

# Tygodnik ekonomiczny

1 – 7 maja 2006

Najbliższy tydzień będzie na polskim rynku wyjątkowo krótki i bez istotnych wydarzeń w związku z czym będzie on głównie pod wpływem rynków międzynarodowych (możliwy dalszy wzrost rentowności i mocniejsze euro).

Wygląda na to, że obecny poziom stóp procentowych jest według Rady Polityki Pieniężnej właściwy i adekwatny do sytuacji gospodarczej, co potwierdza naszą opinię, że stopa referencyjna pozostanie na poziomie 4% przez dłuższy okres czasu jeśli kolejne dane nie przyniosą znaczących niespodzianek. Według nowego *Raportu o inflacji* przewidywany jest szybszy wzrost gospodarczy (szczególnie w latach 2007-08), a ścieżka CPI na ten rok została obniżona, podczas gdy dla roku 2008 podwyższona. Według autorów projekcji inflacja może być nawet wyższa niż przedstawia projekcja, jednak opinia ta nie wydaje się być podzielana przez większość członków RPP.

W minionym tygodniu podpisane zostało porozumienie koalicyjne pomiędzy PiS, Samoobroną oraz grupą zbuntowanych posłów LPR. Sojusz 218 posłów nie daje większości w 460-mandatowym Sejmie, ale politycy deklarują, że nadal będą szukać poparcia u poszczególnych posłów i frakcji w Sejmie, co mogłoby im dać stabilną większość. Nominacje nowych ministrów nastąpią najprawdopodobniej 5 maja, a lider Samoobrony Andrzej Lepper ma zostać wicepremierem i ministrem rolnictwa.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (1 maja)</b>							
	<b>POL</b>	<b>Święto</b>					
	<b>INT</b>	<b>Dzień wolny</b>					
14:30	USA	Bazowe wydatki konsumenta (U)	III	%	0,2	-	0,1
16:00	USA	ISM sektor wytwórczy (W)	IV	pkt	55,0	-	55,2
<b>WTOREK (2 maja)</b>							
9:00	EMU	PMI sektor wytwórczy (W)	IV				
<b>ŚRODA (3 maja)</b>							
	<b>POL</b>	<b>Święto</b>	<b>III</b>				
11:00	EMU	PPI (U)	III	% r/r	5,1	-	5,4
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle (W)	IV	%	1,3	-	0,2
16:00	USA	ISM sektor usług (W)	IV	pkt	59,5	-	60,5
<b>CZWARTEK (4 maja)</b>							
<b>11:00</b>	<b>POL</b>	<b>Aukcja obligacji 1,8 mld zł 2-letnich OK0808 (W)</b>					
9:00	EMU	PMI sektor usług (W)	IV	pkt	58,5	-	58,2
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna (U)	III	% r/r	0,1	-	-0,2
13:00	GB	Spotkanie BoE – decyzja (U)	IV	%		-	4,5
13:45	EMU	Spotkanie ECB – decyzja (W)	IV	%	2,5	-	2,5
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy (W)	I kw.	%	1,0	-	3,3
14:30	USA	Produktywność pracy (W)	I kw.	%	3,0	-	-0,5
<b>PIĄTEK (5 maja)</b>							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (W)	IV	'000	200,0	-	211,0
14:30	USA	Stopa bezrobocia (W)	IV	%	4,7	-	4,7

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

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

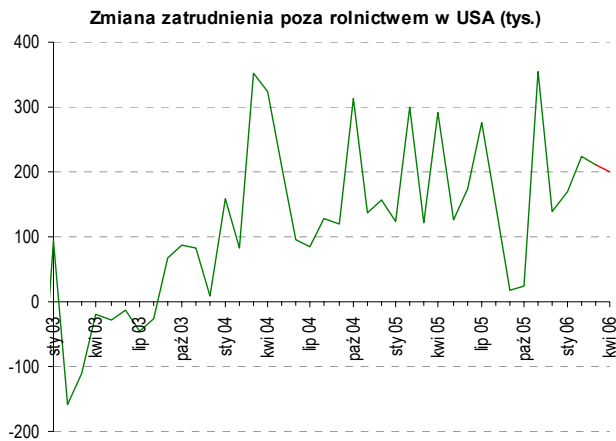
**Piotr Bielski** 022 586 8333

**Piotr Bujak** 022 586 8341

**Cezary Chrapek** 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Dane tylko za granicą



- Na polskim rynku finansowym będzie w najbliższym tygodniu dominował nastrój długiego weekendu, tym bardziej że jedynym istotnym wydarzeniem będzie aukcja dwuletnich obligacji (nowy benchmark).
- Oprócz tego Prezydent wręczy prawdopodobnie nominacje nowym ministrom, jednak nie powinno to wpłynąć na rynki, choć oczywiście istnieje pewne ryzyko dla kształtu polityki gospodarczej w nowym układzie rządzącym.
- Na rynkach międzynarodowych kluczowe będzie posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego oraz dane z amerykańskiego rynku pracy. Ponieważ podwyżka stóp w strefie euro spodziewana jest dopiero w czerwcu, ważny będzie ton komunikatu EBC, który może pozytywnie wpływać na kurs euro. Z drugiej strony, piątkowe pozytywne dane o zatrudnieniu w USA mogą ten efekt neutralizować.

