

Tygodnik ekonomiczny

19 grudnia – 25 grudnia 2005

Po znacznie niższej od oczekiwań listopadowej inflacji, co doprowadziło do zdecydowanego umocnienia na rynku obligacji w obliczu odnowionych nadziei na obniżki stóp, wczorajsze dane z rynku pracy spowodowały efekt odwrotny. Zarówno wzrost płac jak i zatrudnienia, odpowiednio o 6,9% r/r i 2,4% r/r, był znacznie powyżej oczekiwań rynku. Pewnym wytłumaczeniem wzrostu płac, potwierdzonym w *Gazecie Wyborczej*, były przyspieszone wypłaty barbórkowe. Niemniej jednak, dane z rynku pracy będą zapewne postrzegane jako „jastrzębi” argument przez Radę Polityki Pieniężnej, która będzie chciała poczekać na więcej informacji. Ponieważ po danych o inflacji nie zmieniliśmy naszych oczekiwań dotyczących stóp procentowych, tym bardziej podtrzymujemy naszą opinię po publikacjach dotyczących rynku pracy. Niemniej jednak, wciąż uważamy, że nastawienie łagodne w polityce pieniężnej jest adekwatne do obecnej sytuacji i w ciągu najbliższych 3-6 miesięcy prawdopodobieństwo obniżki stóp jest większe od prawdopodobieństwa podwyżki. Uczestnicy rynków finansowych będą teraz w zniecierpliwieniu oczekiwali kolejnych danych odnośnie sytuacji gospodarczej – wiele będzie opublikowanych w przyszłym tygodniu, m.in. inflacja PPI, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inflacja bazowa. Jednak nie wszystkie z nich będą dostępne przed posiedzeniem RPP.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (19 grudnia)							
16:00	POL	Przetarg bonów skarbowych 13 tyg. 100 mln i 52 tyg. 0,9 mld zł (U)					
16:00	POL	Ceny produkcji (W)	XI	% r/r	-0,5	-0,5	-0,9
16:00	POL	Produkcja przemysłowa i budowlana (W)	XI	% r/r	7,3	8,5	7,6
11:00	EMU	Produkcja przemysłu (H)	X	% r/r	1,1	-	1,0
WTOREK (20 grudnia)							
10:00	EMU	Bilans handlowy (U)	X	€ mld	1,6	-	-
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (U)	XI	mln	2088	-	2103
14:30	USA	Nowo rozpoczęte budowy domów (U)	XI	mln	2017	-	2014
14:30	USA	Ceny producenta (W)	XI	% m/m	-0,4	-	0,7
ŚRODA (21 grudnia)							
	POL	Spotkanie RPP – decyzja (W)	XII	%	4,5	4,5	4,5
14:30	USA	Finalny PKB (W)	Q3	%	4,3	-	4,3
CZWARTEK (22 grudnia)							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna (W)	XI	% r/r	8,5	8,4	7,5
10:00	POL	Stopa bezrobocia (U)	XI	%	17,4	17,4	17,3
16:00	POL	Wskaźniki koniunktury (U)	XII				
16:00	POL	Inflacja bazowa (W)	XI	% r/r	1,1	1,1	1,6
14:30	USA	Dochody osobiste (U)	XI	%	0,3	-	0,4
PIĄTEK (23 grudnia)							
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe (W)	XI	%	0,8	-	3,7
15:45	USA	Indeks Michigan (W)	XII	pts	89,0	-	81,6

