

Tygodnik ekonomiczny

29 sierpnia – 4 września 2005

Już w poniedziałek o 16-tej będą miały miejsce dwa wydarzenia istotne dla rynkowego sentymentu przed środową decyzją Rady Polityki Pieniężnej. Po pierwsze, posłowie zdecydują czy odrzucić weto prezydenta do ustawy o zwrocie VAT za materiały budowlane (sama decyzja o zwołaniu tego posiedzenia wywołała negatywną reakcję rynku). Po drugie, GUS opublikuje dane o PKB, które mogą być ponownie rozczarowujące, szczególnie jeśli chodzi o skalę przyspieszenia popytu krajowego, a co za tym idzie powinny utwierdzić rynek w oczekiwaniu na kolejną obniżkę stóp procentowych. Wydaje nam się również, że w obliczu niskiej presji inflacyjnej (na co wskazały lipcowe dane o inflacji bazowej) oraz nieco gorszych od oczekiwań wskaźników aktywności ekonomicznej (sprzedaż detaliczna), Rada zdecyduje się na utrzymanie łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej. W rezultacie, rynkowe stopy procentowe na krótkim końcu krzywej rentowności mają szanse na spadek, podczas gdy kiepskie informacje fiskalne mogą powstrzymać przed takim ruchem stopy na długim końcu. Tym samym wystromienie krzywej rentowności, które nastąpiło pod koniec minionego tygodnia, może być kontynuowane. Jeśli chodzi o rynek walutowy, możliwe jest wybicie się złotego z przedziału, na który wskazujemy od kilku tygodni (4,0-4,1). Kiepskie informacje fiskalne mogą doprowadzić do przekroczenia poziomu 4,1, choć należy pamiętać, że możliwa kontynuacja sprzedaży walut przez Ministerstwo Finansów (oraz pozytywne, z punktu widzenia rynku, wyniki sondaży przedwyborczych) ograniczają potencjał osłabienia złotego.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (29 sierpnia)							
16:00	POL	PKB (W)	II kw. 05	% r/r	2,7	2,8	2,1
16:00	POL	Inwestycje w środki trwałe (W)	II kw. 05	% r/r	4,0	5,0	1,0
16:00	POL	Spożycie indywidualne (W)	II kw. 05	% r/r	1,6	1,5	1,7
WTOREK (30 sierpnia)							
16:00	USA	Zaufanie konsumentów (W)	VIII	pkt.	102.0	-	103.2
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle (W)	VII	% m/m	-0.1	-	1.4
ŚRODA (31 sierpnia)							
-	POL	Posiedzenie RPP – decyzja o stopach	-	%	4,5	4,5	4,75
11:00	EMU	Finalne PKB	II kw	% r/r	-	-	1.4
11:00	EMU	Wstępny HICP	VIII	% r/r	-	-	2.2
14:30	USA	PCE	II kw.	%	-	-	3.3
14:30	USA	Wstępny PKB (W)	II kw.	%	3.4	-	3.4
16:00	USA	Chicago PMI (W)	VIII	pkt.	62.0	-	63.5
CZWARTEK (1 września)							
13:45	EMU	Posiedzenie EBC – decyzja o stopach (W)	-	%	2,0	-	2,0
16:00	USA	ISM dla przemysłu (W)	VIII	pkt.	57,0	-	56,6
PIĄTEK (2 września)							
11:00	EMU	Ceny producenta (U)	VII	% r/r	-	-	4,0
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (W)	VIII	tys.	188,0	-	207,0

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

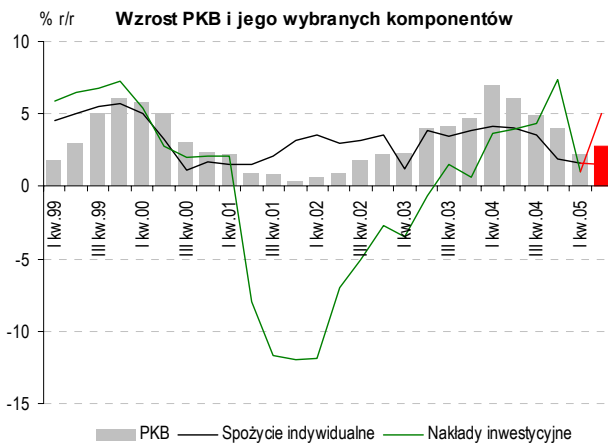
Maciej Reluga Główny Ekonomista (22) 586 8363

