

Tygodnik ekonomiczny

31 lipca – 6 sierpnia 2006

Polityka pieniężna (nie tylko w Polsce) ma kluczowy wpływ na rynki finansowe. W minionym tygodniu podwyżka stóp na Węgrzech wzmocniła waluty regionu, a w najbliższym tygodniu spodziewana jest decyzja EBC. Wciąż jednak kluczowe są oczekiwania co do decyzji Fed'u, a wpływ na nie mogą mieć kolejne publikacje danych (szczególnie z rynku pracy). Jeśli chodzi o Radę Polityki Pieniężnej, to oprócz pogorszenia jakości komunikatu niewiele się zmieniło. Rada nie odniosła się do nowej projekcji, co może oznaczać, że nie do końca ją akceptuje (nic dziwnego, biorąc pod uwagę niektóre jej założenia). Podzielamy zdanie członka Rady, Dariusza Filara, że dopóki inflacja bazowa nie wzrośnie znacząco, to nie należy oczekiwać podwyżki stóp procentowych. Na pewno nie w tym roku.

Na rynki w najbliższym czasie może też oddziaływać polityka fiskalna. Po tym jak minister finansów Stanisław Kluzka powiedział, że realne możliwości odnośnie dochodów budżetowych wynoszą 209 mld zł, czyli 4 mld mniej niż pierwotnie planowano, pojawia się pytanie o kształt przyszłorocznego budżetu. Co prawda obniżenie szacunku dochodów potwierdza prezentowany przez nas wielokrotnie pogląd, że planowany wcześniej poziom był przeszacowany, jednak nawet jeśli politycy PiS zapewniają o utrzymaniu kotwicy budżetowej (deficyt 30 mld) to nie wskazują jak to będzie osiągnięte (niższe wydatki, wydatki przerzucone poza budżet centralny czy może wyższe podatki pośrednie). Wypada tylko powtórzyć, że budżet na przyszły rok będzie prawdziwym testem dla rządu, a rynki powinny uważnie śledzić nie tylko plany dotyczące budżetu centralnego, ale odnośnie deficytu całego sektora.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (31 lipca)							
11:00	EMU	Wstępny HICP (W)	VII	% r/r	2,5	-	2,5
11:00	EMU	Wskaźnik nastrojów (W)	VII		107,0	-	107,2
16:00	USA	Chicago PMI (W)	VII		56,0	-	56,5
WTOREK (1 sierpnia)							
10:00	EMU	PMI sektor wytwórczy (W)	VII		57,4	-	57,7
11:00	EMU	Bezrobocie (U)	VI	%	7,9	-	7,9
14:30	USA	Bazowy wskaźnik PCE (W)	VI	%	0,2	-	0,2
16:00	USA	ISM sektor wytwórczy (W)	VII		53,9	-	53,8
ŚRODA (2 sierpnia)							
11:00	POL	Aukcja 2-letnich obligacji (W)					
11:00	EMU	PPI (U)	VI	% r/r	0,7	-	6,0
CZWARTEK (3 sierpnia)							
13:00	GB	Spotkanie BoE – decyzja (U)	VIII	%	4,5	-	4,5
13:45	EMU	Spotkanie ECB – decyzja (W)	VIII	%	3,0	-	2,75
10:00	EMU	PMI sektor usług (W)	VII		60,0	-	60,7
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle (W)	VI	%	0,9	-	0,7
16:00	USA	ISM sektor usług (W)	VII		57,0	-	57,0
PIĄTEK (4 sierpnia)							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (W)	VII	'000	150	-	121
14:30	USA	Bezrobocie (W)	VII	%	4,6	-	4,6

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

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363

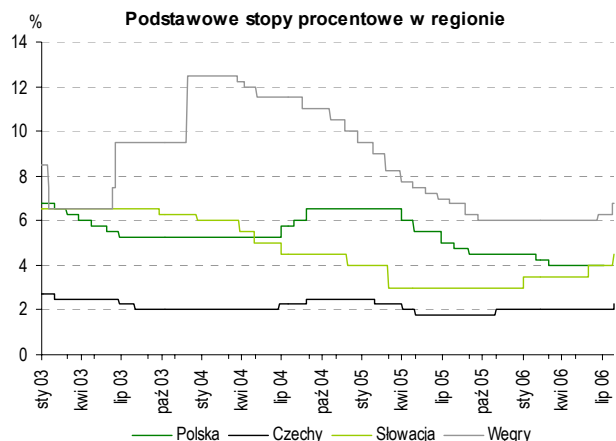
Piotr Bielski 022 586 8333

Piotr Bujak 022 586 8341

Cezary Chrapek 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Stopy w górę, ale póki co nie u nas



Podczas gdy RPP nie zmieniała parametrów polityki pieniężnej, w ubiegłym tygodniu stopy procentowe podniosły banki centralne Czech, Węgier i Słowacji, a do tego grona dołączy w tym tygodniu najprawdopodobniej EBC.

