

# Tygodnik ekonomiczny

5 września – 11 września 2005

RPP obniżyła stopę referencyjną o 25 pb do 4,5% i utrzymała łagodne nastawienie w polityce pieniężnej. Podstawą takiej decyzji była m.in. nowa projekcja PKB na lata 2005-07, która zgodnie z naszymi oczekiwaniami była sporo niższa, a projekcja CPI nie zmieniła się znacząco dla roku 2007, ale jest niższa dla lat 2005-2006. Mimo że w komunikacie wskazano na dwa ważne czynniki ryzyka dla inflacji (politykę fiskalną oraz ceny ropy), to Rada stwierdziła, że „prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego jest wyższe niż przedstawiono w sierpniowej projekcji inflacji”. Jest to pogląd, sugerujący miejsce na dalsze obniżki stóp. Ocena sytuacji gospodarczej zaprezentowana w *Raporcie o inflacji* potwierdziła „gołębie” stanowisko Rady wyrażone w ostatnich decyzjach. Wydzwięk raportu był podobny do środowowego komunikatu Rady. W raporcie opublikowano również wyniki głosowań Rady w II kwartale. Dość nieoczekiwanie, Stanisław Nieckarz postrzegany przez rynki jako najbardziej „gołębim” w Radzie, dołączył w maju do obozu „jastrzębi”, co pozwoliło na odrzucenie wniosku o zmianę nastawienia w polityce pieniężnej na łagodne (tuż po zmianie na neutralne w kwietniu). Późniejsza czerwcową decyzją Rady o jednoczesnej obniżce stóp i zmianie nastawienia na łagodne bardzo zaskoczyła rynek.

W sumie utrzymujemy naszą opinię, że główna stopa NBP może spaść w horyzoncie najbliższych 6 miesięcy o dalsze 50 pb. Choć nie spodziewamy się obniżek stóp w okresie wyborczym (wrzesień-październik) i być może sierpniowa obniżka jest ostatnią w tym roku, to będzie to zależeć od nadchodzących danych ekonomicznych, wyniku wyborów oraz sytuacji na rynku walutowym po wyborach. Na razie złoty przed wyborami radzi sobie lepiej niż oczekiwano. Wbrew naszym oczekiwaniom, niepewność polityczna przed zbliżającymi się wyborami i odrzucenie przez Sejm prezydenckiego weta do kosztownej ustawy o zwrocie VAT zostały zrównoważone przez pozytywne dla złotego czynniki (napływ kapitału na rynek długu po „gołębim” przesłaniu z RPP, napływ funduszy na rynek akcji, dobre z punktu widzenia rynku wyniki sondaży opinii publicznej). W rezultacie kurs złotego w minionym tygodniu wyraźnie przebił dolne granice przewidywanego przez nas przedziału dla jego kursu zarówno wobec euro, jak i dolara.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (5 września)</b>							
11:00	POL	Aukcja bonów skarbowych 52-tyg. - 400 mln zł, 13-tyg. – 200 mln zł (U)					
	USA	Dzień wolny					
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna (W)	VII	% m/m	-0,3	-	0,4
<b>WTOREK (6 września)</b>							
16:00	USA	ISM poza przemysłem (W)	VIII	pkt	59,5	-	60,5
<b>ŚRODA (7 września)</b>							
11:00	POL	Aukcja obligacji 2-letnich 2,0-2,5 mld zł					
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy (U)	Q2	%	1,3	-	1,3
20:00	USA	Beżowa Księga Fed					
<b>CZWARTEK (8 września)</b>							
	UK	Bank Anglii – decyzja o stopach procentowych (W)		%	4,5	4,5	4,5
16:00	USA	Zapasy hurtowe (W)	VII	%	0,5	-	0,7

\* - poziomy 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 – Brak danych, początek ostatniego etapu prac nad budżetem

## Podstawowe parametry budżetowe

	2005 E	2006 P
Dochody (mld zł)	176,25	184-189
Wydatki (mld zł)	209,7	216-222
Deficyt budżetowy (mld zł)	33,45	28-34*
Deficyt budżetowy (% PKB)	3,4	2,8-3,4

Uwaga: E – estymowane wykonanie, P – plan; \* według informacji prezentowanych w mediach minister Mirosław Gronicki zawęził przedział planowanego deficytu do 30-33 mld z 28-34 mld, a poziom wydatków został ustalony na 221 mld

■ Na rozpoczynający się tydzień nie zaplanowano w Polsce, jak zwykle na samym początku miesiąca, żadnych publikacji ważnych danych.

