

Tygodnik ekonomiczny

1 – 7 września 2008

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami miniony tydzień stał pod znakiem osłabienia złotego oraz wzrostu rentowności krajowych obligacji. Złoty osłabł, mimo braku istotnej zmiany kursu EURUSD oraz bardziej jastrzębiego niż ожикиwał rynek wyniku posiedzenia RPP. Rada zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami nie zmieniła stóp, ale ton oficjalnego komunikatu oraz wypowiedzi bankierów centralnych po posiedzeniu okazały się bardziej „jastrzębie” niż ожикиwał rynek. W rzeczywistości, tak jak wskazywaliśmy, ogólna wymowa przekazu ze strony RPP nie zmieniła się znacząco w ciągu miesiąca. Drzwi do dalszych podwyżek stóp pozostają otwarte. Oczekiwany wzrost inflacji CPI w sierpniu do ok. 5%, inflacji netto do ok. 4% oraz inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii powyżej 2,5%, przy utrzymaniu wzrostu płac na dwucyfrowym poziomie, skłoni wg nas Radę do dalszego podwyższenia stóp. Odwagi do zacieśnienia polityki pieniężnej dodały Radzie lepsze od prognoz dane o PKB w II kw. Niemniej, sądzimy, że coraz liczniejsze oznaki osłabienia gospodarki w kolejnych kwartałach (miniony tydzień przyniósł nieco niższe od ожикиwań dane o sprzedaży detalicznej, spadek indeksów koniunktury konsumenckiej i potwierdzenie osłabienia przyrostu popytu na pracę), nie pomogą przekonać większości członków RPP do więcej niż jeszcze jednej podwyżki. W tym tygodniu spodziewamy się lekkiego odreagowania kursu złotego, choć przejściowo może on ponownie testować przebitą chwilowo w piątek barierę 3,36. Sprzyjać złotemu powinien spodziewany przez nas korekcyjny ruch w górę EURUSD. Rynek stopy procentowej będzie pod wpływem publikacji prognozy inflacji za sierpień przez MinFin oraz zachowania rynków bazowych pod wpływem licznych i ważnych wydarzeń za granicą.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

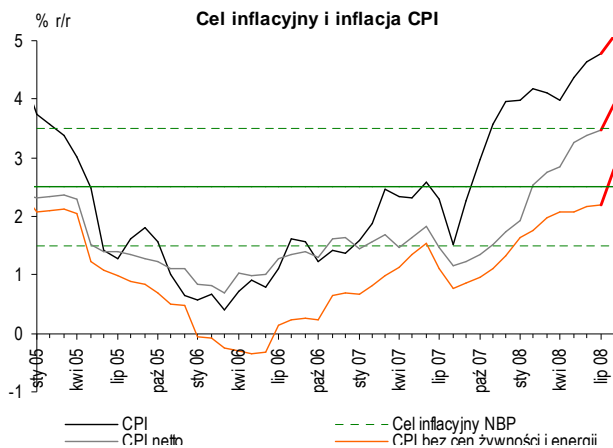
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (1 września)							
11:00	PL	Przetarg bonów skarbowych 25-tyg. o wartości 500 mln zł i 52-tyg. o wartości 500 mln zł					
-	US	Dzień wolny					
10:00	EZ	PMI – sektor przetwórczy	VIII	pkt	47,5	-	47,4
WTOREK (2 września)							
11:00	EZ	PPI	VII	% r/r	9,1	-	8,0
16:00	US	ISM – sektor przetwórczy	VIII	pkt	49,9	-	50,0
ŚRODA (3 września)							
11:00	PL	Aukcja obligacji 5-letnich o wartości 1,5-3 mld zł					
10:00	EZ	PMI – sektor usług	VIII	pkt	48,2	-	48,3
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	VII	% r/r	-2,1	-	-3,1
16:00	US	Zamówienia w przemyśle	VII	% m/m	0,4	-	1,7
CZWARTEK (4 września)							
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii	IX	%	5,0	5,0	5,0
13:45	EZ	Decyzja EBC	IX	%	4,25	4,25	4,25
14:15	US	Raport ADP	VIII	tys.	-20,0	-	9,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tydzień	tys.	-	-	425,0
14:30	US	Wydajność pracy	II kw.	%	2,8	-	2,2
14:30	US	Jednostkowe koszty pracy	II kw.	%	0,8	-	1,3
16:00	US	ISM – sektor usług	VIII	pkt	49,4	-	49,5
PIĄTEK (5 września)							
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	VIII	tys.	-73,0	-	-51,0
14:30	US	Stopa bezrobocia	VIII	%	5,7	-	5,7

