

Tygodnik ekonomiczny

3 – 9 lipca 2006

Najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia było posiedzenie amerykańskiego banku centralnego. Decyzja o kolejnej podwyżce stóp o 25 pb była zgodna z oczekiwaniami, ale ton towarzyszącego temu komunikatu był mniej jastrzębi niż oczekiwano i został on zinterpretowany jako sygnał, że Fed może przerwać cykl zacieśnienia polityki pieniężnej. Spowodowało to znaczne osłabienie dolara, a jednocześnie umocnienie rynku długu, akcji i surowców. Trzeba jednak pamiętać, że Fed nie wykluczył dalszych podwyżek stóp i jego decyzje będą zależały od napływających danych makroekonomicznych. Duża porcja ważnych danych w USA pojawi się w najbliższym tygodniu i uczestnicy polskiego rynku mogą im poświęcić wiele uwagi w obliczu braku istotnych wydarzeń w kraju.

Rada Polityki Pieniężnej, która obradowała w tym tygodniu w cieniu amerykańskiego banku centralnego, zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Tak jak przewidywaliśmy, Rada napisała, że pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie możliwa w lipcu 2006 po publikacji nowej projekcji inflacyjnej. Ton oficjalnego komunikatu wydanego po posiedzeniu wskazuje, że silniejsze niż oczekiwano ożywienie gospodarcze dało Radzie powód do zastanowienia nad dalszymi krokami w polityce pieniężnej, jednak droga do podwyżek stóp procentowych jest nadal dość odległa. Przed publikacją nowego *Raportu o inflacji* nie zmieniamy naszych oczekiwań, że stopa referencyjna pozostanie bez zmian na poziomie 4% do końca tego roku.

Po posiedzeniu RPP wypowiadali się na razie tylko członkowie RPP reprezentujący „jastrzębią” frakcję. O ile Halina Wasilewska-Trenkner oczekuje, że nowa projekcja inflacji pokaże szybszy powrót inflacji do celu i z tego wynika jej przekonanie o potrzebie podwyżek, to Dariusz Filar uzależnia potrzebę podwyżek od zagrożenia dla stabilizacji inflacji na poziomie 2,5%. Być może w ciągu najbliższego tygodnia poznamy stanowisko pozostałych bankierów centralnych, co da lepszy obraz opinii dominujących w Radzie.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (3 lipca)							
10:00	EMU	PMI sektor wytwórczy (W)	VI	pkt	57,4	-	57,0
16:00	USA	ISM sektor wytwórczy (W)	VI	pkt	55,0	-	54,4
WTOREK (4 lipca)							
11:00	EMU	PPI (U)	V	% r/r	0,3	-	0,8
	USA	Dzień niepodległości - święto państwowe					
ŚRODA (5 lipca)							
11:00	POL	Aukcja 1,8-2-3 mld zł obligacji 2-letnich OK0808 (W)					
10:00	EMU	PMI sektor usług (W)	VI	pkt	59,0	-	58,7
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna (U)	V	% r/r	2,0	-	2,8
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle (W)	V	%	0,2	-	-1,8
CZWARTEK (6 lipca)							
13:00	GB	Spotkanie Banku Anglii – decyzja (U)	VII	%	4,5	-	4,5
13:45	EMU	Spotkanie EBC – decyzja (W)	VII	%	2,75	-	2,75
14:30	USA	ISM sektor usług (W)	VI	pkt	59,0	-	60,1
PIĄTEK (7 lipca)							
14:30	USA	Zatrudnianie poza rolnictwem (W)	VI	'000	150,0	-	75,0
14:30	USA	Bezrobocie (W)	VI	%	4,6	-	4,6

