

Tygodnik ekonomiczny

6 – 12 lutego 2006

Miniony tydzień obfitował w istotne wydarzenia. W poniedziałek poznaliśmy wstępne dane o PKB za 2005 r., we wtorek zapadła decyzja RPP o ponownej obniżce stóp procentowych, a w czwartek doszło do podpisania tzw. paktu stabilizacyjnego przez PiS z Samoobroną i LPR.

Według danych GUS, wzrost PKB w w 2005 r. i w samym IV kwartale ub.r. był słabszy niż oczekiwano, ale został osiągnięty przy znacznie silniejszym popycie krajowym, głównie inwestycjach. Według nas silne ożywienie inwestycji nie musi tworzyć istotnej presji na ceny, ponieważ inwestycje zwiększają nie tylko obserwowane, ale potencjalne PKB. Tak długo jak nie obserwujemy znaczącego przyspieszenia popytu konsumpcyjnego, poprawa popytu krajowego niekoniecznie musi oznaczać wyraźny wzrost ryzyka dla średnioterminowych perspektyw inflacji. Taką interpretację danych o PKB prawdopodobnie podziela również większość członków RPP, ponieważ wstępna informacja GUS o tempie i strukturze wzrostu gospodarczego w 2005 r. nie powstrzymała Rady od dokonania powszechnie oczekiwanej obniżki stóp na styczniowym posiedzeniu. Stopa referencyjna została zredukowana o 25pb i obecnie wynosi 4,25%. Główna stopa procentowa w Polsce jest więc obecnie niższa niż w USA, gdzie Fed po raz kolejny dokonał podwyżki o 25pb do 4,5%. EBC na razie nie zmienił stóp, ale rozważano podwyżkę. Decyzja polskiej RPP została uzasadniona optymistycznymi perspektywami inflacji, odzwierciedlonymi w obniżeniu projekcji CPI (oraz w słabszych projekcjach wzrostu PKB). Niestety, mimo że RPP miała na początku tego roku – po rezygnacji ze stosowania nastawienia w polityce pieniężnej - zacząć stosować nowy sposób komunikacji z rynkiem, to nie zauważyliśmy żadnej poprawy. Przezroczystość polityki pieniężnej uległa zmniejszeniu. Niemniej, chociaż nowy *Raport o inflacji* i oficjalny komunikat po posiedzeniu Rady nie zawierały jasnych wskazówek co do przyszłych decyzji w polityce pieniężnej i oceny perspektyw inflacji przez bankierów centralnych, to miały one raczej „gołębi” ton. Jeśli nadchodzące dane ekonomiczne wskażą na brak ryzyka inflacyjnego, to nie można wykluczyć kolejnej obniżki stóp o 25pb nawet już w lutym.

W najbliższym tygodniu nie zaplanowano w kraju żadnych ważnych wydarzeń, chociaż oczywiście nie można wykluczyć, że pojawi się więcej istotnych dla rynku szczegółów na temat ustaw, które mają zostać przyjęte w ramach „paktu stabilizacyjnego”, wśród których najgorętsza jest kwestia zmiany ustawy o NBP.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (6 lutego)							
10:00	POL	Aukcja 1,0 mld zł 52-tygodniowych bonów skarbowych (W)					
ŚRODA (8 lutego)							
10:00	POL	Aukcja obligacji 12-letnich indeksowanych CPI IZ0816 500 mln zł (W)					
		Aukcja obligacji 7-letnich o zmiennym kuponie 1,0-2,0 mld zł (W)					
CZWARTEK (9 lutego)							
16:00	USA	Zapasy hurtowe (W)	XII	%	0,5	-	0,4
PIĄTEK (10 lutego)							
8:00	GER	CPI (U)	I	%	2,1	-	2,1
8:00	GER	HCPI (U)	I	%	2,2	-	2,1
14:30	USA	Deficyt handlowy (W)	XII	USD bn	-63,5	-	-64,21
20:00	USA	Deficyt budżetowy (U)	I	USD bn	8,0	-	8,58

