

Tygodnik ekonomiczny

6 – 12 sierpnia 2007

W minionym tygodniu mieliśmy do czynienia z prawdziwą huśtawką nastrojów na rynkach finansowych. Na początku minionego tygodnia byliśmy świadkami korekty po znacznym osłabieniu w poprzednim tygodniu, ale w środę zgodnie z naszymi przewidywaniami z poprzedniego tygodnia nastąpiła kolejna fala wyprzedaży ryzykownych aktywów. Ostatnie dni tygodnia przyniosły jednak ponowne odreagowanie i w przekroju całego tygodnia krajowa waluta nieco zyskała na wartości. Złoty pozostaje jednak wrażliwy na ciągle żywe obawy o sytuację na rynku kredytowym w USA i związaną z tym możliwość narastania awersji do ryzyka. Dlatego na ten tydzień utrzymujemy te same przedziały wahań kursu złotego, które przyjęliśmy dla poprzedniego tygodnia, czyli 3,77-3,87 dla EURPLN i 2,74-2,84 dla USDPLN. Jednocześnie nadal uważamy, że średnio w sierpniu będzie słabszy niż w poprzednim miesiącu.

Na krajowym rynku długu nie działo się w ciągu minionego tygodnia zbyt wiele. Największe zmiany nastąpiły w segmencie 2 lat, który został przez inwestorów uznany za relatywnie mniej atrakcyjny niż papiery o dłuższym terminie wykupu. W rezultacie krzywa dochodowości uległa wypłaszczeniu. Publikacja przez Ministerstwo Finansów prognozy inflacji za lipiec na poziomie 2,4 % r/r nie miała wpływu na rynek, choć była nieco wyższa niż większość publikowanych wcześniej prognoz rynkowych, w tym nasza, wynosząca 2,3% r/r. Niższa prognoza w naszym przypadku wynika głównie z założenia o głębszym sezonowym spadku cen żywności w lipcu. Oficjalne dane o inflacji poznamy dopiero 14 sierpnia. W najbliższym tygodniu głównym wydarzeniem krajowym dla rynków będzie publikacja danych o przeciętnym wynagrodzeniu miesięcznym w II kwartale. Według naszych prognoz, pokażą one na tyle silny wzrost dynamiki płac, że przy spadku dynamiki wydajności pracy doprowadzą do przyspieszenia tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy do blisko 5% r/r. Dla RPP byłby to kolejny sygnał potwierdzający zagrożenia dla średnioterminowych perspektyw inflacji związane z sytuacją na rynku pracy.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (6 sierpnia)							
11:00	POL	Przetarg 52-tygodniowych bonów skarbowych 800 mln zł					
WTOREK (7 sierpnia)							
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy	II kw.	% kw/kw	2,1	-	1,8
14:30	USA	Wydajność pracy	II kw.	% kw/kw	2,0	-	1,0
20:15	USA	Spotkanie Fed – decyzja	-	%	5,25	5,25	5,25
ŚRODA (8 sierpnia)							
11:00	POL	Aukcja obligacji 10Y zmiennoprocentowych (1,5-3 mld zł) i 12Y indeksowanych (0,5-1 mld zł)					
16:00	USA	Zapasy hurtowe	VI	% m/m	0,4	-	0,5
CZWARTEK (9 sierpnia)							
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce	II kw.	% r/r	-	7,7	7,1
PIĄTEK (10 sierpnia)							
14:30	USA	Ceny importu	VII	% m/m	0,9	-	1,0
20:00	USA	Budżet federalny	VII	mld \$	-32,4	-	-33,16

Źródło: Reuters

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363

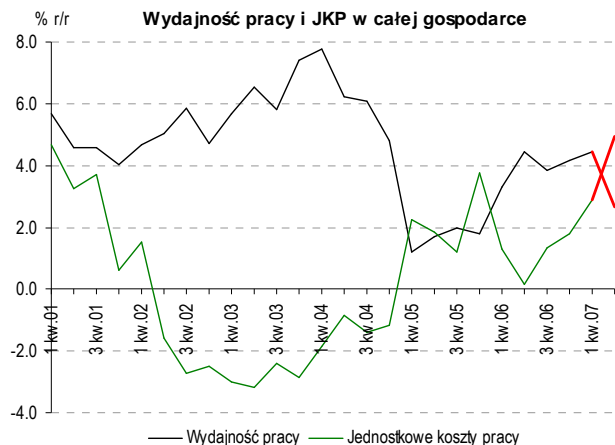
Piotr Bielski 022 586 8333

Piotr Bujak 022 586 8341

Cezary Chrapek 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Płace w II kwartale i posiedzenie Fed

