

# Codziennik – przegląd wiadomości

## Dane o inflacji nie wpłynęły na rynek

17 sierpnia 2005

Inflacja w lipcu spadła nieznacznie do 1,3% z 1,4%, co było powyżej oczekiwań rynku (1,1%) i naszej prognozy (1,0%). Wzrost cen paliw był zgodnie z oczekiwaniami wysoki, jednak spadek cen żywności nie był tak głęboki jak się spodziewaliśmy, co było głównym powodem zaniżonej prognozy. Oczywiście średnioterminowe perspektywy inflacyjne zależą w większym stopniu od siły rozwoju gospodarki (zamykanie luki popytowej) i sytuacji na rynku pracy, niż od bieżących danych o inflacji. A sytuacja na rynku pracy wciąż stopniowo się poprawia - wczoraj opublikowane dane z sektora przedsiębiorstw za lipiec pokazały znaczny wzrost realnego funduszu płac, umacniając nadzieje na przyspieszenie konsumpcji w II połowie roku, choć nie w stopniu zagrażającym inflacji. Reakcja rynku na wczorajsze dane była umiarkowana, gdyż uczestnicy rynku czekają przede wszystkim na jutrzejsze dane o produkcji. W międzyczasie, dane o wykonaniu budżetu za lipiec były lepsze od oczekiwań sugerując, że polska gospodarka z impetem wchodzi w drugą połowę roku.

Dariusz Filar, członek RPP, powiedział w dzisiejszym wywiadzie w Radiu PiN, że w obecnej sytuacji należy zacząć myśleć o zmianie nastawienia w polityce pieniężnej na neutralne, a nie o kolejnych obniżkach. Według niego inflacja zacznie wkrótce rosnąć, co jest sygnalizowane przez trzymiesięczną stabilizację inflacji netto. Jednocześnie jednak, Filar nie widzi zagrożeń dla przekroczenia celu inflacyjnego.

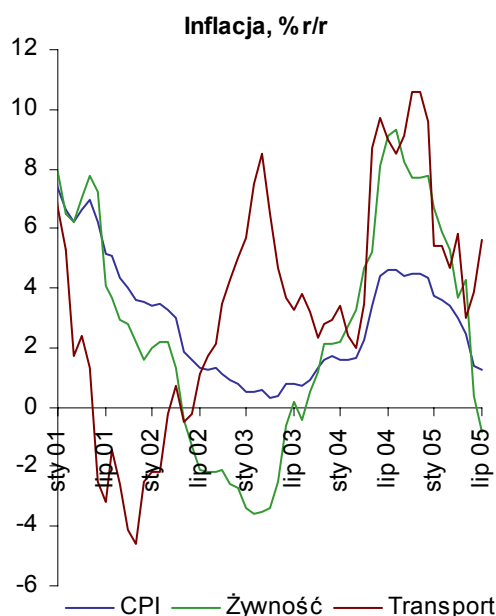
Przeciwnie do wcześniejszych informacji, prezydent Aleksander Kwaśniewski nie podpisał ustawy dotyczącej przywilejów emerytur górniczych (na decyzję ma czas do 19 sierpnia). Podpis dotyczył ustawy o indeksacji emerytur, a misz-masz informacyjny spowodowany był treścią komunikatu Kancelarii Prezydenta, która wpłynęła na złą interpretację mediów.

## Gorące wydarzenia

### CPI w dół tylko o 0,1 pkt proc.

Ceny konsumenta w lipcu spadły o 0,2% m/m, a roczna dynamika CPI zmniejszyła się o 0,1 pkt proc. do 1,3% z 1,4% w czerwcu, podczas gdy konsensus rynkowy wskazywał na poziom 1,1% (nie wspominając o naszej prognozie na poziomie 1,0%). CPI w lipcu był wyższy w stosunku do naszej prognozy głównie w rezultacie mniejszego niż zakładano spadku cen żywności (tylko o 1,7% m/m zamiast przewidywanych przez nas 2,5%). Wyższe od naszych założeń były również ceny w kategorii użytkowanie mieszkania i nośniki energii (wzrost o 0,8% m/m przy wzroście cen gazu o 4,7% m/m). Ceny innych składników koszyka konsumpcyjnego kształtowały się zgodnie z naszymi przewidywaniami. Trafne okazały się między innymi nasze przewidywania dotyczące wzrostu cen w transporcie. Wyniósł on 1,6% m/m przy wzroście cen paliw o 3,5% m/m za sprawą słabego złotego oraz rekordowo wysokich cen ropy).

