

Tygodnik ekonomiczny

27 czerwca – 3 lipca 2005

Kalendarz publikacji danych makroekonomicznych za maj został już wyczerpany, więc zarówno rynki finansowe jak i RPP mogą dostosować się do nowej sytuacji. Co prawda na początku ubiegłego tygodnia mieliśmy do czynienia z pewną korektą na rynku stopy procentowej, jednak od wtorku rentowności kontynuowały spadek osiągając najniższe poziomy w historii. Wydaje się, że opublikowane wcześniej dane o produkcji przemysłowej i wzroście PKB w I kwartale były znacznie ważniejsze dla rynku niż całkiem wyraźny wzrost sprzedaży detalicznej. Duże znaczenie w kształtowaniu sentymentu w Polsce ma niewątpliwie pozytywny nastrój dla obligacji na rynkach zagranicznych. Złoty umocnił się do poniżej 4,0 wobec euro tylko na chwilę, ale poziom ten może być wkrótce ponownie testowany.

Jak na taki rozwój sytuacji odpowie Rada? Analitycy rynkowi dopuszczają aż cztery scenariusze. Najbardziej „jastrzębi” to obniżka o 25 pb bez zmiany nastawienia, a najbardziej „gołębi” to obniżka o 50 pb i zmiana nastawienia na łagodne. Pierwszy z nich wydaje się mało prawdopodobny biorąc pod uwagę wypowiedzi członków Rady, a drugi wydaje się zbyt agresywny biorąc pod uwagę jak bardzo mogą zmienić się prognozy średnioterminowe pod wpływem jednych danych (o PKB). Wydaje nam się, że najbardziej prawdopodobne są dwa scenariusze pośrednie – obniżka o 25 pb ze zmianą nastawienia na łagodne, sugerująca możliwość kolejnych obniżek o 25-50 pb jeszcze przed wyborami lub obniżka o 50pb przy pozostawieniu nastawienia bez zmian, wskazująca że taka skala dostosowania odpowiada zmianie oceny sytuacji gospodarczej po ostatnich danych. Obstawiamy, że Rada opowie się za pierwszą opcją, choć zdajemy sobie sprawę, że wypracowanie wspólnego stanowiska przez dziesięć osób o różnych (czasami skrajnie) poglądach może być tym razem wyjątkowo trudne. Oprócz decyzji Rady w tym tygodniu opublikowane zostaną dane bilansu płatniczego (mały wpływ na rynek), a za granicą uwaga będzie skupiona na decyzji FOMC o stopach procentowych (oczekiwana jest podwyżka o 25 pkt bazowych).

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (27 czerwca)						
11:00	POL	Aukcja bonów skarbowych - 52-tyg. 400 mln zł i 13-tyg 100 mln zł (U)				
10:00	GER	Indeks IFO (W)	VI		93,3	92,9
WTOREK (28 czerwca)						
10:00	EMU	Podaż pieniądza	V	% r/r	6,9	6,7
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	VI		103,0	102,2
ŚRODA (29 czerwca)						
	POL	Posiedzenie RPP – decyzja (stopa referencyjna)		%	5,25	5,25
	POL	Posiedzenie RPP – decyzja (nastawienie w polityce pieniężnej)			łagodne	łagodne
14:30	USA	PKB	I kw.	%	3,6	3,5
CZWARTEK (30 czerwca)						
16:00	POL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	IV	mld €	16	-59
20:15	USA	Spotkanie FOMC - decyzja		%	3,25	3,00
PIĄTEK (1 lipca)						
15:45	USA	Wskaźnik koniunktury Michigan	VI		93,5	86,9
16:00	USA	ISM dla przemysłu (W)	VI		51,0	51,4