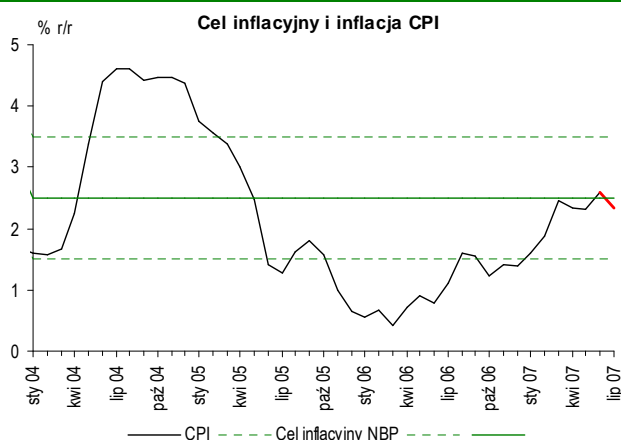


▪ W tym tygodniu GUS poda dane nt. przeciętnej płacy w całej gospodarce w II kw.

▪ Na podstawie danych o płacach w sektorze przedsiębiorstw prognozujemy, że dynamika płac w całej gospodarce przyspieszyła w II kwartale do 7,7% r/r z 7,1% r/r w I kw. Biorąc pod uwagę, że spodziewamy się również przyspieszenia dynamiki zatrudnienia i szacujemy obniżenie tempa wzrostu wartości dodanej, dynamika jednostkowych kosztów pracy w II kw. przyspieszyła do blisko 5%. Potwierdzenie tego w danych byłoby istotnym argumentem za podwyżką stóp w sierpniu.

▪ Wobec braku istotnych publikacji danych dla strefy euro i niezbyt wielu dla USA, cała uwaga rynków skupi się na posiedzeniu Fed. Kluczowa dla zachowania inwestorów będzie treść oficjalnego komunikatu, ponieważ co do decyzji panuje zgodność, że stopy nie ulegną zmianie.

Miniony tydzień w gospodarce –Prognoza inflacji MinFin, posiedzenie EBC i dane z USA



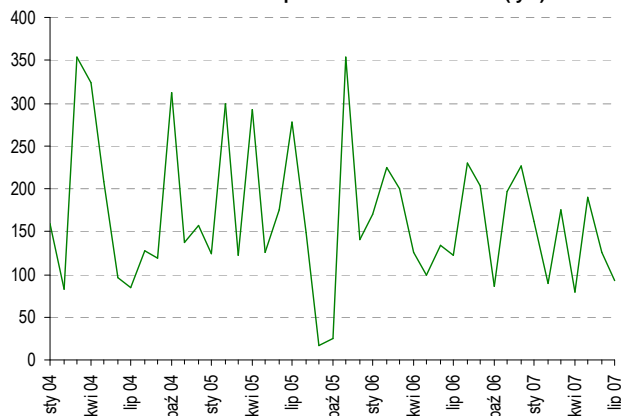
▪ Jak zwykle na początku miesiąca Ministerstwo Finansów podało szacunek inflacji CPI z poprzedni miesiąc. Według ministerstwa inflacja wyniosła w lipcu 2,4% r/r przy spadku cen o 0,1% m/m. Resort finansów spodziewa się dalszego spadku inflacji w sierpniu do poniżej 2% r/r.

▪ Nasza prognoza inflacji w lipcu wynosi 2,3% r/r przy założeniu, że ceny żywności spadły o ok. 1,5% m/m, a ceny w transporcie zanotowały delikatny wzrost.

▪ Chociaż w ostatnich dwóch miesiącach szacunki ministerstwa były mniej trafne od naszych prognoz, ich historycznie dobra sprawdzalność spowoduje, że konsensus rynkowy będzie zapewne spójny z szacunkiem MinFin.

▪ Z punktu widzenia RPP utrzymywanie się inflacji przez kilka miesięcy w pobliżu celu jest bardzo korzystne, pomagając silniej zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne.

Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem w USA (tys.)



▪ Wśród wielu danych publikowanych za granicą w minionym tygodniu, najważniejsze były dane o zatrudnieniu w USA. Pokazały one, że wzrost liczby miejsc pracy w lipcu wyniósł tylko 92 tysiące wobec zrewidowanych 126 tysięcy w czerwcu. Oczekiwania wskazywały natomiast na delikatny spadek do 130 tysięcy ze 132 tysięcy przed rewizją.

▪ Nieco w cieniu pozostały inne wydarzenia, w tym posiedzenia EBC i Banku Anglii. Zgodnie z oczekiwaniami oba banki centralne pozostawiły stopy bez zmian. Również zgodnie z oczekiwaniami prezes EBC Jean Claude Trichet potwierdził w swoich komentarzach po posiedzeniu, używając sformułowania o konieczności zachowania „czujności” wobec zagrożeń inflacyjnych, które poprzedzało poprzednie podwyżki, że na najbliższym posiedzeniu decyzyjnym EBC we wrześniu można spodziewać się zaostrożenia polityki pieniężnej w strefie euro.