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

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363

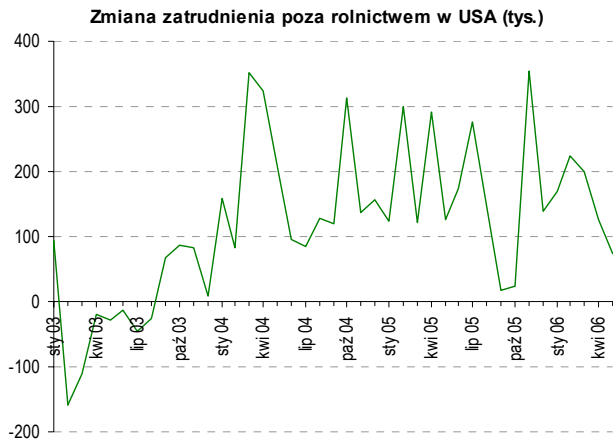
Piotr Bielski 022 586 8333

Piotr Bujak 022 586 8341

Cezary Chrapek 022 586 8342

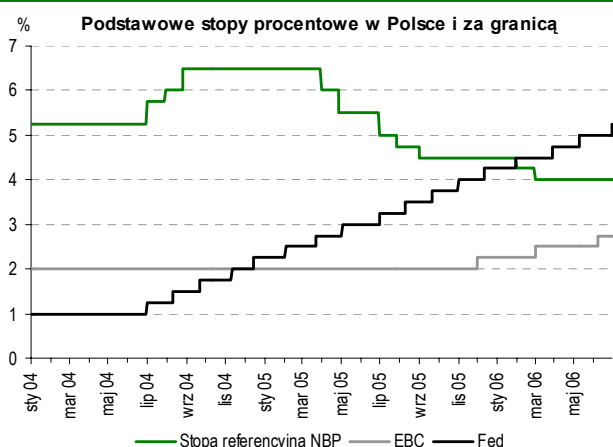
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Brak wydarzeń w kraju, ważne informacje z zagranicy



- W ciągu najbliższego tygodnia nie będzie w Polsce żadnych publikacji istotnych danych. Nie powinno być również istotnych wiadomości ze sceny politycznej, ponieważ rozpoczyna się tzw. sezon ogórkowy, a o sprawie odwołania byłej minister finansów Zyty Gilowskiej rynki zdążyły już w dużym stopniu zapomnieć.
- Dlatego uwaga uczestników polskiego rynku skupi się na posiedzeniu EBC oraz na kluczowych danych publikowanych w USA.
- Komunikat po posiedzeniu Fed dał rynkom nadzieję na przerwę w podwyżkach stóp w USA. Utrzymanie tej nadziei zależy będzie od nadchodzących danych ekonomicznych.
- Jak zwykle bardzo duże znaczenie dla oceny perspektyw polityki pieniężnej w USA będą miały dane o zatrudnieniu poza rolnictwem (publikacja w piątek).

Miniony tydzień w gospodarce – Większe ryzyko wzrostu inflacji, ale podwyżki stóp nieprędko



- Posiedzenie RPP w minionym tygodniu, zakończone utrzymaniem stóp bez zmian, odbyło się w cieniu spotkania Komitetu Operacji Otwartego Rynku amerykańskiego banku centralnego. Wynik posiedzenia Rady również jednak był istotny dla polskiego rynku, nawet jeśli w krótkim okresie dominujący wpływ mają sygnały nt. perspektyw polityki pieniężnej w USA.
- Komunikat Fed okazał się mniej jastrzębi niż oczekiwano, sugerując możliwość zakończenia lub przynajmniej przerwania cyklu zaostrzania polityki pieniężnej. Będzie to jednak zależało od kolejnych danych, a więc może się okazać, że stopy w USA jeszcze wzrosną.
- W przeciwieństwie do komunikatu Fed, ton komunikatu towarzyszącego decyzji RPP był nieco bardziej jastrzębi niż można się było spodziewać.

Wybrane fragmenty komunikatu Rady Polityki Pieniężnej z 28 czerwca

Wyższe od oczekiwań dane za maj dotyczące produkcji, sprzedaży detalicznej oraz zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w Polsce wskazują na kontynuację w II kw. 2006 r. wysokiego tempa wzrostu gospodarczego odnotowanego w I kw. br.

Pojawiły się kolejne sygnały narastania presji płacowej w części sektora publicznego. Może to prowadzić do dalszego zwiększania nacisków na wzrost płac.

Niski poziom wszystkich wskaźników inflacji bazowej wskazuje na utrzymywanie się niskiej presji inflacyjnej.

W ocenie Rady, bilans czynników ryzyka dla przyszłej inflacji może wskazywać na wzrost prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej na poziomie wyższym niż oceniano w kwietniowej projekcji oraz na majowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej. Pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie możliwa w lipcu 2006 r. po opublikowaniu projekcji inflacji.

- Zgodnie z oczekiwaniami Rada odnotowała, że wszystkie dane z ostatniego miesiąca nt. aktywności gospodarczej i sytuacji na rynku pracy były lepsze od oczekiwań, a utrzymanie takiej tendencji mogłoby grozić wystąpieniem napięć inflacyjnych.
- RPP powtórzyła również ostrzeżenie przed możliwym narastaniem presji płacowej ze strony sektora publicznego.
- Z drugiej strony, podkreślono, że pomimo trwającego od jakiegoś czasu silnego ożywienia gospodarki wskaźniki inflacji bazowej, obrazujące fundamentalną presję inflacyjną, pozostają na bardzo niskim poziomie.
- Niemniej, w końcowej ocenie bilansu czynników ryzyka dla przyszłej inflacji Rada wyraźnie stwierdziła, że uległ on pogorszeniu. W tej chwili kluczowe staje się pytanie, jaka będzie nowa projekcja inflacji, publikowana w lipcu.

