

# Tygodnik ekonomiczny

28 listopada – 4 grudnia 2005

Miniony tydzień zanotował znaczące, nieoczekiwane przez nas, umocnienie zarówno na rynku walutowym jak i obligacji. Na rynek walutowy wpływ miały zapewne transakcje Ministerstwa Finansów na rynku (dokonane i zapowiedziane), polski rynek obligacji korzystał na polepszeniu nastrojów wobec regionu (i umocnieniu na rynkach bazowych), a korekty po danych o produkcji i sprzedaży detalicznej były niewielkie. W najbliższym tygodniu sytuacja będzie uzależniona od danych o PKB za III kwartał, kształtu autopoprawki budżetu oraz decyzji Rady Polityki Pieniężnej. Nie spodziewamy się znaczących zmian w projekcie budżetu w stosunku do wcześniejszych wypowiedzi, a poziom deficytu 30 mld będzie zapewne utrzymany, stabilizując rynki. Podtrzymujemy naszą opinię, że obniżka stóp procentowych będzie możliwa tylko w przypadku nieprzyjemnej niespodzianki w danych o PKB (w szczególności dotyczących popytu krajowego). Jednocześnie, wypowiedzi członków Rady wskazują, że nie ma obecnie powodów do zmiany nastawienia na neutralne z łagodnego (które wskazuje na większe prawdopodobieństwo obniżek niż podwyżek).

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>WTOREK (29 listopada)</b>							
16:00	POL	PKB (W)	III kw.	%	3,4	3,6	2,8
16:00	POL	Prywatna konsumpcja (W)	III kw.	%	2,5	2,8	1,5
16:00	POL	Inwestycje (W)	III kw.	%	5,3	6,0	3,8
10:00	EMU	Podaż pieniądza (U)	X	%	8,6	-	8,5
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe (W)	X	%	1,1	-	-2,4
16:00	USA	Zaufanie konsumentów (W)	XI		90,0	-	85,0
<b>ŚRODA (30 listopada)</b>							
	POL	Spotkanie RPP – decyzja (W)	XI	%	4,5	4,5	4,5
11:00	EMU	Zaufanie konsumentów (W)	XI	pkt	-13,0	-	-13,0
11:00	EMU	PKB skorygowany (U)	III kw.	% r/r	1,5	-	1,1
11:00	EMU	Wstępny HICP (W)	XI	% r/r	2,5	-	2,5
14:30	USA	Wstępny PKB (W)	III kw.	%	4,0	-	3,8
14:30	USA	Chicago PMI (U)	XI	%	60,0	-	62,9
<b>CZWARTEK (1 grudnia)</b>							
10:00	EMU	PMI sektor wytwórczy (W)	XI	pkt	53,0	-	52,7
11:00	EMU	Bezrobocie (U)	X	%	8,4	-	8,4
13:45	EMU	Spotkanie ECB – decyzja (W)	XI	%	2,25	-	2,0
14:30	USA	Dochody osobiste (U)	X	%	0,5	-	1,7
16:00	USA	ISM sektor wytwórczy (W)	XI	pkt	57,5	-	59,1
<b>PIĄTEK (2 grudnia)</b>							
11:00	EMU	Ceny produkcji (W)	X	% r/r	4,0	-	4,4
14:30	USA	Przeciętne wynagrodzenie na godzinę (U)	XI	%	0,2	-	0,5
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (W)	XI	tys.	210	-	56
14:30	USA	Bezrobocie (U)	XI	%	5,0	-	5,0

