

# Tygodnik ekonomiczny

18 lipca – 24 lipca 2005

Publikacja czerwcowej inflacji była najważniejszym wydarzeniem w ubiegłym tygodniu. Dzięki znacznemu spadkowi cen żywności (o 1,2% m/m, który doprowadził do redukcji inflacji tej kategorii do 0,4% r/r z 4,3% w maju), stopa inflacji CPI spadła do 1,4% z 2,5%. Niska inflacja dała nadzieję na zatrzymanie trendu osłabiającego polską walutę, gdyż poprawiła nieco sentyment na rynku walutowym z uwagi na napływ kapitału na rynek obligacji. Jest to szczególnie istotne w obliczu środowej aukcji 5-letnich obligacji, po nieudanej aukcji 10-latek w ubiegłym tygodniu.

W nadchodzącym tygodniu opublikowane będą dane o inflacji bazowej. Według naszych szacunków inflacja netto (CPI po wyłączeniu cen żywności i paliw), spadła tylko nieznacznie do 1,4%, ale zapewne niski poziom CPI będzie dla członków Rady jednym z argumentów wzywających do obniżki stóp procentowych. Szczególnie, że inflacja spadła po raz pierwszy od października 2003 roku poniżej przedziału tolerancji wokół celu inflacyjnego (2,5% +/- 1pp). Jednakże pamiętać warto, jak przyznali sami członkowie RPP, że decyzje w polityce monetarnej będą zależały bardziej od danych na temat aktywności gospodarczej niż od bieżącej stopy inflacji (która była zgodna z większością oczekiwań). Dane z rynku pracy opublikowane w piątek potwierdziły poprawę sytuacji (wzrost funduszu płac w ujęciu realnym o prawie 5% r/r). Wciąż jednak wydaje się, że kluczowe znaczenie dla rynku będzie miała publikacja danych o produkcji zaplanowana na ten tydzień. Wygląda na to, że tylko bardzo wysoki wzrost produkcji może powstrzymać Radę przed obniżką stóp procentowych (prawdopodobnie o 50pb) w lipcu.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (18 lipca)</b>							
11:00	POL	Aukcja bonów skarbowych 52-tyg. oraz 13-tyg. – 400 mln oraz 100 mln zł (U)					
11:00	EMU	Finalny HICP (W)	VI	% r/r	2,1	-	1,9
15:00	USA	Napływ kapitału netto (W)	V	mld \$	-	-	47,4
<b>WTOREK (19 lipca)</b>							
11:00	GER	Indeks ZEW (W)	VI	-	22,0	-	19,5
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa (U)	V	% m/m	-0,3	-	0,6
16:00	POL	Produkcja przemysłowa (W)	VI	% r/r	4,8	7,8	0,9
16:00	POL	Ceny producenta (W)	VI	% r/r	-0,1	-0,1	-0,5
<b>ŚRODA (20 lipca)</b>							
11:00	POL	Aukcja obligacji 5-letnich (PS0310) – 2,0-3,0 mld zł (W)					
11:00	EMU	Bilans handlowy (U)	V	mld \$	-	-	1,3
15:00	USA	Wystąpienie Greenspana przed Kongresem (W)					
<b>CZWARTEK (21 lipca)</b>							
10:00	EMU	Saldo na rachunku obrotów bieżących (U)	V	mld \$	-	-	-11,6
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające (U)	VI	-	0,3	-	-0,5
20:00	USA	Raport z ostatniego posiedzenia Fed (W)					
<b>PIĄTEK (22 lipca)</b>							
16:00	POL	Koniunktura (U)	VII	-	-	-	-
16:00	POL	Inflacja bazowa (W)	VI	% r/r	1,4	1,4	1,5

