

Codziennik – przegląd wiadomości

Szybszy wzrost, niskie ceny

21 listopada 2005

W tym tygodniu zobaczymy kolejną porcję danych dotyczących aktywności ekonomicznej oraz cen (inflacja bazowa oraz sprzedaż detaliczna) i oczekujemy, że potwierdzony zostanie obraz wynikający z ostatnio obserwowanych wskaźników – przyspieszeni wzrostu bez znaczącej presji na ceny. W piątek GUS podał, że produkcja przemysłowa wzrosła w październiku o 7,6% r/r, co było powyżej prognoz rynkowych. Wygląda na to, że ożywienie jest wciąż w dużej mierze zasługą eksportu, co nie powinno budzić obaw banku centralnego o nadmierny wzrost inflacji. Szczególnie, że ceny producenta były w październiku o niemalże 1% niższe niż rok wcześniej (wynik znacznie poniżej oczekiwań). Kontynuacja poprawy sytuacji ekonomicznej była również widoczna w wynikach finansowych firm za trzeci kwartał (zyski tylko nieco mniejsze w porównaniu z rekordowym ubiegłym rokiem), które pokazały znaczny wzrost przychodów, choć warto zaznaczyć, że presja kosztowa również wzrosła. Wciąż dużą niewiadomą pozostaje wzrost inwestycji i dlatego też uczestnicy rynku będą w napięciu oczekiwali danych o PKB za III kw., które opublikowane będą w przyszłym tygodniu i które będą miały kluczowe znaczenie dla decyzji Rady Polityki Pieniężnej.

Minister finansów udzieliła w piątek dwóch wywiadów (PAP i Reuters), w których pani minister usiłowała poprawić nastroje rynków finansowych i podreperować swoją reputację, która ucierpiała nieco na skutek jej wcześniejszych wypowiedzi. Podczas gdy nie należy oczekiwać znaczących zmian w budżecie 2006 i strategii zarządzania długiem, średnioterminowe perspektywy fiskalne wciąż są dużą niewiadomą. Minister finansów powiedziała wprost, że priorytetem nie są ani wejście do strefy euro ani obniżenie deficytu (gdyż „społeczeństwo jest zmęczone zbyt częstymi reformami”), tylko przyspieszenie wzrostu gospodarczego.

Inflacja netto stabilna (1,3%) i wszystkie miary inflacji bazowej powinny potwierdzić brak presji znaczącej cenowej

Wskaźniki koniunktury bez większego znaczenia dla rynku

Sprzedaż detaliczna potwierdzi, że gospodarka nabiera rozpędu

Gorące wydarzenia nowego tygodnia

W tym tygodniu poznamy dwie kolejne porcje danych krajowych. We wtorek zostaną opublikowane wskaźniki inflacji bazowej za październik oraz indeksy koniunktury za listopad, podczas gdy w piątek pojawią się dane o sprzedaży detalicznej i bezrobociu. Szacujemy, że inflacja netto (CPI bez cen żywności i paliwa) pozostała bez zmian na poziomie 1,3% r/r, co jest zgodne z konsensusem rynkowym. Pozostałe miary inflacji bazowej prawdopodobnie również pozostały stabilne i ogólnie dane powinny potwierdzić, że presja inflacyjna pozostaje ograniczona. Wskaźniki koniunktury prawdopodobnie pokażą kontynuację poprzednio obserwowanych dość pozytywnych tendencji (podobne roczne tempo wzrostu wskaźników), chociaż można się spodziewać sezonowego pogorszenia poziomu wskaźników w porównaniu z październikiem. Tak czy inaczej, wyniki badania koniunktury będą miały niewielkie znaczenie dla rynku, który skupi się na informacjach o inflacji bazowej i oczekiwaniu na ważniejsze dane.

Kluczowymi wskaźnikami przed posiedzeniem RPP w tym miesiącu będą dane o PKB za III kwartał 2005, które mają się ukazać 29 listopada. Jednak zanim je poznamy, na uwagę zasługują również dane o sprzedaży detalicznej w październiku, publikowane w najbliższy piątek, będące wskazówką nt. siły popytu konsumpcyjnego na początku IV kwartału.