* - poziom ważności: (W)ysoki, (U)miarkowany; Źródło: Parkiet, Reuters, BZ WBK

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363

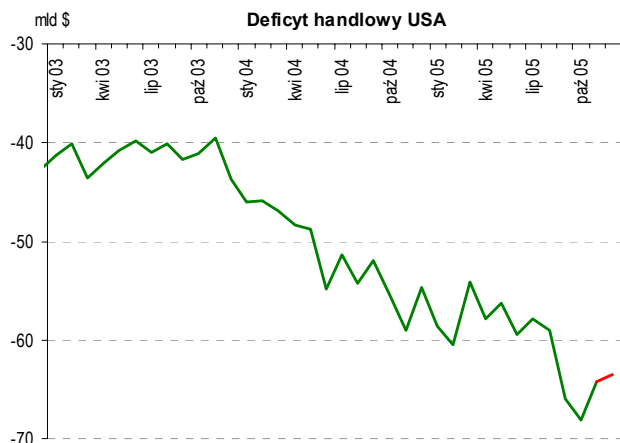
Piotr Bielski 022 586 8333

Piotr Bujak 022 586 8341

Cezary Chrapek 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Kilka spokojnych dni



- Na najbliższy tydzień w kraju nie są planowane żadne publikacje danych.
- Uczestnicy polskiego rynku finansowego będą więc śledzić rozwój wydarzeń na rynkach zagranicznych.
- Na rynkach zagranicznych przez większą część tygodnia brakować będzie jednak istotnych impulsów. W ciągu całego tygodnia nastąpi zaledwie parę, ale za to ważnych publikacji danych, skoncentrowanych pod koniec tygodnia. Kluczowe będą dane o deficycie handlowym USA.
- Oprócz tendencji na rynkach zagranicznych, uczestnicy polskiego rynku będą zapewne obserwowali uważnie rozwój sytuacji na krajowej scenie politycznej. Po podpisaniu tzw. „paktu stabilizacyjnego” rynek będzie teraz czekał na propozycje związanej z większością parlamentarnej w zakresie polityki gospodarczej i ustawy o NBP.

Miniony tydzień w gospodarce – Wznowiony cykl obniżek stóp procentowych

Projekcje inflacji NBP (% r/r)

	Luty 2005	Maj 2005	Sierpień 2005	Styczeń 2006
IV kw. 2006	0,4-4,2	1,2-3,8	1,0-3,1	0,5-2,3
IV kw. 2007	0,5-4,6	0,7-4,3	1,2-4,1	1,1-3,6
IV kw. 2008	-	-	-	0,8-3,9

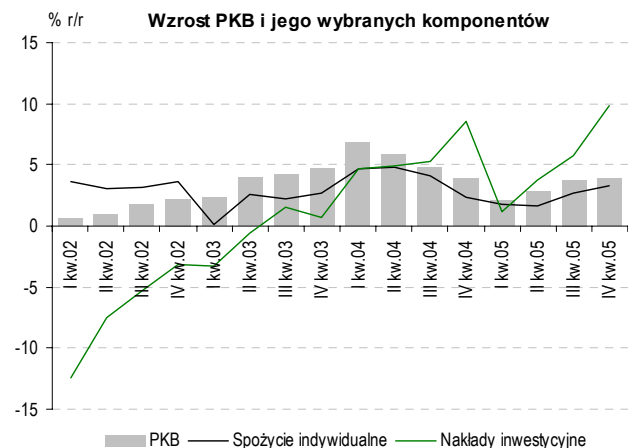
Projekcje wzrostu PKB (%)

	Sierpień 2005	Styczeń 2006
2006	3,9-5,3	3,8-5,1
2007	3,8-5,6	3,4-5,2
2008	-	3,6-5,5

Źródło: NBP, Raport o inflacji - styczeń 2006

Uwaga: Projekcje wskazują w jakim przedziale, z 50-procentowym prawdopodobieństwem, ukształtuje się inflacja i roczne tempo wzrostu PKB.

- Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej obniżyła podstawowe stopy procentowe o 25 pb. Podstawą dla takiej decyzji był nowy *Raport o inflacji*, który zawierał nową projekcję inflacji, bardziej optymistyczną od poprzedniej. Za obniżką przemawiało również pogorszenie projekcji wzrostu PKB w najbliższych latach.
- Chociaż komunikat po posiedzeniu Rady oraz Raport o inflacji miały generalnie dość „gołębny” ton, to nie zawierały one jasnych wskazówek co do kolejnych decyzji w polityce pieniężnej.
- Oba dokumenty podkreślają mocno czynniki niepewności. Wśród czynników niepewności wymienionych przez RPP znajdują się zarówno takie, które mogą poprawić perspektywy inflacji (globalizacja, aprecjacja złotego), jak i działające w przeciwnym kierunku.



