane z rynku pracy, które zostały nieco na drugim planie w związku z przyspieszeniem inflacji. Oczekujemy, że dynamika płac pozostała na poziomie 9,5% zanotowanym we wrześniu. Może to być (po lekkim wzroście w listopadzie) koniec trendu przyspieszania dynamiki płac, choć czynnikiem ryzyka jest reakcja pracobiorców na dalszy wzrost inflacji. Spodziewamy się, że zatrudnienie wzrosło o 4,7% podobnie jak we wrześniu.
- Za granicą nastąpi publikacja wielu danych, m.in. CPI i sprzedaży detalicznej w USA.

## Miniony tydzień w gospodarce – Wysoka prognoza inflacji MinFin



- Według resortu finansów inflacja w październiku wyniosła 0,7% m/m, co może oznaczać wzrost indeksu CPI aż o 3,0% r/r. Chociaż MinFin nie podał szczegółów prognozy, za tak znaczące przyspieszenie inflacji odpowiadają prawdopodobnie ceny żywności.
- EBC pozostawił stopy bez zmian (podobnie jak Bank Anglii), ze stopą referencyjną na poziomie 4,00%. Jean Claude Trichet powiedział, że EBC jest gotowy do walki z inflacją i dodał, że EBC pozostaje w trybie oczekiwania na kolejne publikacje danych i rozwój wydarzeń na rynkach, i wydaje się, że nastawienie restrykcyjne zostało podtrzymane.
- Ben Bernanke w wystąpieniu przed Komitetem Ekonomicznym Kongresu zauważył zwiększone obawy inwestorów o sytuację na rynku kredytowym oraz o wpływ spowolnienia na rynku nieruchomości na gospodarkę.

## Cytat tygodnia – Zdania w RPP podzielone, ale podwyżka w listopadzie

## Marian Noga, członek RPP, Reuters, 8 XI

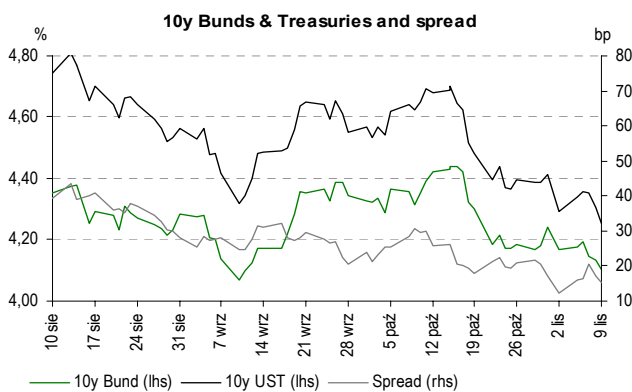
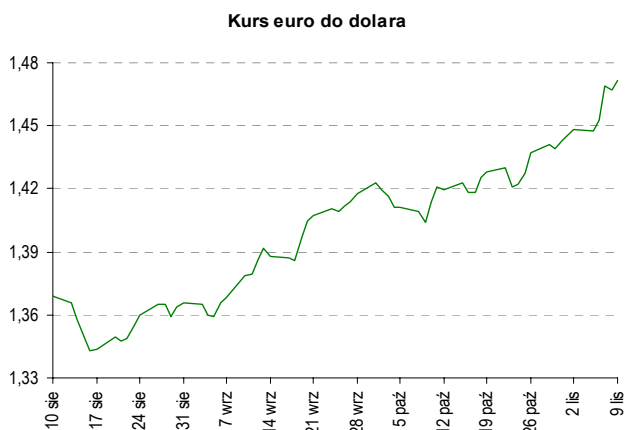
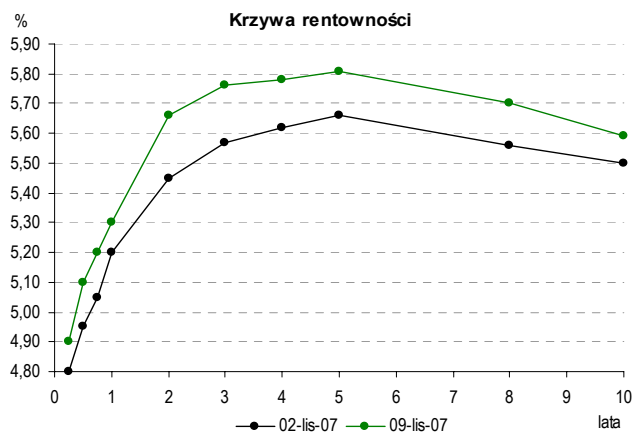
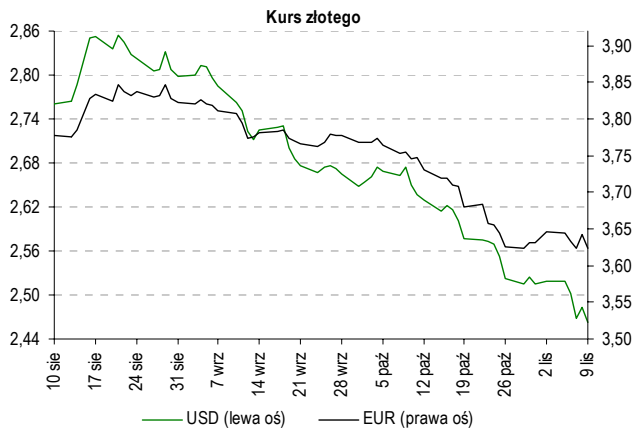
(...) potrzebne są jeszcze co najmniej cztery podwyżki. Mocny złoty wykonuje połowę pracy za Radę (...) właściwie wszystkie wskaźniki są proinflacyjne. W tym roku (...) [podwyżka] jest konieczna i prawdopodobna w listopadzie. (...) dwie w pierwszej połowie 2008r. Luty (...) dobrym miesiącem (...) nie bardzo wierzę w podwyżkę w styczniu. (...) Na szoki nie mamy wpływu, ale musimy kotwiczyć oczekiwania inflacyjne.