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

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

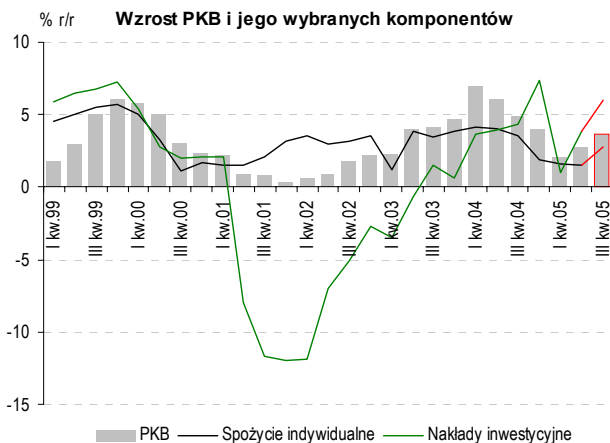
**Piotr Bielski** (22) 586 8333

**Piotr Bujak** (22) 586 8341

**Cezary Chrapek** (22) 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Dane o PKB kluczowe dla decyzji Rady



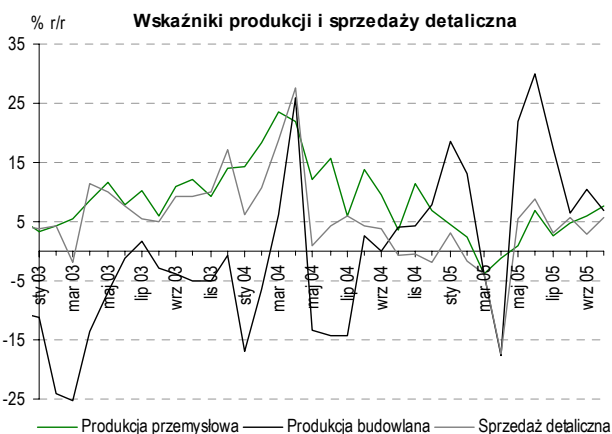
Wiele wypowiedzi członków Rady wskazywało na istotność danych o PKB dla najbliższych decyzji, stąd też będą one kluczowe dla ustalenia nastrojów na rynku.

Naszym zdaniem, istotne jest nie tyle tempo wzrostu gospodarczego (oczekujemy 3,6%), co jego struktura. Oczekiwane jest pewne przyspieszenie inwestycji i konsumpcji prywatnej, ale czy tempo wzrostu tych zmiennych o odpowiednio ok. 5% i 2,5% (konsensus rynkowy) można uznać za nadmierne?

Oczekujemy, że kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB wyniosła nieco poniżej 2 pkt proc., choć istnieje szansa, że będzie to jeszcze więcej (niższy popyt krajowy).

W podstawowym scenariuszu oczekujemy braku zmiany stóp procentowych i utrzymania łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej. Naszym zdaniem, w grudniu stopy również pozostaną bez zmian.

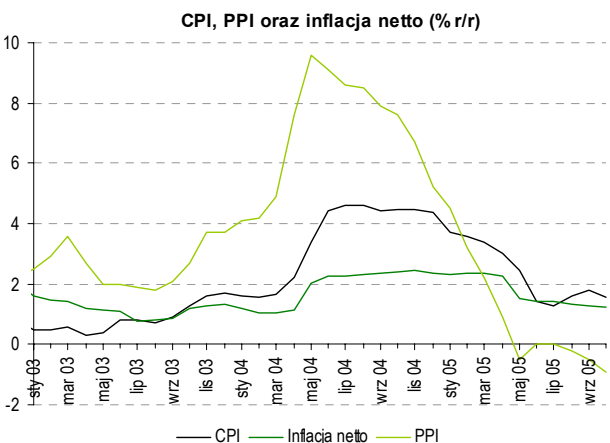
## Miniony tydzień w gospodarce – Coraz wyższy wzrost, wciąż niska inflacja



Zarówno wzrost produkcji przemysłowej (o 7,6%) jak i sprzedaży detalicznej (7,5% nominalnie, 5,7% realnie) był powyżej oczekiwań, potwierdzając, że polska gospodarka wkroczyła w ostatni kwartał bieżącego roku w dobrej kondycji (wzrost gospodarczy powyżej 4% według naszej prognozy) przy stale wzmacniającej się aktywności ekonomicznej.

Wzrost produkcji w dalszym ciągu miał prawdopodobnie w dużym stopniu związek z eksportem. Możliwa jest jednak pewna poprawa w zakresie popytu krajowego, np. dzięki rosnącym wydatkom na materiały budowlane i wyposażenie mieszkań przed wygaśnięciem z upływem tego roku ulgi remontowej, jednak należy pamiętać, że byłyby to w dużej mierze czynniki przejściowe.

Nieco mniej korzystne były dane o produkcji budowlano-montażowej, które pokazały wzrost o 6,8% r/r.



Przy przyspieszającym wzroście gospodarczym, presja na ceny jest wciąż bardzo umiarkowana. Opublikowane przed listopadowym posiedzeniem Rady wskaźniki inflacji były niskie. Przypomnijmy, że inflacja CPI wyniosła 1,6%.

Ceny producenta spadły o 0,9% w skali roku, a w przetwórstwie przemysłowym (gdzie jest najsilniejsza konkurencja) zmniejszyły się o 2,1% r/r, co pokazuje, że producenci bardzo niechętnie podnoszą swoje ceny nawet w obliczu rosnących cen energii i paliw.

Wszystkie miary inflacji bazowej spadły i są poniżej 1,3% co pokazuje, że presja cenowa pozostaje bardzo stłumiona.