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

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista (22) 586 8363

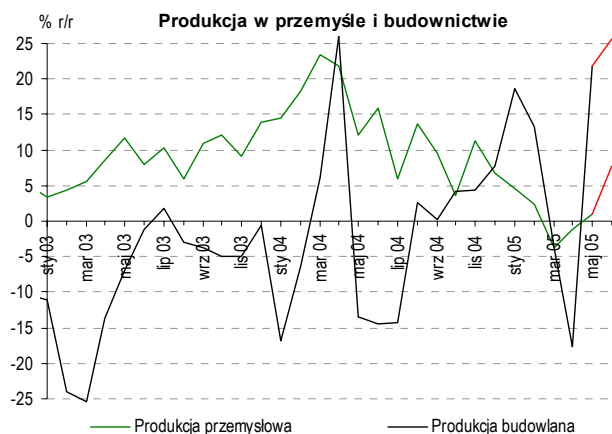
**Piotr Bielski** (22) 586 8333

**Piotr Bujak** (22) 586 8341

**Tomasz Terelak** (22) 586 8342

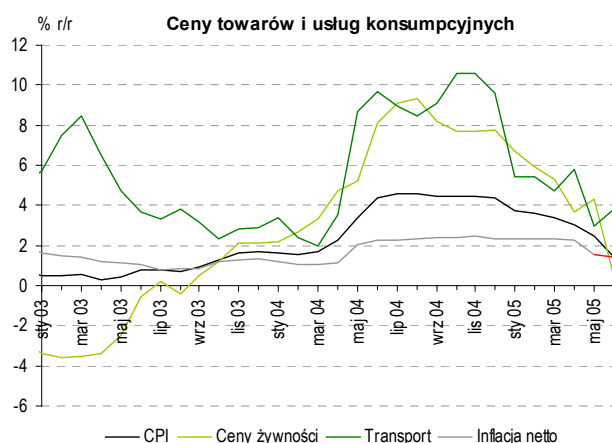
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Jaki był koniec drugiego kwartału?

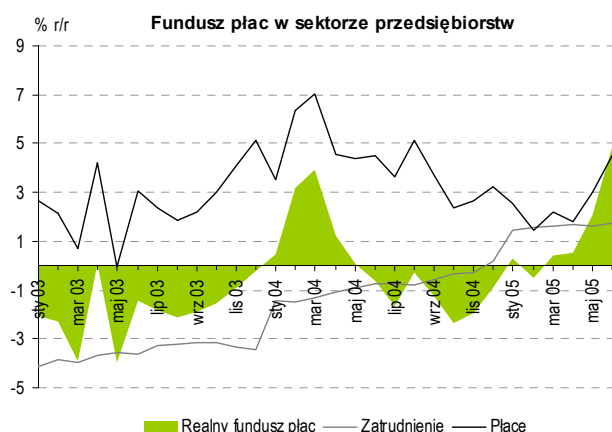


- Czerwcowe dane o produkcji przemysłowej są jednymi z najważniejszych z punktu widzenia polityki pieniężnej, stąd ich istotność dla rynku finansowego.
- Po kiepskich danych majowych, powszechnie oczekiwane jest ożywienie w tym sektorze, jednak ważna jest jego skala.
- Podczas gdy konsensus rynkowy wskazuje na wzrost o ok. 5% r/r, my wierzymy, że może on być jeszcze szybszy, na co wpływa między innymi większa liczba dni roboczych.
- Wzrost o ok. 8% pokazałby, że polska gospodarka dość szybko i wyraźnie wychodzi z dołka. Z drugiej strony, kolejne rozczarowanie nie pozostawiłoby wątpliwości, co do kolejnej obniżki stóp już w tym miesiącu.
- Oczekujemy również, że produkcja sektora budowlanego pokaże po raz drugi z rzędu wzrost o ponad 20%. Również pozytywne powinny być badania koniunktury wg GUS.

## Miniony tydzień w gospodarce – Inflacja spada, a na rynku pracy coraz lepiej



- Głęboki spadek cen żywności obniżył wskaźnik inflacji. Ceny paliw wykazały niewielki wzrost o 0,8% m/m. Ceny pozostałych towarów i usług wykazały dużą stabilność, czyli brak oznak presji popytowej w gospodarce.
- Im bardziej spadają ceny w czerwcu, tym głębsza może być deflacja na rynku żywności w lipcu. Możliwy jest zatem spadek inflacji CPI do około (poniżej) 1% r/r.
- W drugiej połowie roku inflacja może wahać się wokół tego poziomu. Tworzy to dosyć korzystne warunki do dalszego rozluźniania polityki pieniężnej.
- Profesor Sławiński z RPP powiedział, że nie należy się koncentrować na inflacji CPI, ale analizować inflację netto.
- Dane o inflacji bazowej (oraz PPI) poznamy w najbliższym tygodniu. Inflacja netto spadła niewiele, bo jej znaczne dostosowanie (z 2,3% na 1,5%) nastąpiło już w maju. Pomimo rosnących cen paliw inflacja PPI pozostanie ujemna.