■ Możliwe jest natomiast, że zaczną się pojawiać pierwsze konkretne informacje na temat przyszłorocznego budżetu. Swego czasu minister finansów zapowiadał, że projekt budżetu z punktowym określeniem deficytu zostanie zaprezentowany 10 września. Najprawdopodobniej nastąpi to jednak później.

■ Wiadomo natomiast, że projekt budżetu na 2006 r. trafi we wtorek pod obrady rządu. Później ustawa zostanie przekazana do konsultacji społecznych.

■ Oprócz ewentualnych informacji o budżecie, ważnym wydarzeniem dla rynku długu, a pośrednio być może także dla złotego, będzie śródowa aukcja obligacji 2-letnich.

## Miniony tydzień w gospodarce – Gołębie przesłanie RPP

## Fragmenty komunikatu RPP z 31 lipca 2005

Zgodnie z sierpniową projekcją inflacja tempo wzrostu cen będzie niższe od oczekiwanego w majowym raporcie. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 0,9%-1,5% IV kw. 2005 r. (wobec 1,1%-2,2% w majowym raporcie), 1,0%-3,1% w IV kw. 2006 r. (wobec 1,2%-3,8%) oraz 1,2%-4,1% w IV kw. 2007 r. (wobec 0,7%-4,3%). Zgodnie z projekcją, inflacja osiągnie poziom zbliżony do celu inflacyjnego w połowie 2007 r.

Należy jednak podkreślić, że przedstawiona w raporcie projekcja inflacji nie uwzględnia wszystkich źródeł niepewności, np. nieznanego kształtu polityki gospodarczej rządu w najbliższych latach oraz skutków pogorszenia się perspektyw finansów publicznych w związku z uchwalonymi przez Sejm ustawami istotnie utrudniającymi niezbędne ograniczenie deficytu finansów publicznych i tempa narastania długu publicznego w następnych latach. Ponadto, projekcja nie uwzględnia najnowszych informacji, które mogą mieć istotny wpływ na prognozowane tempo wzrostu cen.

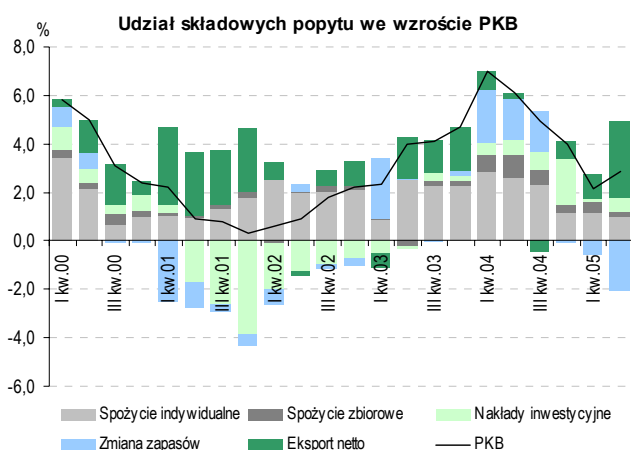
W ocenie Rady w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego jest wyższe niż przedstawiono w sierpniowej projekcji inflacji m.in. ze względu na możliwość występowania przyspieszonych zmian strukturalnych zachodzących w polskiej gospodarce.

■ Decyzja RPP o kolejnej obniżce stóp procentowych o 25 pb i jednoczesnym utrzymaniu łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej była zgodna z naszymi oczekiwaniami i konsensusem rynkowym.

■ Zawarte w tabeli obok najważniejsze naszym zdaniem fragmenty komunikatu po posiedzeniu RPP pokazują, że sposób postrzegania perspektywy inflacji przez większość członków Rady jest optymistyczny (bardziej optymistyczny niż nowa projekcja), mimo że niektórzy członkowie RPP dostrzegają czynniki ryzyka i uważają je za poważne.

■ Biorąc pod uwagę poglądy dominujące obecnie w Radzie, podtrzymujemy naszą opinię, że stopy procentowe mogą być obniżone o kolejne 50 pkt. bazowych w ciągu sześciu kolejnych miesięcy.

■ Projekcja PKB uległa obniżeniu, choć nie brano w niej pod uwagę danych o PKB za II kwartał br.



