

Tygodnik ekonomiczny

30 lipca – 5 sierpnia 2007

W dwóch poprzednich raportach tygodniowych pisaliśmy o możliwości wystąpienia korekty na rynku walutowym i w końcu do tego doszło. Co prawda, można by dopatrywać się jakiegoś wpływu czynników lokalnych (brak podwyżki stóp procentowych, kontynuacja niepewności na scenie politycznej), jednak nie ma wątpliwości, że zgodnie z tym co pisaliśmy poprzednio, zdecydowanie największy wpływ na notowania złotego miało zwiększenie awersji do ryzyka na rynku globalnym i ucieczka do bezpieczniejszych aktywów. Kurs złotego do euro osiągnął (nawet chwilowo przekroczył) górny poziom przewidywanego przez nas przedziału wahań (3,82), jednak nie wydaje nam się, aby trend krótkoterminowy na osłabienie złotego już się skończył. Dlatego też podwyższamy wspomniany przedział do 3,77-3,87, jednocześnie podtrzymując prognozę średniego kursu EURPLN w sierpniu na poziomie 3,82, a na koniec roku ok. 3,70.

W najbliższym czasie awersja do ryzyka będzie też głównym tematem na rynku stopy procentowej, co objawia się wzrostem rentowności pomimo umocnienia na rynkach bazowych. Dodatkowo, pomimo tego, że lipcowy komunikat nie został odebrany jako szczególnie „jastrzębi”, wciąż uważamy, że kolejna podwyżka stóp procentowych jest możliwa na sierpniowym posiedzeniu, czego nie wykluczyli członkowie Rady w wywiadach udzielonych po lipcowym posiedzeniu. Pamiętać należy, że komunikat majowy również nie sugerował podwyżki w czerwcu (a ona dość nieoczekiwanie nastąpiła) oraz, że decyzje Rady są uzależnione od nadchodzących danych (a oczekujemy wyraźnego przyspieszenia produkcji i sprzedaży oraz dalszego silnego wzrostu płac, również w danych za II kw. dla całej gospodarki).

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
WTOREK (31 sierpnia)							
11:00	EMU	Wskaźnik nastrojów	VII	pkt	111,2	-	111,7
11:00	EMU	Wstępny HICP	VII	% r/r	1,9	-	1,9
14:30	USA	Bazowy PCE	VI	%	0,2	-	0,1
15:45	USA	Chicago PMI	VI	pkt	58,0	-	60,2
16:00	USA	Wskaźnik zaufania konsumentów	VII	pkt	105,0	-	103,9
ŚRODA (1 sierpnia)							
11:00	POL	Aukcja obligacji 2-letnich					
10:00	EMU	PMI sektor przetwórczy	VII	pkt	54,8	-	55,6
14:15	USA	Raport ADP	VII	tys.	115	-	150
16:00	USA	ISM sektor przetwórczy	VII	pkt	55,5	-	56,0
CZWARTEK (2 sierpnia)							
13:00	GB	Spotkanie banku Anglii – decyzja		%	5,75	-	5,75
13:45	EMU	Spotkanie EBC – decyzja		%	4,00	-	4,00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych		'000	310	-	301
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	VI	%	0,9	-	-0,5
PIĄTEK (3 sierpnia)							
10:00	EMU	PMI sektor usług	VI	pkt	58,1	-	58,3
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	VI	% r/r	0,7	-	-0,5
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	VII	'000	130	-	132
14:30	USA	Stopa bezrobocia	VII	%	4,5	-	4,5
16:00	USA	ISM sektor usług	VII	pkt	59,5	-	60,7

Źródło: Reuters

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363

Piotr Bielski 022 586 8333

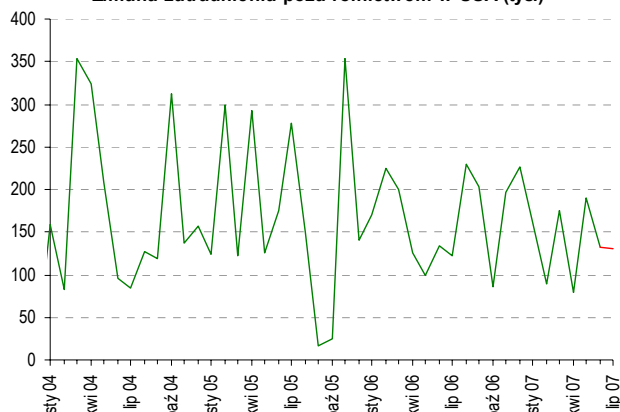
Piotr Bujak 022 586 8341

Cezary Chrapek 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Spokój w kraju, ciekawie za granicą

Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem w USA (tys.)



