

**WBK****Bank Zachodni WBK**

Codziennik – przegląd wiadomości

Kolejna niespodzianka inflacyjna

14 marca 2005

Wzrost PKB w IV kwartale 2004 wyniósł 3,9%, poniżej szacunku na podstawie wstępnych danych za cały rok. Chociaż wzrost inwestycji potwierdził optymistyczne prognozy, pozostałe komponenty popytu krajowego osłabiły się, obniżając wzrost PKB. Wolniejszy wzrost PKB pod koniec 2004 r. (poniżej psychologicznej granicy 4%) może być jednym z argumentów przekonujących RPP do obniżki stóp już w tym miesiącu. Jednak kluczowe będą dane o sytuacji inflacyjnej, w szczególności publikowany dzisiaj wzrost CPI. Jeśli okaże się on niższy od oczekiwań (konsensus rynkowy i nasza prognoza wynoszą 4,0%), wzmocni to oczekiwania na obniżki stóp. Chociaż niskie płace w sektorze przedsiębiorstw (we wtorek) i spadający PPI (w czwartek) również powinny sprzyjać pozytywnym nastrojom, nie można pomijać wpływu zagranicznych rynków papierów skarbowych, gdzie utrzymują się nastroje negatywne.

Rada Krajowa SLD zdecydowała w sobotę, że partia będzie przeciwna wcześniejszym wyborom w głosowaniu zaplanowanym na 5 maja. Tymczasem, wyniki kolejnego sondażu opinii publicznej (CBOS) pokazały, że PO i PiS mogą liczyć wspólnie na 36% głosów w wyborach, co nie wystarczy im do utworzenia większościowej koalicji w następnym parlamencie. Dość silny spadek poparcia dla PO (o 3 pp od lutego) miał miejsce nawet pomimo tego, że CBOS nie uwzględnił w marcowym badaniu nowej Partii Demokratycznej.

W tym tygodniu nastąpi bardzo wiele publikacji ważnych danych, zarówno w Polsce, jak i za granicą

Najważniejsze dla polskiego rynku będą dzisiejsze dane o CPI

...ale powinno się również zwrócić uwagę na inne wskaźniki presji inflacyjnej (dane o płacach we wtorek i PPI w czwartek)

Gorące wydarzenia nowego tygodnia

W tym tygodniu kalendarz publikacji danych jest wypchany po brzegi, zarówno w przypadku danych krajowych, jak i na rynkach zagranicznych. W Polsce najważniejsza publikacja nastąpi już dziś po południu, a będzie nią informacja o inflacji CPI w lutym. Może ona określić nastrój na rynku finansowym na cały tydzień, poprzez wpływ na oczekiwania co do obniżek stóp procentowych. Oczekujemy, że inflacja wzrosła w lutym nieznacznie o 0,1 pp, jednak jest jeszcze pytanie o to z jakiego poziomu. Należy pamiętać, że jak zwykle wraz z inflacją za luty GUS poda zrewidowany wskaźnik za styczeń, przeliczony wg nowego systemu wag. Według danych Eurostatu, wskaźnik inflacji HICP dla Polski wyniósł 3,8%, czyli o 0,2 pp mniej niż CPI opublikowane przez GUS. Może to sugerować, że po rewizji wag CPI w styczniu okaże się niższe od wstępnego szacunku, szczególnie, że obie miary inflacji (CPI i HICP) były dokładnie takie same w listopadzie i grudniu. Jeśli CPI w styczniu zostanie zrewidowane w dół, nawet niewielki wzrost spowoduje, że w lutym znajdzie się zaledwie na poziomie 4%. A jeśli okaże się, że po korekcie inflacja za styczeń będzie taka jak HICP, to inflacja w lutym może być nawet poniżej 4%. Przełamanie tego poziomu byłoby ważnym sygnałem psychologicznym dla rynku, który potwierdziłby oczekiwania na obniżkę stóp procentowych w marcu, prawdopodobnie o 50 pb. Szczególnie, że w ciągu tego tygodnia poznamy inne wskaźniki presji inflacyjnej - płace w sektorze przedsiębiorstw (we wtorek) i inflację PPI (w czwartek). Oczekujemy, że płace wzrosły w lutym zaledwie o 1,3% r/r wobec konsensusu rynkowego na poziomie ok. 2,5%. Efekt wysokiej bazy będzie niekorzystny dla płac (w lutym 2004 zanotowano wysokie

Maciej Reluga Główny Ekonomista (22) 586 8363

Piotr Bielski (22) 586 8333

Piotr Bujak (22) 586 8341

Tomasz Terelak (22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

...ponieważ one również mogą istotnie wpłynąć na oczekiwania rynku odnośnie wyniku najbliższego posiedzenia RPP