Piotr Bielski (22) 586 8333

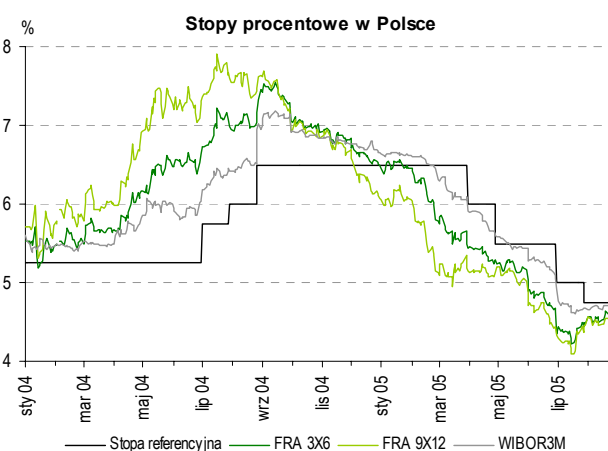
Piotr Bujak (22) 586 8341

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Oczekiwana obniżka stóp po danych o PKB

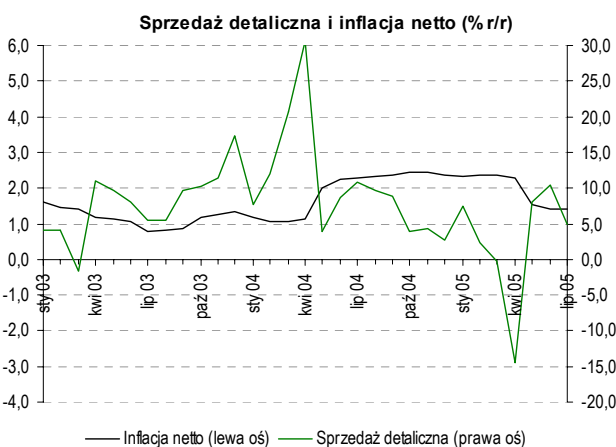


- Ostatnią istotną informacją dla Rady Polityki Pieniężnej przed podjęciem decyzji o stopach procentowych będą dane o wzroście gospodarczym w drugim kwartale.
- Choć oczekujemy przyspieszenia wzrostu PKB do 2,8% (po ostatnich wypowiedziach przedstawicieli GUS i ministra finansów jest ryzyko, że będzie niższy), to dane te nie zmieniają naszych oczekiwań na obniżkę stóp procentowych.
- Najważniejsze, naszym zdaniem, będzie tempo wzrostu popytu krajowego. Pomimo oczekiwanego przyspieszenia (z 1,1% do 1,6% r/r), trudno takie tempo wzrostu uznać za „jastrzębi” argument. Oczekujemy również pewnego przyspieszenia inwestycji, ale spowolnienia konsumpcji.
- Spodziewamy się kontrybucji eksportu netto do PKB na poziomie wyższym niż w pierwszym kwartale (powyżej 1pp).
- Oczekujemy wzrostu PKB o ponad 4% w II połowie roku.



- Uczestnicy rynku nie są zgodni co do decyzji Rady - nie wszyscy oczekują obniżki i utrzymania nastawienia.
- Ważną informacją dla Rady będzie (oprócz danych ekonomicznych uzasadniających, naszym zdaniem, delikatną obniżkę) nowa projekcja inflacji i PKB. Zostanie ona opublikowana dopiero po decyzji Rady, co utrudnia nieco jej przewidywanie. Nie spodziewamy się jednak, aby projekcja inflacji pokazała jej znaczny wzrost, a projekcja PKB może być nawet niższa niż trzy miesiące temu.
- Oczekujemy, że Rada utrzyma łagodne nastawienie w polityce pieniężnej, choć nie spodziewamy się kolejnej obniżki w najbliższych miesiącach (wrzesień-październik).
- Wydaje nam się, że Rada nie będzie chciała ryzykować przedwczesnej zmiany nastawienia na neutralne, po błędzie który został popełniony w kwietniu. Swoją drogą, ciekawe będą wyniki głosowań Rady w drugim kwartale.

Miniony tydzień w gospodarce – Niski wzrost sprzedaży i niska inflacja bazowa



- Sprzedaż detaliczna wzrosła w lipcu o 5% r/r nominalnie (3,2% realnie), co było poniżej oczekiwań rynku (7,4%).
- Lipcowy wzrost sprzedaży detalicznej (podobnie jak dane o produkcji) potwierdziły, że polska gospodarka weszła w trzeci kwartał z szybszym wzrostem gospodarczym niż w pierwszej połowie roku, choć wolniej niż się spodziewano.
- Inflacja netto była w lipcu stabilna na poziomie 1,4%. Wszystkie miary inflacji bazowej są nie tylko poniżej celu inflacyjnego (2,5%) ale i poniżej dolnego przedziału tolerancji wahań inflacji wokół celu (1,5%) co niewątpliwie jest argumentem uzasadniającym obniżkę stóp procentowych.
- Stopa bezrobocia spadła w lipcu o 0,1 pkt proc. do 17,9%, po raz pierwszy od sierpnia 2001 poniżej 18%. Drugi miesiąc z rzędu stopa bezrobocia obniżyła się o 1,4 pkt proc. Liczba osób bezrobotnych spadła o 2,8 tysiące i była o 7,7% mniejsza niż rok wcześniej.