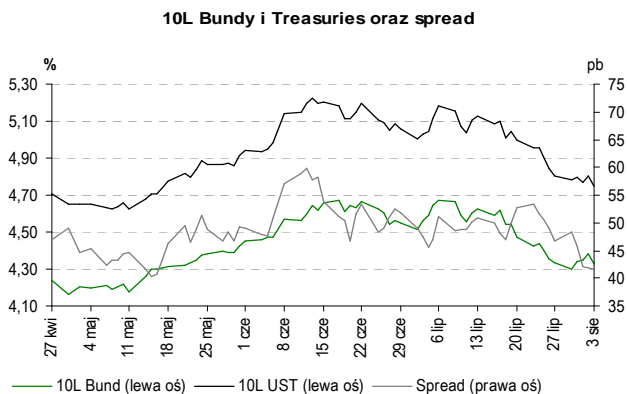
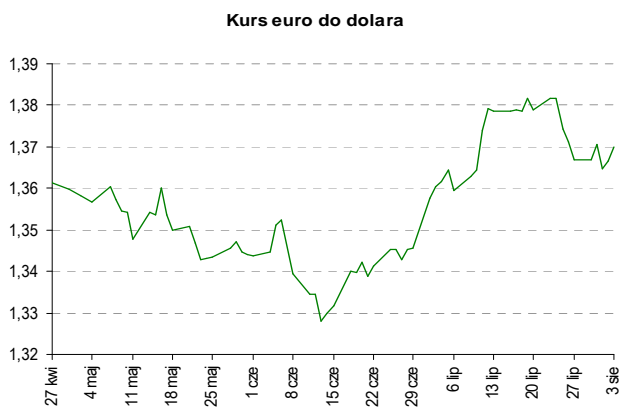
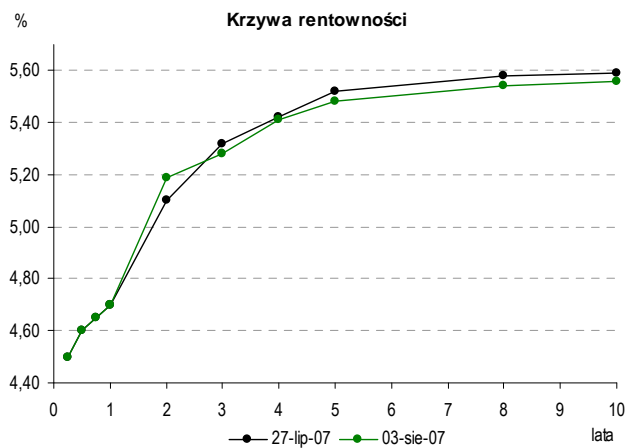
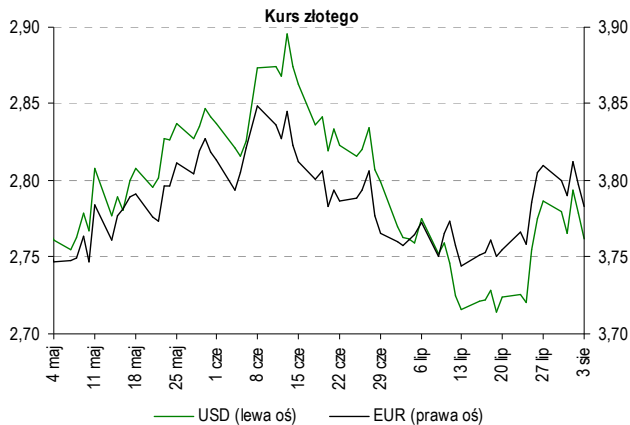
Cytat tygodnia – Wątpliwy brak potrzeby podwyżek

Jan Czekaj, członek RPP; Gazeta Prawna, 31 lipca

Nie można stwierdzić, że czegoś zabrakło [do podwyżki stóp w lipcu]. Pewną rolę mogły odegrać względy taktyczne. Nie chcieliśmy rozbudzić oczekiwań na kolejne podwyżki, dokonując zmiany miesiąc po miesiącu. (...) Wątpię, by nie było potrzeby dalszych podwyżek. (...) Jeśli firmy będą podnosić płace i ceny, my będziemy musieli reagować stopami. Wzrost JKP nie musi automatycznie prowadzić do wzrostu cen. Firmy mają ograniczone możliwości podwyższania cen, choćby ze względu na konkurencję dóbr importowanych, zwłaszcza przy silnym złotym. (...) My też nie chcemy uderzać za mocno, żeby nie prowadzić do zbyt dużych zmian produkcji i inflacji.