Wysoki wzrost płac w październiku (o 6,4% r/r) powinien być raczej jednorazowy, gdyż ten sam sektor który obniżył dynamikę we wrześniu (poczta i telekomunikacja), podwyższył ją w październiku (wzrost o 45,9% r/r).

## Cytat tygodnia – Ceny ropy jak w projekcji, złoty silniejszy... ale inni podnoszą stopy

**Andrzej Sławiński, członek RPP; PAP, 23 listopada**

*Najbardziej prawdopodobny bieg zdarzeń jest wciąż taki, jaki był w sierpniowej projekcji. Ceny ropy obniżyły się do wcześniej prognozowanego poziomu, a kurs złotego jest wyraźnie mocniejszy.*

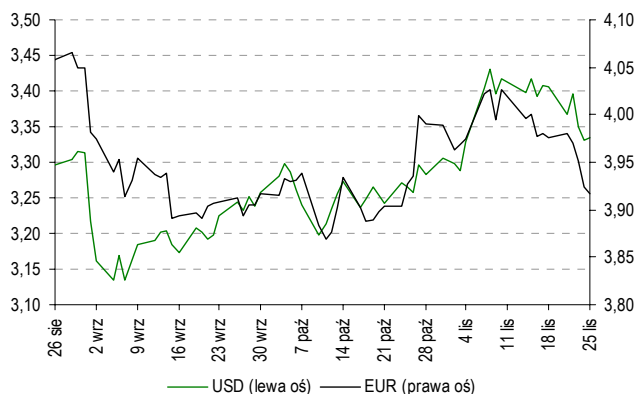
**Halina Wasilewska-Trenkner, członkini RPP; PAP, 23 listopada**

*W zakresie poziomu stóp procentowych trzeba poczekać na dane za III kwartał, szczególnie o inwestycjach. Można rozważać obniżkę stóp, ale nie wiem, czy jest to faktycznie konieczne, gdyż na świecie powoli zaczyna się tendencja do podwyższania stóp procentowych przez banki centralne.*

Wypowiedzi członków Rady wskazują, że uzasadnione jest łagodne nastawienie, a obniżkę stóp można rozważyć gdy nastąpi zmiana scenariusza (słabsze dane). Ciekawe czy Rada poprze opinię, że inflacja może wrócić do celu szybciej niż wynikało z sierpniowej projekcji inflacji. Jak zauważył prof. Sławiński, ceny ropy są niższe, a kurs złotego silniejszy niż założono w projekcji, która mówiła o powrocie inflacji do celu w 2007 r. Inne kraje co prawda podwyższają stopy, ale czy NBP robił to co inni, gdy inni obniżyli?

## Monitor rynku

Kurs złotego

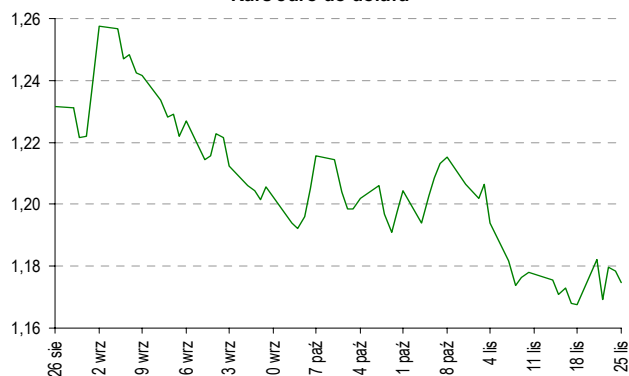


## Silny złoty - powrót inwestorów na rynki wschodzące

W minionym tygodniu złoty umocnił się do głównych walut do najsilniejszego poziomu od miesiąca, głównie z powodu powrotu inwestorów zagranicznych na rynki wschodzące, w wyniku zmniejszenia oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w USA, co sugerował opublikowany protokół z listopadowego spotkania Fed. Początek i koniec tygodnia cechowała niska aktywność. Informacja o wymianie na rynku przychodów z emisji obligacji zagranicznych wsparła aprecjację złotego i może oddziaływać na kurs także w przyszłości. W ciągu tygodnia złoty zyskał na wartości ok. 2,1% względem dolara oraz ok. 1,5% wobec wspólnej waluty.

W tym tygodniu prognozujemy kursy EURPLN w przedziale 3,87-3,97 oraz USDPLN w przedziale 3,27-3,37.

