

# Tygodnik ekonomiczny

15 – 21 września 2008

Końcówkę ub. tygodnia zdominowała dyskusja nad deklaracją premiera, że rząd chciałby wprowadzić euro w Polsce w 2011 r. Wprawdzie uważamy, że szanse na to są niewielkie, ale silna deklaracja rządu może oznaczać, że bardziej prawdopodobne staną się daty 2012-13 a nie późniejsze. We wtorek rząd ma się spotkać z RPP i zapewne wejście do strefy euro będzie, obok budżetu 2009, jednym z istotnych punktów dyskusji. Na razie wg NBP rząd nie konsultował tej kwestii z bankiem centralnym. Warto zwrócić uwagę, jakie będą komentarze obu stron po spotkaniu. Już przed spotkaniem część członków Rady (Filar, Wojtyła) sugerowała, że szybsza droga do euro będzie wymagała bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej.

W tym tygodniu uwagę rynku krajowego przykują nowe dane za sierpień. O ile publikacje na początku tygodnia (CPI ponad 5%, wciąż wysokie płace) powinny wzmocnić oczekiwania podwyżek, to dane czwartkowe o niskiej dynamice produkcji i PPI mogą częściowo zneutralizować ten efekt. Za granicą lista publikacji będzie nie mniej bogata, chociaż na pierwszym planie będzie posiedzenie Fed, którego wynik poznamy we wtorek wieczorem. Na uwagę zasługują liczne dane o aktywności ekonomicznej w USA i amerykańskim rynku nieruchomości, jak również wskaźniki inflacyjne.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

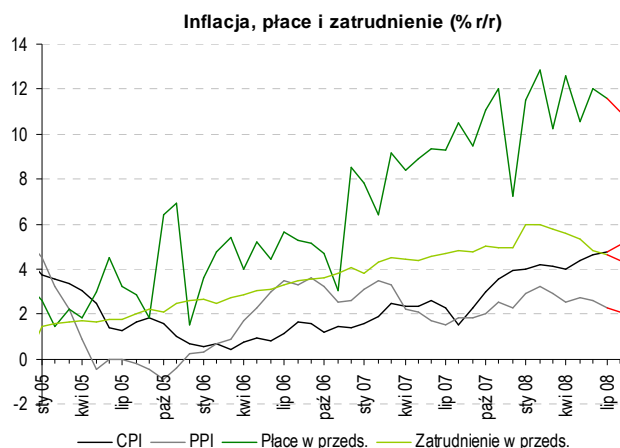
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (15 września)</b>							
11:00	PL	Przetarg bonów skarbowych					
14:00	PL	CPI	VIII	% r/r	5,0	5,1	4,8
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VIII	% r/r	11,0	11,0	11,6
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VIII	% r/r	4,5	4,4	4,7
14:30	US	Indeks NY Fed	IX	pkt	3,5	-	2,77
15:15	US	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	VIII	%	79,7	-	79,9
15:15	US	Produkcja przemysłu	VIII	% m/m	-0,2	-	0,2
<b>WTOREK (16 września)</b>							
11:00	DE	Indeks ZEW	IX	pkt	-54,0	-	-55,5
11:00	EZ	Finalny HICP	VIII	% r/r	3,8	-	4,0
14:30	US	CPI	VIII	% r/r	5,6	-	5,6
15:00	US	Raport o przepływach kapitału	VII	mld		-	51,1
20:15	US	Posiedzenie Fed - decyzja	-	%	2,0	-	2,0
<b>ŚRODA (17 września)</b>							
14:30	US	Liczba budów nowych domów	VIII	mln	0,96	-	0,965
14:30	US	Liczba pozwoleń na budowę	VIII	mln	0,93	-	0,937
<b>CZWARTEK (18 września)</b>							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	0,3	0,0	5,6
14:00	PL	PPI	VIII	% r/r	2,1	2,1	2,3
14:00	PL	Minutes RPP	VIII	-	-	-	-
	JP	Spotkanie BoJ – decyzja	-	%	0,5	-	0,5
14:00	CH	Spotkanie SNB – decyzja	-	%	2,75	-	2,75
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	
16:00	US	Wskaźniki wyprzedzające koniunktury	VIII	% m/m	-0,2	-	-0,7
16:00	US	Indeks Philadelphia Fed	IX	pkt	-10	-	-12,7

