

Tygodnik ekonomiczny

4 września – 10 września 2006

Opublikowane w środę dane pokazały, że zgodnie z naszą prognozą wzrost PKB w II kw. 2006 r. wyniósł 5,5%, nieznacznie przekraczając średnią prognozę rynkową 5,4%. Struktura wzrostu była zaskoczeniem (pozytywnym), pokazując szybszy niż prognozowano wzrost inwestycji i dodatnią kontrybucję eksportu netto. Równocześnie, konsumpcja prywatna kontynuowała szybki wzrost, w skali bliskiej naszym oczekiwaniom. W sumie, dane o PKB w II kw. potwierdziły, że polska gospodarka pozostaje na ścieżce silnego wzrostu przy braku zagrożeń dla równowagi makroekonomicznej, ponieważ zarówno inflacja, jak i deficyt na rachunku obrotów bieżących są ograniczone. Według naszych szacunków, wydajność pracy w II kw. wzrosła szybciej niż płace, a jednostkowe koszty pracy spadły. 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 posiedzeniu RPP w minionym tygodniu. 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 scenariuszami 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 podwyżki stóp procentowych szybko nie nastąpią. W najbliższym tygodniu nie będzie żadnych publikacji krajowych danych. Można się natomiast spodziewać, że w dalszym ciągu napływać będą informacje na temat projektu przyszłorocznego budżetu, który musi zostać przez rząd przekazany do parlamentu do końca września. Ewentualne informacje o utrzymywaniu się presji na wzrost wydatków mogą negatywnie wpływać na rynek, choć powtarzane zapewnienia premiera Jarosława Kaczyńskiego o przywiązaniu rządu do kotwicy budżetowej powinny działać uspokajająco uczestników rynku.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (4 września)							
11:00	POL	Przetarg 1,0 mld zł 52-tygodniowych bonów skarbowych (U)					
11:00	EMU	PPI (U)	VII	% r/r	5,8	-	5,8
	USA	Dzień wolny					
WTOREK (5 września)							
10:00	EMU	PMI sektor usług (W)	VIII		57,6	-	57,9
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna (U)	VII		1,3	-	1,5
ŚRODA (6 września)							
11:00	POL	Aukcja 1,8-2,3 mld zł obligacji 2-letnich OK1208 (W)					
14:30	USA	Produktywność pracy – zrewidowane (W)	II kw.	%	1,5	-	1,1
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy – zrewidowane (W)	II kw.	%	3,8	-	4,2
16:00	USA	ISM sektor usług (W)	VIII		55,0	-	54,8
CZWARTEK (7 września)							
13:00	GB	Spotkanie BoE (U)	IX	%		-	4,75
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (W)		'000		-	316
16:00	USA	Zapasy hurtowe (W)	VI		0,7	-	0,8
PIĄTEK (8 września)							
8:00	JP	Spotkanie Banku Japonii – decyzja (U)	IX				

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

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363

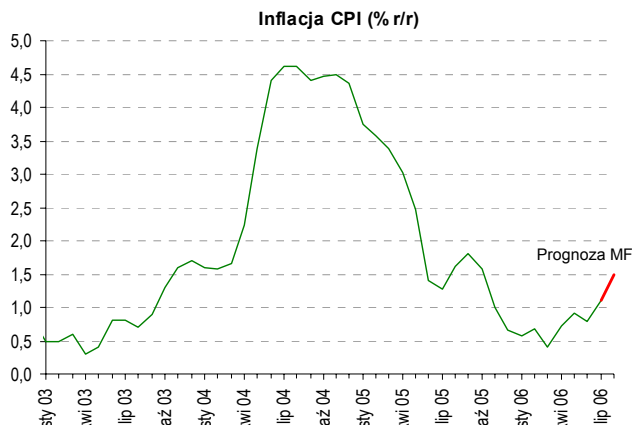
Piotr Bielski 022 586 8333

Piotr Bujak 022 586 8341

Cezary Chrapek 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Brak publikacji danych w kraju

