

Tygodnik ekonomiczny

5 – 11 lutego 2007

Miniony tydzień przyniósł w kraju dwa ważne zestawy informacji: dane PKB oraz posiedzenie RPP połączone z publikacją nowego *Raportu o inflacji*, zawierającego nową projekcję inflacji. Dane o PKB potwierdziły dobry obraz sytuacji gospodarczej Polski. Wzrost PKB w 2006 wyniósł 5,8%, lekko przewyższając prognozy, co oznacza, że w samym IV kwartale ub.r. wzrost wyraźnie przekroczył 6%. Struktura PKB wygląda bardzo optymistycznie, ponieważ głównym motorem gospodarki są inwestycje, które w IV kwartale zwiększyły się o ponad 19% r/r. Zapowiada to stopniowe zwiększanie się potencjału gospodarki, co powinno łagodzić presję inflacyjną wynikającą z silnego popytu.

RPP pozostawiła stopy bez zmian, co nie było żadnym zaskoczeniem, a komunikat po posiedzeniu oraz treść kluczowych rozdziałów *Raportu o inflacji* sugeruje, że nasza ocena perspektyw polityki pieniężnej pozostaje aktualna. W opinii RPP obecne stopy procentowe są odpowiednie dla stabilizacji inflacji w pobliżu celu, a podwyżka może być konieczna tylko jeżeli przyszłe dane pokażą czynniki mniej korzystne dla inflacji niż oczekiwane obecnie przez Radę. Nie przewidujemy, aby ten negatywny scenariusz się zrealizował i podtrzymujemy opinię, że stopy wzrosną dopiero na początku 2008 r. RPP zapowiedziała zmiany w sposobie komunikacji z rynkami finansowymi, w tym m.in. regularną publikację zapisów z przebiegu dyskusji (ang. *minutes*), co powinno zwiększyć przejrzystość decyzji RPP.

Według PAP oraz Gazety Wyborczej w środę Komisja Europejska ma przyjąć dokument, który będzie wzywał Polskę do podjęcia niezbędnych kroków w celu korekty nadmiernego deficytu fiskalnego jeszcze przed końcem 2007 r., a nie do 2009 r. jak zadeklarował polski rząd w ostatniej wersji Programu Konwergencji. Poza tym, w tym tygodniu nie będzie w kraju żadnych publikacji danych, więc uwaga skupi się na aukcji 2-letnich obligacji oraz istotnych wydarzeniach za granicą. Spośród tych ostatnich najważniejsze będzie posiedzenie EBC oraz rozpoczynające się w piątek spotkanie G7, które jest istotne w kontekście notowań jena i ich wpływu na nastawienie inwestorów do rynków wschodzących.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Czas W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (5 lutego)							
11:00	POL	Przetarg 0,9-1,1 mld zł 52-tyg. bonów skarbowych (U)					
10:00	EMU	PMI sektor usług (W)	I		56,9	-	57,2
16:00	USA	ISM sektor usług (W)	I		57,0	-	56,7
WTOREK (6 lutego)							
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna (U)	XII	% r/r	2,3	-	1,3
ŚRODA (7 lutego)							
11:00	POL	Aukcja 1,0-1,5 mld zł 2-letnich obligacji OK0709 (W)					
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy (W)	IV kw.	%	2,3	-	2,3
14:30	USA	Produktywność pracy (W)	IV kw.	%	1,7	-	0,2
CZWARTEK (8 lutego)							
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii (U)		%	5,25	-	5,25
13:45	EMU	Spotkanie EBC (W)		%	3,5	-	3,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (W)		tys.	3,0		
16:00	USA	Zapasy hurtowe (W)	XII	%	0,5	-	1,3
PIĄTEK (9 lutego)							
		Spotkanie G7					