Uważnie analizowane będą także dane o zatrudnieniu i produkcji

Statystyki pieniężne oraz informacja o wykonaniu budżetu po lutym będą miały dużo mniejsze znaczenie, szczególnie że nie powinno być w ich przypadku niespodzianek

Uczestnicy polskiego rynku będą uważnie śledzić liczne publikacje danych i reakcje rynkowe za granicą

podwyżki). Nawet jeśli zmaterializuje się najwyższa prognoza rynku na poziomie nieco powyżej 3%, trudno to będzie uznać za argument jastrzębi. Taki sam efekt będzie widoczny w przypadku danych o PPI, które są pod wpływem silnego złotego, natomiast nie powinny jeszcze odzwierciedlać wzrostu cen ropy. W związku z tym roczne tempo wzrostu PPI prawdopodobnie spadło w lutym z poziomu 4,4% w styczniu do 3,8% r/r wg naszej prognozy i 3,7% wg konsensusu rynku. Dane o inflacji i płacach powinny mieć pozytywny wpływ na przetarg pięcioletnich obligacji, który odbędzie się w środę, ale należy też pamiętać o nastrojach na rynkach międzynarodowych, które ostatnio są niekorzystne (patrz dalej).

Dane o zatrudnieniu w przedsiębiorstwach i produkcji przemysłowej również pojawią się w tym tygodniu (odpowiednio wtorek i czwartek). Oczekujemy wzrostu produkcji w przemyśle o ok. 3,6% r/r i wzrostu zatrudnienia o 1,6% r/r. obydwa prognozy są powyżej konsensusu rynkowego na poziomie odpowiednio 2,8% i 1,4% r/r.

W tym tygodniu zostaną również opublikowane dane o podaży pieniądza i wykonaniu budżetu w lutym. Jednak obie figury powinny mieć mały wpływ na rynek finansowy, biorąc pod uwagę wagę pozostałych danych. Dane o budżecie prawdopodobnie będą zgodne z zapowiedziami resortu finansów (deficyt budżetowy ok. 9 mld zł w okresie styczeń-luty). Jeśli chodzi o podaż pieniądza, od stycznia 2005 NBP zmienił metodologię, a porównywalne szeregi czasowe opublikował jedynie za 13 ostatnich miesięcy, co sprawia, że prognozowanie tych danych na 2005 jest obciążone dużym ryzykiem. Spodziewamy się jednak, że wzrost M3 osiągnął w lutym ok. 9,5% r/r, co jest zgodne z konsensusem rynkowym.

Oprócz informacji z kraju, poznamy w tym tygodniu wiele istotnych wskaźników za granicą, zarówno dotyczących wyników gospodarki, jak i nastrojów. Dane nie powinny być na tyle słabe, aby zdołały odwrócić obserwowany ostatnio wzrost rentowności amerykańskich papierów skarbowych. Tymczasem międzynarodowy rynek walutowy skupia uwagę na dolarze, który nadal traci z powodu negatywnych nastrojów. Jakakolwiek negatywna niespodzianka jeśli chodzi o deficyt obrotów bieżących w IV kw. 2004 lub rozczarowujące dane o napływie kapitału mogą sprawić, że waluta amerykańska ponownie znajdzie się pod presją.

Konkluzja: W tym tygodniu nastroje na polskim rynku będą uzależnione od dzisiejszych danych o CPI. Jeśli inflacja będzie niższa od oczekiwań, wzmocnią się oczekiwania na obniżkę stóp w marcu i faktycznie cięcie o 50 pb stanie się prawdopodobne. Chociaż niskie płace w sektorze przedsiębiorstw (we wtorek) i spadająca PPI (w czwartek) również powinny sprzyjać pozytywnym nastrojom, nie można pomijać wpływu zagranicznych rynków papierów skarbowych, gdzie utrzymują się nastroje negatywne.

Gorące wydarzenia

Rzeczywisty wzrost PKB w IV kw. ub.r. był nieco niższy niż szacowano

Niższy wzrost PKB mimo ożywienia inwestycji

Dane o PKB w IV kw. opublikowane przez GUS w piątek pokazały nieco inny obraz od oczekiwanego. Po pierwsze, wzrost w całym 2004 roku został zrewidowany do 5,3% ze wstępnych szacunków 5,4%. Zatem wzrost w