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

Maciej Reluga Główny Ekonomista (22) 586 8363

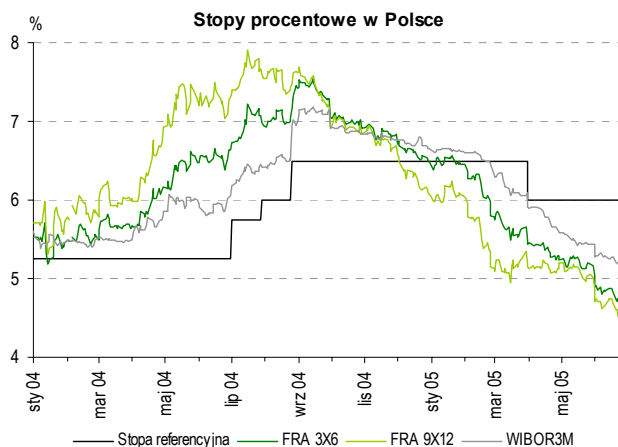
Piotr Bielski (22) 586 8333

Piotr Bujak (22) 586 8341

Tomasz Terelak (22) 586 8342

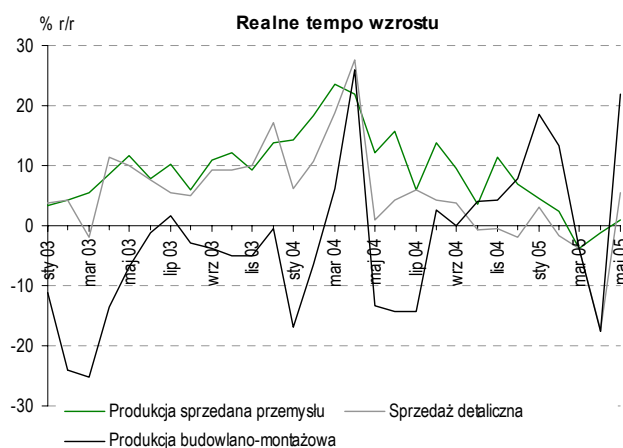
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Przed Radą Polityki Pieniężnej trudny wybór

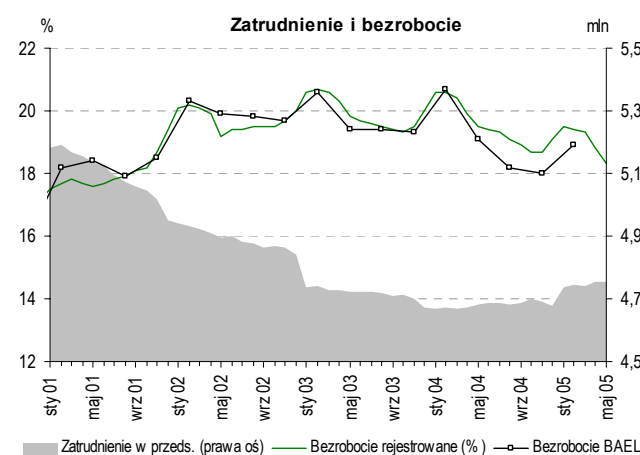


- Jest niemal pewne, że Rada zmniejszy restrykcyjność polityki pieniężnej już w tym miesiącu.
- Rada będzie musiała odpowiedzieć sobie na pytanie czy odpowiednie jest obniżanie stóp z nastawienia neutralnego, wprowadzonego w kwietniu. Zmiana nastawienia będzie równie (jeśli nie bardziej) istotna jak skala obniżki.
- Wydaje nam się, że Rada stoi przed wyborem pomiędzy obniżką o 25 pb i zmianą nastawienia na łagodne, a obniżką o 50 pb przy pozostawieniu nastawienia neutralnego. Obstawiamy, że Rada opowie się za pierwszą opcją, choć sami wybralibyśmy tą drugą.
- Obniżka o 50 pb przy jednoczesnej zmianie nastawienia na łagodne (taki scenariusz wycenia rynek finansowy) wydaje nam się zbyt agresywna, biorąc pod uwagę, że oczekiwania dotyczące sytuacji w perspektywie 12-18 miesięcy nie zmieniły się aż tak drastycznie.

Miniony tydzień w gospodarce – Po kiepskich danych nieco więcej optymizmu



- Sprzedaż detaliczna zwiększyła się w maju o 8% r/r nominalnie, podczas gdy wzrost realny wyniósł 5,5% r/r – najwięcej od lipca 2004.
- Dane wskazują, że popyt konsumpcyjny w połowie roku jest w całkiem niezłej kondycji, potwierdzając nadzieje na poprawę wzrostu konsumpcji prywatnej w drugiej połowie tego roku (II kwartał będzie jeszcze dość słaby, za sprawą bardzo kiepskiego wyniku z kwietnia), co będzie sprzyjać przyspieszeniu wzrostu PKB w tym okresie.
- Wciąż pozostaje niepewność odnośnie tempa wzrostu inwestycji w dalszej części roku. W biuletynie GUS znalazło się rozbieżności produkcji przemysłowej wg głównych grupowań przemysłowych, które pokazało spadek produkcji dóbr inwestycyjnych o 1% r/r. Wiceprezes GUS wciąż wierzy (podobnie jak my) w ożywienie aktywności inwestycyjnej w II półroczu.



- Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w maju do 18,3% z 18,8%. W porównaniu z majem 2004 r. obniżka wyniosła 1,2 pkt proc., co było najszybszym tempem poprawy od około 7 lat.
- Poprawa sytuacji na rynku pracy była wyraźnie silniejsza niż wynikałoby z sezonowości. Liczba bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy po raz pierwszy od sierpnia 2001 r. zmniejszyła się poniżej poziomu 2,9 mln osób i była o ponad 7% niższa niż przed rokiem.
- Poprawa widoczna jest również w danych BAEL za I kw. – spadek stopy bezrobocia w ciągu roku o prawie 2 pkt proc., spadek liczby bezrobotnych w I kwartale o 310 tys. osób (czyli o 8,8% r/r), wzrost liczby osób pracujących o 302 tys. osób (2,2% r/r).
- Stopniowo przybierająca na sile poprawa sytuacji na rynku pracy powinna sprzyjać konsumpcji prywatnej.

Cytat tygodnia – Jest potrzeba dostosowania w polityce pieniężnej

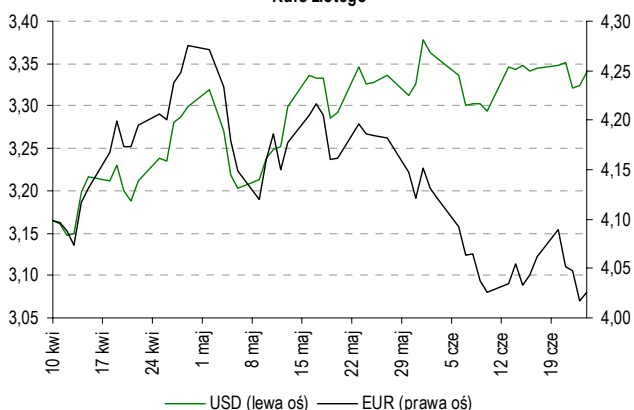
Dariusz Filar, członek RPP; Bloomberg 21 czerwca
Perspektywa dla wzrostu zmieniła się, co spotęgowało potrzebę dostosowania polityki pieniężnej. Obecnie zagrożenie presją inflacyjną zmniejszyło się w znaczącym stopniu

Andrzej Sławiński, członek RPP; Reuters, 21 czerwca
W tej chwili tempo wzrostu PKB jest niższe od potencjalnego, co wskazuje na potrzebę dostosowania w polityce pieniężnej.

Członkowie Rady wypowiadający się w mediach podkreślają konieczność „dostosowania w polityce pieniężnej”. Trudno jednak z ich wypowiedzi wnioskować na temat skali tego dostosowania, dlatego też tym trudniej jest przewidzieć najbliższą decyzję Rady. Co prawda profesor Sławiński mówi, że niskie tempo wzrostu sugeruje obniżki stóp, jednak decyzja będzie chyba bardziej zależała od skali zmiany prognoz PKB i inflacji, a nie od ich bieżących poziomów.

Monitor rynku

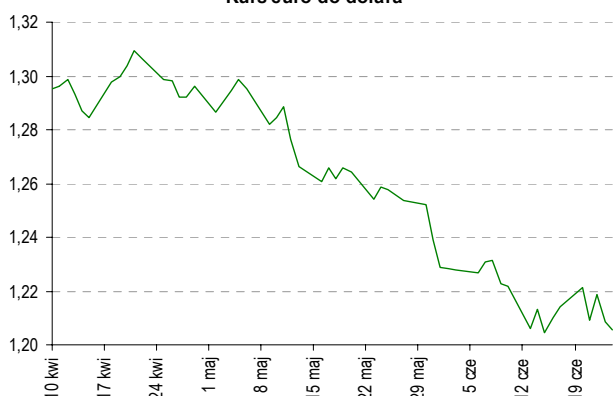
Kurs złotego



Złoty coraz mocniejszy wobec euro

- W ubiegłym tygodniu złoty umacniał się od wtorku, głównie w stosunku do euro (o niemalże 1%), jednak nastąpiło to głównie dzięki zmianie kursu EURUSD.
- W oczekiwaniu na decyzję Rady złoty powinien być w miarę stabilny. Sądzymy jednak, że w zależności od zmian na rynku EURUSD w przyszłym tygodniu kurs złotego może ponownie (być może bardziej trwale) testować poziom 4,0. Przewidujemy, że złoty będzie się wahał w granicach 3,27-3,37 wobec dolara i 3,97-4,07 wobec euro.
- Jest to zgodne z naszymi prognozami przedstawionymi w przeszłości, wskazującymi na umocnienie złotego w okresie czerwiec-lipiec. Naszym zdaniem średni kurs EURPLN w lipcu będzie na niższym poziomie niż w czerwcu (do dziś kurs średni w czerwcu wynosi 4,06).

