

Tygodnik ekonomiczny

19 września – 25 września 2005

Miniony i najbliższy tydzień przyniosą łącznie prawie pełen zestaw miesięcznych danych makroekonomicznych i „ustawią” oczekiwania co do wyniku posiedzenia RPP w dniach 27-28 września. W minionym tygodniu najważniejsze dla rynku były dane o inflacji i przeciętnych wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw. O ile te pierwsze były pewnym rozczarowaniem dla rynku (choć struktura wzrostu cen nie przyniosła alarmujących sygnałów co do przyszłej inflacji), to dane o płacach zostały na rynku stopy procentowej przyjęte entuzjastycznie i przyczyniły się do wzrostu oczekiwań na obniżkę stóp i tym samym znacznego spadku rynkowych stóp procentowych, które osiągnęły rekordowo niskie poziomy. Do Polski napłynął w tym tygodniu bardzo duży strumień zagranicznego kapitału, zarówno na rynek długu, jak i akcji, gdzie dzień po dniu ustanawiane były kolejne rekordy indeksów. Zyskał na tym kurs złotego, którego poziomy wobec euro były najmocniejsze od trzech lat. Powstaje pytanie jak na rynek wpłyną dane, które zostaną podane w najbliższym tygodniu. Według naszych prognoz, wskaźniki aktywności ekonomicznej za sierpień (produkcja przemysłowa i budowlana oraz sprzedaż detaliczna) okażą się całkiem niezłe, co może stać się powodem korekty na rynku stopy procentowej, a przynajmniej zastopować dalszy spadek rynkowych stóp. Jeśli dane nie będą gorsze od oczekiwań, to być może uczestnicy rynku przypomną sobie o słowach członków RPP z minionego tygodnia (głównie Andrzeja Wojtyny, ale również Jana Czekaja), którzy podkreślali w swoich wypowiedziach, że utrzymanie przez Radę łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej nie oznacza automatycznie następnej obniżki stóp procentowych na następnym posiedzeniu. My nie oczekujemy obniżki stóp w tym miesiącu.

Pośredni wpływ na polski rynek mogą mieć w najbliższym tygodniu ważne wydarzenia zagranicą. Najistotniejsze będą reakcja rynków na wynik niedzielnych wyborów w Niemczech oraz interpretacja wtorkowej decyzji Fed.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (19 września)							
11:00	POL	Aukcja bonów skarbowych - 52-tyg. 400 mln i 13-tyg. 100 mln (U)					
16:00	POL	Produkcja przemysłowa (W)	VIII	% r/r	4,8	7,5	2,6
16:00	POL	Ceny producenta (W)	VIII	% r/r	0,1	0,1	0,0
WTOREK (20 września)							
11:00	GER	Indeks ZEW (W)	IX	pkt	45	-	50
20:15	US	Spotkanie Fed – decyzja (W)		%	3,75	3,75	3,50
ŚRODA (21 września)							
11:00	POL	Aukcja obligacji 5-letnich 1,8-2,8 mld zł (W)					
10:00	EMU	Saldo obrotów bieżących (U)	VII	€ mld	-	-	-2,5
CZWARTEK (22 września)							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna (W)	VIII	% r/r	6,2	6,9	5,0
10:00	POL	Stopa bezrobocia (U)	VIII	% r/r	17,8	17,7	17,9
16:00	POL	Inflacja netto (W)	VIII	% r/r	1,3	1,3	1,4
16:00	POL	Wskaźniki koniunktury (U)	IX	pkt	-	-	-
11:00	EMU	Zamówienia w przemyśle (U)	VII	% r/r	-	-	4,9
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające (W)	VIII	% m/m	-0,3	-	0,1

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

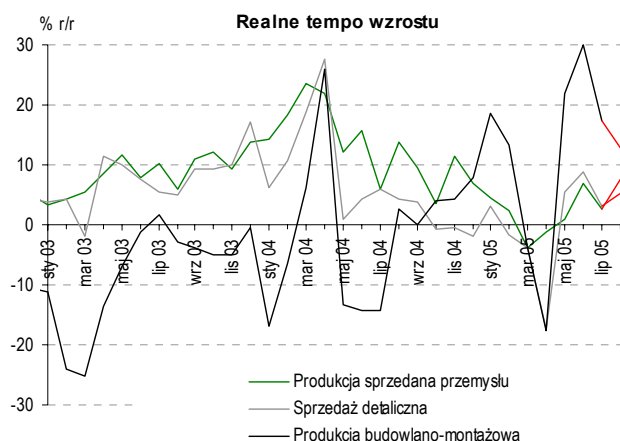
Maciej Reluga Główny Ekonomista (22) 586 8363

