

# Tygodnik ekonomiczny

26 września – 2 października 2005

Według wyników z 60% obwodowych komisji wyborczych PiS wygrał wybory parlamentarne z wynikiem 26,6% z nieznaczną przewagą wobec PO, która uzyskała 24,1%. Wyniki są negatywną niespodzianką dla rynku finansowego. Nie tylko okazało się, że to PiS, a nie PO będzie miał dominującą rolę w nowym rządzie, ale również, że obie partie będą dysponowały mniejszą przewagą w Sejmie niż sugerowały sondaże (poniżej 2/3 wszystkich mandatów). Stąd tydzień rozpoczął się od korekty na rynku, która jednak nie powinna przybrać nadmiernych rozmiarów.

Choć na początku tygodnia sentyment na rynku będą determinowały wyniki wyborów, w połowie tygodnia poznamy decyzję Rady Polityki Pieniężnej dotyczącą stóp procentowych, która będzie kluczowa dla rynku stopy procentowej. Podobnie jak większość uczestników rynku nie oczekujemy tym razem obniżki gdyż, naszym zdaniem, sytuacja gospodarcza nie zmieniła się znacząco od ostatniego posiedzenia Rady. Dane z ostatniego tygodnia pokazały mieszane sygnały (sprzedaż detaliczna powyżej oczekiwań, produkcja przemysłowa poniżej), choć trzeba przyznać, że miary inflacji wciąż nie pokazują presji popytowej na ceny. Naszym zdaniem, Rada może sobie pozwolić na przerwę w obniżkach stóp (przy utrzymaniu łagodnego nastawienia), co oprócz lepszej oceny sytuacji gospodarczej pozwoli również na poznanie programu gospodarczego nowego rządu i dostosowanie do tego strategii polityki monetarnej. Ostatnie zmiany kursu złotego nie powinny być kluczowe dla decyzji gdyż dwaj członkowie RPP (których głosy decydują o kształcie polityki pieniężnej) powiedzieli, że „na razie skala aprecjacji złotego nie stwarza zagrożeń dla stabilności inflacji” (Sławiński) oraz „kurs ze względu na dużą zmienność nie powinien być wielkością, która ma kluczowe znaczenie przy podejmowaniu bieżących decyzji” (Wojtyna)

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>WTOREK (27 września)</b>							
	<b>POL</b>	<b>Posiedzenie RPP – pierwszy dzień</b>					
10:00	GER	Indeks IFO (W)	IX		94,2	-	94,6
10:00	EMU	Podaż pieniądza (W)	VIII	%		-	7,9
11:00	EMU	Bilans handlowy – saldo (U)	VII	mld €	5,1	-	6,5
16:00	USA	Zaufanie konsumentów (W)	IX		98,0	-	105,6
<b>ŚRODA (28 września)</b>							
	<b>POL</b>	<b>Posiedzenie RPP – decyzja (W)</b>			<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe (W)	VIII	%	0,7	-	-4,9
<b>CZWARTEK (29 września)</b>							
14:30	USA	PKB finalny (W)	II kw.	%	3,3	-	3,3
<b>PIĄTEK (30 września)</b>							
<b>16:00</b>	<b>POL</b>	<b>Bilans płatniczy – saldo obrotów bieżących (U)</b>	<b>II kw.</b>	<b>mld €</b>	<b>-</b>	<b>0,18</b>	<b>0,38</b>
11:00	EMU	Wstępny HICP (W)	IX	%	2,4	-	-
11:00	EMU	Nastroje w biznesie (U)	IX		-0,15	-	-0,07
14:30	USA	Dochody osobiste (U)	VIII	%	0,3	-	0,3
15:45	USA	Indeks Michigan finalny (W)	IX		81,2	-	89,1
16:00	USA	Chicago PMI (W)	IX		49,0	-	49,2

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

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista (22) 586 8363

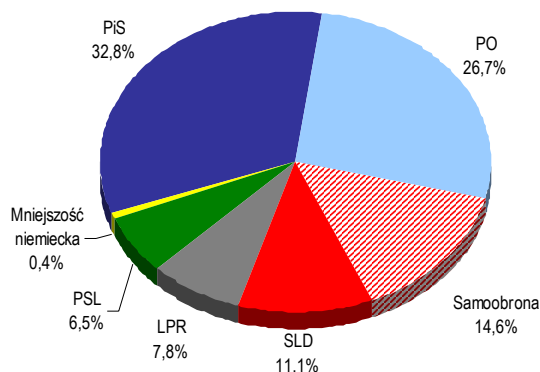
**Piotr Bielski** (22) 586 8333

**Piotr Bujak** (22) 586 8341

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Rynek pod wpływem wyborów i decyzji Rady

