

Tygodnik ekonomiczny

4 – 10 sierpnia 2008

Chociaż kurs złotego osiągnął w minionym tygodniu nowy rekordowo silny poziom, EURPLN nie zdołał sforsować bariery 3,20. Doszło do kilku korekt, choć nie były one znaczące i EURPLN osiągnął maksymalnie 3,23. Na koniec tygodnia kurs euro był podobny jak tydzień wcześniej. Wobec dolara złoty nieco osłabł ze względu na umocnienie się amerykańskiej waluty na międzynarodowych rynkach. Nadal uważamy, że potencjał umocnienia złotego uległ na pewien czas wyczerpaniu i spodziewamy się bardziej wyraźnej korekty. Impulsem do tego może się stać obniżka stóp w Czechach sugerowana w niedawnych wypowiedziach czeskich bankierów centralnych. Taka decyzja mogłaby osłabić złotego. Ton komunikatu RPP po posiedzeniu w minionym tygodniu oraz najnowsze wypowiedzi członków Rady pokazały jednak, że perspektywy krajowej polityki pieniężnej są odmienne niż u naszych południowych sąsiadów. Ponownie pojawiło się stwierdzenie o nieformalnym restrykcyjnym nastawieniu. Trzeba jednak podkreślić, że poza tym w komunikacie pojawiło się kilka nowych „gołębich” elementów, co zmniejsza ryzyko bardziej radykalnych kroków niż oczekiwany przez nas w dalszym ciągu wzrost stopy referencyjnej do 6,25-6,5% we wrześniu i/lub październiku. Do kolejnych podwyżek przyczyni się wg nas wzrost inflacji oraz oczekiwań inflacyjnych i ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Dlatego uważamy, że kontynuowane w minionym tygodniu umocnienie polskich obligacji może wkrótce ulec odwróceniu.

W tym tygodniu negatywnym czynnikiem dla krajowych obligacji może być spodziewany przez nas dość jastrzębi wydzwięk komentarzy po posiedzeniu EBC. Po serii niezłych danych z USA, również Fed raczej nie będzie zbyt gołębi. To może wywołać wzrost rentowności na rynkach bazowych i w ślad za tym na krajowym rynku długu.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

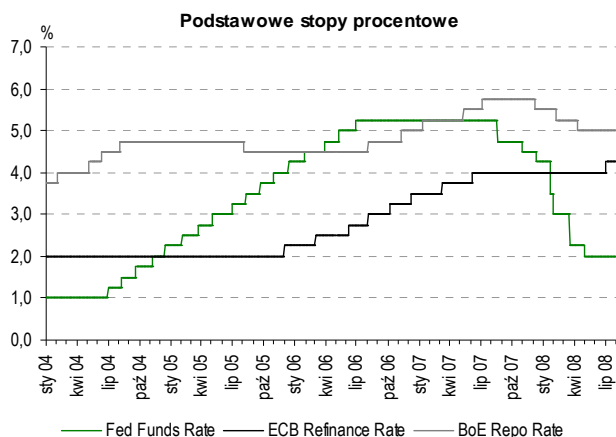
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (4 sierpnia)							
11:00	PL	Przetarg bonów skarbowych 26-tyg. o wartości 1,2 mld zł i 52-tyg. o wartości 1,2 mld zł					
11:00	EZ	PPI	VI	% r/r	7,9	-	7,1
14:30	US	Bazowy PCE	VI	% m/m	0,2	-	0,1
16:00	US	Zamówienia w przemyśle	VI	% m/m	0,7	-	0,6
WTOREK (5 sierpnia)							
10:00	EZ	PMI – sektor usług	VII	pkt	48,3	-	49,1
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	VI	% r/r	-1,2	-	0,2
16:00	US	ISM – sektor usług	VII	pkt	48,5	-	48,2
20:15	US	Decyzja Fed	-	%	2,0	-	2,0
ŚRODA (6 sierpnia)							
	PL	Aukcja obligacji 2-letnich OK0710 o wartości 1,0 – 2,5 mld zł					
CZWARTEK (7 sierpnia)							
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii	-	%	5,0	-	5,0
13:45	EZ	Decyzja EBC	-	%	4,25	-	4,25
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tydzień	tys.	420,0	-	448,0
16:00	US	Trwająca sprzedaż domów	VI	% m/m	-1,0	-	-4,7
PIĄTEK (8 sierpnia)							
14:30	US	Wydajność pracy	II kw.	%	2,6	-	2,6
14:30	US	Jednostkowe koszty pracy	II kw.	%	1,4	-	2,2
16:00	US	Zapasy hurtowe	VI	% m/m	0,6	-	0,8