## Miniony tydzień w gospodarce – Stopy na właściwym poziomie

## Fragmenty komunikatu Rady Polityki Pieniężnej z 26 kwietnia

Rada podtrzymuje ocenę, że inflacja - głównie na skutek oddziaływania czynników o charakterze krótkookresowym - będzie w perspektywie II, a być może III kw. 2006 r. z dużym prawdopodobieństwem utrzymywać się poniżej celu inflacyjnego. Gdyby rozwój sytuacji w gospodarce był zgodny z kwietniową projekcją inflacji NBP, obecny poziom stopy referencyjnej banku centralnego sprzyjałby stopniowemu powrotowi inflacji do celu w horyzoncie projekcji i utrzymywaniu się tempa wzrostu gospodarczego na poziomie zbliżonym do tempa potencjalnego, które wynika ze strukturalnych cech polskiej gospodarki.

Stosunkowo długie utrzymywanie się inflacji oraz inflacji bazowej poniżej wcześniej prognozowanego poziomu może świadczyć o tym, że oddziaływanie czynników, które mogą spowolnić założone w projekcji tempo powrotu inflacji do celu, jest silniejsze niż wcześniej przypuszczano. Czynniki mogące przyspieszyć powrót inflacji do celu mogłyby okazać się wyższe niż założone w projekcji tempo wzrostu płac, jeśli nie towarzyszyłby mu dostatecznie szybki wzrost wydajności, dalszy wzrost cen ropy naftowej oraz pogorszenie się sytuacji w finansach publicznych w stosunku do założonej w Programie Konwergencji.

- Zgodnie z oczekiwaniami, Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian, w związku z czym stopa referencyjna pozostaje nadal na poziomie 4,0%.
- W komunikacie uzasadniającym decyzję Rada wymieniła szereg danych oraz informacji, które pojawiły się od poprzedniego posiedzenia i pokazały, że o ile bieżąca inflacja pozostaje bardzo niska i presja inflacyjna nie jest znacząca, zanotowano równocześnie mocne przyspieszenie wzrostu gospodarczego, jak również silne ożywienie na rynku pracy i wzrostowe tendencje w cenach surowców.
- Naszym zdaniem, komunikat Rady sugerował, że ścieżka inflacji wynikająca z nowej projekcji odzwierciedla najbardziej prawdopodobny scenariusz. Nie zmieniamy więc naszego wniosku, że stopy procentowe pozostaną przez pewien czas bez zmian jeśli nowe dane ekonomiczne nie przyniosą znaczących niespodzianek (np. ujemna inflacja roczna).

## Projekcje inflacji NBP (% r/r)

	Maj 2005	Sierpień 2005	Styczeń 2006	Kwiecień 2006
IV kw. 2006	1,2-3,8	1,0-3,1	0,5-2,3	0,5-2,0
IV kw. 2007	0,7-4,3	1,2-4,1	1,1-3,6	1,3-3,4
IV kw. 2008	-	-	0,8-3,9	1,2-3,9

## Projekcje wzrostu PKB (%)

	Sierpień 2005	Styczeń 2006	Kwiecień 2006
2006	3,9-5,3	3,8-5,1	3,9-5,0
2007	3,8-5,6	3,4-5,2	3,4-5,8
2008	-	3,6-5,5	3,5-6,2

Źródło: NBP, Raport o inflacji - kwiecień 2006

Uwaga: Projekcje wskazują w jakim przedziale, z 50-procentowym prawdopodobieństwem, ukształtuje się inflacja i roczne tempo wzrostu PKB.