Możliwy rozkład mandatów w Sejmie (dane z 60% lokali)



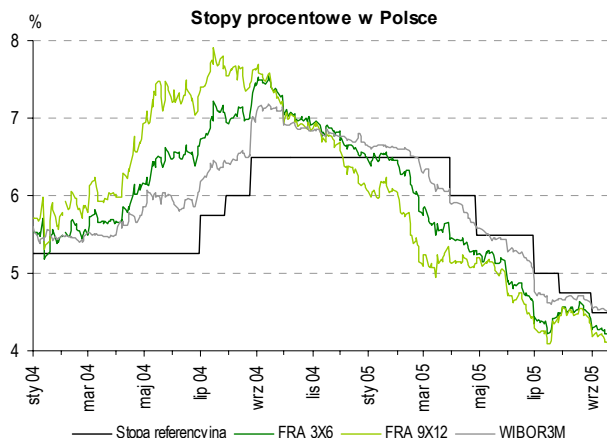
▪ Wg wyników z 60% okręgów wybory wygrał PiS (26,6% głosów) przed PO (24,1%), co powinno zapewnić koalicji 274 miejsca w Sejmie.

▪ W tym tygodniu rynki finansowe będą oczekiwały na sygnały ze strony polityków odnośnie formowania gabinetu, obsadzenia kluczowych dla polityki gospodarczej stanowisk oraz kształtu programu gospodarczego.

▪ Lider PO, Jan Rokita powiedział w ubiegłym tygodniu, że decyzje w sprawie budżetu na przyszły rok zapadną w ciągu 2-3 tygodni po utworzeniu nowego rządu. Istnieje jednak ryzyko, że samo tworzenie gabinetu może zabrać kilka tygodni, szczególnie że jesteśmy w trakcie kampanii prezydenckiej.

▪ Ewentualne przedłużanie się okresu niepewności nie będzie sprzyjało notowaniom na polskim rynku.

Stopy procentowe w Polsce



▪ Choć na początku tygodnia sentyment na rynku będzie zależał od wyniku wyborów (osłabienie i okres niepewności), w połowie tygodnia poznamy decyzję Rady Polityki Pieniężnej dotyczącą stóp procentowych.

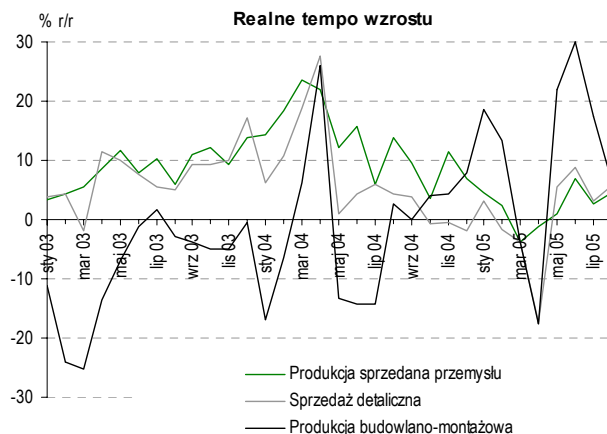
▪ Podobnie jak większość uczestników rynku nie oczekujemy tym razem obniżki gdyż, naszym zdaniem, sytuacja gospodarcza nie zmieniła się znacząco od ostatniego posiedzenia Rady.

▪ Dane z ostatniego tygodnia (szczegóły poniżej) pokazały mieszane sygnały, choć warto przypomnieć, że wzrost płac opublikowany wcześniej był niższy od oczekiwań.

▪ Naszym zdaniem Rada może sobie pozwolić na przerwę w obniżkach stóp (przy utrzymaniu łagodnego nastawienia), co oprócz lepszej oceny sytuacji gospodarczej pozwoli również na poznanie programu gospodarczego nowego rządu i dostosowanie do tego strategii polityki monetarnej.

## Miniony tydzień w gospodarce – Bilans ryzyk zmienił się niewiele

Realne tempo wzrostu



▪ O ile wzrost produkcji przemysłowej (4,6%r/r) był poniżej oczekiwań, to sprzedaż detaliczna wzrosła bardziej niż prognozowano (o 7,9% r/r). Tak więc dane o aktywności ekonomicznej powinny być neutralne dla polityki pieniężnej.

▪ Dane dotyczące bezrobocia (zarówno miesięczne jak i kwartalne) potwierdziły poprawę, która była oczekiwana.