Wypowiedzi Jana Czekaja dla *Gazety Prawnej* pokazują, że nie ma on zamiaru biernie przyglądać się ewentualnemu przenoszeniu szybszego wzrostu jednostkowych kosztów pracy na ceny, ale nie jest przekonany, czy firmy będą mogły sobie na to pozwolić. Ponadto, chciałby uniknąć nadmiernego zaostrożenia polityki pieniężnej. Jednocześnie jednak wyraził wątpliwość, czy dotychczasowe podwyżki są wystarczające i zasugerował, że brak podwyżki w lipcu wynikał tylko ze względów taktycznych. W sumie, wydaje się nam, że wywiad z prof. Czekajem potwierdza nasze oczekiwania i będzie on głosował za podwyżką w sierpniu.

Monitor rynku



Złoty na huśtawce

Miniony tydzień na krajowym rynku walutowym upłynął pod znakiem znacznej huśtawki nastrojów. W poniedziałek złoty kontynuował zapoczątkowaną korektę po wcześniejszym osłabieniu, we wtorek ustabilizował się, ale już w środę doszło do oczekiwanego przez nas dalszego osłabienia. Później jednak złoty stopniowo odzyskiwał siły.

Chociaż w przekroju całego minionego tygodnia nieco się umocnił, to krajowa waluta pozostaje bardzo wrażliwa na ciągle żywe obawy o sytuację na rynku kredytowym w USA i związaną z tym możliwość narastania awersji do ryzyka. Dlatego na ten tydzień utrzymujemy te same przedziały wahań kursu złotego, które przyjęliśmy dla poprzedniego tygodnia, czyli 3,77-3,87 dla EURPLN i 2,74-2,84 dla USDPLN.

Obligacje między młotem a kowadłem

Rentowności krajowych obligacji o dłuższych terminach nieco spadły w ciągu tygodnia, ponieważ wzrost *spreadu* pomiędzy krajowymi a zagranicznymi rentownościami, odzwierciedlający narastającą awersję do ryzyka na globalnych rynkach był rekompensowany przez spowodowany tym samym spadek rentowności na rynkach bazowych. Papiery 2-letnie uległy natomiast dość istotnemu osłabieniu, gdyż inwestorzy uznali ten segment rynku za relatywnie mniej atrakcyjny. Wyniki aukcji 2-letnich obligacji nie były zbyt udane i resort finansów nie sprzedał wszystkich oferowanych papierów.

W tym tygodniu ważnym wydarzeniem dla krajowego rynku będą dane o płacach w gospodarce za II kwartał, które są bardzo uważnie obserwowane przez RPP. Poza tym, ważne będzie zachowanie rynków bazowych wobec zaplanowanego na środę posiedzenia Fed.

Dolar traci część zdobytych pozycji

Wraz z pewnym uspokojeniem nastrojów na globalnych rynkach i ponownymi zakupami bardziej ryzykownych aktywów, następował odpływ kapitału z USA i dolar osłabł. Ponieważ okresy wzrostu apetytu na ryzyko przeplatały się z okresami wzrostu awersji do ryzyka, w przekroju całego tygodnia, amerykańska waluta utraciła tylko część tego, co wcześniej zyskała na wartości. Skala deprecjacji dolara uległa zwiększeniu po publikacji sporo słabszych od oczekiwań danych o zatrudnieniu w USA.

W tym tygodniu kluczowe dla notowań amerykańskiej waluty będzie posiedzenie Fed. Ewentualne wyrażenie przez Fed obaw o kondycję gospodarki przez Fed byłoby negatywne dla dolara, ale związany z tym wzrost awersji do ryzyka działałby w przeciwnym kierunku.

Dalsze umocnienie na bazowych rynkach długu

W minionym tygodniu bazowe rynki długu kontynuowały obserwowane wcześniej umocnienie związane z rosnącym zainteresowaniem bezpiecznymi aktywami wobec utrzymujących się obaw o sytuację na amerykańskim rynku kredytowym i w całej gospodarce USA. Na koniec tygodnia rentowność 10-letnich Treasuries spadła do 4,74% wobec 4,80% tydzień wcześniej, a w ciągu tygodnia była przejściowo nawet w pobliżu 4,70%. Potwierdzenie przez szefa EBC oczekiwań na podwyżkę stóp w strefie euro chwilowo osłabiło Bundy (do 4,38%), ale na koniec tygodnia umocniły się do 4,33% wobec 4,34% tydzień wcześniej.

W tym tygodniu, głównym czynnikiem dla bazowych rynków długu będzie posiedzenie Fed.

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