

Tygodnik ekonomiczny

25 lipca – 31 lipca 2005

Najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia była na polskim rynku publikacja danych o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej. Ponieważ wyniki w przemyśle okazały się dużo lepsze od oczekiwań rynku (wzrost produkcji wyniósł 6,8% r/r i był tylko nieznacznie niższy od naszej prognozy), na rynku stopy procentowej nastąpiła mocna korekta i zaczęto wyceniać redukcję stóp w lipcu o 25pb zamiast wcześniej spodziewanych 50pb. Jednocześnie rynek nie zareagował w minionym tygodniu na zgodne z oczekiwaniami dane o inflacji. Dynamika cen producenta była nieco wyższa niż oczekiwano, ale podobnie jak obniżające się miary inflacji bazowej, niska inflacja PPI potwierdziła, że w chwili obecnej brak jest zagrożeń dla inflacji. Wyjątkiem są wysokie ceny paliw, ale jak zauważył jednej z członków RPP są one nie tylko podaźowym czynnikiem ryzyka dla inflacji, ale również zagrożeniem dla tempa wzrostu gospodarczego. Przy korzystnym obrazie perspektyw inflacji w najbliższym czasie, wynik posiedzenia RPP w tym tygodniu i dalszej części roku będzie zależał od tego, jak RPP oceni potencjalny inflacyjny wpływ oczekiwanego w niedługim czasie ożywienia polskiej gospodarki. Ważną wskazówką odnośnie kondycji sfery realnej, jeszcze przed posiedzeniem Rady, będą dzisiejsze dane o sprzedaży detalicznej. Wzrost bliski naszej prognozie (5,7% r/r) oraz konsensusowi rynkowemu (6,2-6,4% r/r) potwierdzi dotychczasowy obraz rozwoju sytuacji w zakresie aktywności ekonomicznej i będzie spójny z oczekiwaniami na redukcję stóp w tym tygodniu o 25pb. Ponieważ oczekiwania co do dalszych ruchów Rady (łącznej skali cięć stóp w tym roku) są niejednorodne (nie ma wątpliwości jedynie co do tego, że przez pewien czas utrzymane zostanie łagodne nastawienie w polityce pieniężnej), istotne będą wypowiedzi bankierów centralnych po zakończeniu posiedzenia.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (25 lipca)							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna (W)	VI	% r/r	6,4	5,7	8,0
10:00	POL	Bezrobocie (U)	VI	%	18,1	18,2	18,3
WTOREK (26 lipca)							
10:00	GER	Indeks IFO (W)	VII	-	94,0	-	93,3
16:00	USA	Zaufanie inwestorów (W)	VII	-	105,4	-	105,8
ŚRODA (27 lipca)							
-	POL	Posiedzenie RPP – decyzja (W)	-	%	4,75	4,75	5,00
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe (W)	VI	% m/m	-0,1	-	5,5
CZWARTEK (28 lipca)							
10:00	EMU	Podaż pieniądza (W)	VI	% r/r	7,1	-	7,3
11:00	POL	Aukcja zamiany (W)					
PIĄTEK (29 lipca)							
11:00	EMU	Koniunktura (U)	VII	-	-	-	-0,29
11:00	EMU	Wstępny HICP (W)	VII	% r/r	2,2	-	2,1
14:30	USA	Wstępny PKB (W)	II kw.	% kw/kw	-	-	3,8
15:45	USA	Finalny indeks Michigan (W)	VII	-	-	-	96,0
16:00	USA	Chicago PMI (W)	VII	-	55,0	-	53,6