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

Maciej Reluga Główny Ekonomista (22) 586 8363

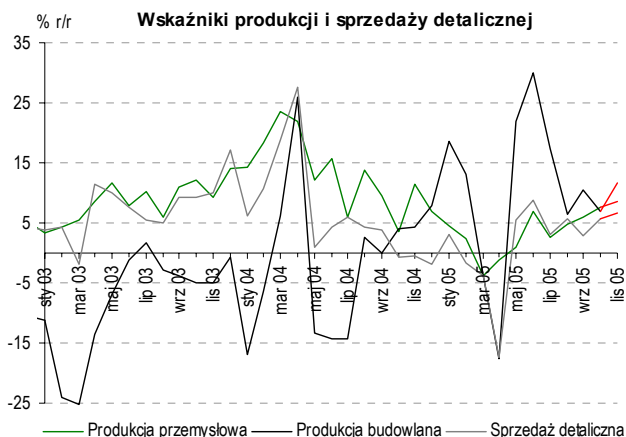
Piotr Bielski (22) 586 8333

Piotr Bujak (22) 586 8341

Cezary Chrapek (22) 586 8342

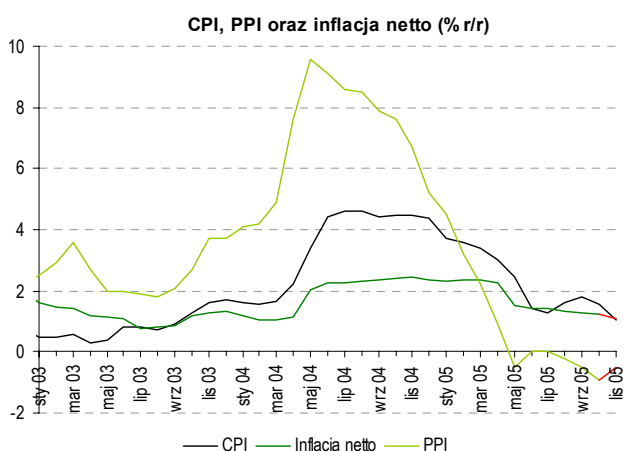
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Sporo danych o aktywności ekonomicznej i cenach



- W nadchodzącym tygodniu GUS opublikuje sporo danych statystycznych, które będą kluczowe dla nastrojów na rynku finansowym, szczególnie że ostatnie dane wysyłały sprzeczne sygnały dla rynku obligacji.
- Spodziewany jest dość silny wzrost produkcji przemysłowej, produkcji w sektorze budowlanym oraz sprzedaży detalicznej, co potwierdziłoby, że przyspieszenie wzrostu gospodarczego w IV kw. (do ok. 4,5%).
- Poznamy również informacje o inflacji producenta i inflacji bazowej, które powinny potwierdzić, że coraz wyższej aktywności ekonomicznej nie towarzyszy (przynajmniej jak na razie) wzrost cen, który przyprawiłby przedstawicieli banku centralnego o ból głowy. Wzrost przeciwnie, wszystkie miary inflacji bazowej powinny utrzymać się poniżej 1,5% (niektóre poniżej 1%), a roczna inflacja PPI wykaże prawdopodobnie ponownie deflację.

Miniony tydzień w gospodarce – Inflacja niska, ale szybko rosną płace i zatrudnienie (i eksport)



- Inflacja spadła w listopadzie do 1,0% z poziomu 1,6% w październiku, po spadku cen o 0,2% m/m. Było to znacznie poniżej oczekiwań.
- Najważniejszą przyczyną takiego wyniku były niskie ceny żywności i paliw, które spadły odpowiednio o 0,3% m/m i 2,2% m/m. Niemniej jednak nasze szacunki wskazują, że inflacja netto (CPI bez cen żywności i paliw) spadła w listopadzie do 1,1% r/r (oficjalne dane w tym tygodniu).
- Wzrost cen w innych kategoriach pokazał brak sygnałów wzrostu presji inflacyjnej. Spodziewamy się, że tak długo jak będzie obowiązywał zakaz eksportu polskiej żywności do Rosji, a silny złoty będzie ograniczał wzrost cen paliw, inflacja pozostanie bardzo niska.
- Przewidujemy jej nieznaczny wzrost, ale nie powinna przekroczyć 1,2% r/r w grudniu i będzie ok. poziomu 1,5% r/r w I kwartale 2006.



- Średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się w listopadzie o 6,9% r/r, przekraczając oczekiwania rynku i naszą prognozę na poziomie 3,8%.
- Wzrost zatrudnienia był również wyższy niż się spodziewano i wyniósł 2,4% r/r. W efekcie, fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw zwiększył się o 9,5% r/r nominalnie i 8,4% r/r realnie.
- Pewnym wytłumaczeniem szybszego od prognoz wzrostu płac w listopadzie jest przesunięcie płatności grudniowych premii w niektórych sektorach (np. w górnictwie). W grudniu roczny wzrost wynagrodzeń prawdopodobnie ponownie spowolni.
- W październiku odnotowano nadwyżkę handlową z dynamicznie rosnącym eksportem i przyspieszeniem importu, co było bardzo dobrą informacją.