Piotr Bielski (22) 586 8333

Piotr Bujak (22) 586 8341

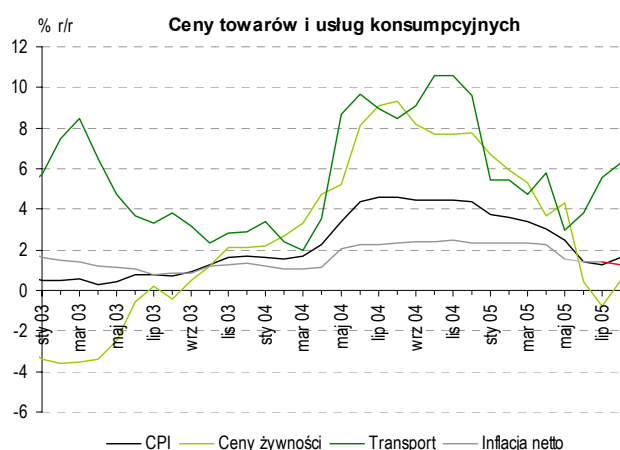
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Uwaga na wskaźniki aktywności ekonomicznej

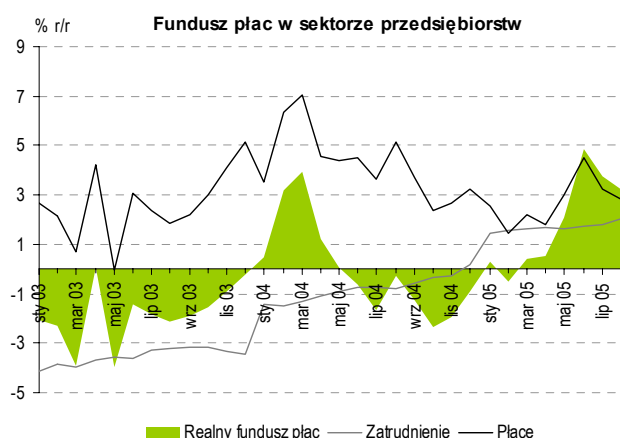


- Najbliższy tydzień będzie stał pod znakiem publikacji wskaźników aktywności ekonomicznej za sierpień.
- Ponieważ presja inflacyjna wydaje się być stłumiona, co powinny potwierdzić publikowany w poniedziałek indeks PPI oraz publikowane w czwartek miary inflacji bazowej, rynek już od jakiegoś czasu najwięcej uwagi poświęca informacjom o kondycji sfery realnej gospodarki.
- Przewidujemy, że wyniki gospodarki (produkcja przemysłowa i budowlana oraz sprzedaż detaliczna) za sierpień będą całkiem niezłe, co w połączeniu z wyższym od oczekiwań wskaźnikiem CPI może ostudzić oczekiwania na kolejną obniżkę stóp już we wrześniu.
- Znikomego wpływu na rynek należy jak zwykle oczekiwać ze strony danych o bezrobociu i wskaźników koniunktury (czwartek), chociaż powinny one akurat pokazać, że polska gospodarka ma się coraz lepiej.

Miniony tydzień w gospodarce – Wyższa inflacja, ale niższy wzrost płac



- Dynamika CPI w sierpniu wyniosła 1,6% r/r, czyli była zgodna z naszą prognozą, ale wyższa od oczekiwań rynku.
- O ile skala wzrostu inflacji była pewnym rozczarowaniem, to struktura wzrostu cen jawi się korzystnie. Poza oczekiwanym silnym wzrostem cen w transporcie (efekt rekordowych cen paliw) oraz mniejszym niż przed rokiem spadkiem cen żywności, ceny pozostałych komponentów koszyka konsumpcyjnego były bardzo stabilne lub nawet spadały (w przypadku cen odzieży i obuwi).
- Dowodzi to, że nie ma obecnie istotnych źródeł presji inflacyjnej, w tym pośrednich efektów wysokich cen paliw.
- Na brak istotnych zagrożeń dla przyszłej inflacji wskazały również statystyki pieniężne za sierpień. Co prawda dynamika podaży pieniądza jest solidna, ale słaby wzrost kredytów dla firm sugeruje, że w dalszym ciągu trudno mówić o silnym ożywieniu inwestycji.