Maciej Reluga Główny Ekonomista (22) 586 8363

Piotr Bielski (22) 586 8333

Piotr Bujak (22) 586 8341

Cezary Chrapek (22) 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

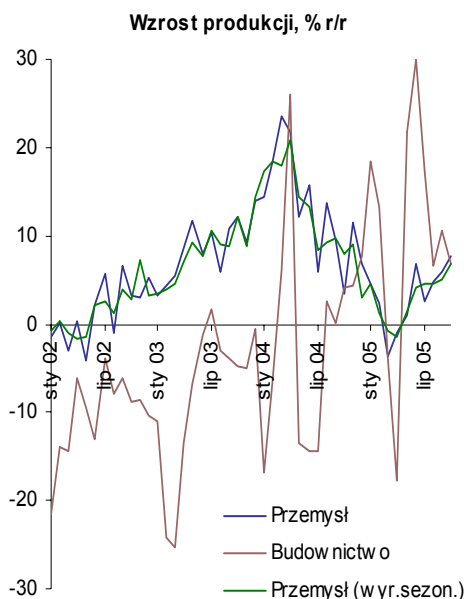
Dość korzystne perspektywy dla konsumpcji potwierdzone są również przez dane z rynku pracy

Biuletyn statystyczny pokaże na ile wzrost płac w październiku był zjawiskiem jednorazowym

Prognozujemy wzrost sprzedaży detalicznej o 2% m/m i 5,7% r/r wobec 5,4% r/r we wrześniu i średniego wyniku 6,1% r/r w pierwszych dziewięciu miesiącach roku. Konsensus rynkowy wskazuje na wzrost o 6,2% r/r. Wynik bliski naszej (lub tym bardziej rynkowej) prognozy byłby potwierdzeniem, że gospodarka stopniowo nabiera rozpędu, chociaż jednocześnie wciąż daleko jeszcze do boomu konsumpcyjnego, który przechyliłby równowagę w RPP na rzecz bardziej ostrożnej polityki stóp procentowych (i doprowadził do podwyżek stóp, czego oczekują niektórzy uczestnicy rynku w horyzoncie 6-9 miesięcy). Stosunkowo pozytywne perspektywy popytu konsumpcyjnego powinny być potwierdzone przez kolejny spadek stopy bezrobocia. Przewidujemy, że w październiku wyniosła ona 17,4% wobec 17,6% we wrześniu i 18,7% rok wcześniej. Również w piątek GUS opublikuje miesięczny biuletyn statystyczny, zawierający m.in. szczegółowe informacje nt. wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw. Przypomnijmy, że skala wzrostu wynagrodzeń była dużym zaskoczeniem, dwukrotnie przekraczając najbardziej optymistyczne prognozy rynkowe. Dane nt. struktury wzrostu płac mogą pomóc w odpowiedzi na pytanie do jakiego stopnia październikowe wybiecie było czynnikiem jednorazowym, a na ile przedstawiało trwałą tendencję.

W związku z tym, że rząd zamierza zatwierdzić autopoprawkę do budżetu na 2006 r. do końca tego miesiąca, w najbliższych dniach będą trwały intensywne prace nad tym dokumentem i niewykluczone że informacje nt. ich postępu będą się przedostawały do mediów. Niemniej jednak, o ile w autopoprawce nie pojawią się nagle całkiem nieoczekiwane propozycje, polski rynek finansowy będzie raczej z większą niecierpliwością oczekiwał na dane o PKB, które pojawią się w przyszłym tygodniu. Na rynek długu może mieć wpływ wynik śródownej aukcji zamiany. Jeśli chodzi o rynek międzynarodowy, uwaga inwestorów będzie skoncentrowana na wskaźniku US Michigan publikowanym w środę i niemieckim indeksie koniunktury Ifo w czwartek.