Cytat tygodnia – Inflacja stworzyła przestrzeń na obniżki. A płace?

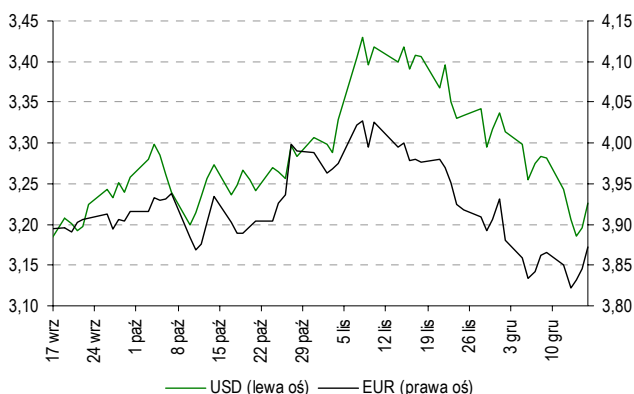
Marian Noga, członek RPP; PAP, 14 grudnia

Poziom 1,0 proc. to niżej niż oczekiwania analityków. Tak jak po wcześniejszych danych można było stwierdzić, że przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej się mocno zawężyła, tak teraz znów można powiedzieć, że ona wprawdzie się zawężyła, ale nadal istnieje. (...) To tylko jedna z informacji dla Rady. My bierzemy pod uwagę cały bilans czynników. Ale ten czynnik wpływa na kształtowanie się innych.

Jak widać opór niektórych członków Rady wobec kolejnej obniżki stóp nieco osłabł po danych o inflacji. Przed ich publikacją dalsze obniżenie stóp, według Nogi, byłoby możliwe tylko w przypadku jakiegoś „szoku”, a po publikacji przestrzeń dla obniżek uległa zwiększeniu. Ciekawe czy przestrzeń ponownie się zawężyła po danych o płacach? A może lepiej byłoby aby komentarze odnośnie perspektyw polityki pieniężnej członkowie Rady wygłaszali po zapoznaniu się z pełnym zestawem danych miesięcznych?

Monitor rynku

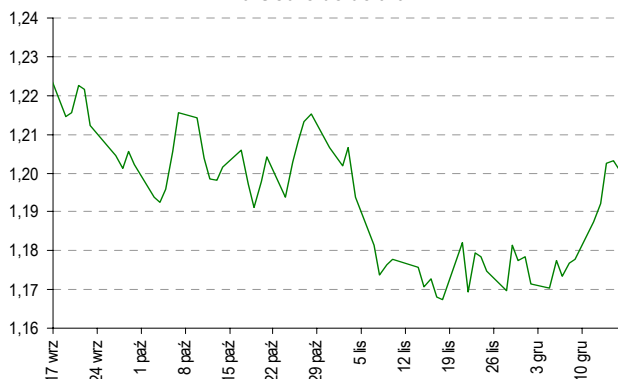
Kurs złotego



Złoty pozostaje mocny

- Na początku tygodnia złoty umocnił się wobec euro do najwyższego poziomu od 3,5 roku (3,809) oraz do 3,178 wobec dolara po stabilizacji sytuacji na Węgrzech, oraz w obliczu komunikatu Fed, który uległ zmianie i zasugerował możliwość wcześniejszego zakończenia podwyżek stóp w USA, co mogłoby zwiększyć napływ środków na rynki wschodzące. Po lekkiej korekcie złoty oscylował wokół 3,83 by osłabić się do 3,88 i 3,22. Polska waluta straciła na wartości ok. 0,2% wobec euro i zyskała ok. 1,7% do dolara.
- Szacujemy, że kurs USDPLN będzie oscylował w przedziale 3,15-3,25, a EURPLN pozostanie mocny w przedziale 3,82-3,92. Ważnym poziomem wsparcia dla złotego będzie nadal 3,88-3,89, a jeśli zostanie przekroczony złoty może się osłabić do 3,92.