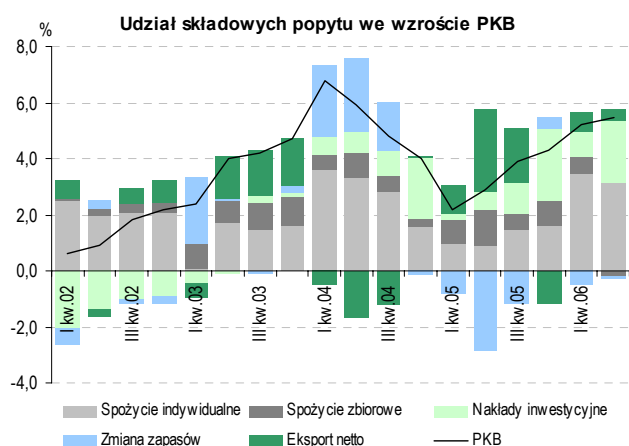


▪ Najbliższy tydzień nie przyniesie żadnych publikacji istotnych danych ekonomicznych w kraju. Najważniejszym wydarzeniem dla rynku będzie środowa aukcja 2-letnich obligacji. Może ona nie być zbyt udana biorąc pod uwagę dość pesymistyczne prognozy inflacji na sierpień przedstawione przez Ministerstwo Finansów (patrz wykres obok i sekcja *Cytat tygodnia*).

▪ Ponieważ wrzesień to miesiąc w którym rząd kończy prace nad budżetem można się spodziewać kontynuacji napływu na temat ustaleń dotyczących ewentualnych zmian po stronie dochodów i wydatków w porównaniu do wcześniej przedstawianych założeń.

▪ Poza oczekiwaniami na krajowe dane w następnych tygodniach, w najbliższym tygodniu uczestnicy rynku będą zwracać uwagę na kolejną porcję ważnych danych za granicą.

Miniony tydzień w gospodarce – Wysoki wzrost PKB, stabilne stopy



▪ Wzrost PKB w II kw. wyniósł 5,5%, tak jak oczekiwaliśmy. Siłą napędową wzrostu był przede wszystkim popyt krajowy, rosnąc o 5,1%, dodatkowe 0,4 pkt proc. dodał eksport netto.

▪ Wzrost konsumpcji prywatnej był bardzo bliski naszym oczekiwaniom i wyniósł 4,9% r/r (nieznaczne spowolnienie z 5,2% w I kw), 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 kw.

▪ Skala poprawy aktywności inwestycyjnej dobrze wróży szansom na utrzymanie szybkiego wzrostu PKB w dłuższym okresie, a jednocześnie może sprawić, że luka produktowa domykać się będzie relatywnie wolno, co osłabi impuls inflacyjny związany z przyspieszaniem wzrostu PKB.

▪ Dane za II kwartał potwierdzają nasze oczekiwania, że wzrost PKB w całym roku przekroczy 5%.

Fragmety komunikatu Rady Polityki Pieniężnej z 30 sierpnia

Wzrost realnego PKB w II kw. br. wyniósł 5,5% r/r (wobec 5,2% w I kw. br.) i był wyższy od założonego w lipcowej projekcji inflacji.

Wkład eksportu netto do wzrostu PKB oraz dynamika nakładów brutto na środki trwałe były wyższe od prognozowanych w lipcowej projekcji.

Na wzrost rocznej dynamiki cen w stosunku do czerwca br. złożyły się głównie przyspieszenie rocznej dynamiki cen żywności oraz cen usług internetowych. Na przyspieszenie rocznej dynamiki cen żywności wpłynęły niekorzystne warunki pogodowe w lipcu. Wzrost cen usług internetowych wynikał głównie z zakończenia obowiązywania promocyjnie obniżonych cen tych usług u jednego z ich dostawców.

Wzrosły wszystkie wskaźniki inflacji bazowej. W sierpniu nie zmieniły się oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych (0,8% r/r). Według badań koniunktury GUS, od początku 2006 r. następuje stopniowy wzrost przewidywanych cen w handlu detalicznym, a także cen produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej.

W przekonaniu Rady analiza najnowszych danych wskazuje, że przebieg przyszłej inflacji będzie zbliżony do przedstawionego w lipcowej projekcji.

▪ RPP nie zaskoczyła rynku w minionym tygodniu, pozostawiając podstawowe stopy procentowe bez zmian szóstym miesiącem 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).

▪ Stwierdzenie, że przebieg przyszłej inflacji będzie „zbliżony” do przedstawionej w lipcowej projekcji jest jednak na tyle ogólne, że trudno powiedzieć, czy ocena perspektyw inflacji przez większość członków RPP uległa w ciągu miesiąca jakiejś zmianie. Szczególnie, że pozostała część komunikatu zawierała bardzo mało elementów oceny siły przyszłej inflacji. Dominował suchy opis danych.