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

* godzina publikacji nie potwierdzona oficjalnie przez GUS

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363

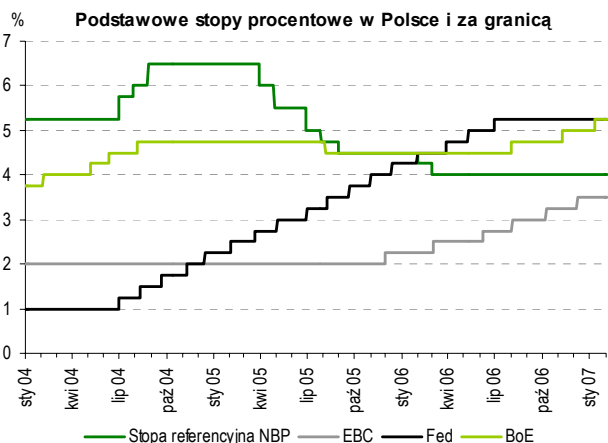
Piotr Bielski 022 586 8333

Piotr Bujak 022 586 8341

Cezary Chrapek 022 586 8342

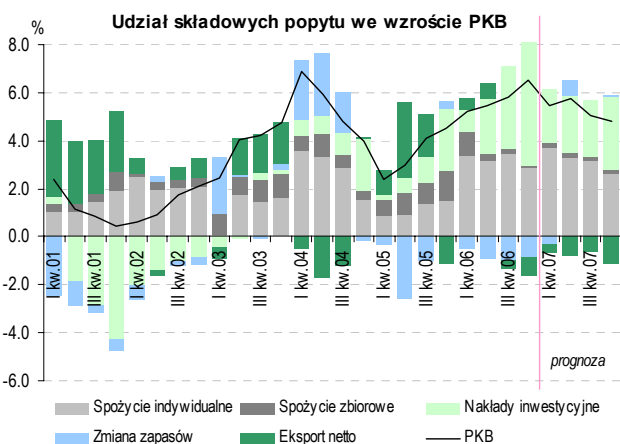
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Spokojny tydzień?



- Najbliższy tydzień będzie bardzo skąpy, jeśli chodzi o istotne wydarzenia w Polsce. Nie będzie publikacji istotnych danych, uwaga skupi się na aukcji 2-letnich obligacji.
- Poza tym ważne dla krajowego rynku będą kolejne dane z zagranicy oraz posiedzenia EBC i Banku Anglii.
- Według naszych oczekiwań tym razem stopy procentowe w strefie euro pozostaną bez zmian, ale ton komunikatu po posiedzeniu prawdopodobnie potwierdzi oczekiwania, że do kolejnego wzrostu kosztu kredytu w strefie euro dojdzie już na kolejnym spotkaniu Rady EBC w marcu.
- Stopy procentowe w Anglii, po nieoczekiwanej podwyżce w styczniu, tym razem powinny pozostać bez zmian.
- Ponadto, tydzień upłynie pod znakiem oczekiwania na posiedzenie G7, szczególnie w kontekście zmian kursu jena, co ma znaczenie dla rynków wschodzących.

Miniony tydzień w gospodarce – Stopy procentowe nadal bez zmian



- Wzrost PKB w 2006 wyniósł 5,8%, lekko przewyższając prognozy, co oznacza, że w IV kwartale ub.r. wg naszych szacunków wyniósł ok. 6,5%.
- Dane potwierdziły, że wzrost gospodarczy w Polsce jest nie tylko szybki, ale też w dużym stopniu zrównoważony.
- Popyt krajowy pozostaje silnym źródłem wzrostu PKB, ale główny ciężar nie spoczywa na konsumpcji, lecz na inwestycjach. Ich mocny wzrost o ponad 16,7% r/r w całym 2006 r. (najszybciej od dekady) zapowiada podwyższanie produktu potencjalnego w przyszłości, co będzie łagodziło presję inflacyjną wynikającą z silnie rosnącego popytu.
- Z kolei kontrybucja eksportu netto, chociaż negatywna, nie rośnie nadmiernie szybko dzięki wciąż świetnym wynikom polskich eksporterów.
- Przewidujemy, że 2007 r. wzrost PKB wyniesie 5,3%.