▪ Znaczny spadek inflacji bazowej obserwowany od początku roku uległ wyhamowaniu, co może być argumentem za wstrzymaniem się z obniżką stóp.

▪ Jedyną istotną niespodzianką była inflacja PPI, która wskazała na spadek cen w ujęciu rocznym o 0,1% (prognozowano wzrost tej samej skali), co oznacza, że wysokie ceny paliw nie wpłynęły jak do tej pory na ceny innych towarów. Czy biorąc pod uwagę wciąż rosnące ceny ropy, wystarczy to aby obniżyć stopy?

## Cytat tygodnia – Skala aprecjacji nie stwarza (jak na razie) zagrożeń

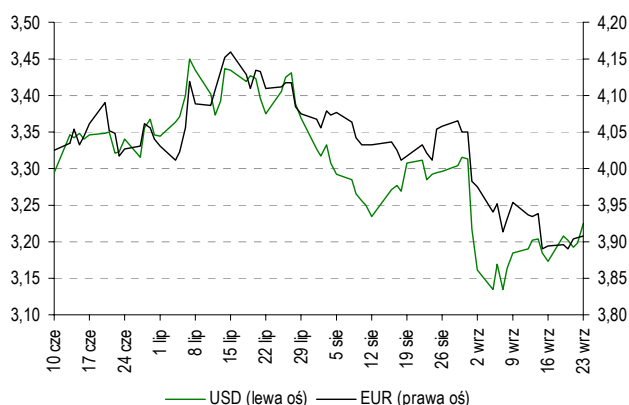
Andrzej Sławiński, członek RPP; PAP, Reuters 21 września

*Mimo, że ożywienie jest na razie dość rozczarowujące, to sytuacja rozwija się w miarę zgodnie z naszą ostatnią prognozą. (...) Gdyby nastąpiła silna aprecjacja złotego, wpłynęłoby to na lukę popytową, a tym samym także na inflację. Na razie (jednak) skala aprecjacji złotego nie stwarza zagrożeń dla stabilności inflacji. (...) Łagodne nastawienie w polityce pieniężnej nadal adekwatnie odzwierciedla sytuację w gospodarce i perspektywy inflacyjne.*

Czynnikami, który ewentualnie mógłby wpłynąć na zmianę bilansu ryzyka na korzyść niskiej inflacji mogło być umocnienie złotego. Jednak, zgodnie z wypowiedzią prof. Sławińskiego, jego skala nie stanowi zagrożenia dla stabilności inflacji, więc ten czynnik – nawet gdyby wystąpił – nie powinien przechylić szali na rzecz obniżki w tym miesiącu. Jednocześnie jednak, łagodne nastawienie zapewne dobrze odzwierciedla możliwość dalszej aprecjacji w przypadku gruntownych reform autorstwa nowego rządu.

## Monitor rynku

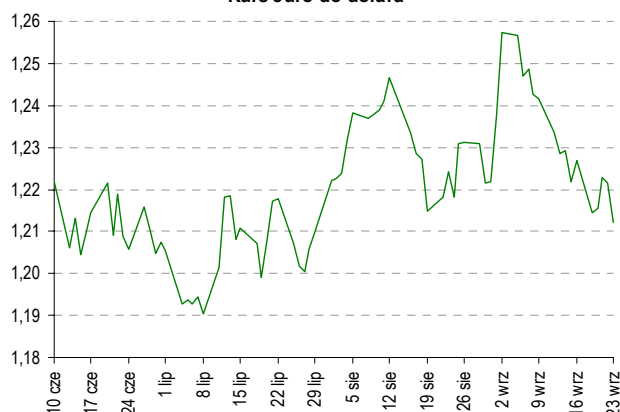
Kurs złotego



## Najpierw hurraoptymizm, potem ostrożność

- Miniony tydzień rozpoczął się bardzo dobrze dla złotego, czemu sprzyjał rosnący optymizm inwestorów co do wyników wyborów i rosnące (szczególnie po danych o produkcji i PPI) nadzieje na obniżkę stóp we wrześniu. W II połowie tygodnia miała miejsce przejściowa korekta ale ostatecznie w piątek kurs złotego wynosił nieznacznie ponad 3,88 wobec euro oraz 3,21 wobec dolara, czyli powrócił do poziomów z zamknięcia tydzień wcześniej.
- Nieco rozczarowujące dla rynku wyniki wyborów i niepewność nt. kształtu nowego rządu osłabiły złotego w tym tygodniu. Wahania kursu mogą być spore pod wpływem wypowiedzi polityków i propozycji dot. przyszłej polityki gospodarczej. Oczekujemy, że złoty będzie się wahał w granicach 3,85-3,95 wobec euro i 3,18-3,28 do dolara.