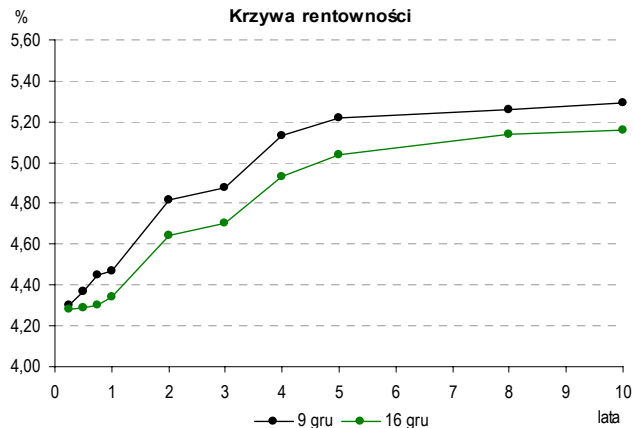
Kurs euro do dolara



Koniec aprecjacji dolara?

- W ciągu tygodnia dolar stracił na wartości ok. 2% z 1,18 do 1,2 wobec euro głównie z powodu zmiany tonu komunikatu Fed. Częściowo do osłabienia dolara przyczynił się rekordowy deficyt handlowy oraz najwyższy od prawie 5,5 roku indeks Ifo, choć rekordowy napływ kapitału oraz niższa od prognoz inflacja w strefie euro uspokoiły rynek.
- Mimo, że w komunikacie Fed nastąpiła zmiana, a inflacja spadła znacznie (głównie z powodu cen energii i paliwa), to dobre dane z sektora wytwórczego mogą skutkować większą presją inflacyjną. W przyszłym tygodniu ważne będą dane o zamówieniach na dobra trwałe, indeks Michigan i dane z rynku nieruchomości. Wydaje się, że miejsce do aprecjacji dolara zawężono i przewidujemy że kurs EURUSD będzie oscylował między 1,195-1,21.

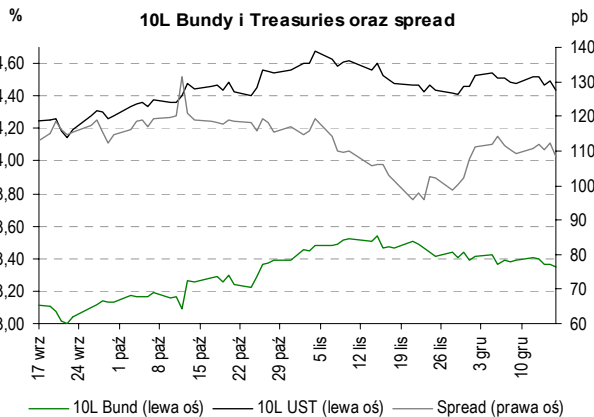
Krzywa rentowności



Fed i mieszane dane umacniają obligacje

- Polski dług umacniał się w związku ze zmianą w komunikacie Fed, umocnieniem na rynkach bazowych oraz po gołębiej wypowiedzi członka RPP Pietrewicza o miejscu na cięcie stóp o 50 pb. Kolejne umocnienie nastąpiło po niskich danych o inflacji CPI, co zwiększyło oczekiwania na obniżkę stóp (rentowność 5L obligacji spadła do 4,93%). Jakkolwiek wysokie dane o płacach doprowadziły do korekty, to krzywa utrzymuje się ok. 12-20 pb poniżej poziomów z zeszłego piątku.
- Rozstrzygające dla ewentualnej obniżki stóp będą dane o produkcji przemysłowej, PPI, inflacja bazowa i późniejsze dane o sprzedaży detalicznej. Choć nawet jeśli dane będą sprzyjające obniżce RPP poczeka ze zmianą stopy do stycznia kiedy zostanie opublikowana nowa projekcja inflacji.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



Umocnienie w obliczu komunikatu Fed

- Rentowności 10-letnich Treasuries spadły z 4,53% na początku tygodnia do 4,42%, a rentowności 10-letnich Bundów z 3,41% do 3,34%. Amerykańskie obligacje umacniały się po zmianie tonu komunikatu Fed w oczekiwaniu na wcześniejszy koniec cyklu podwyżek stóp procentowych. Chwilowe osłabienie nastąpiło po dobrych danych o produkcji i z sektora wytwórczego w USA. Niższa od oczekiwań inflacja w EMU wsparła Bundy.
- Kluczowe w tym tygodniu będą dane z USA o PPI, zamówieniach na dobra trwałe oraz indeksie Michigan. Po wysokiej produkcji przemysłowej i dobrych danych z sektora wytwórczego w USA oraz rekordowym indeksie Ifo, mocniejsze dane z USA i EMU mogą nieco osłabić dług.

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