Projekcje inflacji (% r/r)

	Sty '06	Kwi '06	Lip '06	Paź '06	Sty '07
IV kw. 2007	1,1-3,6	1,3-3,4	1,5-3,5	1,9-3,8	2,1-3,8
IV kw. 2008	0,8-3,9	1,2-3,9	1,7-4,3	2,2-4,6	2,2-4,5
IV kw. 2009	-	-	-	-	2,4-5,2

Projekcje wzrostu PKB (%)

	Sty 06	Kwi 06	Lip 06	Paź '06	Sty '07
2007	3,4-5,2	3,4-5,8	3,6-5,9	4,1-6,2	4,9-6,7
2008	3,6-5,5	3,5-6,2	4,0-6,6	4,5-7,0	3,6-6,4
2009	-	-	-	-	3,5-6,5

Źródło: NBP, Raport o inflacji – styczeń 2007

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

- Dane o PKB oraz nowa projekcja inflacji były najważniejszymi informacjami otrzymanymi przez RPP przed styczniowym spotkaniem. Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami Rada nie zmieniła stóp.
- Nowa projekcja inflacji jest dość „jastrzębia” (ścieżka inflacji bez zmian w 2008, ale dalszy jej wzrost w 2009), choć warto zaznaczyć, że po raz pierwszy od dłuższego czasu ryzyko odchylenia projekcji jest, według autorów projekcji, w dół.
- Wydaje się, że według Rady bilans czynników ryzyka dla przyszłej inflacji jest jeszcze bardziej asymetryczny w dół. Utrzymanie restrykcyjnego nastawienia, wprowadzonego nieformalnie w grudniu, oznacza istnienie ryzyka podwyżek stóp, ale nadal uważamy, że nie nastąpi to w tym roku.
- Bardzo pozytywnie należy ocenić dokonane i zapowiedziane zmiany z komunikacji RPP, szczególnie publikację tzw. *minutes* (protokół dyskusji na posiedzeniach).

Cytat tygodnia – ...i w najbliższym czasie nie wzrosną

Andrzej Wojtyła, członek RPP; PAP, 31 stycznia

Bilans ryzyk opisany w dzisiejszym komunikacie można by z pewnymi zastrzeżeniami utożsamiać z nastawieniem restrykcyjnym. Zastrzeżenie jest takie, że nie ma tu automatyzmu w przekładaniu na decyzję (Rady). Takie porównanie jako substytut narzędzia komunikowania można tu zastosować.

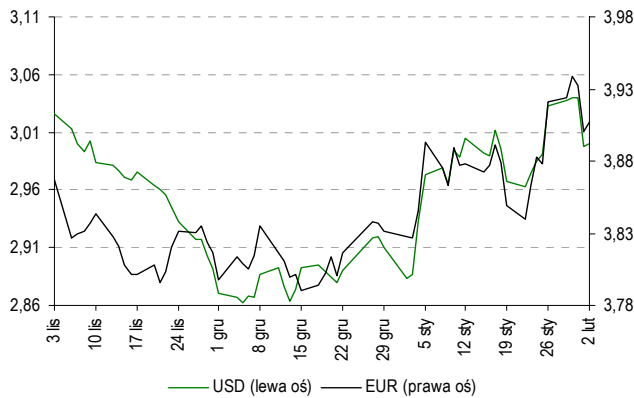
Stanisław Owsiak, członek RPP; PAP, 1 lutego

O podwyżce stóp będzie można myśleć dopiero, gdy inflacja przekroczy 2,5 proc. i groziłoby wybiecie się jej ponad 3,5 proc. Stąd moje przekonanie, że w bieżącym roku, jeśli w ogóle będzie konieczna podwyżka, to dopiero pod koniec roku i wystarczy 25-50 pkt bazowych jako sygnał, że RPP czuwa nad przyszłą inflacją.