Źródło: BZ WBK, Reuters

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363
Piotr Bujak Starszy Ekonomista 022 586 8341
Piotr Bielski Ekonomista 022 586 8333
Cezary Chrapek Analityk 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Decyzje banków centralnych za granicą



- W tym tygodniu brak będzie krajowych wydarzeń poza aukcjami papierów skarbowych, więc uwaga uczestników krajowego rynku skupi się na rynkach zagranicznych, gdzie tydzień stać będzie pod znakiem decyzji o stopach.
- Ostatnie sygnały z EBC wskazują, że dokonana w lipcu podwyżka o 25 pb powinna zdaniem banku wystarczyć do sprowadzenia inflacji do celu. Wg nas stopy procentowe w strefie euro pozostaną bez zmian do końca roku. Fed podobnie jak EBC ma dylemat w postaci jednoczesnego wzrostu inflacji oraz spowolnienia gospodarczego i naszym zdaniem stopy za oceanem przynajmniej do końca roku również pozostaną stopy bez zmian. W przypadku Banku Anglii również zakładamy brak zmian stóp do końca roku.
- Najważniejsza dla polskiego rynku może okazać się decyzja Banku Czech, którego przedstawiciele zapowiadali obniżkę, co osłabiło waluty w regionie.

Miniony tydzień w gospodarce – RPP nie taka jastrzębia jak na pierwszy rzut oka

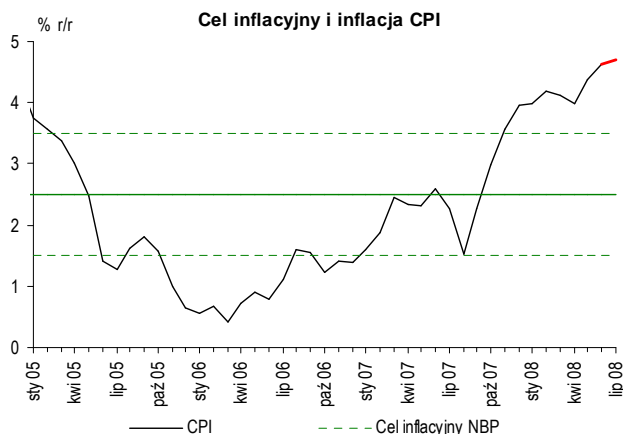
Wybrane fragmenty komunikatu po lipcowym posiedzeniu RPP

W średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego jest nadal wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu. Rada nie wyklucza zatem, że obniżanie inflacji do celu w średnim okresie będzie wymagało dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Jednocześnie ze względu na uporczywość szoków obserwowanych na rynkach żywności i surowców okres powrotu inflacji do celu może ulec pewnemu wydłużeniu.

W najbliższych kwartałach prawdopodobne jest utrzymanie się presji na wzrost wynagrodzeń, jednak obniżające się stopniowo tempo wzrostu gospodarczego powinno łagodzić presję płacową, a w konsekwencji także presję inflacyjną.

Do ograniczenia tej presji może się także przyczyniać spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej, a w konsekwencji także w gospodarce polskiej. Presja inflacyjna może być nadal osłabiana przez import towarów z krajów o niskich kosztach wytwarzania. W tym samym kierunku będą również oddziaływać dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych NBP oraz obserwowane w minionych kwartałach szybkie tempo aprecjacji złotego, które w ostatnim okresie najprawdopodobniej przewyższało tempo aprecjacji kursu równowagi.

