

Codziennik – przegląd wiadomości

Wysoki wzrost PKB, stopy bez zmian

31 sierpnia 2006

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wzrost PKB w II kwartale 2006 wyniósł 5,5%, nieznacznie przekraczając średnią prognozę rynkową 5,4%. Struktura wzrostu była zaskoczeniem, pokazując szybszy niż prognozowano wzrost inwestycji i dodatnią kontrybucję eksportu netto. Równocześnie, konsumpcja prywatna kontynuowała szybki wzrost. W sumie, dane potwierdziły, że gospodarka pozostaje na ścieżce silnego wzrostu przy braku zagrożeń dla równowagi makroekonomicznej, ponieważ zarówno inflacja jak i deficyt na rachunku obrotów bieżących są ograniczone. W związku z tym naszym zdaniem dane nie zmieniły istotnie oceny średnioterminowych perspektyw inflacji w oczach bankierów centralnych. Wydaje się, że odzwierciedla to ton komunikatu opublikowanego po wczorajszym posiedzeniu RPP. Chociaż Rada stwierdziła, że „analiza najnowszych danych wskazuje, że przebieg przyszłej inflacji będzie zbliżony do przedstawionego w lipcowej projekcji”, to jednak sformułowanie „zbliżony” jest mało precyzyjne i możliwe, że zdaniem RPP ścieżka inflacji będzie przebiegała gdzieś pomiędzy tymi przedstawionymi w projekcjach z lipca i z kwietnia. Taki scenariusz nie musi oznaczać konieczności szybkich podwyżek stóp, w związku z czym podtrzymujemy naszą opinię, że stopy procentowe pozostaną bez zmian przez najbliższe 12 miesięcy.

Gorące wydarzenia

PKB w górę o 5,5%, zgodnie z oczekiwaniami

Wzrost PKB w II kwartale br. był zgodny z naszą prognozą i wyniósł 5,5% r/r, po wzroście o 5,2% w I kwartale. Siłą napędową wzrostu był przede wszystkim popyt krajowy, który zwiększył się o 5,1%, chociaż eksport netto miał również umiarkowanie pozytywny wpływ, powiększając wzrost PKB o dodatkowe 0,4 pkt. proc. Wzrost konsumpcji prywatnej był bardzo bliski naszym oczekiwaniom i wyniósł 4,9% r/r (nieznaczne spowolnienie z 5,2% w I kwartale), natomiast dużą pozytywną niespodziankę sprawiły nakłady inwestycyjne brutto, które wzrosły o 14,4%, co jest najszybszym tempem wzrostu od ośmiu lat i niemal dwukrotnie wyższym od 7,4% zanotowanego w I kwartale br. Skala poprawy sugeruje, że ożywienie aktywności inwestycyjnej jest dość szeroko zakrojone, co jest pozytywnym sygnałem dla perspektyw rozwoju gospodarczego. Tak naprawdę należało się tego spodziewać, biorąc pod uwagę silnie rosnący popyt w kraju i za granicą i fakt, że w ostatnich kwartałach przedsiębiorstwa funkcjonowały już przy bardzo wysokim wykorzystaniu istniejących mocy wytwórczych. Niemniej jednak, inwestycje w małych firmach nadal rosną wolniej niż w większych – w I półroczu wzrost inwestycji w środki trwałe w całej gospodarce wyniósł 11,4%, a w sektorze dużych przedsiębiorstw (zatrudniających co najmniej 50 osób) 14,3%.

Ogólnie, wczorajsze dane potwierdziły bardzo pozytywny obraz sytuacji gospodarczej w Polsce. Podczas gdy aktywność ekonomiczna rośnie w szybkim tempie, presja na inflację oraz saldo obrotów bieżących pozostaje umiarkowana, co można uznać za najlepszy z możliwych scenariuszy rozwoju. Według naszych szacunków w II kwartale nastąpiła znacząca poprawa

Tempo wzrostu PKB było zgodne z naszymi oczekiwaniami, pozytywną niespodzianką okazała się jego struktura

Pomimo wysokiego wzrostu popytu krajowego, gospodarka pozostaje zrównoważona

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363

Piotr Bielski 022 586 8333

Piotr Bujak 022 586 8341

Cezary Chrapek 022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

wydajności pracy w gospodarce. Wzrost wydajności przyspieszył do 5,3% r/r z 2,9% w I kwartale i przegonił tempo wzrostu wynagrodzeń (4,7% r/r). Jednostkowe koszty pracy zmniejszyły się równocześnie o 0,6% r/r, po czterech z rzędu kwartałach wzrostu w relacji rok do roku. Ogranicza to obawy, że szybki wzrost gospodarczy przełoży się wkrótce na nadmierną presję płacową, co mogłoby być niebezpieczne dla perspektyw inflacji.