Tylko podwyżka stóp na Węgrzech wpłynęła pozytywnie na waluty regionu, gdyż była wyższa od oczekiwań. O ile więc w obliczu braku wydarzeń krajowych, decyzja EBC będzie bardzo istotna dla nastrojów na rynku finansowym, to fakt, że podwyżka o 25 pb jest powszechnie oczekiwana powinien ograniczyć jej wpływ.

Rynki finansowe są jednak bardziej skupione na wszelkich danych płynących z gospodarki amerykańskiej, które pozwalają ocenić szanse na kolejną podwyżkę stóp przez Fed (bądź raczej jej brak). W tym tygodniu najważniejsze z nich będą dane z rynku pracy.

Miniony tydzień w gospodarce – Rada raczej nie akceptuje pesymistycznej projekcji

Fragmenty komunikatu Rady Polityki Pieniężnej z 26 lipca

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

Jedną z przesłanek decyzji w polityce pieniężnej są projekcje inflacji i PKB przedstawiane w Raportach o inflacji.

Po zapoznaniu się z najnowszymi danymi i lipcową projekcją inflacji Rada potwierdza opinię wyrażoną na czerwcowym posiedzeniu, że wzrosło prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej na poziomie wyższym niż oceniano w kwietniowej projekcji.

Należy podkreślić, że w ocenie autorów projekcji przedstawiona w Raporcie projekcja inflacji nie uwzględnia wszystkich źródeł niepewności. Dotyczy to przede wszystkim skali przyszłego wpływu czynników globalizacyjnych na inflację, wpływu nierównowagi globalnej na tempo wzrostu gospodarki światowej, tempa wzrostu siły roboczej, wpływu suszy w Polsce na ceny żywności, kształtu polityki gospodarczej w najbliższych latach, w szczególności wpływu podwyższonych żądań płacowych na finanse publiczne w Polsce, kształtowania się kursu walutowego.

Przy oczywistej decyzji Rady, uwaga skupiła się na komunikacie opublikowanym po posiedzeniu. Niestety, NBP ponownie dał przykład kiepskiej komunikacji z rynkiem.

Kluczowy akapit, zawierający ocenę Rady nt. perspektyw inflacji wydaje się... nieaktualny, gdyż Rada odniosła się do projekcji kwietniowej, a nie lipcowej.

Rada utrzymała opinię, że ścieżka inflacji może być wyższa niż prezentowana w kwietniowym raporcie, ale może się to odnosić tylko do roku 2007, a nie do 2008 kiedy to następuje najbardziej widoczne pogorszenie projekcji.

Oznaczałoby to, że większość Rady uważa, że inflacja osiągnie cel wcześniej niż sądzono, ale niekoniecznie przekroczy cel na trwałe w średnim horyzoncie. Taki scenariusz nie wymagałby zacieśnienia polityki pieniężnej w najbliższym czasie.

Projekcje inflacji NBP (% r/r)

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

Projekcje wzrostu PKB (%)

	Styczeń 2006	Kwiecień 2006	Lipiec 2006
2006	3,8-5,1	3,9-5,0	4,7-5,3
2007	3,4-5,2	3,4-5,8	3,6-5,9
2008	3,6-5,5	3,5-6,2	4,0-6,6

Źródło: NBP, Raport o inflacji – lipiec 2006

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

Projekcja wskazuje, że w całym horyzoncie projekcji wzrost cen konsumpcyjnych będzie większy niż przewidywano w kwietniowym raporcie.

Jednak niektóre założenia przyjęte przez autorów projekcji np. dotyczące polityki fiskalnej czy silnego wzrostu płac (6,5-7,0% w 2008 roku) są scenariuszem raczej pesymistycznym a nie najbardziej prawdopodobnym. Wydaje się, że Rada postrzega perspektywę inflacji nieco lepiej i może to jest powodem dla którego nie odniosła się do projekcji w komunikacie po posiedzeniu.

W Raporcie Rada wymieniła szereg argumentów, które mogą działać na rzecz niższej inflacji (wzrost elastyczności rynku pracy, czynniki sprzyjające aprecjacji złotego, spadek cen niektórych towarów importowanych), ale najwyraźniej nie zostały one całkowicie uwzględnione w projekcji.