▪ Wydaje się, że Rada przyjęła pozycję wyczekującą i na razie nie zmieniamy naszych oczekiwań dotyczących stóp.

Cytat tygodnia – Inflacja w sierpniu wyniesie 1,5% r/r

Komunikat MF; www.mf.gov.pl, 1 IX

Ministerstwo Finansów szacuje, że wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych w sierpniu br. ukształtował się w wysokości 100,2. Oznacza to, iż roczna dynamika cen konsumpcyjnych w tym miesiącu może wynieść 101,5.

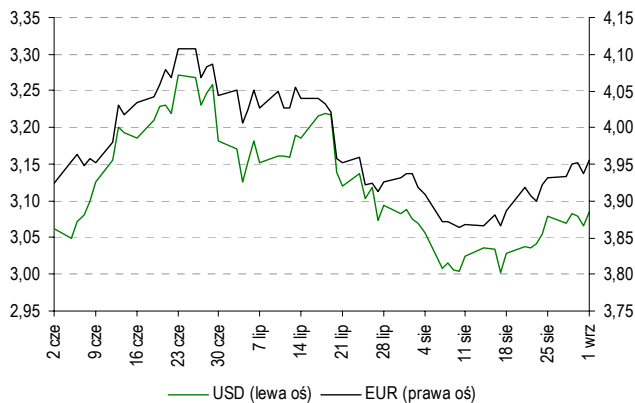
Piotr Soroczyński, wiceminister finansów; Reuters, 1 IX

Nas niepokoi skok [inflacji] w sierpniu, ale to nie musi być trwały efekt, to może być tylko przesunięcie sezonowe. Po prostu ceny warzyw i owoców. W końcu roku inflacja będzie na poziomie około 2,0%. Wzrośnie do 2,2-2,3% w pierwszych miesiącach następnego roku, a potem w II półroczu może nawet spaść.

Prognoza inflacji na sierpień przygotowana przez Ministerstwo Finansów jest znacznie mniej optymistyczna niż nasze dotychczasowe oczekiwania, zakładające stabilizację inflacji na poziomie 1,1% r/r z lipca. Jak pokazały dane za lipiec szacunek resortu finansów nie musi jednak zawsze okazywać się tak trafny jak w pierwszych miesiącach roku. Poza tym, przyspieszenie inflacji wynika zdaniem ministerstwa z podwyżek cen żywności, które mają charakter przejściowego szoku podażowego, co nie musi wpłynąć na pogorszenie średnioterminowych perspektyw inflacji.

Monitor rynku

Kurs złotego

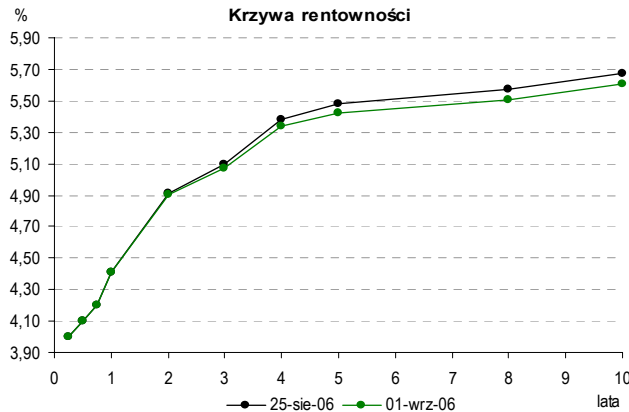


Złoty wciąż się osłabia

W minionym tygodniu trend spadkowy polskiej waluty był kontynuowany. Przez kilka dni złoty oscylował w dosyć wąskim paśmie wahań i aktywność na rynku była ograniczona. Fala osłabienia nadeszła pod koniec tygodnia, a była związana z pogorszeniem nastawienia inwestorów do rynków wschodzących oraz negatywnym wydzwiękiem prognoz inflacji ministerstwa finansów. Przez tydzień złoty stracił ok. 0,8% do euro i 0,9% do dolara.

Naszym zdaniem istnieje nadal potencjał do osłabienia złotego, a w niedługim czasie EUR/PLN może testować poziom 4,0. Pewnym miernikiem nastawienia do rynku polskiego mogą być wyniki środowej aukcji obligacji, choć istotniejsza może być sytuacja za granicą. Złoty może wahać się w przedziale 3,92-4,02 do euro i 3,05-3,15 do dolara.