- Jak wiadomo ważnym argumentem w dyskusji o stopach procentowych w kwietniu był nowy *Raport o inflacji*, zawierający aktualne projekcje inflacji i PKB.
- Nowa projekcja przewiduje szybszy wzrost gospodarczy w horyzoncie prognozy, szczególnie w latach 2007-08, w porównaniu do projekcji ze stycznia. Jeśli chodzi o inflację, ścieżka CPI na ten rok jest niższa niż poprzednio oczekiwana, podczas gdy w roku 2008 jest ona nieco powyżej poziomu przewidywanego wcześniej.
- Choć według autorów projekcji, inflacja może być nawet wyższa niż przedstawia projekcja ze względu na liczne czynniki ryzyka, wydaje się, że rynki finansowe nie powinny się przejmować taką opinią tak długo jak nie zostanie ona podzielona przez większość członków Rady Polityki Pieniężnej.

## Cytat tygodnia – Czy rzeczywiście większe szanse na podwyżkę niż obniżkę?

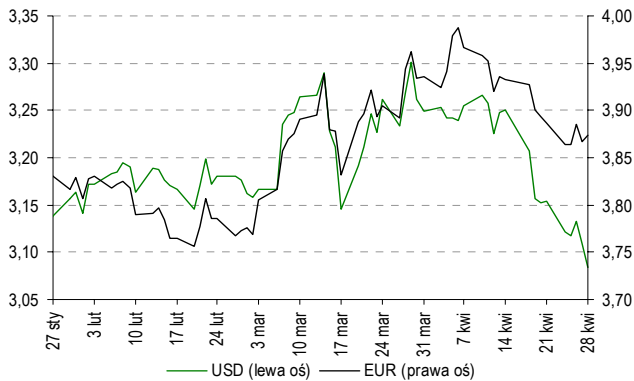
**Halina Wasilewska-Trenkner, członkini RPP PAP, 28 kwietnia**

*Jesteśmy na takim poziomie stopy procentowej, że musimy być bardzo ostrożni, żeby nie naruszyć dobrej sytuacji w gospodarce jakąś pochopną decyzją. I to zarówno w postaci obniżki jak i podwyżki stóp. Obniżka stóp o 25 pkt byłaby już krokiem zbyt ryzykownym w obecnej sytuacji. Z perspektywy tego, co się dzieje w świecie (wzrost cen surowców, prognozowane szybsze niż w poprzednich latach tempo wzrostu gospodarczego) w nadchodzących latach moglibyśmy raczej rozważać podniesienie stopy procentowej, a nie jej obniżenie.*

Wypowiedzi Haliny Wasilewskiej-Trenkner potwierdzają nasz pogląd, że stopy procentowe pozostaną bez zmian (przynajmniej) do końca roku. Wydaje nam się jednak, że scenariusz alternatywny powinien zakładać możliwość delikatnej obniżki stóp procentowych w ciągu tego roku, jeśli okaże się, na przykład, że stopa inflacja spadnie poniżej zera, a wzrost gospodarczy nieco wyhamuje. Oczywiście należy zauważyć, że perspektywa podwyżki stóp przedstawiona przez członkinię Rady jest bardzo odległa, a dziś taka decyzja byłaby, według niej, równie „pochopna” jak obniżka.

## Monitor rynku

Kurs złotego

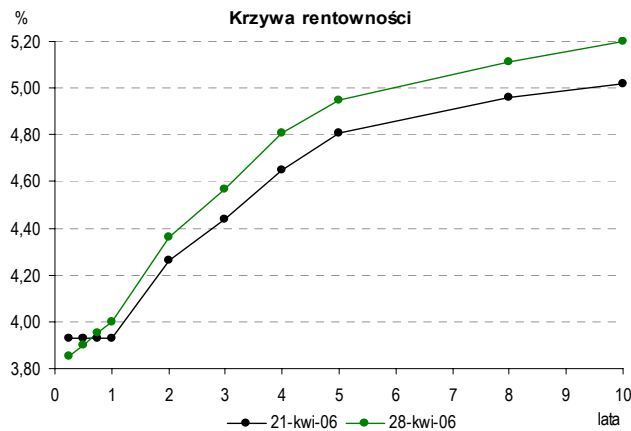


## Dosyć mocny złoty przy niewielkich wahaniami

Przez cały miniony tydzień kurs złotego oscylował w wąskim przedziale w stosunku do głównych walut. Wysokie szacunki PKB za I kw. okazały się pozytywne dla polskiej waluty, natomiast nieco negatywny wpływ miało obniżenie perspektyw ratingu kredytowego Polski przez agencję S&P oraz wyprzedaż polskich obligacji. Kurs USDPLN spadł w reakcji na osłabienie dolara do euro. Od poprzedniego piątku złoty umocnił się o 0,1% do euro i 1,7% do dolara.

Najbliższy tydzień na rynku walutowym powinien przebiegać spokojnie ze względu na okres urlopowy, co może przyczynić się do niskiej płynności na rynku. Naszym zdaniem kurs EURPLN będzie oscylował w przedziale 3,85-3,95, z kolei kurs USDPLN będzie wahał się między 3,05-3,15.