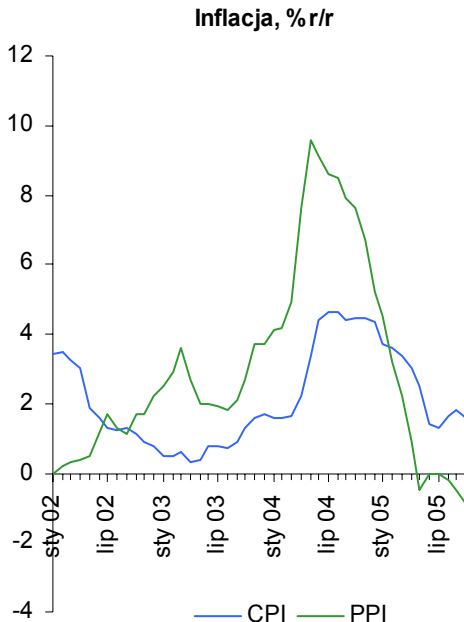
Konkluzja: W tym tygodniu poznamy kolejne ważne dane z polskiej gospodarki, jednak jeśli chodzi o wynik najbliższego posiedzenia RPP, ostateczne wnioski będą mocno uzależnione od danych o PKB publikowanych w przyszłym tygodniu.



Gorące wydarzenia

Silna produkcja, niskie ceny produkcji

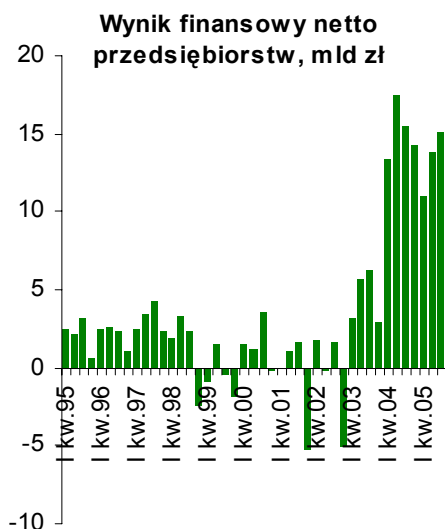
Kolejne październikowe wskaźniki makroekonomiczne okazały się zaskoczeniem, pokazując wyraźnie wyższy niż oczekiwano wzrost produkcji przemysłowej oraz głębszy niż prognozowany spadek cen produkcji. Produkcja przemysłowa zwiększyła się o 7,6% r/r, podczas gdy najbardziej optymistyczna prognoza rynkowa wskazywała na 7,2% r/r, a konsensus rynkowy wynosił ok. 6% r/r. W samym przetwórstwie przemysłowym wynik był jeszcze lepszy, pokazując wzrost o 8,8% r/r, co jest najwyższą dynamiką od prawie roku. Po dostosowaniu o czynniki sezonowe, produkcja przemysłowa zwiększyła się o 6,8% r/r. Październikowe wyniki przemysłu potwierdzają, że polska gospodarka wkroczyła w ostatni kwartał bieżącego



roku w dobrej kondycji przy stale wzmacniającej się aktywności ekonomicznej, co w dalszym ciągu miało w dużym stopniu związek z eksportem (najlepsze wyniki produkcji ponownie zanotowały działy przemysłu o dużym udziale eksportu). Możliwe jednak, że doskonałe dane za październik były częściowo możliwe również dzięki poprawie w zakresie popytu krajowego, np. dzięki rosnącym wydatkom konsumentów na materiały budowlane i wyposażenie mieszkań przed wygaśnięciem z upływem tego roku ulgi remontowej. Weryfikacja tej hipotezy nie jest możliwa dopóki nie znamy bardziej szczegółowych danych o produkcji przemysłowej, ale jeśli okaże się prawdziwa, to w ostatnich dwóch miesiącach roku można oczekiwać jeszcze silniejszego wpływu tego efektu na wskaźniki produkcji. Nieco mniej korzystne od danych o produkcji przemysłowej, był wskaźnik produkcji budowlano-montażowej, który pokazał wzrost o 6,8% r/r, podczas gdy spodziewaliśmy się dwucyfrowego wzrostu. Chociaż rezultat ten nie był oczywiście dramatycznie zły, to nie daje on mocnych nadziei na istotne ożywienie wydatków inwestycyjnych pod koniec 2005 r.