- Dane dotyczące rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw pokazały znaczącą poprawę.
- Płace wzrosły aż o 4,5% r/r, co było wynikiem znacznie powyżej prognoz (rynek 2,8%, BZ WBK 3,3%) i najlepszym od roku. Nie wiadomo jeszcze czy jest to efekt jednorazowy.
- Jednocześnie kontynuowana jest kreacja zatrudnienia – wzrost o 0,3% m/m i 1,7% r/r. W pierwszej połowie roku sektor przedsiębiorstw stworzył 90 tys. miejsc pracy (w ubiegłym roku nowych miejsc pracy niemalże nie było)
- W rezultacie spadającej inflacji fundusz płac w ujęciu realnym wzrósł o 4,8% r/r, najszybciej od lat.
- Realizacja budżetu po czerwcu roku była gorsza od oczekiwań (52,9% planu), ale wcale nie tak zła, jeśli wziąć pod uwagę poziom dochodów z podatków pośrednich, nie wskazujący na spowolnienie aktywności gospodarczej.

## Cytat tygodnia – Rada przygotowana na 50 pb już w lipcu

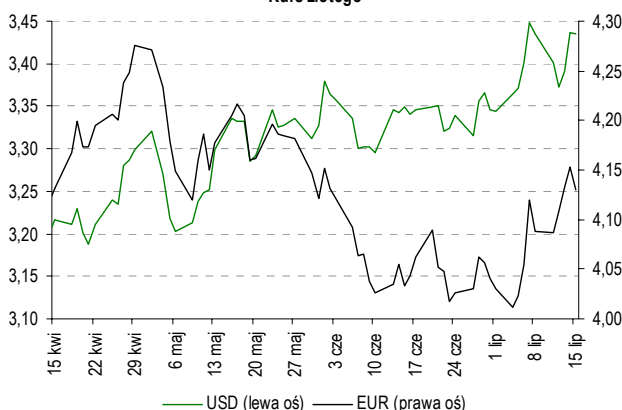
Marian Noga, członek RPP; PAP, 13 lipca

*Przestrzeń do obniżki stóp wynosi 75 pkt bazowych. Wydaje się, że nic nie przeszkodzi obniżyć o tyle wysokości stóp procentowych do końca roku. Jeśli wzrost produkcji znajdzie się w przedziale 3-5 proc. to RPP powinna obniżyć stopy w lipcu o 50 pkt. Lepiej, żeby rada działała wyprzedzająco, czyli od razu głębiej, niż się spóźniała z decyzjami.*

Spośród licznych (głównie „gołębich”) wypowiedzi członków Rady wybraliśmy tę, która najbardziej precyzyjnie przedstawia zależność decyzji o stopach od danych o produkcji. Szkoda, że prof. Noga nie był aż tak dokładny by wskazać, czy wzrost o ok. 8% uzasadniałby odłożenie obniżki na później, czy też po prostu mniejszą skalę cięcia (o 25 pb). W wywiadzie dla Reutera dodał on, że dostosowanie o kolejne 25 pb będzie możliwe po wyborach i nie musi to być koniec obniżek.

## Monitor rynku

Kurs złotego



## Czym będzie produkcja dla złotego?

W ubiegłym tygodniu złoty zanotował spadek z powodu wysokiego deficytu na rachunku obrotów bieżących oraz niskiego popytu na aukcji obligacji. Dobra inflacja, poprzez pozytywny wpływ na rynek papierów, zdołała zatrzymać trend spadkowy polskiej waluty. Z uwagi na wzrost wartości euro wobec dolara, złoty osłabił się w ciągu tygodnia głównie do euro (1,2%), zachowując swoją wartość wobec dolara.

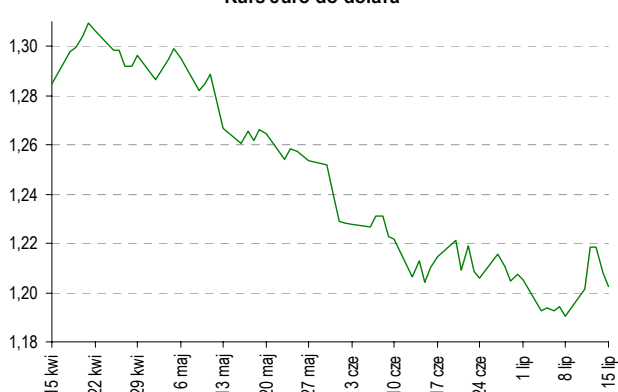
W przyszłym tygodniu kondycja złotego zależeć będzie od danych o produkcji, która determinować też będzie wynik przetargu na 5-latkę. Jeśli dane okażą się zgodne z naszymi prognozami może dojść do dalszego osłabienia na polskim rynku, jednak jego skala nie powinna być znaczna. Oczekujemy, że złoty będzie się wahał w przedziale 4,1-4,2 do euro oraz 3,36-3,46 wobec dolara.