Wzrost inwestycji jednak nie rozczarował

...a eksport netto nawet mile zaskoczył

Nieoczekiwanie neutralna dla wzrostu PKB była zmiana zapasów

ostatnim kwartale roku był nieco niższy szacowaliśmy wcześniej – osiągnął 3,9%, a nie 4,1%. Prywatna konsumpcja w IV kw. wzrosła o 1,8%, co było najsłabszym wynikiem od I kw. 2003, chociaż mocniejszym niż sugerowały wcześniej wstępne dane za cały rok. Z kolei, wzrost inwestycji potwierdził, że mamy do czynienia z wyraźnym ożywieniem i wyniósł 7,2%. Z danych można wywnioskować, że eksport netto miał silny pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy, stanowiący prawie 1 pkt proc. z 3,9% wzrostu PKB w czwartym kwartale (w III kw. 2004 jego wpływ tymczasowo spadł prawie do zera). Co także ciekawe, w ostatnim kwartale 2004 nie nastąpił efekt mocnego wzrostu zapasów, zanotowanego w trzech poprzednich kwartałach poprzedniego roku. Zapasy były całkowicie neutralne dla wzrostu w I kw. 2004, podczas gdy w trzech pierwszych kwartałach 2004 ich wkład wahał się między 1,6 i 2,3 pkt proc.

Wzrost PKB i jego głównych składowych, % r/r

	2003	2004	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04
PKB	3,8	5,3	6,9	6,1	4,8	3,9
Popyt krajowy	2,5	4,5	5,5	5,1	4,6	2,9
Spożycie ogółem	2,4	2,8	3,3	3,5	2,9	1,5
Spożycie indywidualne	3,1	3,2	3,9	3,8	3,5	1,8
Spożycie zbiorowe*	0,1	1,2	1,1	2,5	0,8	0,6
Akumulacja brutto	2,8	11,9	20,7	13,4	12,6	7,0
Nakłady inwestycyjne	-0,5	5,1	3,5	3,6	4,1	7,2
Kontrybucja eksportu netto (w pp)*	1,2	0,8	1,2	0,9	0,1	0,9

Źródło: GUS, BZ WBK; * szacunki własne

Pomimo trwającego ożywienia w inwestycjach, istnieje ryzyko dla prognoz wzrostu gospodarczego na ten rok

Generalnie, dane o PKB nieco różniły się od oczekiwań, pokazując trochę niższy ogólny wzrost, mocniejszy eksport netto, brak efektu zapasów w PKB. Wzrost inwestycji o ponad 7% był zgodny z oczekiwaniami i mamy nadzieję, że był to początek wyraźniejszego ożywienia, które będą najistotniejszą siłą napędową wzrostu gospodarczego w tym roku. Przewidujemy dwucyfrowy wzrost inwestycji, wynoszący prawie 11% w całym roku, wobec 5,1% w 2004. Uważamy, że silne spowolnienie wzrostu prywatnej konsumpcji w IV kw. 2004 nie powinno być zjawiskiem trwałym oraz powinna ona odzyskać siłę w następnych kwartałach, zwłaszcza że pewna poprawa jest już sugerowana przez szybki wzrost optymizmu konsumentów oraz poprawę koniunktury w handlu detalicznym. Niemniej jednak, okazuje się, że dane o PKB w najbliższych kwartałach mogą być słabsze niż poprzednio przewidywano, z powodu generalnie słabszego popytu wewnętrznego (w innych częściach niż inwestycje). Oczywiście efekt wysokiej bazy z I poł 2004 dołoży się do tego, zatem wzrost PKB w I kw. 2005 może być niższy niż 3,9% zanotowany w IV kw. 2004. Prowadzi to do nieco mniejszego optymizmu odnośnie wzrostu PKB w 2005 roku, w związku z czym widzimy zagrożenie dla poprzedniej prognozy wzrostu na poziomie 4,7%. Nie jest to jednak poważne spowolnienie i takie tempo wzrostu napędzane głównie przez ożywienie inwestycji powinno pozwolić na solidną ekspansję gospodarczą w następnych latach.

Konkluzja: Wzrost inwestycji w IV kw. 2004 potwierdził optymistyczne prognozy, chociaż inne składniki popytu wewnętrznego osłabiły się pociągając ogólne dane o PKB w dół. Spowalniający wzrost PKB pod koniec 2004 i w I połowie 2005 roku może znaleźć się wśród argumentów przekonujących Radę do obniżek stóp stosunkowo szybko.

Ministerstwo Finansów zabrało się do prac nad założeniami do przyszłorocznego budżetu

Deficyt budżetowy w 2006 poniżej 30 mld

Minister Finansów Mirosław Gronicki powiedział w piątek, że ministerstwo pracuje obecnie nad założeniami budżetowymi na 2006 rok i powinny być one przyjęte przez rząd do połowy czerwca. Deficyt budżetu w przyszłym roku będzie najprawdopodobniej poniżej 30 mld zł, co powinno obniżyć deficyt całego sektora *general government* do ok. 2,6 proc. PKB (przy założeniu, że wynik funduszy emerytalnych jest uwzględniony w sektorze publicznym). Minister dodał również, że chciałby wyeliminować prefinansowanie projektów z UE z budżetu i przenieść je do sektora prywatnego, co spowodowałoby spadek potrzeb pożyczkowych rządu.