O ile dynamiki produkcji przemysłowej była wyższa od oczekiwań, to wskaźnik cen producenta za październik okazał się sporo niższy od przewidywań, pokazując spadek o 0,9% r/r po zrewidowanym spadku o 0,5% r/r we wrześniu. Dane wskazały tym samym na całkowity brak presji inflacyjnej, szczególnie, że w przetwórstwie przemysłowym (części przemysłu działającej na najbardziej konkurencyjnych rynkach produktowych) ceny produkcji zmniejszyły się o 2,1% r/r. Oczywiście należy pamiętać, że niska dynamika PPI jest częściowo możliwa dzięki relatywnie silnemu kursowi złotego, który istotnie zredukował presję kosztową odczuwaną przez polskie firmy, redukując ceny importowanych towarów oraz materiałów do produkcji. Dodatkowo roczna dynamika cen producenta została do pewnego stopnia obniżona przez silny efekt wysokiej bazy i prawdopodobnie zwiększy się ona w ciągu najbliższych miesięcy, gdy efekt ten wygaśnie. Niemniej, wydaje się, że dane o cenach produkcji pokazały w ostatnich miesiącach, że producenci bardzo niechętnie podnoszą swoje ceny nawet w obliczu rosnących cen energii i paliw, co sugeruje, że popytowa presja na ceny jest stłumiona. Ogranicza to obawy o średnioterminowe perspektywy inflacji.

Konkluzja: *W II połowie br. polska gospodarka nabiera tempa, ale ożywienie jest nadal napędzane głównie przez eksport, co nie rodzi zbyt poważnych obaw o perspektywy inflacji.*



Dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw

Według danych Głównego Urzędu Statystycznego wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych były wciąż na wysokim poziomie w trzecim kwartale tego roku. W pierwszych dziewięciu miesiącach 2005 wynik finansowy netto osiągnął poziom 40 mld złotych. Było to, co prawda, poniżej zeszłorocznego rekordu (46 mld), jednak w samym trzecim kwartale zysk netto wyniósł 15,1 mld, co było tylko nieco poniżej zeszłorocznego poziomu i było jednym z najlepszych wyników od początków transformacji. Przychody firm wzrosły w III kw. o 5,7% r/r, czyli szybciej niż w pierwszej połowie roku (3,1-3,3%). Jednak jednocześnie nastąpiło również przyspieszenie w kosztach - wzrost o 6,5% r/r czyli najszybciej od końca 2004 roku. W trzecim kwartale obserwowana była również poprawa płynności finansowej

przedsiębiorstw, co jest spójne ze statystykami pieniężnymi wskazującymi na wysoki poziom środków finansowych firm w bankach, choć nie współgra to z hipotezą o przyspieszających inwestycjach. Co ciekawe, udział przedsiębiorstw eksportujących w całej grupie utrzymał swój rosnący trend i wyniósł 47% w okresie styczeń-wrzesień 2005. Co więcej, sytuacja finansowa eksporterów była znacznie lepsza niż średnia dla całej grupy przedsiębiorstw, za wyjątkiem wskaźników dotyczących płynności finansowej.

Konkluzja: *Sytuacja finansowa firm wciąż korzystna, potwierdzając poprawę aktywności ekonomicznej. Jednakże, perspektywa wzrostu inwestycji wciąż nie jest pewna.*