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

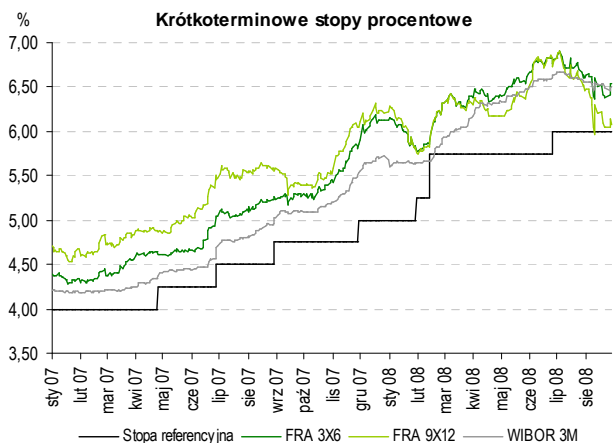
Wydarzenia nowego tygodnia – Prognoza inflacji MinFin i informacje z zagranicy



W tym tygodniu kluczowym wydarzeniem dla krajowego rynku będzie poniedziałkowa publikacja prognozy inflacji za sierpień przez MinFin (nasza prognoza to 5,1% r/r). Przy tej okazji należy spodziewać się kolejnych wypowiedzi członków RPP. Poza tym, mogą pojawić się informacje nt. przyszłorocznego budżetu (prace nad nim wkraczają w decydującą fazę i do 30 września rząd musi przekazać projekt ustawy budżetowej do parlamentu).

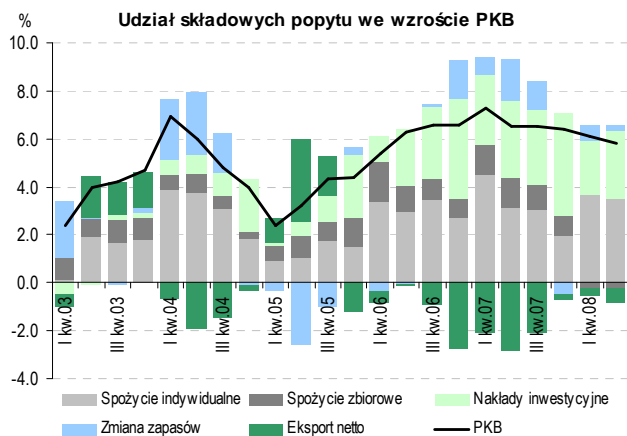
Mimo publikacji prognozy MinFin, poniedziałek powinien się charakteryzować małą aktywnością rynku ze względu na dzień wolny w USA. W dalszej części tygodnia za granicą nie będzie brakowało ważnych wydarzeń. Jak zwykle na początku miesiąca rynki będą wyczekiwać przede wszystkim na piątkowy raport o zatrudnieniu w USA, ale wcześniej wiele uwagi skupi na pewno posiedzenie EBC (wg nas stopy bez zmian do końca roku).

Miniony tydzień w gospodarce – RPP nadal z restrykcyjnym nastawieniem, mocne dane o PKB



RPP zgodnie z oczekiwaniami nie zmieniła stóp na sierpniowym posiedzeniu. Tak jak oczekiwaliśmy, ton komunikatu Rady nie zmienił się zasadniczo. Ryzyko inflacyjne pozostaje w ocenie RPP wysokie (wg nas inflacja CPI w sierpniu wzrosła powyżej poziomu 5%, inflacja netto do ok. 4, inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii powyżej 2,5%, a wzrost płac utrzymał się na dwucyfrowym poziomie) i może wymagać dalszego podwyższenia stóp.

Z drugiej strony, głębsze od oczekiwań spowolnienie gospodarcze za granicą skłania RPP do ostrożności. W sumie, spodziewamy się, że następna podwyżka o 25 pb nastąpi dopiero w październiku, kiedy nowa projekcja inflacji i PKB potwierdzi, że spowolnienie wzrostu PKB będzie umiarkowane, a ścieżka powrotu inflacji do celu powolna.



Skala spowolnienia wzrostu PKB w II kw. okazała się mniejsza od oczekiwań. Wzrost wyniósł 5,8% (w I kw. 6,1%, konsensus na II kw. 5,6%), za co w znaczącym stopniu odpowiadało utrzymanie szybkiego tempa wzrostu konsumpcji prywatnej (5,6%) i inwestycji (15,2%).

Utrzymanie szybkiego wzrostu popytu krajowego (ponad 6%) oraz fakt, że dane za II kw. są znacznie powyżej ostatniej projekcji PKB, sprawiają, że można te dane interpretować jako „jastrzębie”. Są one jednak historyczne i dużo ważniejsze będą kolejne informacje z gospodarki (płace, sprzedaż, produkcja), które pokażą jakiej skali spowolnienia należy oczekiwać w kolejnych kwartałach. Wg nas będzie ono umiarkowane, co wspiera oczekiwania na dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej.