Oczekujemy, że do końca roku inflacja pozostanie poniżej poziomu 1,5% r/r, czyli poniżej dolnej granicy dopuszczalnych odchyłek inflacji od celu. Będzie to oczywiście jeden z argumentów za kolejną obniżką stóp procentowych. Poza tym, według naszych szacunków inflacja netto, czyli CPI po wyłączeniu



Maciej Reluga Główny Ekonomista (22) 586 8363

Piotr Bielski (22) 586 8333

Piotr Bujak (22) 586 8341

Email: ekonomia@bzwbk.pl

cen żywności i paliw, pozostała w lipcu stabilna na poziomie 1,4% r/r. Członek RPP Stanisław Nieckarz, który uchodzi za zwolennika ekspansywnej polityki pieniężnej, zasugerował po publikacji danych, że przemawiają one za niższymi stopami procentowymi, ale dodał, że najbliższa decyzja RPP będzie zależać od danych o aktywności ekonomicznej (szczególnie od danych o produkcji i PKB). Dlatego nie dziwi fakt, że reakcja rynku na wczorajsze dane (wyraźnie różne od oczekiwań) była spokojna.

**Konkluzja:** *Podczas gdy wyższa niż oczekiwano inflacja jest zazwyczaj złą wiadomością dla rynku stopy procentowej, najbliższa decyzja RPP będzie bardziej od danych na temat aktywności ekonomicznej, z których najistotniejsze będą dane o produkcji publikowane w czwartek oraz dane o PKB za II kwartał br. publikowane 29 sierpnia. Na dzień dzisiejszy nadal oczekujemy obniżki stóp w sierpniu o 25 pb.*

### Nic specjalnego w danych z rynku pracy

*Kontynuacja stopniowej poprawy na rynku pracy w lipcu*

Po silnym przyspieszeniu płac w sektorze przedsiębiorstw obserwowanym w czerwcu (4,5% r/r), co było związane z jednorazowymi wypłatami w sektorze górniczym, w lipcu zgodnie z oczekiwaniami zanotowano spowolnienie. Wzrost płac wyniósł 3,2% r/r, co było nieznacznie powyżej konsensusu rynkowego i nieco poniżej naszej prognozy. W tym samym okresie nastąpiło przyspieszenie wzrostu zatrudnienia do 1,8% r/r, co było najszybszym wzrostem odnotowanym w oficjalnych statystykach. Co więcej, oczekujemy kontynuacji tego trendu w najbliższych miesiącach. Przełoży się to na dalsze przyspieszenie wzrostu funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw, który w lipcu odnotował wzrost o 5,1% r/r w ujęciu nominalnym i o 3,8% r/r realnie, w porównaniu z odpowiednio 4,2% i 1,3% w pierwszej połowie tego roku. Ponieważ w najbliższych miesiącach realny wzrost funduszu płac będzie prawdopodobnie się stabilizował na poziomie ok. 4%, będzie to jeden z argumentów przemawiających za naszymi oczekiwaniami przyspieszenia wzrostu gospodarczego (i popytu krajowego) w drugiej połowie tego roku.

**Konkluzja:** *Dane zgodne z oczekiwaniami, potwierdzając poprawę na rynku pracy, jednak nie w stopniu, który kreowałby presję inflacyjną w krótkim okresie.*