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet

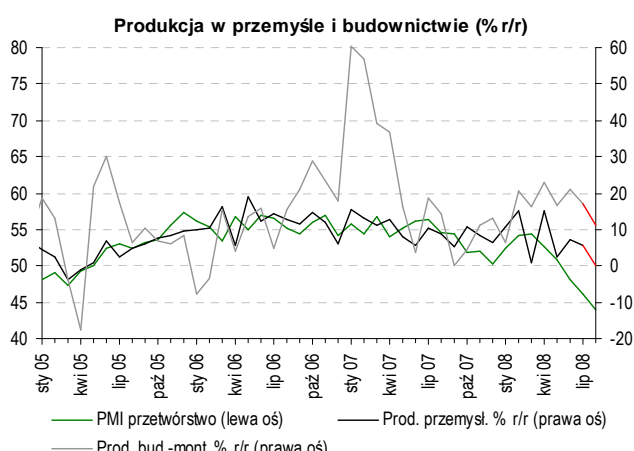
**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363  
**Piotr Bujak** Starszy Ekonomista 022 586 8341  
**Piotr Bielski** Ekonomista 022 586 8333  
**Cezary Chrapek** Analityk 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Wysoka inflacja i płace plus niska produkcja

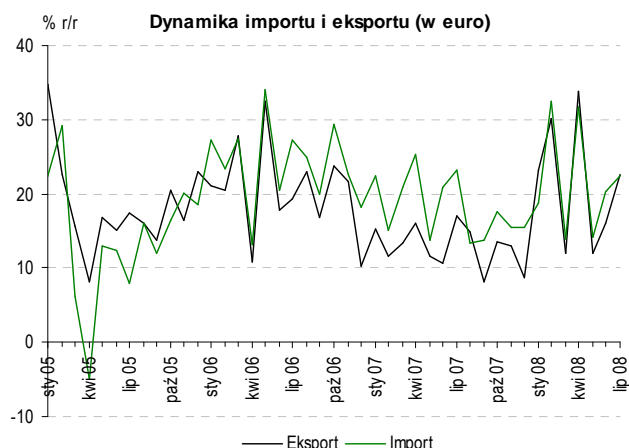


- Tydzień rozpocznie się od mocnego uderzenia, czyli publikacji danych o CPI, płacach i zatrudnieniu za sierpień, które mogą być decydujące dla najbliższych decyzji RPP.
- Spodziewamy się wzrostu inflacji w sierpniu lekko powyżej 5%, pomimo dość znacznej obniżki cen paliw, w czym pomoże m.in. mniejsza niż przed rokiem deflacja cen żywności. Prognozowana przez nas struktura cen spowoduje wzrost inflacji netto w sierpniu do ok. 4% i nowej miary inflacji bazowej (bez cen żywności i energii) do ok. 2,8%. Konsensus rynkowy CPI jest na poziomie 5%.
- Wzrosty płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw powinny nieco spowolnić (płace do 11%, zatrudnienie do 4,4% r/r), pozostając jednak na wystarczająco wysokich poziomach, aby RPP nie przestała się obawiać o efekty drugiej rundy. Prawdopodobnie członkowie Rady odniosą się do nowych danych w komentarzach po ich publikacji.



- Kolejną porcję krajowych danych poznamy dopiero w czwartek. Przewidujemy, że wzrost produkcji przemysłowej w sierpniu był bliski zera, na co wskazuje mniejsza o 2 liczba dni roboczych w porównaniu z ub. rokiem oraz bardzo mocny spadek PMI. Produkcja w budownictwie również spowolniła, ale naszym zdaniem jej wzrost pozostał na niezłym poziomie (ok. 11% r/r).
- Przewidywany jest lekki spadek dynamiki PPI do 2,1%, m.in. za sprawą taniejących surowców. PPI na rynku krajowym prawdopodobnie wciąż pozostaje znacznie wyżej.
- Sprawozdanie z sierpniowego posiedzenia RPP jak zwykle raczej nie wpłynie znacząco na rynek. Można się spodziewać potwierdzenia, że Rada kolejny raz głosowała nad podwyżką stóp. Przed tą decyzją zapewne powstrzymały ją słabe dane i pogarszające się prognozy wzrostu dla strefy euro.

## Miniony tydzień w gospodarce – Eksport nadal ma się dobrze, popyt na kredyty też



- Wzrost eksportu niespodziewanie przyspieszył w lipcu do prawie 23% r/r, rosnąc szybciej niż import (ok. 20% r/r). Poprawiły się też pozostałe elementy bilansu płatniczego (m.in. duża nadwyżka transferów dzięki funduszom z UE), dzięki czemu deficyt obrotów bieżących spadł do 1,2 mld €. 12-mies. deficyt w relacji do PKB spadł do 4,4%.
- W kolejnych miesiącach trzeba się liczyć z pogorszeniem wyników eksportu, jednak skumulowany wpływ handlu zagranicznego na wzrost PKB w III kw. może być mniej negatywny niż wcześniej sądziliśmy.
- Objawów załamania koniunktury nie widać też na rynku kredytów, których wzrost przyspieszył w sierpniu do 26,3% r/r, głównie za sprawą kredytów dla przedsiębiorstw. Wzrost podaży pieniądza i wzrost depozytów gospodarstw domowych lekko spowolniły wobec lipca, utrzymując się jednak na wysokich poziomach.