Krzywa rentowności

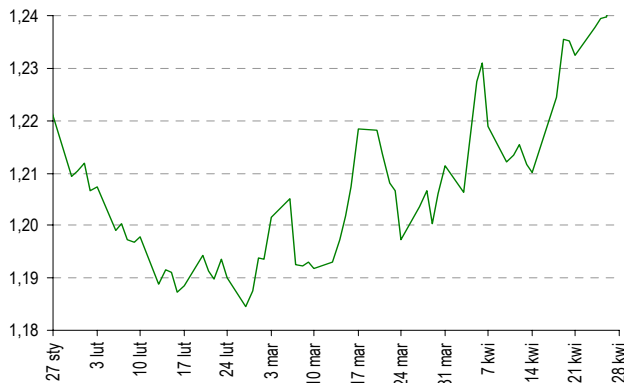


## Wyższe rentowności za granicą osłabiają dług

Brak zmiany stóp oraz komunikat RPP były neutralne dla rynku. Jednak w minionym tygodniu rentowności wzrosły w reakcji na osłabienie na rynkach bazowych oraz silny wzrost sprzedaż detalicznej i obniżenie perspektyw ratingu polskiego długu przez S&P. Wsparciem dla polskiego rynku długu był spadek rentowności na rynkach bazowych po wypowiedziach Bena Bernanke. W ciągu tygodnia rentowności wzrosły o 10-18 pb, a rentowność pięcioletniej obligacji wyniosła pod koniec tygodnia ok. 5%.

Z uwagi na długi weekend majowy rynek może być mało aktywny, a ze względu na brak publikacji danych rentowności polskich obligacji pozostaną pod wpływem rynków bazowych, które w obliczu publikacji w USA i w EMU mogą się dalej osłabiać. Powstanie koalicji rządowej będzie miało raczej neutralny wpływ na rynek.

Kurs euro do dolara

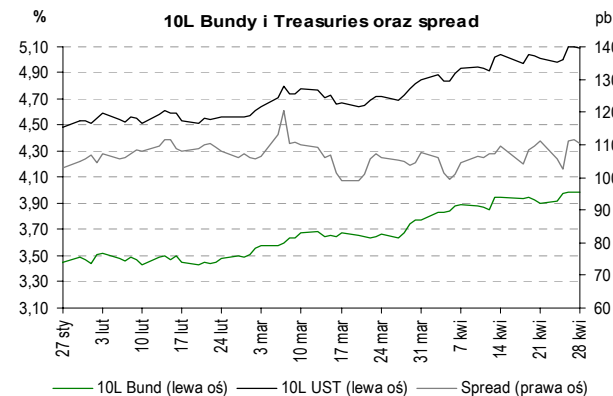


## Dolar najslabszy wobec euro od 7- miesięcy

Indeks Ifo po raz kolejny osiągnął najwyższy poziom od 15 lat, co spowodowało znaczące umocnienie się wspólnej waluty. Dolar tracił na wartości również w reakcji na informacje, że niektóre banki centralne zwiększają udział euro w rezerwach walutowych. Dane makro z USA nieco wspierały dolara, ale mniej jastrzębie od oczekiwań wystąpienie prezesa Fed spowodowało kolejne spadki amerykańskiej waluty, która straciła w ciągu tygodnia ok. 1,7% do euro.

Przyszły tydzień będzie obfity w szereg istotnych danych dla kursu EURUSD. Najważniejsze będą wskaźniki aktywności, oraz komunikat EBC, które będą najpewniej pozytywnie wpływać na wspólną walutę. Z kolei dane z rynku pracy w USA mogą wesprzeć dolara.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Rentowności na rynkach bazowych wciąż rosną

Wyższy od oczekiwań wskaźnik Ifo spowodował znaczne osłabienie Bundów oraz Treasuries. Rentowności tych ostatnich wzrosły dodatkowo (do 5,13%) po publikacji wskaźnika zaufania konsumentów, danych z rynku nieruchomości oraz zamówień na dobra trwałe. Wypowiedzi prezesa Fed wsparły rynek i ostatecznie rentowności 10-letnich Treasuries wzrosły z 5,01% do 5,07, a 10-letnich Bundów z 3,9% do 3,99%.

Po danych z rynku pracy, a przede wszystkim zatrudnieniu poza rolnictwem, rentowności w USA mogą ponownie rosnać, a komunikat EBC będzie kluczowy dla rynku w strefie euro. Wskaźniki aktywności również mogą osłabiać obligacje na rynkach 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