▪ Polski rynek finansowy pozostaje pod wpływem wydarzeń za granicą i kluczowym jest podejście inwestorów światowych do ryzyka. Z tego względu fakt, że w Polsce brak będzie istotnych wydarzeń ekonomicznych nie powinien zmniejszyć aktywności i wahań złotego oraz obligacji. Dodatkowo, do sporej niepewności odnośnie do dalszych kierunków na rynku mogą dołożyć się jakieś rozstrzygnięcia na scenie politycznej.

▪ Kolejne wypowiedzi członków RPP będą istotne dopiero po publikacji kolejnych danych, a dla rynku będzie ważna prognoza inflacji MinFin za lipiec (nasz szacunek to 2,3%).

▪ Za granicą na pierwszy plan wysuwają się dane z amerykańskiego rynku pracy. Ponadto, będą opublikowane również liczne wskaźniki aktywności ekonomicznej w USA (i strefie euro). Pozwoli to ocenić na ile zła sytuacja na rynku nieruchomości przelewa się na inne sektory gospodarki.

Miniony tydzień w gospodarce – Przerwa wakacyjna

Fragment lipcowej informacji RPP (zmiany wobec czerwca)

Najnowsze informacje o sytuacji na rynku pracy wskazują na utrzymanie się wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz pogorszenie relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy. Możliwe jest dalsze narastanie presji płacowej i w konsekwencji presji inflacyjnej. Rada uznała **jednak**, że wzrost inflacji w średnim okresie może być ograniczony przez **wzrost wydajności** utrzymanie się **wysokiego tempa wzrostu wydajności**, oraz bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw. **Wzrost inflacji w średnim okresie może być także ograniczony przez niską dynamikę cen zewnętrznych, związaną z polityką pieniężną prowadzoną przez najważniejsze banki centralne oraz z procesem globalizacji i towarzyszącym jej wzrostem konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej. Jednakże, Rada uznała siłę oddziaływania tych czynników za niewystarczającą do utrzymania inflacji na poziomie celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. W związku z tym Rada oceniła prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego za wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu i podjęła decyzję o podwyżce stop procentowych NBP.**

▪ RPP zdecydowała pozostawić stopy procentowe bez zmian (referencyjna 4,5%). Było to powszechnie oczekiwane przez rynek i nie spowodowało znaczącej reakcji.

▪ Komunikat raczej nie przesądza o tym, że do kolejnej podwyżki dojdzie już sierpniu, tak więc jest pewna szansa, że lipcowa przerwa przedłuży się na kolejny miesiąc. Rynek stopy procentowej zareagował na komunikat delikatnym zmniejszeniem oczekiwań na podwyżkę w sierpniu.

▪ Należy jednak pamiętać, że Rada nie wyklucza kolejnych podwyżek, gdyż nieformalne restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej pozostaje w mocy, a szansa na kolejne podwyżki zależy od najbliższych publikacji danych makro.

▪ Podtrzymujemy oczekiwania na kolejną podwyżkę o 25 pb w sierpniu i następną w IV kwartale. W przyszłym roku stopa referencyjna wzrośnie, według nas, do poziomu 5,50%.

Projekcje inflacji (% r/r)

	Lip '06	Paź '06	Sty '07	Kwi '07	Lip '07
IV kw. 2007	1,5-3,5	1,9-3,8	2,1-3,8	1,3-2,6	2,3-3,3
IV kw. 2008	1,7-4,3	2,2-4,6	2,2-4,5	1,6-3,8	2,1-4,1
IV kw. 2009	-	-	2,4-5,2	2,1-4,6	2,1-4,5

Projekcje wzrostu PKB (%)

	Lip 06	Paź '06	Sty '07	Kwi '07	Lip '07
2007	3,6-5,9	4,1-6,2	4,9-6,7	6,0-7,0	6,2-6,8
2008	4,0-6,6	4,5-7,0	3,6-6,4	4,0-6,3	4,3-6,7
2009	-	-	3,5-6,5	4,0-7,0	4,0-7,2

Źródło: NBP, Raport o inflacji – lipiec 2007

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

▪ Poziom inflacji na koniec 2009 r. nie uległ zmianie w porównaniu z kwietniową projekcją, ale ścieżka dojścia CPI do tego poziomu uległa podwyższeniu. Wynika to z wyższego wzrostu cen żywności (tendencje na rynku światowym, nowa ocena zbiorów, założenie wyższego VATu od II kw. 08, który raczej nie wejdzie w życie) oraz silniejszego ożywienia na rynku pracy, co nie zostanie, zdaniem autorów projekcji, zrównoważone przez korzystne dla inflacji skutki redukcji składki rentowej.