Wydaje się, że w pozostałych kwartałach tego roku wzrost PKB, chociaż nieco wolniejszy niż w II kwartale, powinien utrzymać się w okolicy 5%, co dałoby wzrost o ok. 5,1-5,2% w całym roku. Wiceminister finansów Piotr Soroczyński przedstawił wczoraj zbliżony scenariusz, przewidujący, że wzrost PKB w 2006 roku będzie bliski 5% i możliwe jest lekkie spowolnienie wzrostu w dwóch ostatnich kwartałach. Zdaniem ministerstwa, wzrost inwestycji w kolejnych kwartałach będzie zbliżony do tego, jaki zanotowano średnio w I półroczu, czyli ok. 11%.

Konkluzja: *Silny i zrównoważony wzrost gospodarczy potwierdził nasze prognozy. Nadal jesteśmy optymistycznie nastawieni co do perspektyw gospodarczych na pozostałą część roku, chociaż wzrost PKB może lekko spowolnić do ok. 5%.*

Stopy znowu bez zmian

Rada Polityki Pieniężnej nie zaskoczyła rynku, pozostawiając podstawowe stopy procentowe bez zmian szósty miesiąc z rzędu. Jak można było przypuszczać, tym razem Rada odniosła się w komunikacie do projekcji inflacji z lipca (a nie z kwietnia jak miesiąc temu, mimo że dysponowała już lipcową), stwierdzając, że „analiza najnowszych danych wskazuje, że przebieg przyszłej inflacji będzie zbliżony do przedstawionego w lipcowej projekcji”. Przypomnijmy, że według ostatniej projekcji inflacja ma wzrosnąć do 2,5% w I kwartale 2007 r., pozostać w pobliżu tego poziomu w całym 2007 r., a następnie wzrosnąć do ok. 3% w 2008 r. Warto jednak zwrócić uwagę, że stwierdzenie, że przebieg inflacji będzie „zbliżony” do przedstawionego w lipcowej projekcji nie jest zbyt precyzyjny, więc można z tego wnioskować, że postrzegana przez członków Rady przyszła ścieżka inflacji mieści się gdzieś pomiędzy tym co pokazywała kwietniowa i lipcowa projekcja.

Wygląda na to, że RPP jest nadal dość niepewna co do przyszłej inflacji i dlatego chce poczekać na więcej informacji i danych o gospodarce zanim będzie rozważała podjęcie decyzji o zmianie poziomu stóp procentowych. Z jednej strony w komunikacie Rady zwrócono uwagę na czynniki, które mogą negatywnie wpłynąć na perspektywy inflacji (wyższy od oczekiwanego wzrost PKB i inwestycji, szybki wzrost kredytów, rekordowy wzrost zatrudnienia), ale z drugiej strony wskazano na czynniki, które pozwalają optymistycznie oceniać perspektywy inflacji (szybki wzrost wydajności pracy, fakt że wzrost wskaźnika inflacji w lipcu został spowodowany przez jednorazową zmianę cen). Niemniej, lista czynników ograniczających presję inflacyjną była krótsza niż do tej pory, np. RPP zrezygnowała ze stwierdzenia, że niskie wskaźniki inflacji bazowej sugerują słabość presji inflacyjnej. To jednak nadal nie prowadzi nas do wniosku, że przybliży się moment podwyżek stóp w Polsce, ale sugeruje, że RPP będzie niezwykle uważnie analizować napływające z gospodarki dane w poszukiwaniu wskazówek na temat przyszłej inflacji.

Dane potwierdziły, że wzrost PKB w całym roku przekroczy 5%

Zgodnie z oczekiwaniami stopa referencyjna pozostała na poziomie 4%

RPP przyjęła pozycję wyczekującą

**Nie zmieniamy naszych oczekiwań
dotyczących decyzji w polityce
pieniężnej**

Wydaje się nam niemal pewne, że do końca tego roku podstawowe stopy procentowe pozostaną bez zmian. Jeśli dostępne do tego czasu informacje potwierdzą scenariusz zarysowany przez lipcową projekcję inflacji (wzrost CPI powyżej celu w 2008 r.), to prawdopodobieństwo podwyżek stóp zwiększy się. Jeśli jednak rozwój sytuacji w ciągu najbliższych miesięcy będzie sugerował stabilizację inflacji w średnim terminie w pobliżu celu na poziomie 2,5%, to nie będzie zmiany stóp procentowych. Ponieważ nasz bazowy scenariusz inflacyjny pokazuje, że nie ma istotnego zagrożenia dla celu inflacyjnego w średnim terminie, to nie zmieniamy naszego poglądu, iż stopy procentowe pozostaną bez zmian w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Konkluzja: Decyzja RPP była zgodna z oczekiwaniami. Komunikat jest mało precyzyjny w ocenie perspektyw inflacji. Nie zmieniamy naszego poglądu, że stopy procentowe pozostaną bez zmian przez najbliższe 12 miesięcy, ponieważ nasz bazowy scenariusz inflacyjny jest nadal optymistyczny.