Cytat tygodnia – Inflacja bazowa będzie kluczowa

Jan Czekaj, członek RPP; PAP, 27 lipca

Obecny poziom stóp powinien zapewnić powrót inflacji do 2,5 proc. w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej i nie wydaje się, żeby potem inflacja znacząco odchyliła się od tego poziomu. (...) Jeśli inflacja czasowo, głównie z powodu szoków podaźowych, przekroczyłaby 2,5 proc. to nie jest to powód do zmiany stóp.

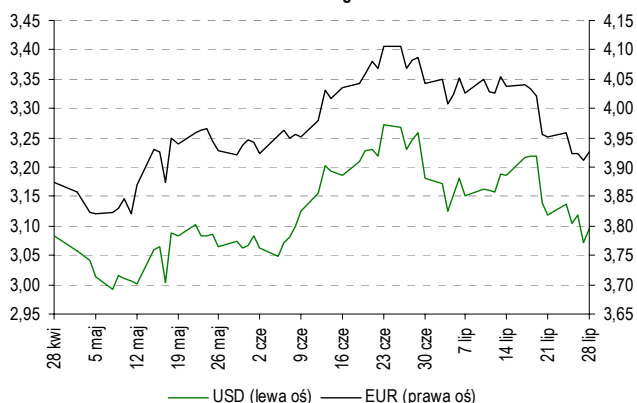
Dariusz Filar, członek RPP; Reuters 27 lipca

Inflacja bazowa w najbliższych 4-6 miesiącach będzie kluczowa dla przyszłych decyzji w polityce pieniężnej. Jeśli będzie rosła, to Rada może rozważyć zacieśnienie polityki pieniężnej.

Dariusz Filar jest postrzegany przez rynek jako „jastrząb”, jednak mimo wszystko reakcja rynku stopy procentowej była negatywna. Naszym zdaniem, stwierdzenie to nie było wcale takie „jastrzębie”, bo jeśli poważne rozmowy o podwyżkach mają się zacząć dopiero wtedy kiedy inflacja bazowa wzrośnie, to nie należy się spodziewać podwyżki w najbliższych miesiącach. Oczekujemy, że inflacja netto pozostanie na bardzo niskim poziomie do końca roku (nieco powyżej 1%) i poniżej celu NBP (2,5%) w roku przyszłym. Wypowiedź Jana Czekaja jest bardziej istotna, gdyż reprezentuje zapewne pogląd większości w Radzie.

Monitor rynku

Kurs złotego

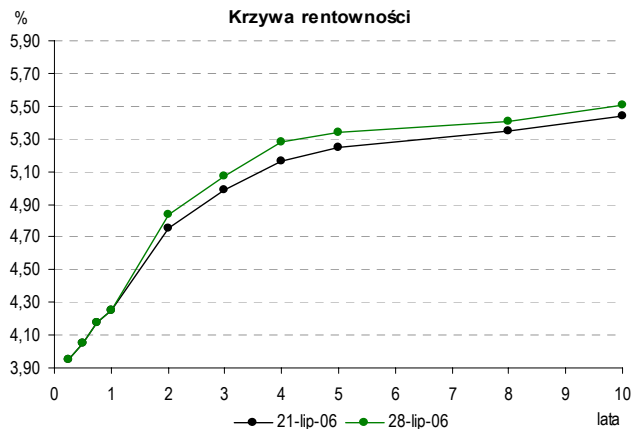


Banki centralne regionu wspierają złotego

W minionym tygodniu banki centralne w regionie podwyższyły stopy procentowe, co wsparło ich waluty oraz przełożyło się również na aprecjację złotego. Te ruchy szły w parze ze spadającymi oczekiwaniami na podwyżki stóp w USA, co również pozytywnie oddziaływało na aktywa gospodarek wschodzących. Złoty umocnił się od poprzedniego piątku o 0,5% wobec euro i 1% do dolara.

Strefa 3,9-3,92 okazała się istotnym wsparciem dla złotego i może być tak również w nadchodzącym tygodniu. Po kilku sesjach konsolidacji na rynku może nastąpić chwilowa korekta. Wydaje się, że złoty mógłby przebić poziom 3,90 przy dużo słabszych danych z USA, wówczas kolejnym silnym wsparciem będzie 3,88. W nadchodzącym tygodniu kurs EURPLN może oscylować w przedziale 3,9-4,0, a do dolara 3,04-3,14.