▪ W sumie, wyniki projekcji i wnioski z całego Raportu o inflacji nie zmieniają perspektyw polityki pieniężnej. Co prawda nie wiadomo, czy członkowie Rady zgadzają się z poglądem, że łączny efekt redukcji składki rentowej jest antyinflacyjny (było to jednym z argumentów za podwyżką stóp już w czerwcu), to sceptycznie mogą oni podchodzić również do innych elementów projekcji (np. nominalne osłabienie złotego).

Cytat tygodnia – Uzależnieni od danych

Sławomir Skrzypek, prezes NBP; konferencja prasowa, 25 lipca
Sierpień jest miesiącem bardzo interesującym jeśli chodzi o napływ danych

Jan Czekaj, członek RPP; PAP, 27 lipca

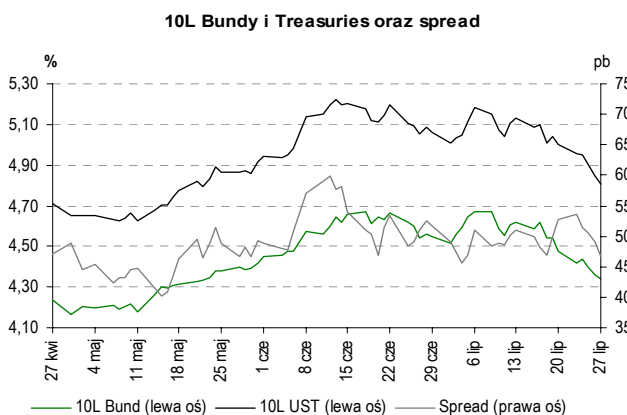
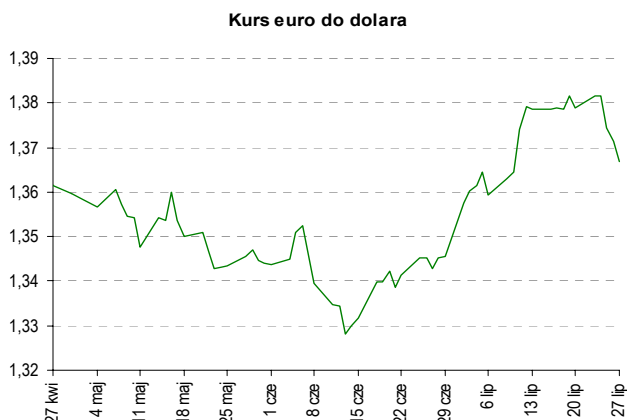
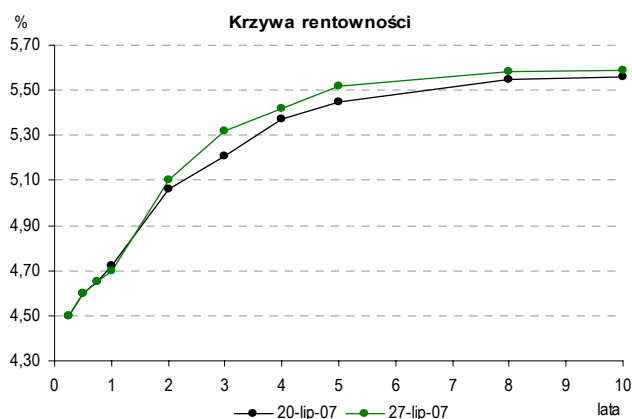
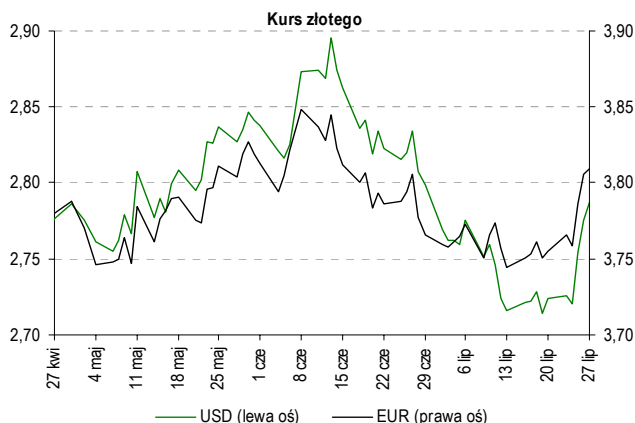
Gdyby w lipcu powtórzyła się sytuacja z czerwca [dalszy wzrost płac przy jednoczesnym utrzymaniu się niskiej dynamiki produkcji], to zwiększyłoby to prawdopodobieństwo podwyżki w sierpniu.

