

Tygodnik ekonomiczny

31 stycznia – 6 lutego 2005

Już w poniedziałek poznamy dane o PKB za 2004 r. co pozwoli ocenić skalę spowolnienia gospodarczego w IV kwartale. NBP opublikuje również dane bilansu płatniczego, które nie powinny jednak wpłynąć na rynek. Ponadto, w poniedziałek SLD ma zdecydować o terminie wyborów parlamentarnych. Ponieważ oczekujemy wzrostu premii za ryzyko przed wyborami, odsunięcie ich na jesień może pozwolić rynkom finansowym na chwilę oddechu. Głosowanie nad skróceniem kadencji Sejmu zapewne jednak się odbędzie (prawdopodobnie w maju), stwarzając dodatkową niepewność, dlatego też nie oczekujemy powrotu pozytywnego sentymentu na rynku w najbliższych miesiącach. W środę rząd spotka się z bankiem centralnym aby przedyskutować politykę kursową w najbliższych latach. Nie spodziewamy się żadnych wiążących decyzji, tym bardziej, że kalendarz wejścia Polski do strefy euro będzie zależał od nowego rządu. Rząd może skłaniać RPP do szybkich obniżek stóp procentowych celem osłabienia złotego, jednak nie sądzimy aby działanie to mogło być skuteczne. W takim przypadku i gdyby złoty znowu zaczął się umacniać nadal możliwe jest, że rząd będzie kupował waluty na rynku. Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych na styczniowym posiedzeniu. Zapewne taką samą decyzję podejmie w tym tygodniu EBC, choć spodziewana jest podwyżka w Stanach Zjednoczonych – o 25 pkt. bazowych do 2,5%. Oprócz tego w USA nastąpi sporo publikacji danych ekonomicznych ważnych dla rynku.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA			OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (31 stycznia)							
11:00	POL	Aukcja 52-tyg. bonów skarbowych – 600 mln zł (U)					
16:00	POL	Saldo na rachunku obrotów bieżących (U)	XI	mld €	-150	-324	234
10:00	POL	PKB (W)	2004	% r/r	5,5	5,6	3,8
16:00	USA	Chicago PMI (W)	I	-	59,00	-	61,20
WTOREK (1 lutego)							
10:00	EMU	Reuters PMI (U)	I	-	-	-	51,40
16:00	USA	ISM w przemyśle (W)	I	-	57,50	-	58,50
16:00	USA	Wydatki konsumentów (U)	XII	%	0,5	-	-0,4
ŚRODA (2 lutego)							
11:00	POL	Aukcja 2-letnich obligacji (OK0407) – 1,5-2,5 mln zł (W)					
20:15	USA	Decyzja FOMC (W)		%	2,5	-	2,25
CZWARTEK (3 lutego)							
13:45	EMU	Decyzja ECB (W)	-	%	2,0	-	2,0
16:00	USA	ISM poza przemysłem (W)	I	-	61,00	-	63,10
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle (W)	-	%	0,5	-	1,2
16:00	USA	Zamówienia na dobra trwałe (W)	XII	%	-	-	0,6
PIĄTEK (4 lutego)							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (W)	I	000	180	-	157
14:30	USA	Stopa bezrobocia (U)	I	%	5,4	-	5,4
15:45	USA	Finalny indeks Michigan (W)	I	-	96,00	-	97,10