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

Maciej Reluga Główny Ekonomista (22) 586 8363

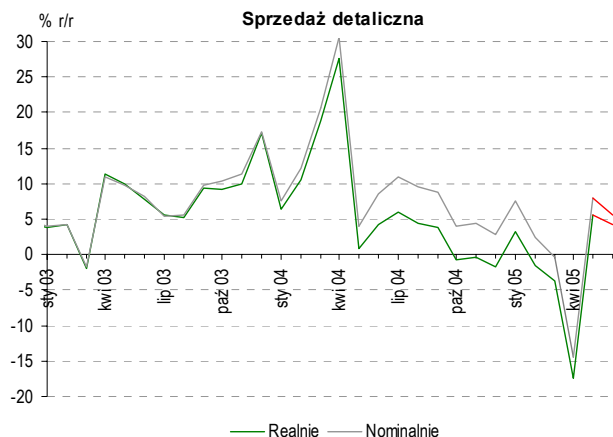
Piotr Bielski (22) 586 8333

Piotr Bujak (22) 586 8341

Tomasz Terelak (22) 586 8342

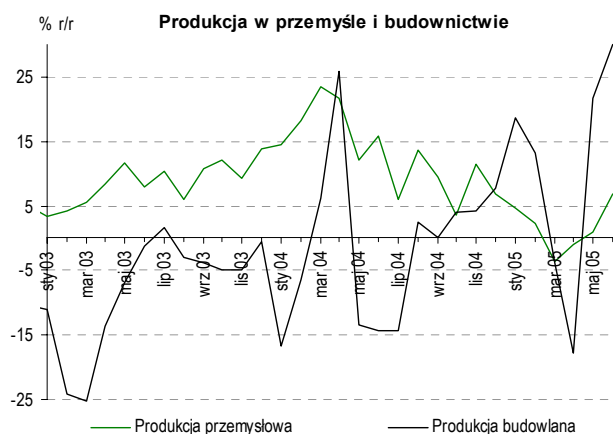
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Oczekiwania na kolejną obniżkę

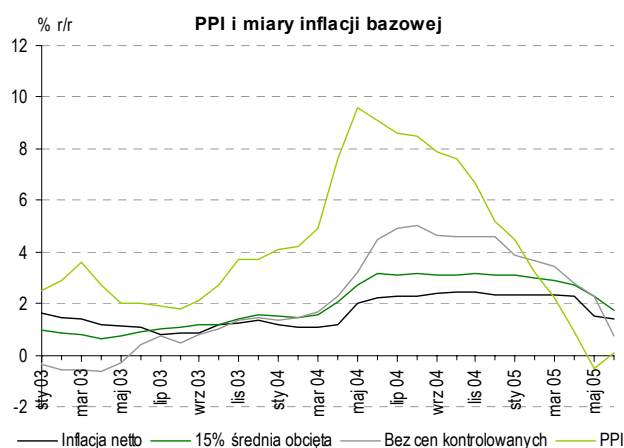


- W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla polskiego rynku finansowego będzie niewątpliwie posiedzenie RPP.
- W cenach instrumentów finansowych wyceniona jest obniżka o 25 pb. Inna decyzja spowodowałaby odpowiednie dostosowanie na rynku.
- Analitycy rynkowi również oczekują w większości, że stopy spadną o 25 pb (wg ankiety PAP sądzi tak 10 na 16 banków, w tym my). 4 analityków bankowych uważa, że stopy spadną w lipcu o 50 pb, a 2 ekonomistów jest zdania, że nie ulegną zmianie.
- Przed decyzją Rady poznamy jeszcze dane o sprzedaży detalicznej oraz bezrobociu rejestrowanym. Naszym zdaniem wyniki sprzedaży potwierdzą, że gospodarka jest na dobrej drodze do osiągnięcia wyższego poziomu wzrostu. Potwierdzi to również kolejny spadek bezrobocia.

Miniony tydzień w gospodarce – Budujące wyniki produkcji



- Produkcja przemysłowa w czerwcu wzrosła o 8,8% m/m i 6,8% r/r, czyli nieznacznie mniej niż prognozowaliśmy, ale wyraźnie lepiej niż oczekiwał rynek.
- Przyspieszenie produkcji przemysłu nastąpiło głównie dzięki poprawie w przetwórstwie przemysłowym, co dobrze wróży trwałości poprawy w całym przemyśle.
- Bardzo gwałtownie wzrosła produkcja w budownictwie (29,9% r/r). Nawet jeżeli część tego wzrostu zawdzięczamy niskiej bazie oraz, podobnie jak w przypadku przemysłu, większej liczbie dni roboczych w porównaniu z czerwcem '04, to dane o produkcji silnie wsparły oczekiwania na ożywienie wzrostu gospodarczego w dalszej części roku (zasygnalizowały to również wyniki badania koniunktury GUS za lipiec).
- W sumie dane o produkcji spowodowały osłabienie oczekiwań co do skali redukcji stóp w tym miesiącu.