## Miroslaw Pietrewicz, członek RPP, PAP, 6 XI

Projekcja jest stosunkowo optymistyczna. Nie kierujemy się tylko bieżącymi wskaźnikami (...). Dopuszczam możliwość podwyżki stóp w tym roku (...) Na razie nie ma problemu z efektami II rundy.

Opinie członków RPP należących do przeciwnych frakcji w RPP wciąż wskazują, że między członkami Rady występują różnice co do skali dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Jednak wydaje się, że jest większość, która uważa, że kontynuacja podwyżek stóp jest potrzebna. Marian Noga wystrzył swoje jastrzębie wypowiedzi i podwyższył oczekiwany docelowy poziom stóp. Nawet jeden z największych gołębi Miroslaw Pietrewicz, mimo że nie widzi powodów do gwałtownych ruchów ani do reagowania na bieżące dane biorąc pod uwagę szok po stronie podażowej, dopuszczałby zacieśnianie polityki pieniężnej. Kluczowe w kwestii dalszych ruchów stóp pozostaje zdanie Jana Czekaja, który mówił niedawno o 55%-owych szansach na podwyżkę w listopadzie.

## Monitor rynku



## „Bezpieczny” złoty się umacnia

■ Mimo utrzymywania się podwyższonej awersji do ryzyka, m.in. w związku z kolejnymi słabymi publikacjami informacji o zagranicznych instytucjach finansowych złoty delikatnie umocnił się wobec poprzedniego piątku wobec euro, a silniej wobec dolara w związku z jego osłabieniem na światowych rynkach.

■ Po desygnowaniu premiera mogą się pojawiać oficjalne komentarze na temat programu gospodarczego koalicji POPL. Obecna siła złotego poza słabym dolarem jest wynikiem oczekiwań na reformy, a także oczekiwań na podwyżki stóp. W tym kontekście istotne mogą być dane CPI. Podtrzymujemy przedział wahań na ten tydzień dla kursu EURPLN 3,60-3,70 (możliwa korekta złotego wobec euro), a dla USDPLN obniżamy go do 2,44-2,54 za sprawą ryzyka dalszego wzrostu kursu EURUSD.

## Krzywa się odwróciła

■ Po publikacji prognozy inflacji resortu finansów doszło do znaczącego osłabienia obligacji 2-letnich oraz wzrostu stawek FRA w związku z oczekiwaniem na większą liczbę podwyżek stóp procentowych niż dotychczas oczekiwano. Wzrost rentowności był kontynuowany w reakcji na komentarze członków RPP. Na długim końcu krzywej po początkowym osłabieniu doszło do odreagowania za sprawą spadków rentowności na rynkach bazowych, co doprowadziło do odwrócenia krzywej rentowności.

■ Uważamy, że rynek obligacji może nieco odreagować po danych o inflacji. Dane z rynku pracy mogą być w tym miesiącu nieco mniej istotne. Dla dalszych ruchów rentowności kluczowe pozostaną komentarze kolejnych członków RPP.

## Kolejny wystrzał EURUSD w górę

■ Po kolejnych negatywnych informacjach z amerykańskich instytucji finansowych, po wypowiedziach, że Chiny planują dywersyfikację swoich rezerw oraz po komentarzach Bena Bernanke dolar osłabił się po raz kolejny osiągając rekordowo słabe poziomy wobec wspólnej waluty (1,473). Pomogły temu oczekiwania na dalsze obniżki stóp procentowych i malejący dysparytet stóp wobec strefy euro.

■ Po tak znaczących ruchach kursu EURUSD uważamy, że dolar może dalej tracić wobec euro jeszcze przez jakiś czas. W tym tygodniu istotne dla euro będzie indeks ZEW (spada m.in. za sprawą siły euro) i dane o PKB. W USA kluczowe będą dane z rynku nieruchomości i dane inflacyjne (jeśli inflacja będzie pod kontrolą da to pewną swobodę przy kolejnych cięciach stóp). Istotna będzie sprzedaż detaliczna, która zobrazuje nastroje konsumentów.

## Odnotowano spadki rentowności

■ Wzrost awersji do ryzyka w związku z publikacją negatywnych informacji z amerykańskich instytucji finansowych doprowadził do przecen na rynkach akcji i ucieczki w bezpieczne aktywa, amerykańskie i niemieckie obligacje skarbowe. Do wzrostów cen długu przyczyniły się też mało jastrzębie komentarze prezesów EBC i Fed. W ciągu tygodnia 10-letnie rentowności Treasuries i Bundów spadły od minionego piątku o ok. 8 pb do 4,28% i 4,11%.

■ Kluczowe pozostaną oczekiwania na dalsze ruchy stóp procentowych w USA. Tu istotny będzie poziom aktywności gospodarczej, szczególnie ważne będą dane o sprzedaży detalicznej, dane z rynku nieruchomości i indeksy aktywności. Kluczowe od strony inflacyjnej będą statystyki CPI i PPI.

---

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