* - poziom ważności: (W)ysoki, (U)miarkowany; Źródło: Reuters, BZ WBK

Maciej Reluga Główny ekonomista (22) 586 8363

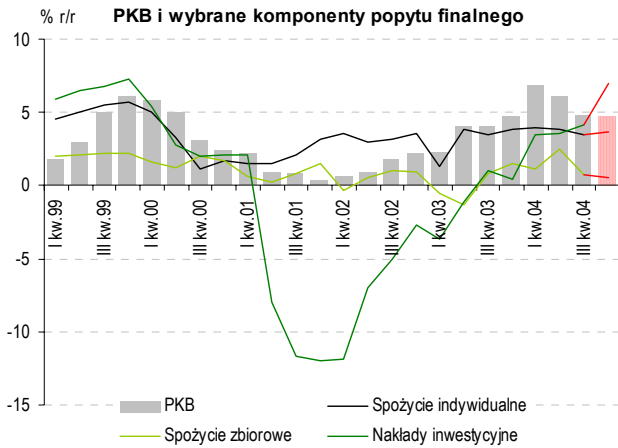
Piotr Bielski (22) 586 8333

Piotr Bujak (22) 586 8341

Tomasz Terelak (22) 586 8342

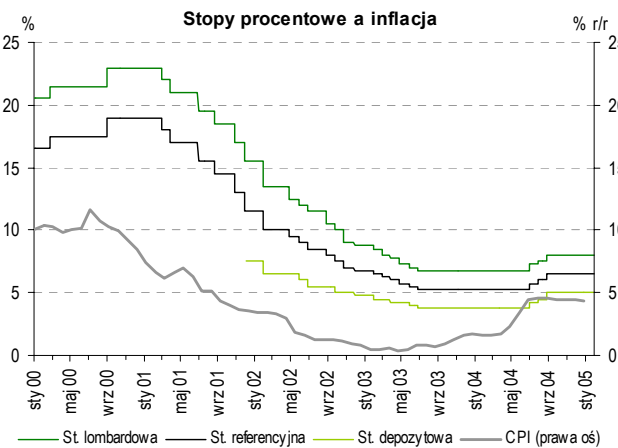
Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Jaki PKB w czwartym kwartale?

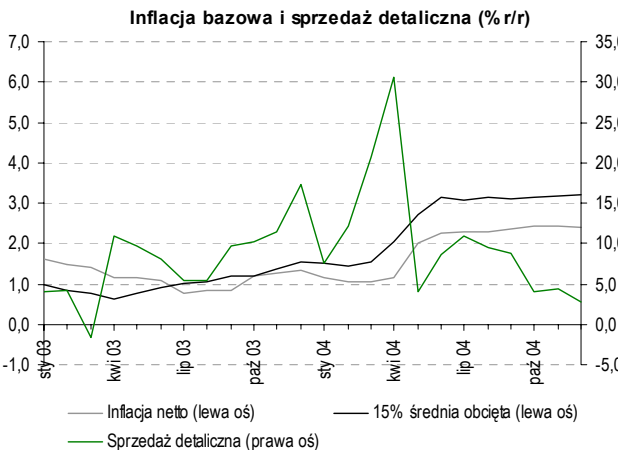


- Na podstawie danych o PKB za cały 2004 r. można będzie oszacować skalę spowolnienia w IV kwartale ub.r. (jest ono powszechnie oczekiwane po gorszych od spodziewanych danych z realnej sfery gospodarki).
- Wciąż jednak oczekujemy, że pomimo delikatnego spowolnienia tempa wzrostu PKB (z 4,8% w III kw.), wzrost gospodarczy za cały poprzedni rok był dość wysoki (5,6%).
- Przyczynił się do tego niemalże pięcioprocentowy wzrost popytu krajowego, spowodowany przyspieszeniem inwestycji do ok. 5% w skali całego roku (w IV kw. oczekujemy ponownie szybszego wzrostu) oraz stabilnemu wzrostowi prywatnej konsumpcji (o 3,7%).
- Dane banku centralnego dotyczące listopadowego bilansu płatniczego nie powinny wpłynąć na rynek (deficyt wciąż poniżej 2% PKB) – oczekujemy utrzymania wysokiego tempa wzrostu eksportu i importu.

Miniony tydzień w gospodarce – Komunikat dość jastrzębi pomimo słabych danych



- Stopy bez zmian, restrykcyjne nastawienie utrzymane – oznacza to wciąż większą szansę na podwyżki niż obniżki.
- Według RPP, od ostatniego posiedzenia bilans ryzyk dla przyszłej inflacji nie uległ istotnej zmianie. Takie stwierdzenie było bardziej jastrzębie od oczekiwanego.
- Naszym zdaniem, zmiana nastawienia na neutralne wciąż możliwa jest w lutym, ale według nas nie będzie to zapowiedź szybkich obniżek stóp procentowych (patrz: *Cytat tygodnia* poniżej).
- Kluczowa będzie lutowa projekcja inflacji, która będzie opublikowana dopiero po lutym posiedzeniu, i która będzie po raz pierwszy obejmować 2007 r.
- Trudno ocenić jaką ścieżkę inflacji na 2007 r. generują modele NBP. Pokażą one prawdopodobnie, że nie ma zbyt wiele miejsca na ekspansję polityki pieniężnej, jeśli Polska chce spełnić inflacyjne kryterium Maastricht w 2007 r.



- RPP uznała, że dostępne dane dają sprzeczne sygnały odnośnie aktywności gospodarczej oraz wzrostu cen.
- Stało się tak pomimo faktu, że dane o sprzedaży detalicznej opublikowane w minionym tygodniu były kolejnymi, które rozczarowały ekonomistów.
- Warto jednak zauważyć, że szczegółowa struktura wzrostu sprzedaży detalicznej wskazała, że główną przyczyną tak wyraźnego spowolnienia wzrostu sprzedaży ogółem (wzrost o 2,8% w porównaniu a 4,4 w listopadzie) było załamanie na rynku samochodów po wejściu do UE.
- W pozostałych kategoriach utrzymało się szybkie, w większości dwucyfrowe tempo wzrostu, które raczej nie świadczy o poważnym osłabieniu popytu konsumpcyjnego.
- Miary inflacji bazowej, opublikowane w minionym tygodniu, spadły nieznacznie w grudniu, ale ogólnie nie wniosły niczego nowego do znanych już informacji.