Słodko-gorzkie wypowiedzi pani minister finansów

W piątek po południu pojawiły się dwa wywiady z nową minister finansów Teresą Lubińską (w PAP i Reuters), w których pani minister usiłowała poprawić nastroje rynków finansowych i podreperować swoją reputację, która ucierpiała nieco na skutek jej wcześniejszych wypowiedzi. Lubińska podkreśliła, że deficyt 30 mld zł w budżecie na 2006 rok zostanie osiągnięty dzięki cięciom w wydatkach (o ok. 2 mld zł), ponieważ nie ma możliwości zwiększenia przyszłorocznych dochodów. Zapowiedziała też, że nie będzie większych zmian w strategii zarządzania długiem publicznym oraz nie wykluczyła, że ministerstwo może nadal przeprowadzać operacje wymiany walut obcych na złote na rynku walutowym. Jej zdaniem kurs złotego będzie podlegał powolnej, lecz systematycznej aprecjacji (średnio 3,97 za euro w 2006 r.) za sprawą napływu kapitału zagranicznego oraz funduszy z UE. Pani minister powiedziała, że polska gospodarka ma bardzo solidne podstawy, a wzrost PKB powinien przyspieszyć do ok. 5% pod koniec przyszłego roku, m.in. za sprawą lepszego wykorzystania funduszy pomocowych z UE. Jednak obok wypowiedzi, które mogły złagodzić obawy inwestorów, w wywiadach nie zabrakło też stwierdzeń dość kontrowersyjnych (choć nie nowych). Lubińska podkreśliła, że priorytetem Ministerstwa Finansów nie jest przystąpienie do strefy euro ani obniżanie deficytu budżetowego, ale rozpędzenie wzrostu PKB. Co więcej, jej zdaniem nie ma żadnych szans na cięcia w wydatkach socjalnych w najbliższych latach, ponieważ „społeczeństwo jest już zmęczone reformami”. Według pani minister deficyt fiskalny będzie obniżany w relacji do PKB w kolejnych latach, jednak w wolniejszym tempie niż zakładał ostatni program konwergencji; nowy program konwergencji, zawierający propozycje obecnego rządu, będzie przekazany Komisji Europejskiej z opóźnieniem i prawdopodobnie będzie uwzględniał ponowny apel o traktowanie polskich Otwartych Funduszy Emerytalnych jako część sektora finansów publicznych – rozwiązanie, które zostało już raz odrzucone przez UE. Wydaje się jasne, że takie stanowisko rządu jeśli chodzi o tempo konsolidacji fiskalnej spotka się z nieprzychylną reakcją Komisji Europejskiej.

Jeśli chodzi o planowane zmiany w podatkach, nowa minister finansów powiedziała, że propozycje rządu powinny być gotowe w połowie przyszłego roku. Opowiedziała się za redukcją PIT do 18% i 32%, jednak była przeciwna obniżaniu stawek VAT. Dała również do zrozumienia, że planowana likwidacja podatku od zysków kapitałowych raczej nie wejdzie w życie od stycznia 2006, ale być może zacznie obowiązywać na wiosnę. Lubińska

Bez znacznych zmian w budżecie na 2006 rok i w strategii zarządzania długiem

„Społeczeństwo zmęczone reformami” więc obniżka deficytu nie jest priorytetem

Jak Komisja Europejska przyjmie nowe plany fiskalne rządu?

Redukcja PIT w 2007 roku, VAT raczej bez zmian, pytanie co obniżką akcyzy na paliwa

powiedziała też, że rząd zastanawia się czy obniżka akcyzy na paliwa wprowadzona przez poprzednią ekipę w połowie września nie powinna zostać cofnięta, ponieważ było to rozwiązanie tymczasowe, a ceny paliw na świecie ostatnio spadły. Co ciekawe, ta ostatnia wypowiedź spotkała się z bardzo niemiłym przyjęciem wśród polityków PiS. W czasie weekendu jeden z polityków PiS, odpowiedzialny za zwalczanie korupcji Mariusz Kamiński powiedział, że minister finansów potrzebuje dobrego doradcy medialnego ponieważ takie decyzje jak podniesienie stawek akcyzy na paliwa na pewno nie zostaną przez ten rząd podjęte. Wydaje się, że jest to cenna wskazówka na temat tego jak wiele do powiedzenia w sprawach gospodarczych ma nowa minister finansów w tym rządzie.

Konkluzja: Nowa minister finansów stara się zatrzeć złe pierwsze wrażenie, jakie powstało po jej pierwszych wypowiedziach dla mediów, jednak deklaracje spowolnienia tempa konsolidacji fiskalnej nie polepszają sytuacji. Poza tym, pani minister udało się już zyskać przeciwników we własnym obozie politycznym, co pokazuje, że szanse na przeprowadzenie pozytywnych zmian w finansach publicznych są naprawdę niewielkie.