Krzywa rentowności

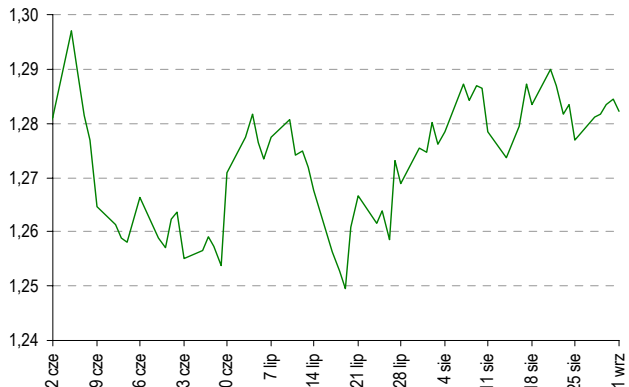


Wysoka prognoza inflacji MF psuje nastroje

Przez pierwsze dni minionego tygodnia rynek długu pozostawał bardzo spokojny. Znaczące umocnienie nastąpiło po publikacji komunikatu RPP, który mimo bardzo dobrych danych makro i wyższego wskaźnika CPI okazał się neutralny dla perspektyw podwyżek stóp. Piątkowa publikacja prognozy inflacji ministerstwa finansów doprowadziła do sporej przeceny.

W przyszłym tygodniu na rynku może być dosyć spokojnie z uwagi na brak istotnych wydarzeń oraz publikacji zarówno na rynku krajowym jak i zagranicznym. Dla cen długu może mieć znacznie aukcja obligacji, a na rynku zagranicznym istotne będą wskaźniki aktywności. Istotne mogą okazać się wypowiedzi RPP, a rynek będzie oczekiwał na dane o inflacji w kontekście prognozy MF.

Kurs euro do dolara

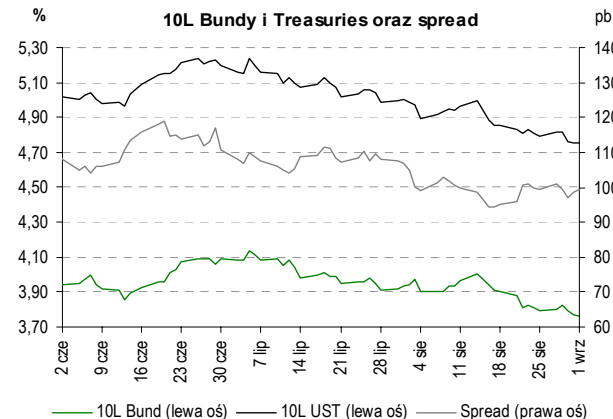


Dolar nieco słabszy

Początkowo dolar pozostawał poniżej 1,28 wobec euro, jednak po publikacji protokołu z sierpniowego posiedzenia Fed, który nie zawierał sygnałów o potrzebie dalszych podwyżek stóp w USA, dolar znacząco się osłabił. Do dalszego osłabienia dolara doszło po komunikacie EBC, choć po danych o zatrudnieniu dolar odrobił część strat. Od poprzedniego piątku osłabił się do euro o 0,3%.

W ciągu najbliższych dni sytuacja na rynkach bazowych powinna się ustabilizować biorąc pod uwagę niewielką liczbę publikacji. Na początku tygodnia aktywność może być ograniczona z uwagi na dzień wolny w USA. Później relacja euro do dolara będzie się kształtowała przede wszystkim pod wpływem wskaźników aktywności z sektora usług oraz danych z rynku pracy w USA za II kw.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



Trend spadkowy rentowności kontynuowany

Od pewnego czasu na rynkach bazowych kontynuowany jest trend spadkowy rentowności i podobnie było również w tym tygodniu, m.in. po mniej jastrzębim protokole Fed, danych o PKB i innych pokazujących ograniczenie presji inflacyjnej, jak również wypowiedź szefa Fed o rosnącej produktywności, która wciąż będzie pozytywnie oddziaływać na ograniczanie wzrostu presji cenowej. Lekka korekta nastąpiła po danych z rynku pracy w USA.

W najbliższych dniach w obliczu braku kluczowych publikacji rynek zwróci uwagę na wskaźniki aktywności w strefie euro oraz w USA jak również danych z rynku pracy i zapasach hurtowych w Stanach Zjednoczonych. Ton wypowiedzi prezesa EBC umocnił oczekiwania na kontynuację podwyżek stóp w strefie euro.

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