Krzywa rentowności

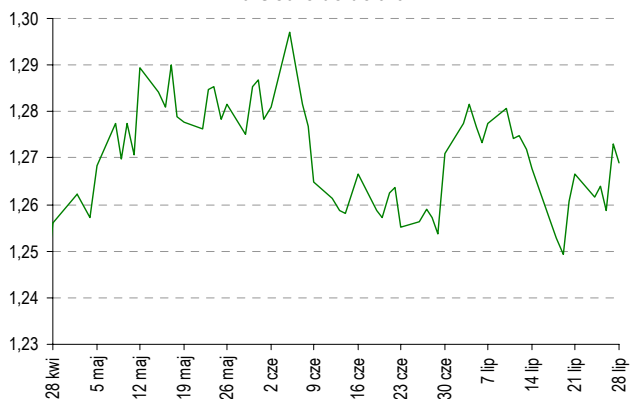


Rentowności w lekkim trendzie wzrostowym

W ubiegłym tygodniu rynek długu był raczej stabilny i znajdował się pod sporym wpływem rynków bazowych. Po początkowym wzroście cen obligacji, rentowności stopniowo rosły w dalszej części tygodnia, m.in. w reakcji zapowiedzi niedoboru dochodów w budżecie na 2007, wypowiedzi A. Leppera o chęci zwiększenia wydatków oraz wypowiedź członka RPP. Rada nie zmieniła stóp, a komunikat i raport o inflacji miały niewielki wpływ na rynek.

Na przyszły tydzień nie zaplanowano publikacji danych w kraju, więc rynek długu będzie głównie pod wpływem rynków międzynarodowych i statystyk publikowanych za granicą (decyzji i komunikatu EBC oraz danych z rynku pracy w USA). Na rynku krajowym aktywność inwestorów może być ograniczona ze względu na okres urlopowy.

Kurs euro do dolara

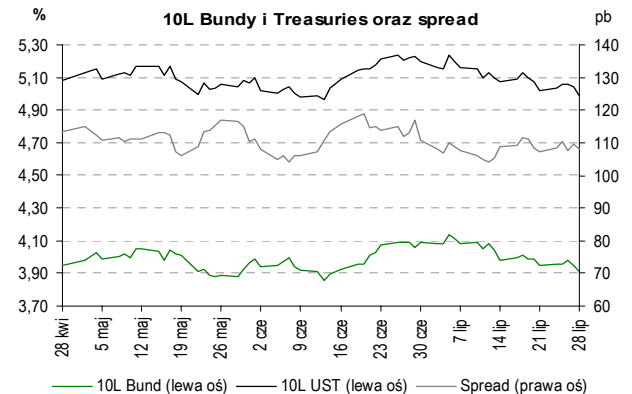


Spore wahania kursu EURUSD, słabszy wzrost w USA

Od początku tygodnia dolar w dalszym ciągu osłabiał się w stosunku do euro, m.in. w reakcji na informacje o możliwej dywersyfikacji rezerw walutowych przez Chiny. Spadek kursu EURUSD nastąpił po lepszych od prognoz wskaźniku zaufania konsumentów i sprzedaży domów w USA. Kolejne osłabienie dolara nastąpiło po publikacji nieco „gołębiej” Beżowej Księgi i słabych danych o PKB. Dolar stracił w ciągu tygodnia ok. 0,4%.

Kluczowa dla relacji euro do dolara będzie decyzja EBC oraz komunikat publikowany po posiedzeniu. Ważne będą również publikowane wcześniej dane o aktywności w strefie euro oraz w Stanach Zjednoczonych (PMI, ISM). Istotne dla dolara będą przede wszystkim dane o zatrudnieniu poza rolnictwem.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



Stabilnie na rynkach bazowych

Po ubiegłotygodniowym wystąpieniu szefa Fed znacząco spadły oczekiwania na podwyżki stóp. Po lekkiej korekcie 10L rentowności Treasuries wahały się w wąskim przedziale na dosyć niskich poziomach (5,02-5,07%) umacniając się do 5,02% (obserwowanych w ubiegły piątek) m.in. po Beżowej Księdze i słabszych danych o amerykańskim PKB za II kw. Rentowności Bondów spadły z 3,95% do 3,93%

Rynek oczekuje, że EBC podwyższy stopy procentowe o 25 pb do 3%. Ważny dla rynku obligacji strefy euro będzie głównie komunikat EBC oraz wcześniej publikowane wskaźniki nastrojów, aktywności oraz inflacji HICP. W USA kluczowe będą również wskaźniki aktywności oraz dane z 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