- Na posiedzeniu w minionym tygodniu RPP utrzymała stopy bez zmian. Komunikat został odebrany przez rynek jako „jastrzębi” na skutek ponownego umieszczenia w nim restrykcyjnego nastawienia w polityce pieniężnej.
- Warto jednak zauważyć, że w komunikacie pojawiło się kilka nowych argumentów „gołębic” – wpływ spowolnienia gospodarczego na łagodzenie presji płacowej i inflacyjnej, możliwość (akceptacja przez Radę) wydłużenia okresu powrotu inflacji do celu oraz silna aprecjacja złotego powyżej kursu równowagi.
- Choć radykalne działania Rady wydają się coraz mniej prawdopodobne, nie zmieniamy naszych oczekiwań, że po wakacyjnej przerwie możliwy jest wzrost stopy referencyjnej do 6,25% lub 6,50%, w zależności od rozwoju sytuacji w gospodarce globalnej. Miesiącami, gdy może dojść do podwyżek jest wrzesień i/lub październik.



- Czynnikiem, który skłoni wg nas Radę do kontynuacji zaostrzenia polityki pieniężnej będzie dalsze przyspieszenie inflacji, powodujące wzrost oczekiwań inflacyjnych (w lipcu inflacja oczekiwana przez gospodarstwa domowe wzrosła do 5,1% r/r z 4,3% r/r w maju) i ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy.
- Opublikowana w piątek przez MinFin prognoza inflacji CPI za lipiec wskazała wzrost do 4,8% r/r, co jest zgodne z medianą prognoz rynkowy wg ankiety Gazety Giełdy Parkiet. MinFin zakłada spadek cen żywności o 1% m/m (wg nas -1,2% m/m), oraz wzrost cen paliw o 1% m/m (wg nas wzrosły one o 0,1% m/m). Nasza prognoza inflacji CPI w lipcu to 4,7% r/r, co przekłada się na stabilizację inflacji netto (CPI bez cen żywności i paliw) na poziomie 3,4%. W sierpniu spodziewamy się inflacji CPI na poziomie 5,2%, po czym zacznie się ona obniżać.