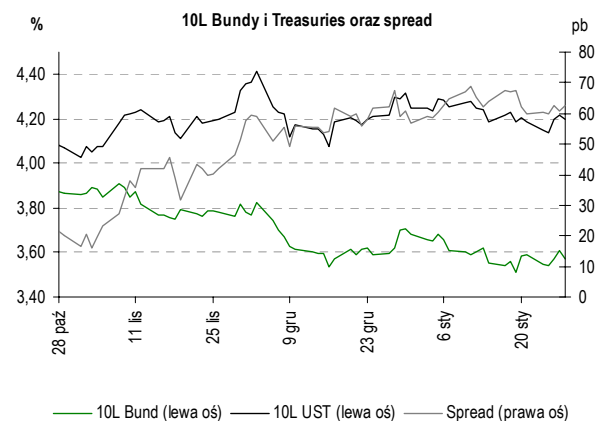
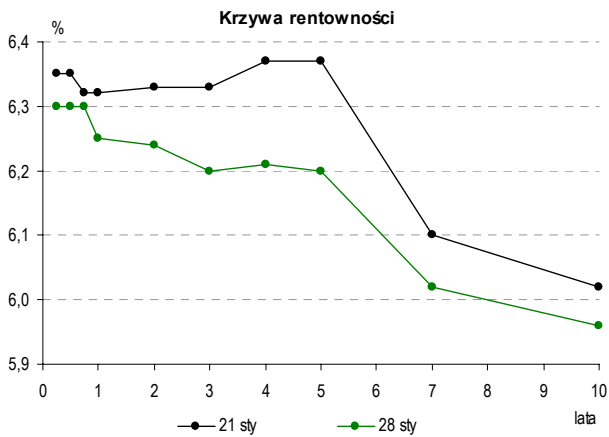
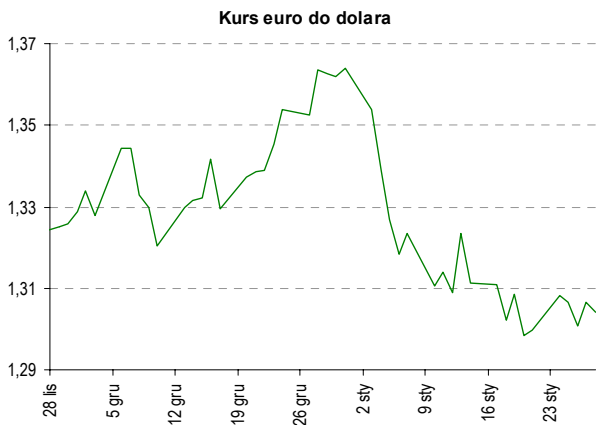
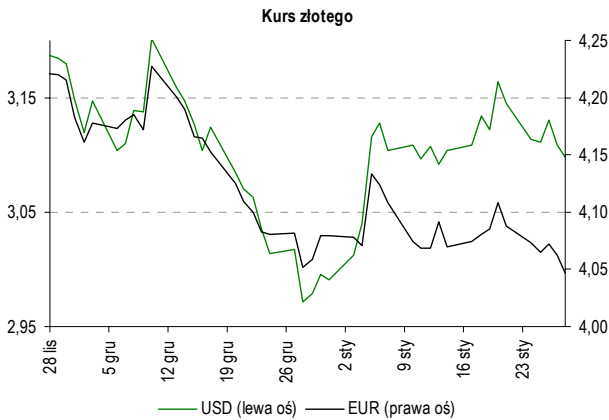
Cytat tygodnia – Do obniżek stóp jeszcze droga daleka

Dariusz Filar, członek RPP
(Radio PiN, 27 stycznia)

W założeniach polityki pieniężnej na rok 2005 Rada bardzo wyraźnie sformułowała, że chciałyby się posługiwać wszystkimi trzema nastawieniami, [...]. W związku z tym zanim dojdziemy do obniżania stóp procentowych musimy dokonać zmiany nastawień. Ja uważam, że rozsądnym podejściem jest patrzeć na ten możliwy moment zmiany nastawienia jako położony w pewnych ramach czasowych [...] Czyli ustalmy, od lutego do maja, czerwca.