## Bank centralny USA: wystąpienie i raport

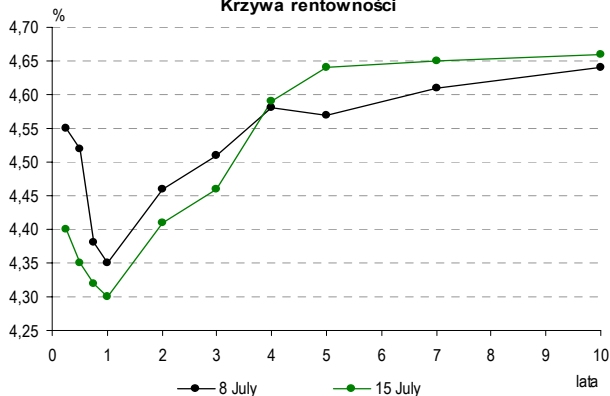
Euro w ubiegłym tygodniu zanotowało wzrost w wyniku gorszych od oczekiwań danych z rynku pracy z USA. Mniejszy od konsensusu rynkowego deficyt handlowy oraz korzystne projekcje budżetowe w USA wsparły dolara. Jednak po publikacji stabilnej inflacji w USA euro znów zyskało. Tydzień zakończył się powyżej 1,2 po danych o produkcji w USA. W całym tygodniu euro zyskało 1%.

Następny tydzień może okazać się bardzo zmienny na rynku EURUSD. Najpierw napływ kapitału netto pokaże, czy nawet mniejszy deficyt handlowy w USA znajduje finansowanie za granicą. W drugiej części tygodnia wystąpienie Alana Greenspana oraz raport z ostatniego spotkania FOMC dadzą wskazówki co do polityki pieniężnej. Niemniej jednak mimo dużej zmienności nie oczekujemy wybiecia poza zakres wahań 1,20-1,22.

Kurs euro do dolara



Krzywa rentowności

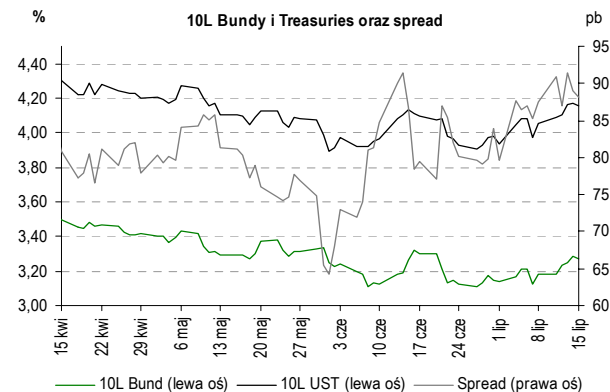


## Rynek patrzy na produkcję

Na początku tygodnia obligacje osłabiały się z powodu słabnącego złotego oraz wzrostu rentowności na rynkach bazowych. Później siłą napędową na rynku stały się wyniki nieudanej aukcji, która pociągnęła 5-letni benchmark do 4,75%. Niska inflacja CPI odwróciła sytuację i PS0310 zyskał do 4,6%. Krzywa FRA przesunęła się również w dół, dyskontując 100 pb obniżek do końca roku.

Przyszły tydzień będzie kluczowy dla polskiego rynku stopy procentowej z uwagi na dane o produkcji, które jeśli nie osiągną prognozowanego przez nas poziomu, mogą doprowadzić do spadku rentowności w sektorze 5 lat poniżej poziomu 4,5%. Wydaje się, że podobnie jak przed poprzednimi aukcjami Ministerstwo Finansów zaproponuje relatywnie niski poziom podaży.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Rentowności za granicą raczej zachowają poziomy

Obligacje na rynkach bazowych zanotowały spadek z powodu jastrzębich wypowiedzi przedstawicieli EBC, zmniejszających nadzieje na obniżki stóp w strefie euro oraz spadku cen ropy, mającego korzystny wpływ na wzrost gospodarczy w USA. Papiery 10-letnie w USA i Niemczech dotarły odpowiednio do 4,18% oraz 3,29%. Spread 5/5l między krzywymi polską a euro uległ redukcji do 53 pb po danych o polskiej inflacji w czerwcu.

Po serii danych gospodarczych w USA w ostatnim czasie wydaje się, że rentowności osiągnęły poziom równowagi, który jednak może być testowany przez raport Fed. Z kolei w strefie euro, gdzie publikowane będą niemiecki indeks ZEW oraz inflacja w EMU, może nastąpić dalszy wzrost rentowności.

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