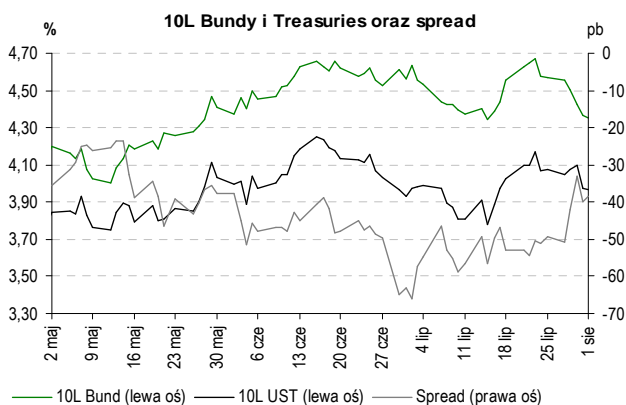
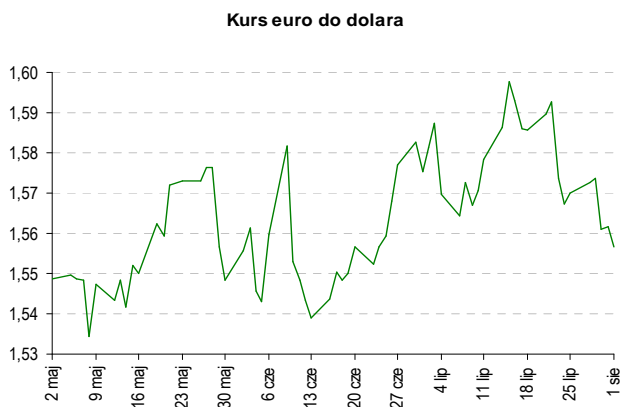
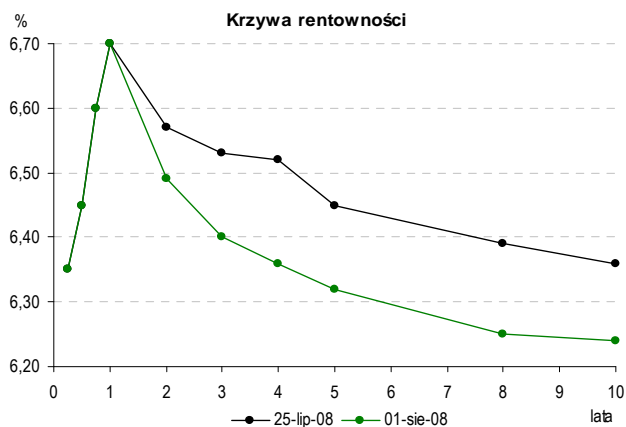
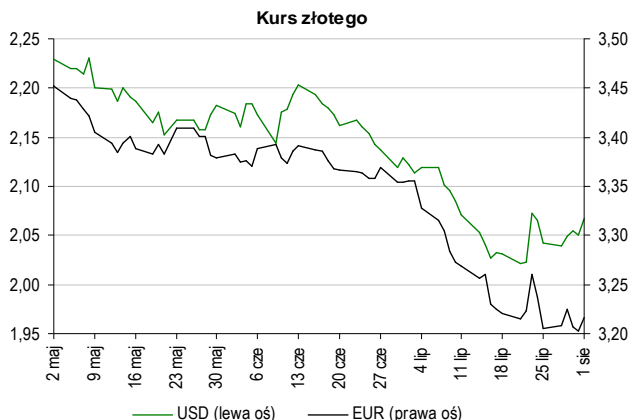
Cytat tygodnia – Nigdy nie mówiliśmy, że to już koniec podwyżek

Jan Czekaj, członek RPP, Rzeczpospolita, 31 lipca

Jeżeli presja płacowa będzie malała, to i podwyżki stóp procentowych nie będą konieczne. Ale nigdy nie mówiliśmy, że to już koniec podwyżek stóp. Część członków Rady chce poczekać, żeby zobaczyć, co będzie się działo w gospodarce. Na razie nie wiemy, jak głębokie będzie spowolnienie wzrostu gospodarczego w kraju. (...) W Polsce już widać pierwsze symptomy osłabienia gospodarczego w produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej oraz w dynamice wzrostu zatrudnienia. (...) Ważne będzie, jaki poziom inflacji osiągnie w sierpniu, kiedy oczekiwany jest szczyt wzrostu cen. Ale istotne również będzie to, czy i w jakim stopniu obniży się ona we wrześniu. Myślę, że w tym momencie nie można prognozować, kiedy i jakie podejmiemy decyzje.

Wypowiedź prof. Czekaja, którego sposób głosowania zawsze pokrywał się w ostatnich latach z wynikami głosowań RPP, wskazuje, że na razie nie jest on przekonany, jakie decyzje w polityce pieniężnej powinny zostać podjęte i czeka na rozwój wydarzeń. Podkreślił jednak, że nie można stwierdzić, iż cykl podwyżek już się zakończył. Duże znaczenie dla niego przy podejmowaniu decyzji będzie miała siła spowolnienia gospodarczego oraz poziom, na jakim inflacja CPI osiągnie szczyt w sierpniu. Wg nas wzrost inflacji do powyżej 5% skłoni prof. Czekaja do opowiedzenia się za jedną lub dwoma podwyżkami stóp, zgodnie z naszą prognozą.