Cytat tygodnia – Niewielka redukcja stóp w ciągu dwóch miesięcy

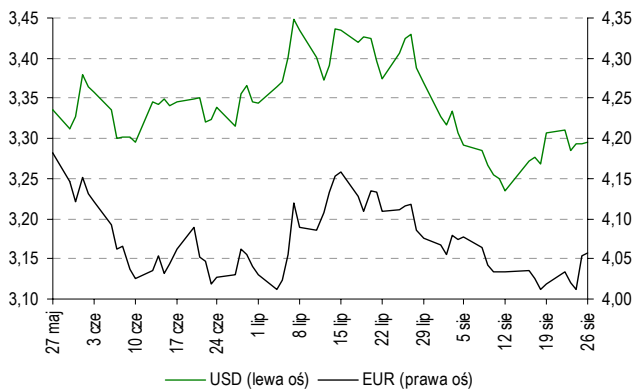
Andrzej Wojtyna, członek RPP; Reuters, 23 sierpnia

Nie wykluczałbym niewielkiej, raczej pojedynczej redukcji stóp procentowych w ciągu najbliższych dwóch miesięcy, o ile nie okaże się, że wzrost gospodarczy w drugim kwartale był wyraźnie wyższy niż oczekiwany, czyli 2,8-2,9%. (...) Na razie luka recesyjna nie została zamknięta. Mamy więc poduszkę bezpieczeństwa, jeśli chodzi o bezinflacyjny wzrost gospodarczy. (...) Projekcja inflacji może pokazać nieco wyższy poziom inflacji, lecz w horyzoncie projekcji wzrost CPI raczej nie przekroczy środka pasma.

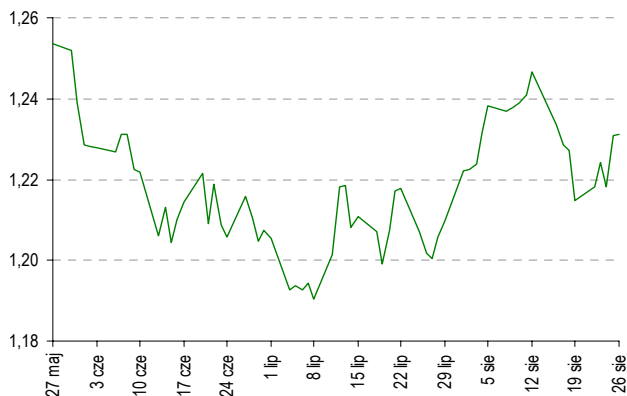
W minionym tygodniu pojawiły się wywiady z trzema członkami Rady (Czekaj, Filar, Wojtyna). Treść wypowiedzi dwóch pierwszych była dość łatwa do przewidzenia, jednak ważne było co myślą „umiarkowani” członkowie Rady, tacy jak prof. Wojtyna. Powiedział on, że wzrost gospodarczy znajduje się poniżej potencjalnego (bezinflacyjnego) poziomu, co pozostawia miejsce na redukcję stóp procentowych, wspierając rynkowe oczekiwania na obniżkę.