Cytat tygodnia – Inflacja nie powinna uciec daleko ponad cel

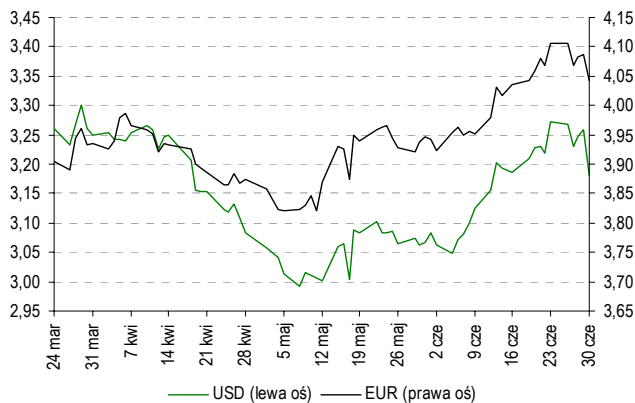
Dariusz Filar, członek RPP; PAP, 30 czerwca

Obecny poziom głównej stopy NBP wydaje się zbliżony do stopy gwarantującej stabilizację inflacji i można oczekiwać, że ewentualna perspektywa ucieczki inflacji ponad cel nie będzie bardzo znaczna. (...) Przyszła ścieżka inflacji nie musi podnieść się w całym horyzoncie projekcji. Może zmienić się kształt ścieżki, a to będziemy wiedzieli w lipcu. (...) Chcielibyśmy, żeby po zakończeniu procesu dojścia do poziomu 2,5 proc., inflacja utrzymała się jak najbliższej tego celu, czyli na poziomie 2,4-2,6 proc., ale nie więcej.

Dariusz Filar uzależnia potrzebę podwyżek od zagrożenia dla stabilizacji inflacji możliwie blisko celu, przez co rozumie on przedział 2,4-2,6%, nie więcej. Oznaczałoby to małą tolerancję dla kształtowania się inflacji powyżej celu w granicach przedziału dopuszczalnych wahań (1,5%-3,5%), ale nie wiadomo, czy pogląd Filara jest reprezentatywny dla całej Rady. Niemniej, na razie Filar nie uważa, aby zagrożenie to było istotne. Sugeruje to, że nawet poglądy jastrzębi (a w niedalekiej przeszłości znajdowali się oni w mniejszości w Radzie) nie uzasadniają skali podwyżek wycenianej obecnie przez rynek.

Monitor rynku

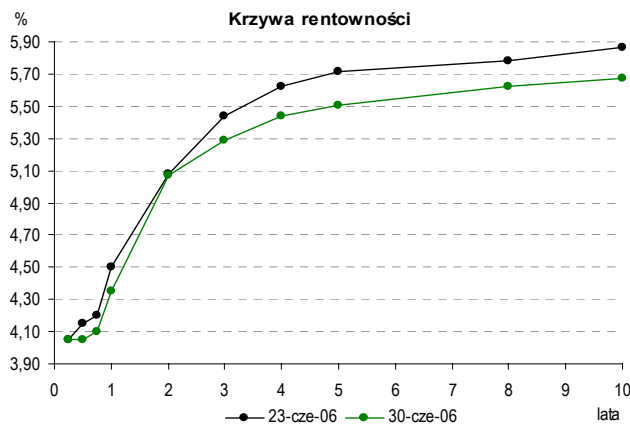
Kurs złotego



Korekta kursu złotego

- Po spadkach wywołanych odejściem Zyty Gilowskiej złoty ustabilizował się na nieco mocniejszych poziomach wspierany przez interwencje banków centralnych w Turcji i Słowacji, które wzmacniały lirę oraz koronę i pośrednio inne waluty wschodzące. Komunikat Fed również zmniejszył presję na osłabienie walut gospodarek wschodzących. W ciągu tygodnia złoty umocnił się o ok. 0,5% do euro i 2,6% do dolara.
- Przy braku istotnych publikacji na rynku krajowym, kurs złotego pozostanie pod wpływem danych zagranicznych, szczególnie w USA, po tym jak w swoim komunikacie, Fed uzależnił dalsze ruchy od kolejno publikowanych danych. Sądzymy, że kurs EURPLN pozostanie w przedziale 4,02-4,12, a USDPLN między 3,13 a 3,23, a w przypadku osłabienia na rynkach wschodzących wsparciem w krótkim terminie mogą być kolejne interwencje banków centralnych.