Monitor rynku

**Złoty ponownie nie dał sobie rady z 3,20 wobec euro**

Miniony tydzień był drugim z rzędu, kiedy złoty nie umocnił się. Co prawda w ciągu tygodnia EURPLN osiągnął nowy rekord 3,2022, ale tak jak oczekiwaliśmy bariera 3,20 nie została pokonana. Nieudane próby jej sforsowania doprowadziły do kilku korekt, ale ich zasięg był ograniczony. W porównaniu z końcem poprzedniego tygodnia złoty był prawie bez zmian wobec euro oraz nieco słabszy wobec dolara w związku ze spadkiem EURUSD.

W tym tygodniu krajowy rynek walutowy skupił się na wydarzeniach za granicą, przy czym kluczowa może okazać się decyzja czeskiego banku centralnego. Gdyby nastąpiła zapowiadana przez większość przedstawicieli Rady tego banku obniżka stóp, to waluty w regionie mogą stracić, a wraz z nimi złoty. Utrzymujemy przedział wahań 3,20-3,30 dla EURPLN oraz 2,00-2,10 dla USDPLN.

Dalsze umocnienie na krajowym rynku długu

Lipiec był dla polskich obligacji bardzo udany. Nie inaczej było na przełomie lipca i sierpnia. Na obniżanie się krzywej dochodowości wpłynęły zarówno czynniki krajowe, tj. spadek oczekiwań na podwyżki stóp w Polsce pod wpływem dotychczasowego umocnienia złotego i coraz bardziej licznych oznak osłabienia wzrostu gospodarczego, jak i zagraniczne, czyli kolejne „gołębie” sygnały z czeskiego banku centralnego oraz umocnienie bazowych rynków długu. Komunikat RPP odebrany przez rynek jako „jastrzębi” wywołał jedynie przejściową korektę.

W tym tygodniu krajowy dług będzie pod wpływem zmian na rynkach bazowych (które będą uzależnione od tonu komentarzy Fed i EBC) oraz wyniku posiedzenia Banku Czech, który będzie rzutował na postrzeganie przez rynek perspektyw polityki pieniężnej w całym regionie.

Dolar drugi tydzień z rzędu mocniej do euro

Miniony tydzień przyniósł kontynuację aprecjacji dolara obserwowanej tydzień wcześniej. Euro nie sprzyjały słabe dane nt. kondycji gospodarki strefy euro (PMI oraz wskaźniki koniunktury Komisji Europejskiej), a zgodny z oczekiwaniami wzrost inflacji HICP do 4,1% okazał się neutralny dla EURUSD. Dolara wsparły natomiast lepsze od oczekiwań dane o zatrudnieniu, choć nie wszystkie wskaźniki z rynku pracy w USA były pozytywne. Umocnienie dolara szło w parze ze spadkiem cen ropy. Na koniec tygodnia EURUSD był nieco poniżej 1,56.

Na początku tego tygodnia notowania dolara do euro mogą być stabilne w oczekiwaniu na posiedzenie Fed we wtorek i EBC w czwartek, choć poniedziałkowe dane ze strefy euro i USA w przypadku dużej niespodzianki również mogą ruszyć kursem EURUSD.

Mocny spadek rentowności na rynkach bazowych

Bazowe rynki długu zanotowały w minionym tygodniu bardzo wyraźne umocnienie. Rentowność 10-letnich Treasuries i Bundów spadła w ciągu tygodnia odpowiednio aż o 10 pb i 22 pb. Nastąpiło to mimo wzrostu apetytu na ryzyko i wyraźnej poprawy nastrojów na giełdach, ponieważ istotniejszy okazał się spory spadek ceny ropy, co osłabiło obawy o perspektywę inflacji. Na koniec tygodnia rentowność 10-letnich Treasuries wynosiła 3,97%, a Bundów 4,35%.

W tym tygodniu bazowe rynki długu pozostaną pod wpływem cen ropy i zmian w apetycie inwestorów na ryzyko, ale kluczowe będą wnioski z komunikatów Fed i EBC oraz ton komentarzy przedstawicieli tych banków. Naszym zdaniem EBC będzie dość jastrzębi, co może negatywnie wpłynąć na Bundy.

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