Nasz punkt widzenia zgodny jest z wypowiedzią profesora Filara. Wydaje nam się, że wyższa skłonność do obniżek stóp procentowych zostanie przez RPP zasygnalizowana zmianą nastawienia w polityce pieniężnej na „łagodne”. Wcześniej musi nastąpić zmiana nastawienia na „neutralne”, i z tego co mówi Filar wcale nie jest przesądzone, że stanie się to na najbliższym posiedzeniu. Biorąc to pod uwagę, nie zmieniamy naszej opinii, że oczekiwania rynku finansowego dotyczące skali obniżek w najbliższych miesiącach są zbyt optymistyczne (FRA 3x6 – 6,42%, 6x9 – 6,12%).

Monitor rynku



Bilans ryzyk Rady korzystny na złotego

- Złoty w minionym tygodniu wzmocnił się o 1,49% do dolara oraz 0,99% do euro. Przez większość tygodnia kurs znajdował się w pobliżu dolnych granic przedziałów podanych w ubiegłym tygodniu, gdyż w ocenie RPP nie zmienił się bilans ryzyk dla inflacji, oraz nie zrealizował się scenariusz znacznego osłabienia kursu euro.
- Uważamy, że komunikat RPP stanowi pozytywny czynnik dla złotego w krótkim terminie. Dodatkowo wesprzeć go może poniedziałkowa publikacja poziomu inwestycji w 2004 roku. Zatem na najbliższy tydzień ustalamy przedziały wahań złotego na 4,03-4,09 do euro oraz 3,07-3,15 do dolara. Oczekujemy znaczącego wpływu kursu EURUSD na polską walutę z uwagi na kalendarz pełen wydarzeń.

Przed nami gorący tydzień

- W minionym tygodniu mimo, że większość danych była sprzyjająca, dolar nie zdołał spaść poniżej 1,29. Na przeszkodzie stanęły sprzeczne wypowiedzi rządu Chin o możliwości zmiany reżimu kursowego juana podczas spotkania G7. W takiej sytuacji kurs poruszał się w zakresie 1,2920-1,31.
- W związku z tym, że spotkanie G7 odbędzie się dopiero pod koniec najbliższego tygodnia rynek zapewne nie wykaże żadnego wyraźnego trendu do tego czasu. Do ogłoszenia decyzji Fed oraz przemówienia prezydenta Busha o stanie państwa kurs EURUSD wahać się będzie w dotychczasowym przedziale. Po nich spodziewać się można się wzrostu zmienności przed publikacją danych z rynku pracy w USA.

Nadmierna reakcja

- Krzywa dochodowości obniżyła się w minionym tygodniu zmieniając nachylenie z normalnego (+4 pb) na odwrotne (-4 pb). FRA 6x9 wciąż wycenia obniżkę o blisko 50 pb.
- Rynek przez cały tydzień kontynuował wzrosty wywołane słabymi danymi z gospodarki, ignorując stosunkowo jastrzębi komunikat RPP oraz podaż na aukcji zamiany.
- Uważamy, że obligacje nadmiernie zareagowały na słabe wyniki gospodarki. Ponadto sądzymy, że dane o PKB mogą powstrzymać dalsze wzrosty cen, czyniąc rynek podatnym na korektę. Jednak w obliczu posiedzeń dwóch głównych banków centralnych oraz publikacji danych o zatrudnieniu w USA jest ona możliwa dopiero w drugiej części tygodnia.
- Odbiór śródowej aukcji 2-letnich obligacji w dużym stopniu zależeć będzie od danych o inwestycjach.

Komunikat Fed w centrum uwagi

- Rynki bazowe osłabiły się pod presją danych i nieudanej aukcji 2L obligacji w USA, ale wróciły po słabych o PKB. Krzywe dochodowości ruszyły się równolegle, więc spread między Bundami (3,55%), a Treasuries (4,17%) nie uległ zmianie (ok. 62 pb). W najbliższym tygodniu w centrum uwagi będą posiedzenia Fed (zwłaszcza komunikat) i EBC oraz dane z rynku pracy w USA. W dalszym ciągu spodziewamy się rozszerzenia spreadu.
- Spread 5/5L między krzywą polską i euro tak, jak oczekiwaliśmy wahał się w granicach 110-120 pb. Uważamy, że pasmo wahań zostanie zachowane, gdyż EBC prawdopodobnie utrzyma retorykę z poprzedniego komunikatu, a polskie wybory do parlamentu odbędą się na jesieni, o czym w poniedziałek zadecyduje SLD.

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, email: ekonomia@bzwbk.pl, <http://www.bzwbk.pl>



Bank Zachodni WBK
jest członkiem
Allied Irish Banks Group