Monitor rynku

Polska waluta osłabiła się wobec głównych walut wczoraj w pierwszej części dnia, choć popołudniu nastąpiło umocnienie zarówno wobec euro, jak i w stosunku do dolara. W efekcie kurs EURPLN spadł lekko w trakcie sesji z 3,943 do 3,94, natomiast kurs USDPLN wzrósł z 3,073 do 3,08. Dane o PKB nie wpłynęły znacząco na kurs złotego.

Ruchy dolara wobec wspólnej waluty były ograniczone w trakcie wczorajszej sesji, a na kurs EURUSD w niewielkim stopniu wpłynęły zrewidowane dane o amerykańskim PKB za II kw., które okazały się prawie zgodne z rynkowym konsensusem. W rezultacie dolar pozostał niemal bez zmian wobec euro w stosunku do otwarcia na poziomie 1,283.

Reakcja rynku długu na dane o PKB za II kw. była raczej umiarkowana, gdyż dane były nieznacznie powyżej oczekiwań. Ceny instrumentów dłużnych były raczej stabilne w trakcie sesji i wzrosły bardziej znacząco na koniec dnia po komunikacie RPP, który był mniej jastrzębi niż rynek mógł oczekiwać po serii pozytywnych danych makro, w tym po wysokim wzroście PKB i wyższej od oczekiwań inflacji CPI za lipiec. Jednak komunikat RPP pozostał raczej neutralny, a jego przekaz zbliżony do poprzedniego. Rentowności spadły w dół również w obliczu umocnienia na rynkach bazowych. Rentowności 10-letnich Treasuries spadły z 4,78% do 4,76%, natomiast 10-letnich Bundów z 3,82% do 3,78%. Amerykańskie Treasuries zyskały po danych o PKB w USA, które potwierdziły spowolnienie gospodarcze przy ograniczonej presji inflacyjnej oraz zwiększyły oczekiwania na brak kolejnych podwyżek przez Fed.

Konkluzja: Polska waluta lekko zyskała na wartości wobec euro, natomiast obligacje umocniły się po komunikacie RPP przy spadku rentowności na rynkach bazowych po danych o amerykańskim PKB. Dziś zostanie opublikowany szereg danych za granicą, a rynek skupi uwagę na decyzji oraz komunikacie EBC.

Przegląd międzynarodowy

Wzrost PKB w USA za II kw. został zrewidowany w górę z 2,5% do 2,9% w porównaniu do 5,6% w I kw. Rynek oczekiwał rewizji do 3%. Bazowy wskaźnik cen PCE (Osobiste Wydatki Konsumentów), który jest ważnym wskaźnikiem presji inflacyjnej dla Fed wzrósł w II kw. o 2,8% i był nieco poniżej prognoz na poziomie 2,9%.

Wczoraj szef grupy skupiającej ministrów finansów krajów strefy euro Jean-Claude Juncker stwierdził, że po spotkaniu z premierem Węgier, że środki podjęte w celu ograniczenia deficytu budżetowego są wiarygodne.

Dziś zostanie opublikowany szereg ważnych danych, choć najistotniejsze będą decyzja oraz komunikat EBC. Dziś decyzję w sprawie stóp podejmie również bank czeski. Rynek oczekuje, że pozostawi stopy bez zmian na poziomie 2,25%.

CZAS W-WA	REGION	WSKAŹNIK	OKRES	JEDNOSTKA	RYNEK	OSTATNIA WARTOŚĆ
11:00	EMU	Wstępny HICP	VIII	%	2,3	2,4
11:00	EMU	Wskaźnik nastrojów gospodarczych	VIII		107,3	107,7
13:45	EMU	Spotkanie ECB – decyzja		%	3,0	3,0
14:30	USA	Bazowy wskaźnik PCE	VII	% m/m	0,2	0,2
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	VII	%	-1,0	1,2
16:00	USA	Chicago PMI	VIII		57,0	57,9

Źródło: Reuters

Notowania złotego (30.08.2006)

	Min	Max	Otwarcie *	Zamknięcie **	Fixing
EUR	3,9401	3,9580	3,9433	3,9401	3,9513
USD	3,0707	3,0800	3,0727	3,0800	3,0784

* 8:30, ** 17:00

Notowania kursu EUR/USD (30.08.2006)