- Korzystnie z punktu widzenia przyszłej inflacji zostały zinterpretowane przez rynek dane o spowolnieniu dynamiki przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, podczas gdy oczekiwano delikatnego przyspieszenia.
- Jednocześnie nastąpiło jednak mocniejsze niż oczekiwano przyspieszenie wzrostu zatrudnienia, co pozwoliło na osiągnięcie solidnej dynamiki funduszu płac w sektorze firm, a więc pozwala nadal patrzeć optymistycznie na perspektywę popytu konsumpcyjnego w III kwartale br.
- Poza tym, zobaczyliśmy ponownie dobre wiadomości na temat tegorocznego budżetu (wydaje się pewne, że tegoroczny deficyt będzie o kilka miliardów niższy od planu) oraz sytuacji w bilansie płatniczym. Po lipcu Polska miała skumulowaną w ostatnich 12 miesiącach nadwyżkę na rachunku bieżącego bilansu płatniczego wielkości 0,1% PKB – po raz pierwszy od 1995 r.

Cytat tygodnia – Studzenie oczekiwań na obniżkę we wrześniu

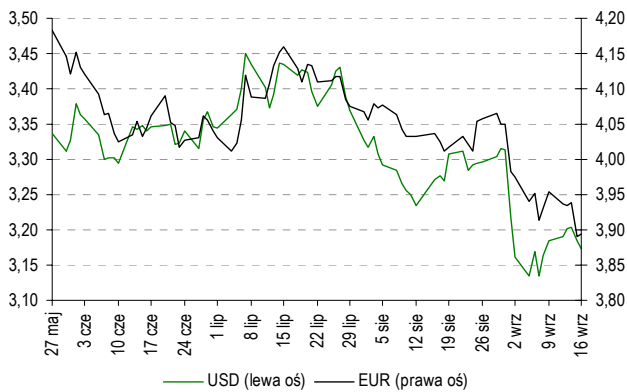
Andrzej Wojtyna, członek RPP; PAP, 14 września

Utrzymanie nastawienia nie oznacza, że na pewno będą obniżki, a na pewno nie ma takiego automatyzmu w odniesieniu do następnego posiedzenia. (...) Jeśli popyt konsumpcyjny nadal będzie słaby, a tempo wzrostu inwestycji nadal będzie wynosić około 5 proc., to będzie znaczyło, że proces domykania się luki popytowej odkłada się w czasie. Wtedy zmieni się bilans ryzyka i będą przesłanki do obniżenia stóp procentowych.

Mimo łagodnego nastawienia, w najbliższych miesiącach może nie być kolejnych obniżek stóp procentowych, chyba że dane makroekonomiczne pokażą nowe istotne sygnały zmieniające bilans ryzyka dla inflacji. Do tej pory przy łagodnym nastawieniu Rada zawsze redukowała stopy, dlatego jej brak we wrześniu byłby dla rynku nową sytuacją i nauką, że łagodne nastawienie naprawdę nie oznacza automatycznie cięć.

Monitor rynku

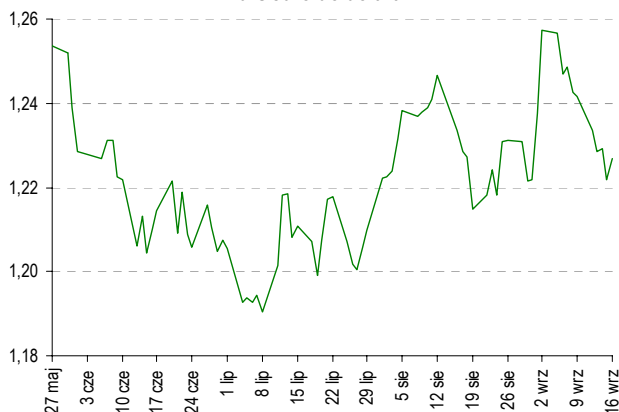
Kurs złotego



Pod koniec tygodnia znaczny napływ kapitału

- Na początku tygodnia, jeszcze przed publikacją danych o wysokim deficycie w obrotach bieżących, nastąpiło pewne osłabienie złotego. Jednak po pewnej stabilizacji, od czwartku widoczne było znaczące umocnienie związane z napływem kapitału na rynek obligacji i giełdę (m.in. oferta PGNiG). Przekroczenie istotnej psychologicznej bariery 3,90 wobec euro spowodowało dalszy ruch do poniżej 3,88.
- O ile kurs złotego do dolara wypadł (w górę) z podanego przez nas przedziału tymczasowo, tak znaczne umocnienie złotego do euro nie było przez oczekiwane. Na ten tydzień utrzymujemy przedział 3,10-3,20 dla USDPLN i obniżamy przedział dla euro do 3,85-3,95. Ponieważ wyniki sondaży przedwyborczych raczej się nie zmieniają, inwestorzy zapewne nie zaczną wyceniać większego ryzyka politycznego.