- Według wstępnych danych GUS wzrost PKB w 2005 r. wyniósł tylko 3,2% wobec oczekiwań na poziomie 3,4%.
- W samym IV kwartale wzrost PKB wyniósł wg naszych szacunków ledwie 3,9% zamiast prognozowanych 4,5%.
- Struktura wzrostu PKB daje jednak powody do optymizmu. Wreszcie nastąpiło wyraźne ożywienie inwestycji. W całym roku wzrosły one o 6,2%, a w samym IV kwartale o blisko 10%, najsilniej od 1998 r. Spożycie indywidualne zwiększyło się o 2,3% w całym roku i 3,3% w IV kwartale, czyli zgodnie z oczekiwaniami.
- W sumie popyt krajowy wzrósł w IV kwartale o 5,1%, a dynamika PKB ogółem zawiodła ze względu na ujemną kontrybucję eksportu netto (efekt silnego odbicia popytu krajowego). Ważne, że wreszcie ruszyły inwestycje, co powinno podtrzymać tendencje wzrostowe w gospodarce, szczególnie, że perspektywy konsumpcji są również dobre.

Cytat tygodnia – „Pakt stabilizacyjny” skomplikował sytuację

Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP; Reuters, 2 lutego

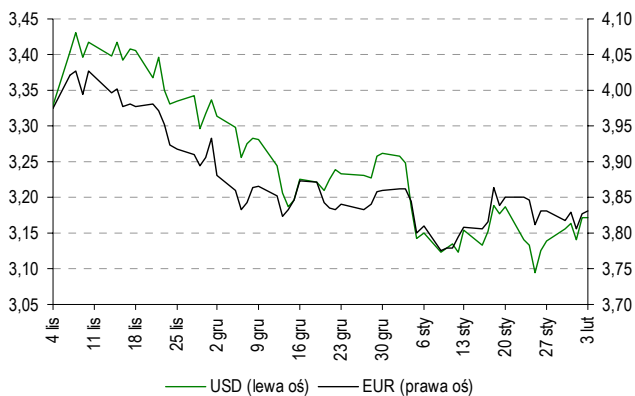
Sytuacja jest trudna, bardzo się nam skomplikowała, dajmy sobie czas na przeanalizowanie szczegółów. Wszystko zależy od tego, co się będzie działo z budżetem i polityką gospodarczą.

To [planowane zmiany w ustawie o NBP] daje do myślenia. Trzeba przeanalizować szczegóły, żeby ocenić sytuację. Na razie to są tylko słowa.

Wypowiedzi członkini RPP po podpisaniu przez PiS z Samoobroną i LPR tzw. „paktu stabilizacyjnego” sugerują, że w lutym nie powinno liczyć się na kolejną obniżkę stóp. Nie wiadomo jednak, czy większość członków RPP, która zdecydowała o obniżce stóp w styczniu, podziela obawy Wasilewskiej-Trenkner. Za brakiem cięcia w lutym przemawia ewentualnie wczesny termin posiedzenia (21-22 lutego), a zatem brak części danych miesięcznych i oficjalnych danych o PKB za IV kwartał 2005 r.

Monitor rynku

Kurs złotego

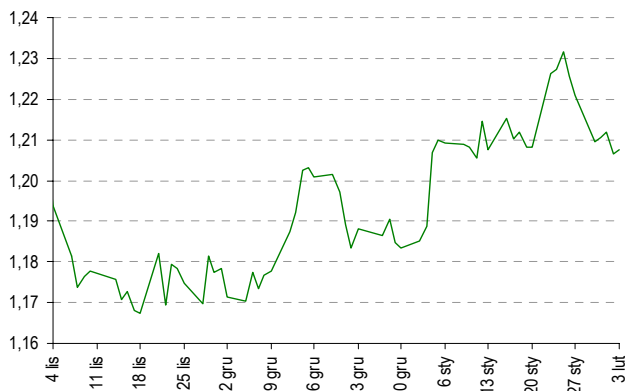


Złoty w wąskim przedziale wahań

W minionym tygodniu rynek walutowy był spokojny. Na początku złoty lekko się umocnił, jednak nieco gorsze nastroje inwestorów wokół Polski i znaczne spadki na GPW osłabiły złotego. Kolejne umocnienie przyszło po obniżce stóp przez RPP. Z kolei chwilowe osłabienie spowodowało podpisanie „paktu stabilizacyjnego”. W ciągu tygodnia złoty pozostał na niezmiennym poziomie wobec euro i osłabił się do dolara o ok. 1,1%.

Sytuacja w polityce powinna być spokojniejsza, mimo negatywnych aspektów „paktu stabilizacyjnego”. Wydaje się jednak, że najkosztowniejsze ustawy nie zostaną zrealizowane. Sądzymy, że w przyszłym tygodniu kurs EURPLN będzie oscylował w przedziale 3,77-3,87, a USDPLN 3,12-3,22.