Dane o sprzedaży detalicznej za lipiec okazały się nieco słabsze od prognoz (14,3% vs. konsensus 14,6%).

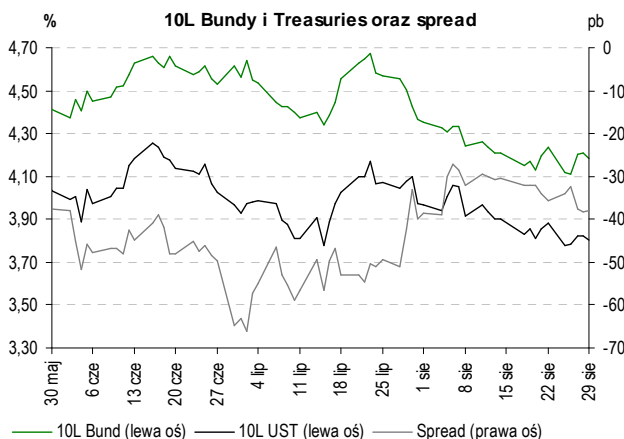
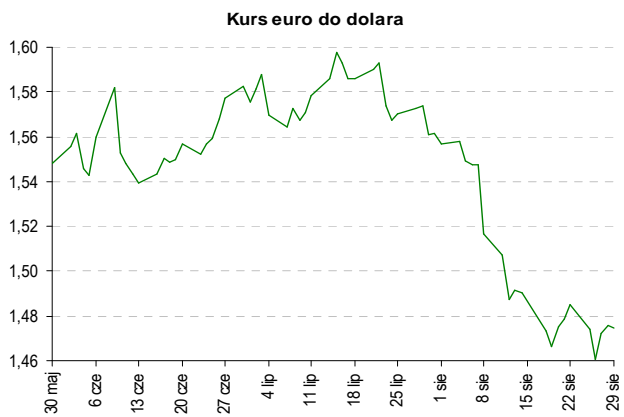
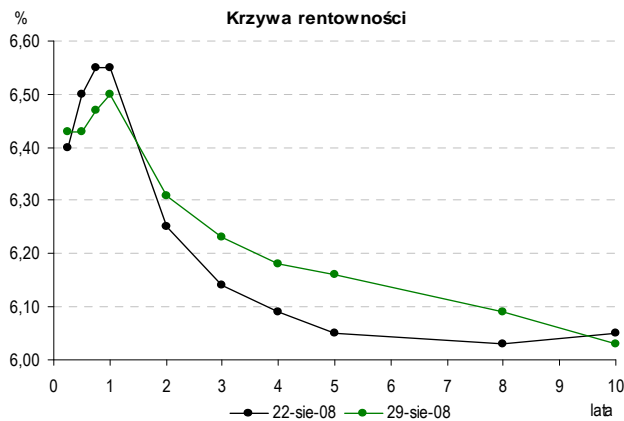
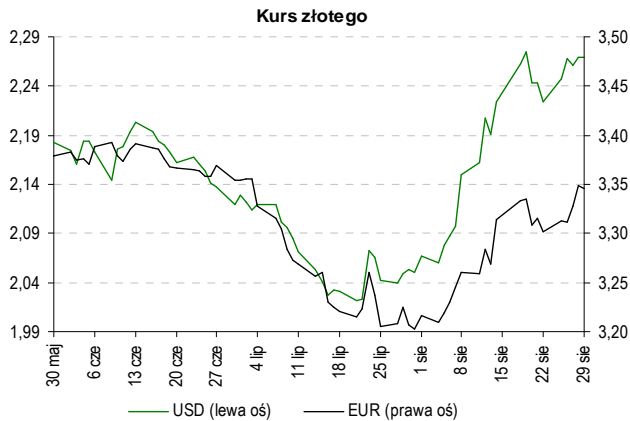
Cytat tygodnia – Dalsze zacieśnienie może się zdarzyć

Andrzej Sławiński, członek RPP, TOK FM, 28 sierpnia

Dalsze zacieśnienie może się zdarzyć. Będzie to zależało od rozwoju sytuacji w strefie euro. Nie wiemy w jakim stopniu spowolnienie w gospodarce europejskiej przełoży się na gospodarkę polską. Wysoki wzrost gospodarczy się utrzymuje co jest rzeczą optymistyczną. W danych za II kwartał ważną będzie struktura wzrostu, bo jeśli wzrost konsumpcji będzie taki jak w poprzednich kwartałach to będzie to z punktu widzenia banku centralnego sytuacja korzystna. Na razie myślimy bardziej o podwyżkach niż o obniżkach. Gospodarka w każdym kraju to niewiasta dość kapryśna i trudno jest przewidywać co się wydarzy. Przykładem Bank Anglii gdzie niedawno mieliśmy wnioski zarówno o podwyżkę stóp, obniżkę, jak i utrzymanie stóp bez zmian.