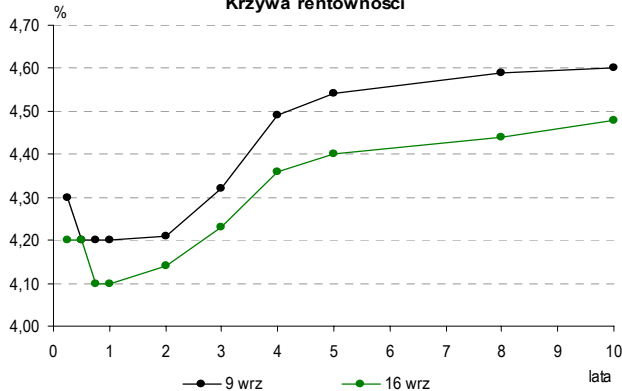
Kurs euro do dolara



EURUSD stosunkowo stabilny

- Na początku tygodnia nastąpiło umocnienie dolara, co związane było ze zdecydowanym zwycięstwem partii obecnego premiera Japonii w wyborach i wzrostem kursu jena wobec euro do najwyższego od dwóch tygodni poziomu. Przyczyną słabości euro była również niepewność co do wyniku wyborów w Niemczech. W rezultacie dolar umocnił się do europejskiej waluty powyżej poziomu 1,23 i był stabilny do jena.
- W dalszej części tygodnia euro ponownie zyskało na wartości (nawet poniżej 1,22). W najbliższych dniach sentyment na rynku EURUSD będzie uzależniony od wyniku wyborów w Niemczech oraz decyzji i komunikatu Fed (oczekiwana kontynuacja podwyżek stóp procentowych). Nie oczekujemy jednak wybiecia poza przedział 1,20-1,25.

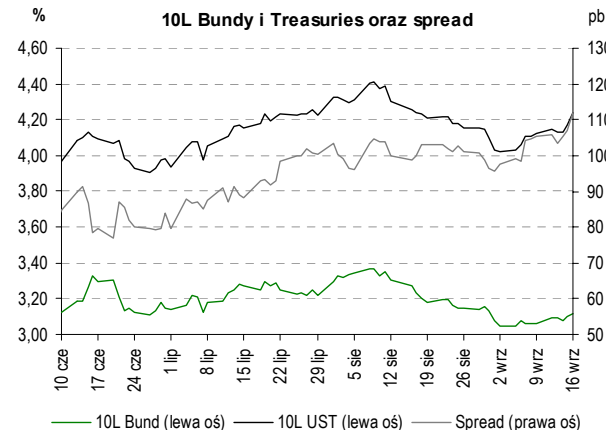
Krzywa rentowności



Znaczny spadek rynkowych stóp

- Początek tygodnia na rynku stopy procentowej upłynął w oczekiwaniu na dane o inflacji, po czym gdy okazała się ona powyżej oczekiwań, rynek znacząco się umocnił. Pomagał temu zapewne fakt, że inflacja netto prawdopodobnie spadła, a dane o płacach były słabsze niż oczekiwano. Rentowności na polskim rynku osiągnęły poziom do tej pory nie notowane - 4,14% w przypadku obligacji 2-letnich i 4,40% dla 5 lat. Kontrakty FRA przesunęły się w ciągu tygodnia o ok. 10-15 pb.
- Dość jastrzębie wypowiedzi członków RPP zostały przez rynek zignorowane i wygląda na to, że jedynym czynnikiem, który może doprowadzić do korekty będą dane o produkcji i sprzedaży detalicznej, których oczekujemy na poziomie wyższym niż średnie prognozy rynku.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



... pomimo znacznego wzrostu rentowności za granicą

- Umocnienie na polskim rynku stopy procentowej nastąpiło pomimo dość wyraźnego wzrostu rentowności na głównych rynkach zagranicznych. Rentowność 10-letnich obligacji niemieckich osiągnęła 3,12%, a 10-letnich obligacji amerykańskich ok. 4,25%. W ciągu tygodnia wzrost rentowności w Stanach Zjednoczonych (o ok. 12 pb) był ponownie wyraźniejszy, co zwiększyło spread wobec obligacji niemieckiej do ponad 110 pb na koniec tygodnia.
- W rezultacie powyższych zmian na rynkach obligacji w Polsce i na świecie, spread 5X5 pomiędzy polską i europejską krzywą spadł dość znacząco do tylko nieco powyżej 50 pb, czyli najniższego poziomu od wielu miesięcy. Najwyraźniej ryzyko polityki fiskalnej po wyborach jest postrzegane jako co najwyżej umiarkowane.

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 wynikać. 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