Wyniki głosowań RPP w październiku i listopadzie pokazały, że zgłoszone wnioski o podwyżkę stóp procentowych o 25 pkt bazowych nie uzyskały większości głosów. Zapewne podobnie było w grudniu. Za podwyżkami głosowali Leszek Balcerowicz, Dariusz Filar, Marian Noga i Halina Wasilewska-Trenkner. Pozostałych sześciu członków stworzyło większość i to właśnie na ich wypowiedzi w mediach uczestnicy rynku powinni zwracać większą uwagę. Warto więc zauważyć, że Andrzej Wojtyła, mówiąc o nieformalnym, „restrykcyjnym nastawieniu” podkreślił, że nie oznacza to automatyzmu w postaci podwyżek stóp, natomiast Stanisław Owsiak stwierdził, że jeśli w ogóle będzie konieczna podwyżka stóp, to dopiero pod koniec roku.

Monitor rynku

Kurs złotego

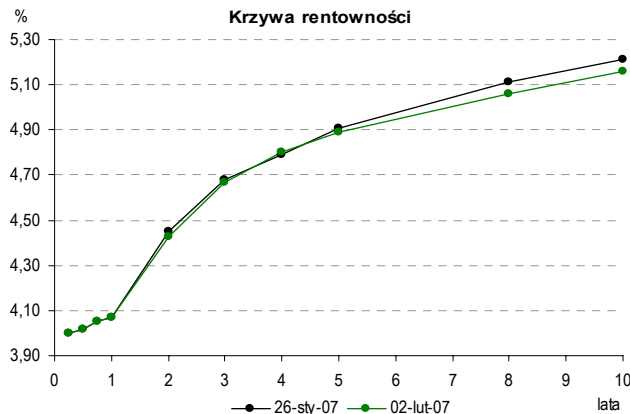


Nastroje na rynkach wschodzących umacniają złotego

■ Po osłabieniu w poprzednim tygodniu w ostatnich dniach złoty zyskał na wartości. Początkowo oscylował w dosyć wąskim przedziale zarówno wobec euro jak i dolara. Dane z USA (PKB, PCE) oraz komunikat Fed poprawiły nastawienie wobec rynków wschodzących. Polską walutę wspierały też dane o PKB za 2006 r. oraz rekordy na GPW. Kurs EURPLN spadł o 1,6% do 3,9, a USDPLN o 0,7%.

■ Przy braku kluczowych wydarzeń i publikacji w kraju, graczy rynkowi skoncentrują się na zachowaniach rynków zagranicznych. Istotne będzie spotkanie EBC oraz spotkanie krajów G7, na których mogą pojawić się ważne dla rynków wschodzących komentarze wobec jena. Uważamy, że kurs EURPLN pozostanie w przedziale 3,85-3,95 (3,9 - wsparcie, 3,95 - opór), a USDPLN w 2,95-3,05.

Krzywa rentowności

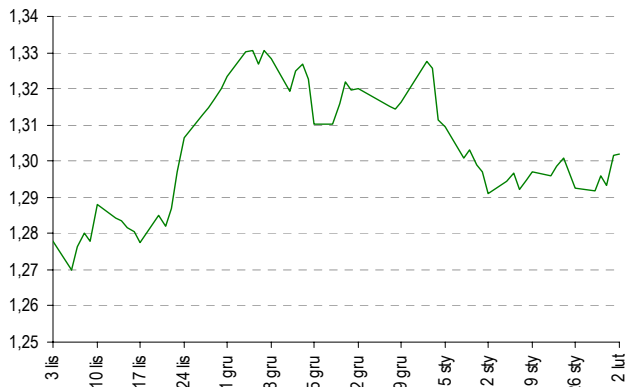


... i obligacje; rynki bazowe umacniają długi koniec

■ W ciągu minionego tygodnia krzywa rentowności wypłaszczyła się (spadek rentowności na dłuższym końcu krzywej). Początkowo do osłabienia krótkiego końca krzywej przyczyniły się podwyższone prognozy PKB za 2007 r. oraz lepszy od oczekiwań PKB za 2006 r. Potem doszło do sporego umocnienia (zwłaszcza długi koniec) m.in. w reakcji na komunikat Rady wypowiadzi członków RPP oraz spadające rentowności na rynkach bazowych.