Halina Wasilewska-Trenkner, członkini RPP; PAP, 26 lipca

Jesteśmy ciągle w stanie niepewności. Gdybyśmy mieli pewność, że podwyżka jest wymagana, to byśmy podnieśli stopy już teraz. Pewności takiej nie ma, więc będziemy wiedzieli po szeregu danych, które będą dostępne w sierpniu

Po posiedzeniu Rady ukazało się kilka wywiadów z członkami RPP. Wszyscy przyznali, że ich decyzje będą mocno uzależnione od napływających danych. Dariusz Filar zwrócił uwagę na dane o płacach i inflacji bazowej, Mirosław Pietrewicz na dane o produkcji, sprzedaży i bezrobociu, Jan Czekaj na relację płac i wydajności pracy oraz dane o PKB. Co ciekawe, niemalże wszyscy z nich (w tym uważany za jednego z „gołębi” Mirosław Pietrewicz) przyznali, że konieczne mogą być dalsze podwyżki stóp. Takie wypowiedzi wzmacniają nasz scenariusz zakładający podwyżkę stóp w sierpniu.

Monitor rynku



Korekta na rynku walutowym ...

- Zgodnie z tym, co pisaliśmy w poprzednim raporcie, na rynku walutowym doszło do znaczącej korekty. Jej główną przyczyną był wzrost awersji do ryzyka na rynkach międzynarodowych, a złotemu nie pomógł też brak podwyżki stóp w lipcu. Kurs EURPLN chwilowo pokonał górną granicę podanego przez nas przedziału wahań, tj. 3,82 po czym zszedł nieco poniżej tego poziomu. Z kolei kurs USDPLN był pod koniec tygodnia blisko poziomowi 2,78.
- Widzimy możliwość dalszego osłabienia, czemu może sprzyjać utrzymywanie się niskiego apetytu na ryzyko, choć może ono być poprzedzone krótkotrwałym umocnieniem. Na przyszły tydzień zdecydowaliśmy się podwyższyć przedziały wahań dla EURPLN do 3,77-3,87, a dla USDPLN do 2,74-2,84.

... i obligacji za sprawą wzrostu awersji do ryzyka

- Wzrost awersji do ryzyka udzielił się również krajowym obligacjom. Początkowo rynek długu był dość stabilny i nawet lekko się umocnił po publikacji komunikatu RPP, który nie przesądzał o podwyżce stóp w sierpniu. Jednak pod koniec tygodnia wyprzedaż ryzykownych aktywów na rynkach międzynarodowych przełożyła się na wzrost rentowności i spreadów wobec rynków bazowych.
- Mimo niezbyt jastrzębiego komunikatu RPP podtrzymujemy scenariusz bazowy zakładający kolejną podwyżkę stóp w przyszłym miesiącu, na co wskazywać mogą komentarze części członków RPP oraz spodziewane przez nas lepsze dane z gospodarki. Rynek będzie też pod wpływem nastrojów na rynkach światowych. Stąd możliwe jest utrzymanie rentowności na wyższych poziomach.

Odreagowanie dolara

- Po okresie zdecydowanego osłabienia dolara, który po raz kolejny w ostatnich dniach osiągnął najniższy poziom wobec euro, doszło do gwałtownego odreagowania waluty amerykańskiej w związku techniczną korektą i ograniczaniem krótkich pozycji w dolarze, które były związane z negatywnymi informacjami z amerykańskiego rynku nieruchomości. Kurs EURUSD obniżył się o ok. 1,3% z ok. 1,383 do 1,365.
- Oczekiwania rynku wskazują, że w tym tygodniu Bank Anglii i EBC pozostawiają stopy procentowe bez zmian. Istotny będzie komunikat EBC, który może potwierdzić oczekiwania podwyżki we wrześniu. Na dolara znaczący wpływ będą miały dane z rynku pracy oraz indeksy aktywności, które będą równie ważne dla euro.

Zdecydowane umocnienie na rynkach bazowych

- Utrzymujące się od dłuższego czasu obawy o negatywny wpływ osłabienia na rynku nieruchomości w USA na pozostałe sektory amerykańskiej gospodarki doprowadziły do powrotu oczekiwań na obniżki stóp procentowych w USA i wzrostu awersji do ryzyka, co dodatkowo umocniło bazowe rynki długu. Rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów spadły do 4,77% i 4,31% wobec 5,00% oraz 4,50% w poprzedni piątek.
- Po tak silnym spadku rentowności po raz kolejny negatywnie na rynek mogą wpłynąć dane z amerykańskiego rynku pracy. Z drugiej strony indeksy ISM, PMI mogą pokazać niewielki spadek. Istotny dla strefy euro będzie komunikat EBC.

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