### Nadwyżka budżetu w lipcu

*Wyniki budżetu w lipcu lepsze niż oczekiwano*

Ministerstwo Finansów poinformowało wczoraj, że deficyt budżetu po siedmiu miesiącach roku wyniósł 49,9% planu całorocznego, czyli 17,5 mld zł. Wynik był lepszy niż ostatnio zapowiadali przedstawiciele MF (szacowano, że deficyt po lipcu wyniósł nieco powyżej 51% planu), nie wspominając już o pierwotnym harmonogramie realizacji budżetu. W samym tylko lipcu budżet państwa osiągnął nadwyżkę 1,1 mld zł. Przy wydatkach utrzymywanych pod kontrolą – po siedmiu miesiącach osiągnęły one poziom 56,8% planu – dobry wynik budżetu wynikał głównie z lepszego niż oczekiwano wykonania dochodów. Dochody ogółem po siedmiu miesiącach osiągnęły 58,2% planu rocznego. Wpływy z podatków pośrednich zwiększyły się o prawie 33% r/r w lipcu i o 19% r/r w okresie styczeń-lipiec. Wysokie wpływy z VAT i akcyzy, pomimo niższej niż planowano w budżecie inflacji, są kolejnym sygnałem, że aktywność gospodarcza na początku drugiego półrocza jest wysoka. Inne

*...głównie za sprawą wysokich wpływów z podatków pośrednich*

### ... co sugeruje wzmocnienie aktywności gospodarczej

dochody budżetowe również sprawowały się nie najgorzej. Wpływy z PIT wzrosły o 11,4% r/r w lipcu i 17,7% r/r w pierwszych siedmiu miesiącach roku, natomiast dochody z CIT podskoczyły w lipcu aż o 60,2% r/r, a w siedmiu miesiącach o 33,5% r/r.

W sumie dane o budżecie sugerują, że polska gospodarka wchodzi ze spowolnienia w I połowie br. Ministerstwo Finansów podało w opublikowanym wczoraj raporcie, że według jego szacunków wzrost PKB w II kwartale wyniósł 2,5% przy wzroście inwestycji o 4%. Są to bardziej ostrożne przewidywania niż konsensus rynkowy i nasze szacunki. Jeśli chodzi o realizację budżetu w dalszej części roku, mimo że można oczekiwać pewnego pogorszenia w sierpniu i wrześniu ze względu na opóźnione wypłaty niektórych rodzajów świadczeń społecznych, wydaje się, że nie ma obecnie poważnych zagrożeń dla wykonania tegorocznego budżetu. Należy się raczej spodziewać, że rzeczywisty deficyt budżetowy okaże się niższy od zaplanowanego poziomu 35 mld zł. Sytuacja płynnościowa budżetu jest po lipcu bardzo dobra. Płynne środki na rachunkach budżetu wyniosły na koniec minionego miesiąca 15,4 mld zł wobec 9,2 mld zł na koniec czerwca. Wynika to między innymi ze sprzedaży walut przez ministerstwo pod koniec lipca i oznacza, że resort jest dobrze przygotowany na duże wykupy papierów dłużnych w sierpniu. Pomimo dobrej sytuacji budżetu, wiceminister finansów Jarosław Neneman podtrzymał wczoraj stanowisko ministerstwa w kwestii redukcji podatku akcyzowego na paliwa.

**Konkluzja:** Dane o budżecie wskazują, że sytuacja gospodarcza na początku II połowy br. ulega poprawie.

## Monitor rynku

Złoty wzmocniał się we wtorek, odrabiając osłabienie z poniedziałku, kiedy to polski rynek był zamknięty. Ruch kursu był znacznie silniejszy w przypadku EURPLN – w ciągu dnia polska waluta zyskała 1,3% wobec euro oraz 0,8% wobec dolara – ponieważ równocześnie na świecie następowało umocnienie dolara amerykańskiego po opublikowaniu znacznie lepszych niż prognozowano danych o napływie kapitału zagranicznego do USA. Pod koniec sesji kurs EURPLN zbliżył się bardzo do poziomu 4,00, jednak nie zdołał go pokonać i na zamknięciu ustabilizował się nieznacznie powyżej.

Rynek stopy procentowej otworzył się we wtorek na poziomie piątkowego zamknięcia i przez większą część dnia nie wykazywał aktywności, oczekując na publikację danych o CPI po południu. Co ciekawe, ogłoszenie wyższej niż prognozowano inflacji nie wywarło na rynku większego wrażenia – rentowności po nieznacznym wzroście obniżyły się z powrotem bardzo szybko. Nawet krótkoterminowy rynek stóp procentowych nie osłabił się wyraźnie po publikacji CPI, a ruchy rentowności w górę zostały szybko wykorzystane jako okazja do zakupów. W związku z tym polska krzywa rentowności pozostała prawie bez zmian w pierwszym dniu roboczym tygodnia. Wzrost rentowności w Polsce ograniczony był przez fakt, że we wtorek nastąpiło znaczne umocnienie na bazowych rynkach długu po publikacji danych o produkcji przemysłowej w US, której wzrost okazał się słabszy niż oczekiwano.