## Cytat tygodnia – Przystąpienie do euro w 2011 r. mało prawdopodobne

### Donald Tusk, Premier, PAP, 10 września

Po raz pierwszy powiem, że mój rząd będzie dążył do tego, abyśmy weszli do strefy euro w 2011 roku. Będzie to sprawa trudna, ale możliwa do realizacji.

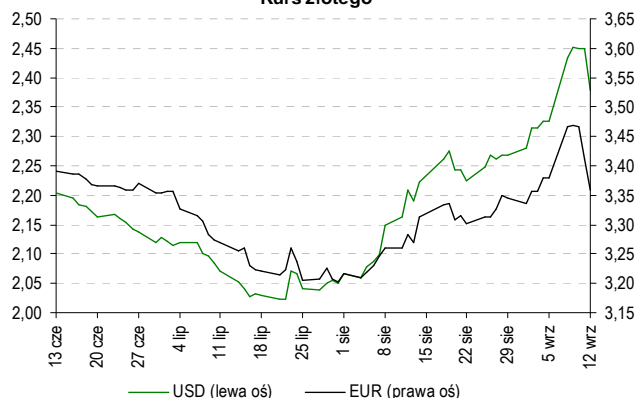
### Jacek Rostowski, minister finansów, Dziennik, 12 września

Premier po raz kolejny wyraził ambitne aspiracje rządu. Projekt budżetu jest wyrazem tych aspiracji. Zmniejszając deficyt budżetu państwa o 0,8 proc. PKB w porównaniu z planem poprzedniego rządu na 2008 rok i wygospodarowując 11,3 mld zł na priorytety rozwojowe z ogólnego wzrostu wydatków 14,2 mld zł, rząd stworzył warunki do osiągnięcia celu szybkiego przyjęcia euro. W najbliższym czasie rząd przystąpi do prac nad harmonogramem i strategią w tym zakresie.

Wydaje się mało realne, aby Polsce udało się przystąpić do strefy euro w 2011 r. Trudne będzie chociażby spełnienie kryteriów ekonomicznych, w tym inflacji, przed końcem 2010. Ważnym ograniczeniem jest też konieczny 2-letni pobyt w ERM2. Aby spełnić kryterium kursowe, Polska musiałaby wejść do ERM2 praktycznie w najbliższych miesiącach. Wcześniej deklaracje rządu sugerowały, że w warunkach wysokiej inflacji i rozchwianych rynków finansowych to raczej nie nastąpi. Wg ministra finansów rząd dopiero zamierza rozpocząć prace nad strategią i harmonogramem przystąpienia do euro, co sugeruje, że będzie potrzebował trochę czasu na podjęcie decyzji o ERM2. Problemem są też ewentualne zmiany w konstytucji, dla których w tym parlamencie może nie być poparcia. Niemniej, silna deklaracja rządu oznacza rosnące szanse na euro w 2012 r. a przynajmniej nie o wiele później.

## Monitor rynku

Kurs złotego

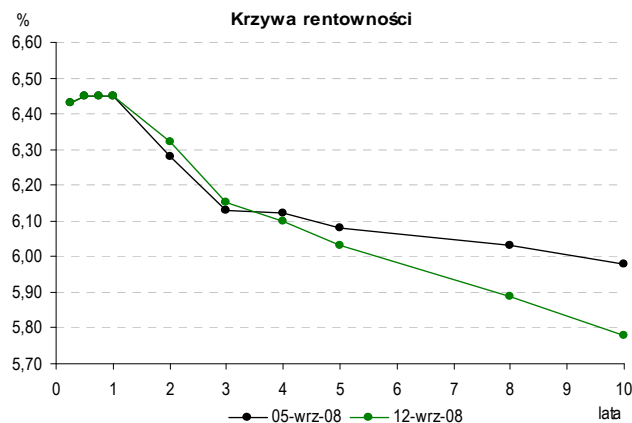


## Wypowiedź Tuska dała pretekst do odreagowania

▪ Tydzień rozpoczął się korektą złotego w skali, która przekroczyła nasze oczekiwania, a kurs EURPLN wzrósł chwilowo do 3,49. Jednak zgodnie z naszą intuicją skala osłabienia była przereagowaniem i kurs szybko powrócił do naszego przedziału. Wydaje się, że nie dlatego, że rynek uwierzył w euro w 2011 r. ale ponieważ wypowiedź premiera dała pretekst do silnego odbicia na wyprzedanym rynku.