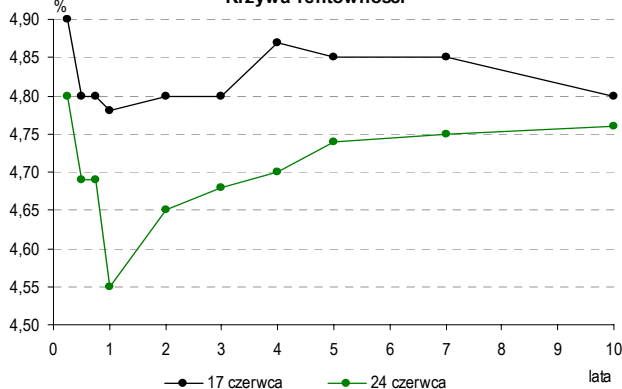
Kurs euro do dolara



... podobnie jak dolar amerykański

- W ubiegłym tygodniu obserwowane było ponowne umocnienie dolara. Na początku tygodnia nastąpiło co prawda osłabienie do ponad 1,22 (poziom ten był jeszcze raz przebity po „jastrzębich” komentarzach przedstawicieli EBC), jednak w ciągu tygodnia kurs spadał systematycznie do 1,20. W piątek poziom ten został nawet przekroczony.
- Na rynkach zagranicznym najważniejszym wydarzeniem w najbliższych dniach będzie niewątpliwie czwartkowa decyzja amerykańskiego banku centralnego. Oczekiwana jest podwyżka o 25 pb, a po niej prawdopodobnie kolejna w sierpniu. Ponadto, na rynek walutowy i obligacji wpływ będą miały zaplanowane na przyszły tydzień publikacje z realnej sfery gospodarki, wskazujące zarówno na siłę gospodarki zarówno amerykańskiej, jak i europejskiej.

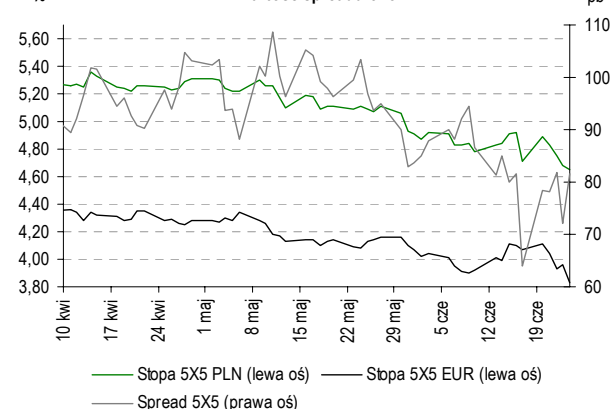
Krzywa rentowności



Na rynku stopy procentowej nowe rekordy

- Na rynku obligacji na początku tygodnia mieliśmy co prawda do czynienia z pewną korektą, jednak od wtorku rentowności kontynuowały spadki.
- Krótki koniec krzywej rentowności wycenia bardzo agresywnie możliwość obniżki stóp procentowych, długi koniec jest pod wpływem pozytywnego sentymentu dla obligacji za granicą (szczegóły poniżej).
- Na koniec tygodnia rentowności polskich obligacji były na bardzo niskich poziomach – 4,65% dla 2 lat i 4,75% dla 5 lat.
- Teraz kluczowa będzie decyzja Rady. Warto zauważyć, że obniżka o 25 pb i zmiana nastawienia powinna być bardziej pozytywna dla rynku długu niż 50 pb i utrzymanie nastawienia neutralnego.

Wartość spreadu 5X5



Pozytywny sentyment również za granicą

- Na rynkach zagranicznych obligacji obserwowany jest bardzo pozytywny sentyment, na co wpływ miały między innymi nieoczekiwana obniżka stóp przez szwedzki bank centralny oraz „gołębie” informacje płynące z Banku Anglii (dwóch członków Rady głosowało tam za obniżką stóp).
- Rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich i niemieckich osiągnęły poziomy odpowiednio 3,92% i 3,14%.
- Wartość spreadu 5/5l między krzywymi polską i euro spadła w ubiegłym tygodniu do 72 pb i choć było to nieco powyżej poziomu osiągniętego tydzień temu (64 pb po danych o produkcji), warto zauważyć, że były to najniższe poziomy od III kw. 2003 roku, w którym średnia dla tego spreadu była poniżej 70 pb. W piątek wzrósł on do poziomu powyżej 80pb notowanego przez większą część czerwca.

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