■ Jednym z argumentów za obniżką były zapewne nieco rozczarowujące dane o PKB za II kwartał. Co prawda wzrost PKB wyniósł 2,8%, czyli był zgodny z naszymi oczekiwaniami i nieco wyższy od konsensusu rynkowego na poziomie 2,7%, ale mniej korzystna od oczekiwanej okazała się struktura wzrostu PKB w II kwartale.

■ Wzrost konsumpcji był taki jak oczekiwaliśmy, a przyspieszenie w inwestycjach nie odbiegało diametralnie od naszych prognoz. Jednak zapasy przyrosły znacznie mniej niż rok temu, zabierając aż 2,1 pkt. proc. wzrostu PKB i w rezultacie popyt krajowy zmniejszył się o 0,3% wobec wzrostu o 1,1% w poprzednim kwartale.

■ Na szczęście w jeszcze większym niż oczekiwano stopniu rolę motoru wzrostu gospodarczego spełnił eksport. Jego dodatni udział we wzroście PKB w II kwartale wyniósł 3,1 pkt. proc.

## Cytat tygodnia – Czy poglądy prezesa NBP są reprezentatywne dla większości RPP?

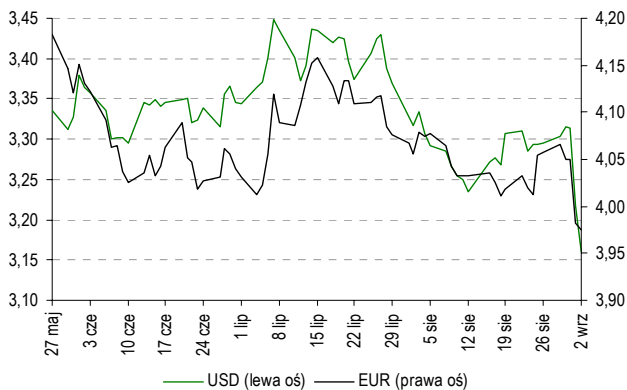
**Leszek Balcerowicz, prezes NBP, przewodniczący RPP;**  
Reuters, 2 września

*Polityka monetarna banku, który wykonuje swój konstytucyjny obowiązek, powinna być taka, aby nie narażać na szwank nie tylko w krótkiej, ale i w dłuższej perspektywie zdobytej stabilności cen. Po to bank centralny ma niezależność konstytucyjną, aby nie ulegał bieżącej presjom, i nie chodzi tylko o polityków, ale chodzi też o analityków i publicystów.*

Po sierpniowym posiedzeniu cytowane przez media były wyłącznie nieliczne wypowiedzi prezesa NBP. Tymczasem wyniki głosowań RPP w II kwartale potwierdziły, że poglądy zwolenników bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej (w tym prezesa NBP) nie są kluczowe dla decyzji Rady. Uczestnicy rynku powinni zwracać większą uwagę na wypowiedzi członków Rady z „głównego nurtu”, jak również „gołębi”, którzy jak pokazały wyniki głosowań potrafią nagle zmieniać zdanie.

## Monitor rynku

Kurs złotego

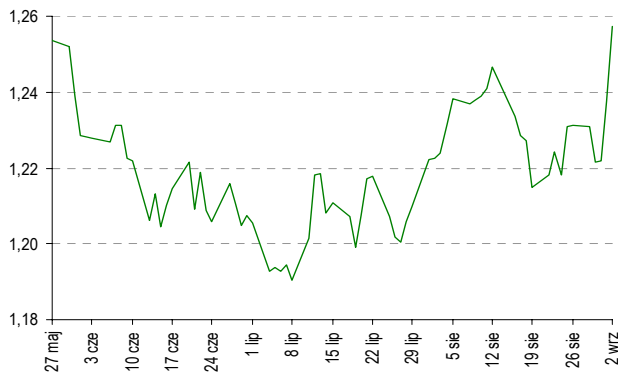


## Nieoczekiwane umocnienie złotego

■ Po bardzo spokojnym początku tygodnia (rynek w ogóle nie zareagował na odrzucenie weta prezydenta do ustawy o zwrocie VAT na materiały budowlane), od środy nastąpiło poważne umocnienie złotego.

■ Złożyło się na to kilka czynników. Fala optymizmu (kapitału) napłynęła zarówno na polski rynek obligacji jak i na giełdę. Jednocześnie nastąpiła znaczna aprecjacja euro do dolara, w rezultacie której umocnienie polskiej waluty było bardziej widoczne w stosunku do dolara (o ponad 4%) niż do euro (ponad 2%). Kurs złotego wyraźnie przebił dolne granice przewidywanych przez nas przedziałów. W tym tygodniu oczekujemy wahań w przedziale 3,90-4,00 wobec euro i 3,10-3,20 do dolara.