▪ W tym tygodniu na złotego będą wpływać dane krajowe, kolejne komentarze rządu i NBP nt. strefy euro, jak również zachowanie EURUSD w obliczu licznych publikacji za granicą. Liczymy, że przy korekcie kursu dolara wobec euro złoty może zyskać. Obniżamy przedział wahań dla EURPLN do 3,32-3,42 oraz dla USDPLN do 2,32-2,42.

Krzywa rentowności

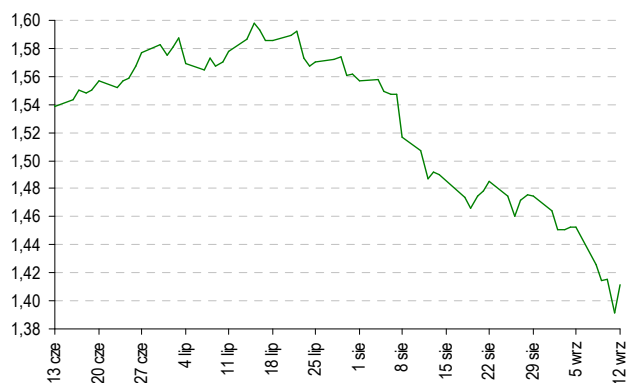


## Obietnica euro umacnia długi koniec krzywej

▪ Na rynku długu aktywność przez pierwszą część tygodnia była niewielka. Po wypowiedzi premiera o strefie euro nastąpił lekki wzrost krótkich stóp, wyceniających ryzyko ostrzejszej polityki pieniężnej, i umocnienie obligacji o długich terminach pod wpływem gry na konwergencję.

▪ Na początku tygodnia spodziewamy się niekorzystnych informacji dla rynku stopy procentowej, które mogą popchnąć krzywą rentowności w górę. Dane o produkcji będą jednak na tyle słabe, że może nastąpić wyraźne odreagowanie. Wypowiedzi rządu i RPP nt. strefy euro mogą wpływać na nachylenie krzywej, uwiarygodniając (lub nie) zapowiedź szybkiego wejścia do strefy euro.

Kurs euro do dolara

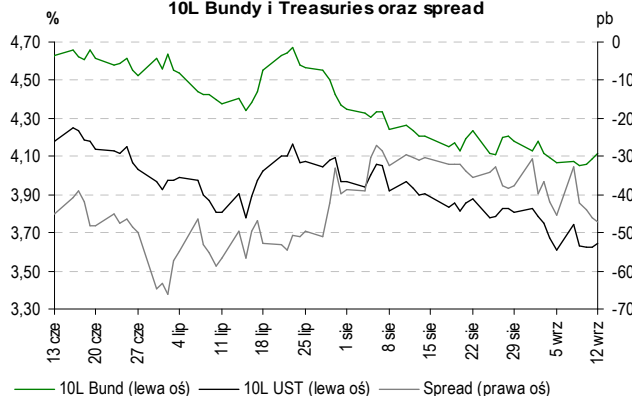


## Dolar bardzo mocny mimo słabych danych

▪ Prawie cały tydzień dolar zyskiwał na wartości wobec euro, ignorując niezbyt dobre dane z amerykańskiej gospodarki (m.in. wzrost deficytu handlowego) i kłopoty na rynku bankowym. Po osiągnięciu minimum poniżej 1,40, kurs EURUSD odreagował w piątek, w czym pomogły m.in. kolejne dane (PPI i sprzedaż w USA poniżej prognoz). Mimo tego ruchu, w ciągu tygodnia dolar umocnił się do euro o prawie 3%.

▪ W tym tygodniu kluczowe dla dolara będzie posiedzenie Fed (oczekiwane stopy bez zmian) i towarzyszący mu komunikat. Równie istotne mogą być dane o inflacji i wskaźniki wyprzedzające aktywności ekonomicznej. Liczymy, że kolejne słabe odczyty z amerykańskiej gospodarki pozwolą na osłabienie dolara wobec euro.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Rosnąca niepewność rynków sprzyja obligacjom

▪ Rentowności obligacji na rynkach bazowych podlegały wahaniom w ciągu tygodnia, z lekką tendencją do umocnienia pod wpływem rosnącej awersji do ryzyka i pogłębiających się spadków na giełdach. W sumie jednak ich poziom nie uległ większym zmianom od poprzedniego piątku.

▪ Wyznacznikiem nastrojów na bazowych rynkach długu w tym tygodniu będzie wynik posiedzenia Fed we wtorek oraz dość liczne dane z USA i strefy euro. W czwartek poznamy decyzje banków centralnych w Japonii i Szwajcarii, ale w obu przypadkach oczekiwane jest pozostawienie stóp bez zmian.

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