Monitor rynku

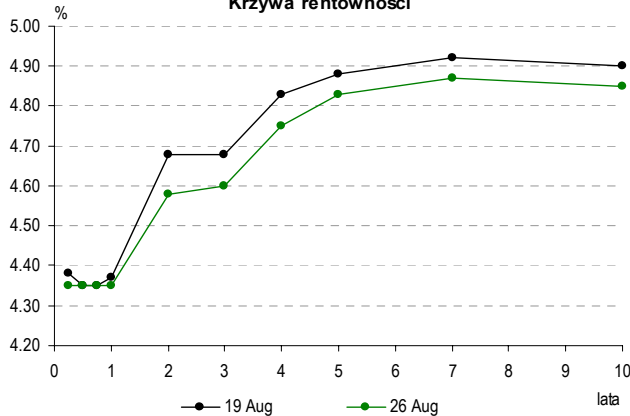
Kurs złotego



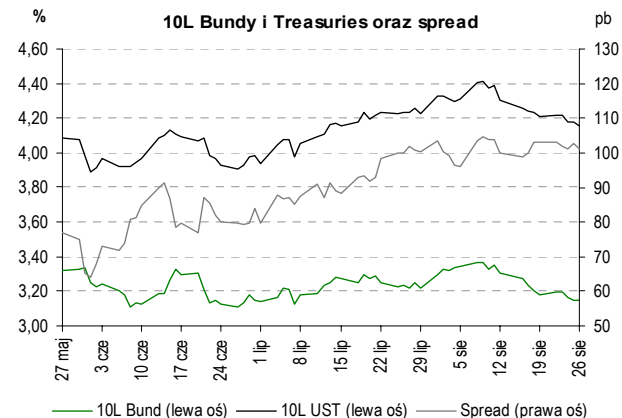
Kurs euro do dolara



Krzywa rentowności



10L Bundy i Treasuries oraz spread



Złoty traci na obawach o przyszłe budżety

▪ Kurs złotego w minionym tygodniu wahał się w zakładanych przez nas przedziałach. Wsparciem dla złotego była poprawa nastrojów wobec regionu przy jednoczesnym odpływie funduszy z Węgier (pierwsza część tygodnia), a negatywnym czynnikiem okazały się złe wiadomości fiskalne (koniec tygodnia). W sumie, złoty osłabł nieco w ciągu tygodnia, głównie do euro ze względu na wzrost kursu EURUSD na rynkach zagranicznych.

▪ Przewidujemy, że w tym tygodniu złoty będzie się wahał w przedziale 4,02-4,12 wobec euro i 3,26-3,36 do dolara. Presja na osłabienie będzie wynikać ze wzrostu obaw o finanse publiczne, ale z drugiej strony wsparciem dla złotego będzie kontynuacja sprzedaży walut przez Ministerstwo Finansów oraz pozytywne, z punktu widzenia rynku, wyniki sondaży przedwyborczych.

Dolar słabnie na obawach o siłę gospodarki

▪ Miniony tydzień był udany dla wspólnej europejskiej waluty. Najpierw zyskała ona na wyższym od oczekiwanego wskaźniku ZEW, a później na słabości dolara po słabszych od oczekiwań danych o zamówieniach na dobra trwałe w USA. W środę kurs EURUSD przekroczył poziom 1,23 i utrzymał się na nim do końca tygodnia.

▪ W nadchodzącym tygodniu kurs EURUSD może być bardzo zmienny ze względu na dużą ilość planowanych wydarzeń na rynkach zagranicznych. Kluczowe będą dane wskazujące na perspektywy zmian stóp w USA i strefie euro. Na temat tych pierwszych świadczyć będzie cała seria ważnych danych, w tym o PKB w II kwartale oraz comiesięczna informacja o zatrudnieniu poza rolnictwem.

Mieszane nastroje na krajowym rynku długu

▪ Krajowy rynek długu, podobnie jak złoty, nie pozostał obojętny na wiadomości o ewentualnych dodatkowych obciążeniach dla finansów publicznych. O ile więc w pierwszej części tygodnia krzywa dochodowości obniżała się dzięki rosnącym nadziejom na obniżkę stóp w sierpniu (po słabych danych o sprzedaży detalicznej oraz wypowiedziach Andrzeja Woźny), to pod koniec tygodnia nastąpił wzrost rentowności, szczególnie na długim końcu krzywej.

▪ W tym tygodniu uczestnicy krajowego rynku stopy procentowej będą czekać na decyzję RPP oraz nową projekcję inflacji i PKB. Przed decyzją o stopach NBP spory wpływ na rynek mogą mieć dane o PKB, które będą ważną wskazówką co do przyszłych decyzji w polityce pieniężnej.

Zagraniczne obligacje w cenie

▪ Ceny obligacji w strefie euro osiągnęły w trakcie minionego tygodnia najwyższy od siedmiu tygodni poziom po tym gdy rozczarowaniem okazał się sierpniowy Ifo. Na koniec tygodnia nastąpiła jednak korekta spowodowana znacznie większym niż oczekiwano wzrostem podaży pieniądza w strefie euro. Ceny amerykańskich obligacji również wzrosły, szczególnie po słabszych danych o zamówieniach na dobra trwałe.

▪ Nadchodzący tydzień przyniesie wiele publikacji ważnych danych w USA. Odbędzie się również posiedzenie EBC. Co do tego ostatniego nie ma wątpliwości, że stopy pozostaną bez zmian, ale uczestnicy rynku wypatrywać będą akcentów dotyczących przyszłych ruchów oficjalnych stóp w strefie euro.

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