Kurs euro do dolara

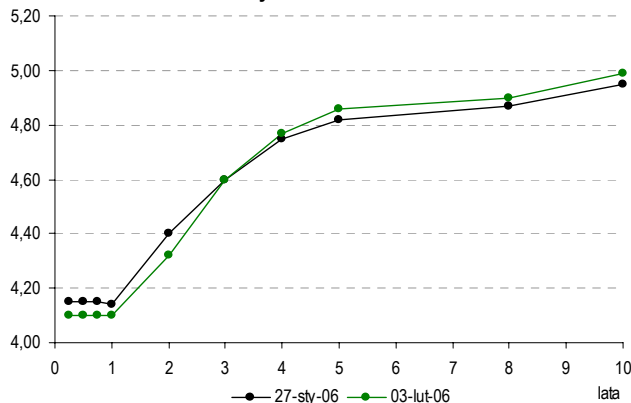


Umocnienie dolara

Dolar umocnił się w tym tygodniu o ok. 1% w stosunku do wspólnej waluty do najmocniejszych poziomów od 4 tygodni. W ciągu tygodnia po słabszym indeksie Chicago PMI EURUSD wzrósł do 1,215, choć sugestie o możliwości dalszych podwyżek stóp przez Fed umocniły dolara do 1,208. Jastrzębi komunikat ECB oraz informacje o planowanych atakach al Qaeda'y na USA przyczyniły się do lekkiej korekty do 1.21 jednak w oczekiwaniu na dane o zatrudnieniu poza rolnictwem dolar umocnił się do 1.197.

W przyszłym tygodniu nie będzie wielu wydarzeń, a rynek skupi swoją uwagę na danych z USA, głównie o zapasach hurtowych i deficycie handlowym. Jeśli spadek deficytu okaże się trwalszy może zaowocować umocnieniem dolara.

Krzywa rentowności

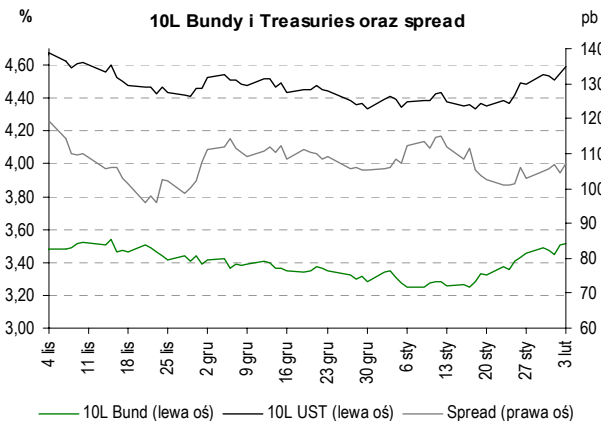


Lekkie wystromienie krzywej

Obligacje umocniły się w trakcie minionego tygodnia o 5-8 pb. na krótkim końcu krzywej, dzięki czemu krzywa rentowności uległa lekkiemu wystromieniu. Początkowo doszło do osłabienia w reakcji na sytuację na rynkach bazowych, jednak obniżka stóp oraz gołębi komunikat i projekcja inflacji sugerujący późniejszy powrót inflacji do celu 2,5% umocniły polski rynek stopy procentowej.

W nadchodzącym tygodniu sytuacja na rynku długu powinna być dosyć stabilna w obliczu braku publikacji danych na rynku polskim oraz chwilowego uspokojenia na scenie politycznej. Rentowności będą pod wpływem sytuacji na rynkach bazowych.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



Wzrost rentowności w oczekiwaniu na podwyżki stóp

Zgodnie z oczekiwaniami Fed podwyższył główną stopę procentową o 25 pb, a EBC pozostawił stopę na niezmiennym poziomie, wydając bardziej jastrzębi komunikat. U.S. Treasuries osłabiły się do 4,61% w oczekiwaniu na dane o zatrudnieniu w USA, w reakcji na informację o podaży papierów na przyszłych przetargach oraz po danych o zatrudnieniu. Bundy podaży za rynkiem w USA, a rentowności 10-letnich obligacji wzrosły z 3,45% do 3,52%.

W przyszłym tygodniu najważniejsze będą dane o zapasach i deficycie handlowym. W obliczu danych w USA oraz komunikatów po spotkaniach Fed oraz EBC na kolejnych posiedzeniach mogą wystąpić podwyżki stóp w obydwu regionach.

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