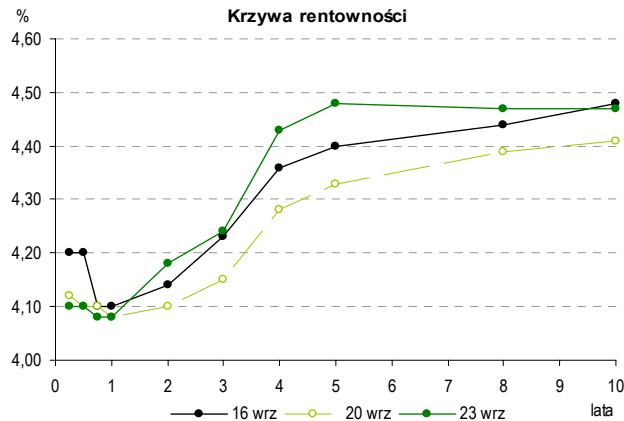
Kurs euro do dolara



## Wybory i huragan na pierwszym planie

- Na początku tygodnia największy wpływ na kurs EURUSD miały wyniki wyborów w Niemczech. Brak wyraźnego zwycięzcy i wynikające stąd obawy o możliwe problemy z wyłonieniem nowego rządu spowodowały spadek kursu poniżej 1,22. W kolejnych dniach ruch ten częściowo się cofnął na fali rosnących obaw o skutki uderzenia kolejnego huraganu Rita, zbliżającego się do USA, jednak pod koniec tygodnia obawy te osłabły w miarę informacji o mniejszej sile huraganu i w efekcie dolar wzmacnił się do 1,21 – najmocniejszego poziomu od 2 miesięcy.
- Po tym jak okazało się, że skutki huraganu faktycznie nie były dramatyczne, dolar już w poniedziałek rano umocnił się jeszcze bardziej do 1,2010. W najbliższych dniach okaże się czy euro jest w stanie obronić poziom 1,20.

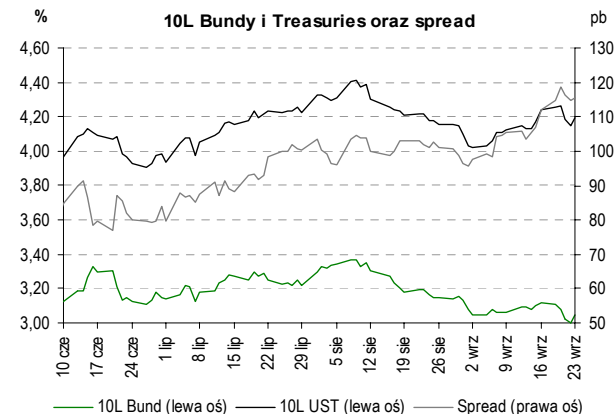
Krzywa rentowności



## Korekta po rekordowym umocnieniu

- Pozytywne sondaże wyborcze oraz słabsze niż oczekiwano dane o PPI i produkcji wyraźnie wzmocniły rynek polskich obligacji, których rentowności we wtorek spadły do najniższych poziomów w historii. Kolejne dni przyniosły istotną korektę w miarę realizacji zysków, pogorszenia wyników przewidywań wyborczych, oraz publikacji danych o wyższej od oczekiwań sprzedaży detalicznej; jednak rynek pozostał stosunkowo mocny.
- Niepewność polityczna po wyborach będzie szkodziła rynkowi długu w tym tygodniu. Równie istotne będzie jednak posiedzenie RPP. Nie spodziewamy się redukcji stóp w tym tygodniu, jednak wskazówką dla rynku papierów skarbowych może być treść komunikatu Rady.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Rentowności za granicą w dół

- Podwyżka stóp procentowych w USA o kolejne 25 pb nie była zaskoczeniem dla rynku finansowego. Mimo to w bezpośredniej reakcji na wtorkową decyzję Fed rentowność amerykańskich obligacji 10-letnich wzrosła do 4,29%. Jednak reakcja ta była krótkotrwała i w kolejnych dniach nastąpił spadek o ok. 10 pb, na fali obaw o skutki huraganu Rita. Równocześnie jednak jeszcze silniej spadły rentowności Bundów (osiągając historyczne minimum blisko 3%) i w efekcie spread pomiędzy nimi a papierami w USA wzrósł do ponad 115 pb.
- Ten tydzień rozpoczął się od wzrostu rentowności obligacji na świecie po słabszym niż się obawiano uderzeniu huraganu i w efekcie spadku cen ropy naftowej.

---

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