■ Raport i projekcja inflacji były raczej neutralne a wypowiedzi członków RPP wciąż wspierają nasz scenariusz o braku podwyżek w 2007 r. W tym tygodniu ruchy na rynkach bazowych będą kluczowe dla obligacji. Ponadto ważne będzie ogólne nastawienie wobec rynków wschodzących w kontekście danych z USA i spotkania G7.

Kurs euro do dolara

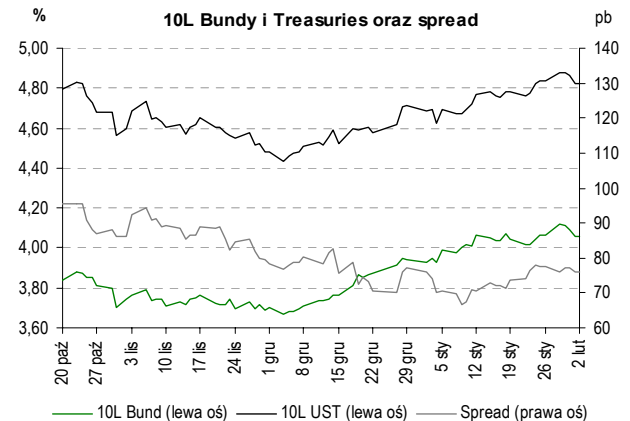


Dolar nieco słabszy po ISM i danych z rynku pracy

■ Od poprzedniego piątku dolar osłabił się wobec wspólnej waluty o ok. 1,2% do ok. 1,30. Wzrost kursu EURUSD nastąpił pomimo dużo lepszych od oczekiwań danych o PKB za IV kw. Powodem mogły być niższe dane inflacyjne PCE i indeks Chicago PMI. Komunikat Fed nieco mniejszy nacisk położył na inflację i w lepszych słowach odnosił się do wzrostu gospodarczego. Niski indeks ISM i zatrudnienie poza rolnictwem w USA również nie pomogły dolarowi.

■ W dalszym ciągu utrzymujemy pogląd, że spowolnienie na rynku nieruchomości będzie widoczne w innych sektorach amerykańskiej gospodarki (ISM), co może osłabiać dolara. Jeśli indeks PMI utrzyma się na wysokim poziomie i potwierdzi obraz sytuacji w strefie euro może wesprzeć euro. Nadal sądzimy, że bardziej prawdopodobny jest wzrost kursu EURUSD z obecnymi poziomami.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



Dane z USA umacniają dług

■ Amerykańskie i niemieckie obligacje skarbowe osłabiły się (10-letnie rentowności maksymalnie na poziomach 4,93% oraz 4,13%) po danych o PKB w USA oraz wypowiedziach członków EBC o zagrożeniu wzrostem inflacji w strefie euro. Po publikacji Chicago PMI i ISM (obydwa poniżej 50) oraz niższych PCE i danych z rynku pracy rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów spadły do 4,82% i 4,08%.

■ Interesujące będą szczególnie dane o ISM w USA, które przyniosą odpowiedź na pytanie czy sektor usług zareagował na spowolnienie w sektorze przetwórczym. Pod koniec tygodnia EBC nie podniesie stóp procentowych (3,5%), a kolejna podwyżka w obliczu pozytywnej sytuacji w strefie euro nastąpi najprawdopodobniej w marcu. Ważne dla tego scenariusza będzie komunikat po posiedzeniu.

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