#### Notowania złotego (16.08.2005)

|     | Min    | Max    | Fixing |
|-----|--------|--------|--------|
| EUR | 4.0045 | 4.0550 | 4.0361 |
| USD | 3.2485 | 3.2800 | 3.2717 |

#### Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

|         |        |         |        |
|---------|--------|---------|--------|
| EURUSD  | 1.2300 | CADPLN  | 2.7132 |
| USDPLN  | 3.2588 | DKKPLN  | 0.5380 |
| EURPLN  | 4.0084 | NOKPLN  | 0.5045 |
| CHFPLN  | 2.5916 | SEKPLN  | 0.4299 |
| JPYPLN* | 2.9716 | CZKPLN  | 0.1367 |
| GBPPLN  | 5.8887 | HUFPLN* | 1.6456 |

\*100 jednostek

#### Rentowności na rynku wtórnym (16.08.2005)

| Bony      | Rentowność | Zmiana (pb) |
|-----------|------------|-------------|
| 3M        | 4.35       | 0           |
| 6M        | 4.33       | 3           |
| 9M        | 4.31       | 1           |
| 12M       | 4.31       | 1           |
| Obligacje |            |             |
| 2L        | 4.56       | 1           |
| 3L        | 4.62       | 2           |
| 4L        | 4.76       | 1           |
| 5L        | 4.82       | 3           |
| 8L        | 4.84       | -1          |
| 10L       | 4.83       | -2          |

#### Stawki WIBOR (16.08.2005)

| Termin | Stawki | Zmiana (pb) |
|--------|--------|-------------|
| O/N    | 5.00   | 13          |
| T/N    | 4.99   | 9           |
| SW     | 4.86   | 2           |
| 2W     | 4.85   | 1           |
| 1M     | 4.79   | 0           |
| 3M     | 4.65   | -3          |
| 6M     | 4.62   | 1           |
| 9M     | 4.60   | 1           |
| 1L     | 4.60   | 2           |

**Konkluzja: Niewielka reakcja rynku na dane o CPI, ponieważ znacznie ważniejsze dla RPP (i dla rynku) będą dane o produkcji. W związku z tym rynek stopy procentowej będzie teraz oczekiwał na czwartkową publikację, podczas gdy złoty pozostaje pod naporem kapitału napływającego z zagranicy.**

## Przegląd międzynarodowy

Inflacja CPI w USA wzrosła w lipcu o 0,5% m/m (wobec konsensusu rynkowego 0,4% m/m), w dużym stopniu za sprawą znaczącego wzrostu cen energii o 3,8%. Roczna stopa inflacji podniosła się do 3,2% z poziomu 2,5% r/r w czerwcu. Inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) zwiększyła się o 0,1% m/m, podczas gdy rynek oczekiwał 0,2%.

Produkcja przemysłowa w USA zwiększyła się zaledwie o 0,1% m/m w lipcu, podczas gdy wykorzystanie mocy wytwórczych spadło do 79,1% z poziomu 79,8% (po korekcie) w czerwcu. Wyniki były słabsze niż oczekiwał konsensus rynkowy, na poziomie odpowiednio 0,5% w produkcji i 80,3% jeśli chodzi o wykorzystanie mocy. Produkcję w sektorze wytwórczym pociągnęła w dół produkcja pojazdów mechanicznych i części, która spadła o 2,3%, podczas gdy po wyłączeniu tego sektora zanotowano wzrost produkcji o 0,4% m/m.

Dzisiaj w USA zostaną opublikowane dane o wzroście cen produkcji przemysłowej. Konsensus rynkowy przewiduje wzrost o 0,5% m/m, w dużej mierze za sprawą cen paliw, po tym jak w czerwcu ceny pozostały bez zmian.

---

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