Według Gronickiego, zmienność kursu walutowego, która może być wywołana tegorocznymi wyborami nie powinna być znacząca, a utrzymująca się siła złota może zbić inflację do poniżej 1,5%.

Konkluzja: Obecny minister przygotowuje z pewnością dobre z punktu widzenia rynków założenia budżetowe na 2006 rok. Nie jest jedna pewne co z nimi zrobi rząd przyszły.

Monitor rynku

W piątek rano, po kilkudniowym odwróceniu od złota, gracze rynkowi znowu zaczęli przejawiać zainteresowanie krajową walutą. Apetyt na złota wynikał w dużym stopniu z tego, co działo się na rynkach zagranicznych, czyli wzrostu kursu euro do dolara. W ciągu niedługiego czasu po publikacji słabszych od oczekiwano danych o amerykańskim handlu zagranicznym, kurs EURUSD wzrósł z nieco poniżej 1,342 do nieznacznie powyżej 1,346.

Polski rynek długu uległ w piątek osłabieniu w ślad za kontynuacją wzrostu rentowności na głównych rynkach zagranicznych, szczególnie po publikacji słabszych od oczekiwanych danych o handlu zagranicznym w Stanach Zjednoczonych. Późnym popołudniem wsparciem dla polskiego rynku długu były dane o nieco niższym niż wcześniej szacowano wzroście gospodarczym w Polsce w IV kwartale ub.r. Na zakończenie rynek uległ jednak ponownie osłabieniu. Gracze rynkowi czekają zapewne z formułowaniem zdecydowanych oczekiwań odnośnie wyniku najbliższego posiedzenia RPP do dzisiejszych danych o inflacji (oraz innych ważnych publikacji danych w tym tygodniu).

Na dzisiejszym przetargu bonów skarbowych Ministerstwo Finansów zaoferuje papiery 52-tygodniowe o wartości 800 mln zł.

Konkluzja: Czekając na dzisiejsze dane o inflacji, polski rynek podążał w piątek za tendencjami na rynkach międzynarodowych. Złoty zyskał dzięki wzrostowi kursu EURUSD, podczas gdy polskie obligacje ucierpiały wskutek osłabienia na rynkach bazowych, przy nieznacznym wsparciu ze strony słabszych od oczekiwanych danych o wzroście PKB w Polsce.

Przegląd międzynarodowy

W piątek zostały opublikowane dane dotyczące amerykańskiego deficytu handlowego, które zgodnie z oczekiwaniami umocniły ostatnio obserwowany spadek wartości dolara. Deficyt w obrotach z zagranicą wyniósł w styczniu

Notowania złotego (11.03.2005)

	Min	Max	Fixing
USD	2,9265	2,9650	2,9492
EUR	3,9340	3,9840	3,9559

Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

EURUSD	1,3432	CADPLN	2,4471
USDPLN	2,9516	DKKPLN	0,5323
EURPLN	3,9618	NOKPLN	0,4857
CHFPLN	2,5589	SEKPLN	0,4369
JPYPLN*	2,8244	CZKPLN	0,1344
GBPPLN	5,6759	HUFPLN*	1,6299

*100 jednostek

Rentowności na rynku wtórnym (11.03.2005)

Bony	Rentowność	Zmiana (pb)
3M	5,70	-20
6M	5,60	-15
9M	5,55	-8
12M	5,48	-2
Obligacje		
2L	5,34	-5
3L	5,40	-4
4L	5,47	-3
5L	5,49	-3
8L	5,45	-7
10L	5,48	-7

Stawki WIBOR (11.03.2005)

Termin	Stawki	Zmiana (pb)
O/N	6,57	+16
T/N	6,59	+5
SW	6,55	0
2W	6,55	0
1M	6,44	-1
3M	6,16	-1
6M	5,91	-1
9M	5,78	-2
1L	5,69	-1

58,3 mld dolarów, co oznaczało wzrost ze zrewidowanych 55,7 mld dolarów miesiąc wcześniej. Było to również powyżej (aż 2 miliardy) średniej oczekiwań rynkowych na poziomie 56,5 mld dolarów.

Dziś nie ma zaplanowanych istotnych wydarzeń ekonomicznych na rynkach międzynarodowych. Rynek skoncentruje się zapewne na przemówieniu Jean Trichet w parlamencie europejskim (o 15-tej).

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 istnieje 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, 586 8333, email: ekonomia@bzwbk.pl, <http://www.bzwbk.pl>



Bank Zachodni WBK jest członkiem Allied Irish Banks Group