Monitor rynku

W trakcie piątkowej sesji złoty osłabił się względem euro i umocnił się do dolara. Kurs EURPLN wzrósł z 3,965 do 3,98, a USDPLN spadł 3,4020 do 3,3840 w reakcji na ruchy EURUSD. Opublikowane dane o produkcji sprzedanej przemysłu okazały się zgodne z porannymi prognozami (po sugestii o wyższej produkcji samochodów), natomiast przeciwny sygnał niesła inflacja PPI, która była znacznie poniżej oczekiwań. Euro zyskało na wartości względem dolara z 1,1746 po czwartkowym słabszym wskaźniku aktywności sektora przetwórczego z okręgu Fed Philadelphia i po oświadczeniu prezesa EBC Jean Claude-Trichet'a, że w związku z zagrożeniem stabilności cenowej jest gotów podnieść nieznacznie stopy procentowe, które nadal pozostaną na względnie niskim poziomie i będą stanowiły wsparcie dla wzrostu gospodarczego. Jednak później dolar chwilowo się umocnił, gdy inwestorzy stwierdzili, że potencjalny wzrost stóp procentowych w strefie euro został już zdyskontowany i nadal lepsze perspektywy szybszego tempa wzrostu stóp są w Stanach Zjednoczonych. Dolar znalazł także wsparcie w wypowiedzi ministrów finansów krajów G7 o tym, że siła dolara nie stanowi istotnego problemu.

Ceny obligacji spadły pod koniec minionego tygodnia. Początkowo rynek długu osłabił się w oczekiwaniu na wyższe od wcześniejszych prognoz o produkcji przemysłowej po danych o wysokiej produkcji samochodów. Dane okazały się zgodne z porannymi przewidywaniami, były znacznie powyżej rynkowego konsensusu i okazały się ważniejsze od spadku PPI, co przyczyniło się do dalszego spadku rentowności o 8-12pb na długim końcu krzywej. Rentowności Treasuries wzrosły, gdyż inwestorzy zdecydowali się zrealizować zyski. Budy osłabiły się po komentarzu Trichet'a o wyższego od oczekiwań wzrostu stóp procentowych w strefie euro i wzroście rentowności w USA.

Konkluzja: Obligacje osłabiły się po lepszych od oczekiwań danych o produkcji przemysłowej.

Notowania złotego (18.11.2005)

	Min	Max	Fixing
EUR	3,9635	3,9860	3,9760
USD	3,3760	3,4050	3,4055

Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

EURUSD	1,1780	CADPLN	2,8368
USDPLN	3,3683	DKKPLN	0,5313
EURPLN	3,9800	NOKPLN	0,5119
CHFPLN	2,5752	SEKPLN	0,4126
JPYPLN*	2,8618	CZKPLN	0,1349
GBPPLN	5,8895	HUFPLN*	1,5774

*100 jednostek

Rentowności na rynku wtórnym (18.11.2005)

Bony	Rentowność	Zmiana (pb)
3M	4,24	0
6M	4,29	0
9M	4,31	0
12M	4,40	0
Obligacje	Rentowność	Zmiana (pb)
2L	4,74	2
3L	4,85	8
4L	5,14	11
5L	5,32	13
8L	5,43	11
10L	5,44	12

Stawki WIBOR (18.11.2005)

Termin	Stawki	Zmiana (pb)
O/N	4,60	0
T/N	4,61	-1
SW	4,61	-1
2W	4,62	0
1M	4,62	-1
3M	4,64	0
6M	4,68	1
9M	4,73	2
1L	4,76	3

Przegląd międzynarodowy

W piątek na rynku międzynarodowym nie zostały opublikowane żadne istotne dane.

Dziś na godz. 11:00 zaplanowana jest publikacja danych o deficycie handlowym we wrześniu w strefie euro. Rynek oczekuje figury na poziomie -0,3 mld € przy -2,6 mld € w sierpniu.

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, 586 8333, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group