Podczas, gdy „jastrzębie” z RPP zdecydowanie potwierdzili swoją opinię o potrzebie dalszego zaostrzenia polityki pieniężnej, umiarkowany członek Rady Jan Czekaj zaznaczył co prawda, zgodnie z oficjalnym komunikatem RPP, że cykl zaostrzenia polityki pieniężnej nie uległ zakończeniu, ale powiedział, że spowolnienie wzrostu PKB w 2009 r. do 4-4,5% może osłabić presję na wzrost cen. Nie widzi on jednak z pewnością możliwości obniżki stóp w tym roku, choć nie wykluczył, że mogłoby do tego dojść w przyszłym roku. Wyważoną opinię, ze wskazaniem na możliwość kolejnej podwyżki stóp, przedstawił Andrzej Sławiński, wspierając nasze obecne oczekiwania, że w tym roku nastąpi jeszcze jedna podwyżka stóp, najprawdopodobniej w październiku.

Monitor rynku



Złoty słabiej

Złoty osłabił się w ciągu minionego tygodnia zarówno wobec euro, jak i dolara przy braku istotnej zmiany EURUSD. Wskazana przez nas górna granica wahań EURPLN, czyli poziom 3,36 został pokonany tylko przejściowo na początku piątkowej sesji, po czym złoty zaczął odrabiać straty i zakończył tydzień na poziomie 3,33 do euro i 2,26 do dolara.

W tym tygodniu notowania złotego zależą głównie od zachowania EURUSD. Istotna może być jednak również prognoza inflacji MinFin, choć jej wpływ na rynek może być ograniczony ze względu na małą aktywność rynków w poniedziałek wobec święta w USA. Podtrzymujemy przedział wahań dla EURPLN na poziomie 3,26-3,36 oraz podnosimy dla USDPLN do 2,18-2,28.

Rynkowe stopy w górę

Wydarzenia minionego tygodnia potwierdziły, naszą opinię sprzed tygodnia, że spadek rynkowych stóp dobiegł końca przynajmniej na pewien czas. Wpłynął na to m.in. podobnie jastrzębi jak przed miesiącem ton komunikatu RPP, podczas gdy wcześniejsze umocnienie rynku stopy sugerowało, że inwestorzy oczekiwali bardziej gołębiego przesłania, sygnalizującego, że następnym ruchem Rady mogłaby być obniżka stóp. Wyższe od prognoz dane o PKB też wywarły wpływ na wzrost rynkowych stóp, mimo spadku rentowności na bazowych rynkach długu.

W tym tygodniu istotne dla krajowego rynku stopy będzie to, jaki poziom inflacji w sierpniu pokaże prognoza MinFin. Ważnym testem dla rynku będzie też aukcja 5-letnich obligacji. Poza tym, ważny będzie pośredni wpływ przez rynki bazowe wielu ważnych wydarzeń za granicą.

EURUSD bez większych zmian

Co prawda w poszczególnych dniach minionego tygodnia wahania EURUSD były dość spore, ale w sumie w ciągu ostatnich dwóch tygodni można mówić o stabilizacji tej pary walutowej wokół poziomu 1,47 po silnym spadku w kilku wcześniejszych tygodniach. W kierunku spadku EURUSD w ostatnich dniach działały słabsze od prognoz dane z Niemiec oraz niższa od prognoz inflacja HICP, a także lepsze od oczekiwań dane o PKB z USA za II kw. Z drugiej strony, przeciw dolarowi działało ponowne nasilenie obaw o kondycję sektora finansowego w USA.

Nadal sądzimy, że należy spodziewać się ruchu EURUSD w górę, czemu sprzyjać powinien w tym tygodniu oczekiwany „jastrzębi” ton komentarzy po posiedzeniu EBC oraz dane pokazujące dalszy spadek zatrudnienia w USA.

Rentowności na bazowych rynkach długu w dół

Niższe od prognoz dane ze strefy euro (głównie niemiecki Ifo i inflacja HICP w strefie euro) oraz wzrost awersji do ryzyka po ponownym wzroście obaw o kondycję amerykańskich instytucji finansowych przełożyły się na umocnienie bazowych rynków dług. Było ono jednak hamowane przez lepsze od prognoz dane o nastrojach konsumentów, zamówieniach na dobra trwałe i PKB z USA. Na koniec tygodnia rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów wynosiły odpowiednio 3,80% i 4,18%, czyli 8 i 6 pb mniej niż tydzień wcześniej.

W tym tygodniu bazowe rynki długu otrzymają kilka kluczowych informacji. Po sennym początku tygodnia (święto w USA w poniedziałek) w kolejnych dniach będzie wiele wydarzeń, które mogą istotnie wpłynąć na ocenę rynków nt. perspektyw polityki pieniężnej EBC i 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