	Min	Max	Otwarcie *	Zamknięcie **
EUR/USD	1,2815	1,2840	1,2830	1,2830

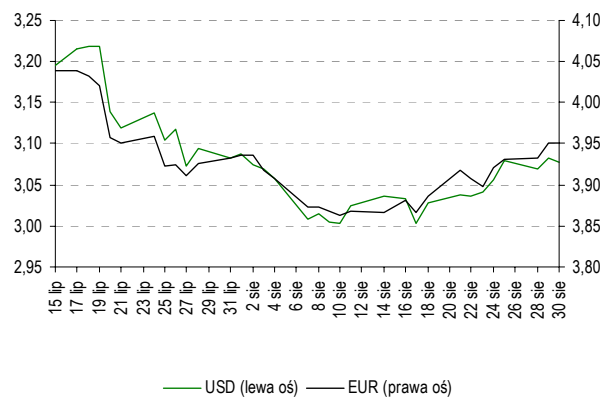
* 8:30, ** 17:00

Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

EURUSD	1,2833	CADPLN	2,7731
USDPLN	3,0698	DKKPLN	0,5263
EURPLN	3,9393	NOKPLN	0,4885
CHFPLN	2,4829	SEKPLN	0,4244
JPYPLN*	2,6205	CZKPLN	0,1395
GBPPLN	5,8058	HUFPLN*	1,4101

* za 100 jednostek

Kurs złotego



— USD (lewa oś) — EUR (prawa oś)

Rentowności obligacji (30.08.2006)

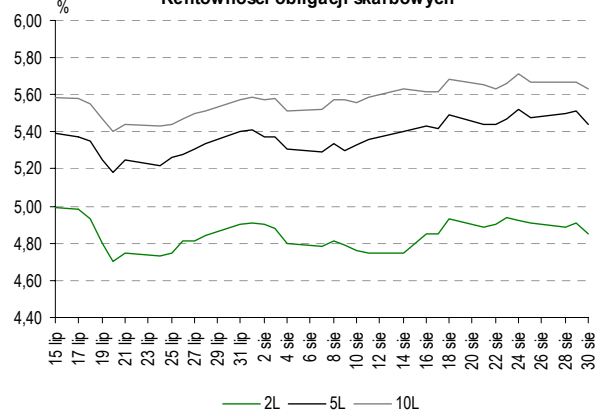
Termin	PL		USA		GER	
	Rentow. ność	Zmiana (pb)	Rentow. ność	Zmiana (pb)	Rentow. ność	Zmiana (pb)
2L	4,85	-6	4,82	-5	3,52	-1
3L	5,06	-6	4,75	-4	3,56	-2
4L	5,33	-4			3,61	1
5L	5,44	-7	4,72	-4	3,62	-2
8L	5,55	-5			3,75	-2
10L	5,63	-4	4,75	-3	3,80	-2

Aukcje obligacji

Data		Oferta	Popyt	Sprzedaż	Śr. rentow. ność	Poprzednia śr. rentowność	Zmiana (pb)
		PLN m					
02.08	2L	1 800	5 288	1 800	4,943	5,025	-8
21.06	5L	2 000	3 530	2 000	5,525	5,031	49
12.07	10L	800	4 905	800	5,595	4,978	62

* w tym aukcja uzupełniająca

Rentowności obligacji skarbowych



— 2L — 5L — 10L

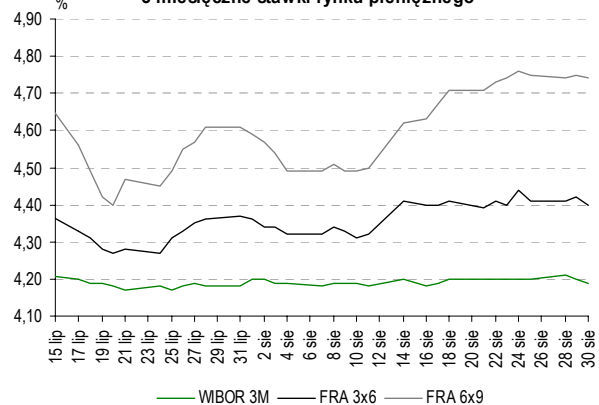
Stawki WIBOR (30.08.2006)

Termin	Stawki	Zmiana (pb)
O/N	2,81	-111
T/N	4,10	11
SW	4,11	-1
2W	4,11	-1
1M	4,13	0
3M	4,19	-1
6M	4,30	0
9M	4,49	0
1Y	4,60	0

Stawki FRA (30.08.2006)

Termin	Srednia	Zmiana (pb)
1x2	4,18	5
3x6	4,37	-2
6x9	4,71	-1
9x12	4,91	-5
3x9	4,57	-1
6x12	4,84	-3

3-miesięczne stawki rynku pieniężnego



— WIBOR 3M — FRA 3x6 — FRA 6x9

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.



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