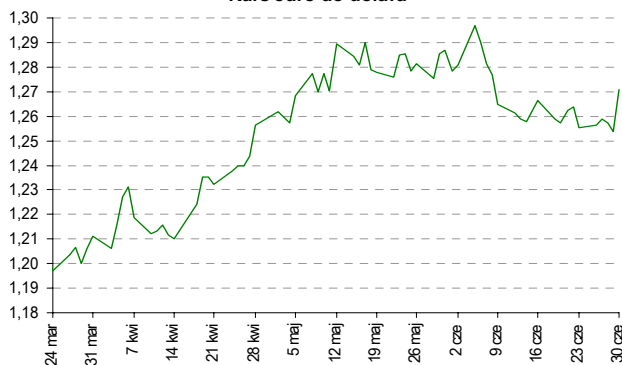
Krzywa rentowności



.. a także na rynku długu

- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami obserwowane poziomy rentowności były przeszacowane i w minionym tygodniu nastąpiła spora korekta (o 11-22 pb) na rynku długu, a krzywa rentowności wypłaszczyła się. RPP nie zmieniła stóp zgodnie z oczekiwaniami, a komunikat wpłynął na wzrost lekkich stawek FRA (w ciągu tygodnia spadły jednak o 10-20 pb) i spadek długoterminowych rentowności. Na krótki koniec krzywej wpłynęły nieco jastrzębie wypowiedzi członka RPP.
- Naszym zdaniem nadal nie ma przesłanek do podwyżek stóp procentowych do końca tego roku. W przyszłym tygodniu polski dług będzie pod wpływem rynków bazowych oraz danych publikowanych za granicą i nastawienia inwestorów do rynków wschodzących. Istotne mogą być też kolejne wypowiedzi członków Rady.

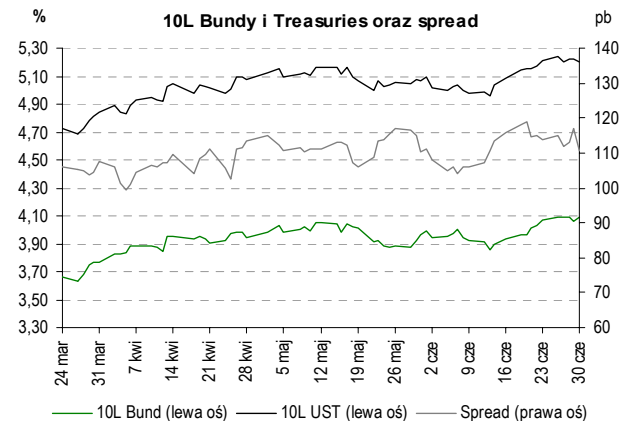
Kurs euro do dolara



Osłabienie dolara po mniej jastrzębim komunikacie Fed

- Dolar umacniał się w stosunku do euro przez większą część tygodnia w oczekiwaniu na posiedzenie Fed i nawet jastrzębie wypowiedzi członków EBC o dobrych perspektywach wzrostu i niskim poziomie stóp w strefie euro nie wsparły dostatecznie euro. Czynnikiem, który przyczynił się do znaczącego osłabienia waluty amerykańskiej był łagodniejszy komunikat Fed. Kurs EURUSD wzrósł od poprzedniego piątku o 1,9 %.
- Sądzymy, że w obliczu końca podwyżek stóp przez Fed oraz spodziewanego spowolnienia wzrostu gospodarczego w USA, a także dalszych podwyżek stóp w strefie euro dolar znajdzie się pod presją. W przyszłym tygodniu kluczowe dla kursu będą decyzja EBC, wskaźniki aktywności w strefie euro oraz dane z amerykańskiego rynku pracy.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



Umocnienie Treasuries w reakcji na Fed

- Rentowności 10L amerykańskich papierów skarbowych utrzymywały się przez większość tygodnia w przedziale 5,20-5,25% w oczekiwaniu na jastrzębi komunikat Fed. Komunikat był łagodniejszy od oczekiwań i spowodował spore umocnienie Treasuries (5,18%). Rentowności 10L Bondów utrzymywały się na poziomie ok. 4,09% m.in. w reakcji na wysoki wsk. Ifo oraz jastrzębie wypowiedzi członków EBC.
- Fed ostudził zapędy rynku, co do rozmiaru i tempa kolejnych podwyżek stóp. Jednak rynki bazowe nadal może charakteryzować spora zmienność, gdyż przy publikacji kolejnych danych, inwestorzy mogą spekulować na dalsze podwyżki. Spodziewamy się, że główna stopa w USA pozostanie na poziomie 5,25%. Bardzo istotny będzie komunikat EBC, który może zawierać sugestie odnośnie ewentualnego przyspieszenia podwyżek stóp w EMU.

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