Kurs euro do dolara



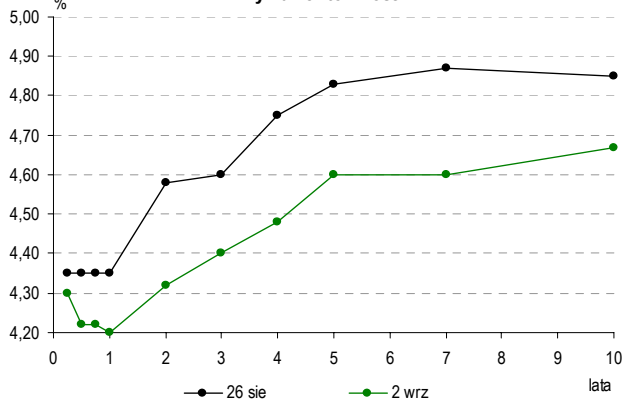
## ... i osłabienie dolara wobec euro

■ W minionym tygodniu kurs EURUSD kontynuował trend wzrostowy, który był wzmacniany przez kolejne (rozczarowujące) dane makroekonomiczne napływające z gospodarki amerykańskiej.

■ Po środowej publikacji słabszego od oczekiwań wskaźnika Chicago PMI, rozczarowujący okazał się również indeks ISM dla przemysłu. Choć piątkowe dane o zatrudnieniu nie były wcale takie złe, nie pozwoliły one wrócić kursowi EURUSD poniżej poziomu 1,25, który został przeбитo po raz pierwszy od końca maja.

■ Oczywiście, nie bez znaczenia były skutki huraganu Katrina oraz drożejąca ropa na rynkach światowych.

Krzywa rentowności

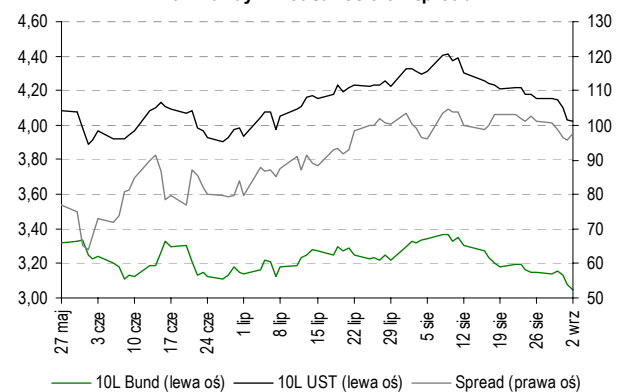


## Bardzo pozytywnie na polskim rynku długu

■ Tak jak się spodziewaliśmy, nastąpiła pozytywna reakcja na decyzję i komunikat Rady. Wystromienie krzywej, którego się spodziewaliśmy, nie było jednak bardzo znaczące (różnica pomiędzy rentownością dwuletniej i dziesięcioletniej obligacji wzrosła o 8 pb), gdyż spadki rentowności na długim końcu nie były powstrzymane przez gorsze perspektywy fiskalne po sejmowym głosowaniu.

■ Rentowność 2-letniej i 5-letniej obligacji spadła w minionym tygodniu o niecałe 30 pb, podczas gdy rentowność obligacji 10-letniej o niecałe 20pb. Na rynku FRA kontrakty 6X9 i 9X12 spadły o 25 pb. W perspektywie 3 miesięcy wyceniana jest jedna obniżka stóp o 25 pb, i jeszcze jedna tej samej skali w ciągu kolejnego kwartału.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## ... podobnie jak na rynkach światowych

■ Podobne czynniki, które stały za osłabieniem dolara (słabe dane makro, skutki huraganu i wysokich cen ropy) powodowały umocnienie Treasuries. Rentowność 10-letniej obligacji amerykańskiej spadła o prawie 10 pb. Pozytywny sentyment widoczny był również na rynku Bundów - rentowność papierów 10-letnich zanotowała najniższy w historii poziom poniżej 3,05%. Spread pomiędzy tymi obligacjami przez większą część tygodnia był poniżej 100pb.

■ Ponieważ długi koniec polskiej krzywej zanotował znaczny ruch w dół podążając za dobrym sentymentem za granicą, w rezultacie spread 5X5 pomiędzy krzywą polską a w strefie euro spadł nieznacznie o ok. 10 pb do poziomu 75 pkt. bazowych.

---

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