Kurs euro do dolara

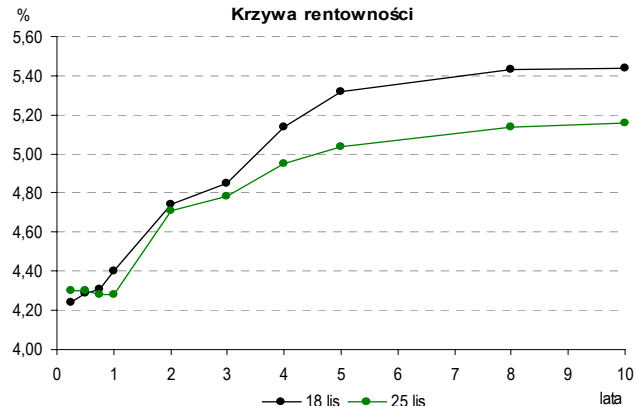


## Wąski przedział wahań na rynku euro-dolara

W ciągu tygodnia kurs EURUSD wahał się między 1.17-1.185, a euro umocniło się do dolara ok. 0.6%. Euro zyskało po jastrzębiej wypowiedzi prezesa EBC w ubiegłym tygodniu, ale późniejszy komentarz, że wzrost stóp nie będzie początkiem serii podwyżek doprowadziły do korekty. Kurs EURUSD wzrósł ponownie po publikacji protokołu z posiedzenia Fed, który sugerował bliski koniec cyklu podwyżek stóp w USA. Korekta nastąpiła przed świętami w USA, po wyższym indeksie Michigan oraz słabszym Ifo.

Na kurs EURUSD w nadchodzącym tygodniu będzie miał wpływ szereg danych m.in. wstępna inflacja oraz PPI w EMU, PMI i ISM z sektora wytwórczego decyzja EBC w sprawie stóp, zamówienia na dobra trwałe, zatrudnienie poza rolnictwem i wstępne dane o PKB III kw. w USA.

Krzywa rentowności

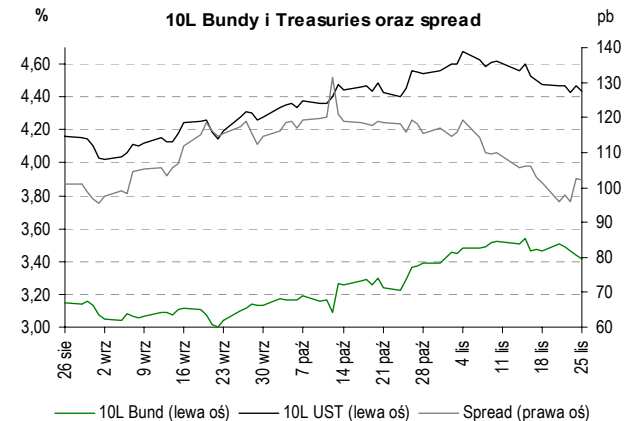


## Znaczny spadek rentowności i spłaszczenie krzywej

Początek tygodnia cechowała niska aktywność, ale rynek obligacji stopniowo się umacniał. W ciągu całego tygodnia rentowności spadły aż o 3-29 pb, a rentowność 5-letniej obligacji utrzymywała się przez pewien czas poniżej 5%. Krzywa wyraźnie się spłaszczyła po powrocie inwestorów na rynki naszego regionu po publikacji protokołu Fed, który miał gołębi wydźwięk. Obligacje znalazły wsparcie w spadku rentowności na rynkach bazowych.

W przyszłym tygodniu kluczowe dla rynku i decyzji RPP będą dane o PKB za III kw. Jeśli okażą się dużo słabsze od oczekiwań rynek może się umacniać, a rentowności 5-letki spaść poniżej 5%, a w przeciwnym wypadku powinny utrzymać się w oczekiwanych przez nas przedziale 5,0-5,5%.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Spadek rentowności w USA i spreadu

10-letnie amerykańskie i niemieckie obligacje skarbowe umocniły się odpowiednio z 4,47% do 4,43% i z 3,46% do 3,41% głównie po publikacji protokołu Fed, który utrzymany był w gołębi tonie i sugerował, że wkrótce może nastąpić zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych w USA. W strefie euro kluczowe były wypowiedzi Trichet'a i Caruana'y z EBC, że ewentualna podwyżka stóp w EMU nie będzie początkiem agresywnego zaostrzenia polityki pieniężnej oraz słabszy od oczekiwań wskaźnik Ifo.

Rynek spodziewa się, że w nadchodzącym tygodniu EBC podwyższy główną stopę w strefie euro do 2,25%, choć na decyzję mogą mieć jeszcze wpływ dane o podaży pieniądza, wstępnym HICP oraz PMI. W USA ważne będą dane o PKB, ISM oraz sytuacja na rynku pracy.

---

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