- Poprawa wyników produkcji na razie nie zmieniła postrzeganych przez członków RPP perspektyw inflacji (patrz sekcja *Cytat tygodnia*).
- Dane o inflacji netto i cenach producenta rzeczywiście wskazują, że w najbliższej przyszłości presja inflacyjna będzie pozostawać pod całkowitą kontrolą.
- Wyjątkiem są ceny paliw, które spowodowały przyspieszenie rocznej dynamiki PPI do plus 0,1%, podczas gdy oczekiwano nieznacznego spadku lub braku zmian tych cen.
- Inflacja netto w czerwcu wyniosła tylko 1,4% r/r, wobec 1,5% r/r w maju, co pokazuje, że presja popytowa w polskiej gospodarce jest stłumiona. Warto jednak zauważyć, że skala spadku inflacji netto była dużo mniejsza niż CPI, co oznacza, że spadek inflacji to głównie zasługa cen żywności.

Cytat tygodnia – Brak zagrożeń dla inflacji

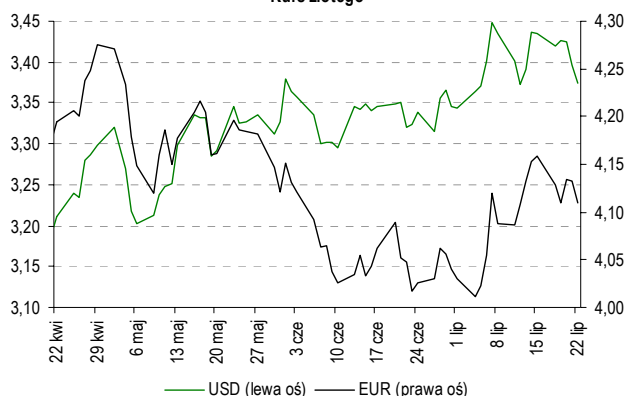
Andrzej Sławiński, członek RPP; PAP, 21 lipca

Łagodne nastawienie w polityce pieniężnej adekwatnie odzwierciedla sytuację w gospodarce i perspektywę inflacji. (...) Bezpośrednich zagrożeń dla inflacji nie ma. Jeśli się pojawią, to w dość odległej jeszcze przyszłości (...) Gdyby pilot kierował się wskazaniem tylko jednego ze wszystkich wskaźników [o danych o produkcji], które ma w kockpicie, to niekoniecznie dokonywałby właściwych manewrów, nawet gdyby chodziło o wskaźnik ważny.

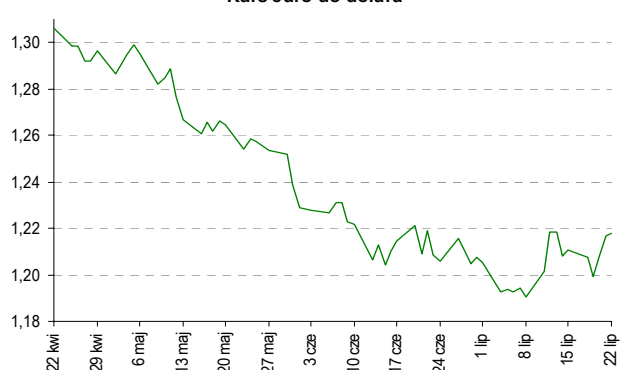
Wypowiedź prof. Sławińskiego pokazuje, że w jego opinii nadal nie ma pewności co do powrotu wzrostu PKB do poziomu potencjalnego w najbliższym czasie, a perspektywy inflacji pozostają korzystne. W podobnym tonie wypowiedział się kilku innych członków RPP, co sugeruje, że w RPP nadal są liczni zwolennicy dalszych redukcji stóp procentowych. Pewna poprawa wyników gospodarki zmniejszy jednak naszym zdaniem skłonność Rady do gwałtownych ruchów.

Monitor rynku

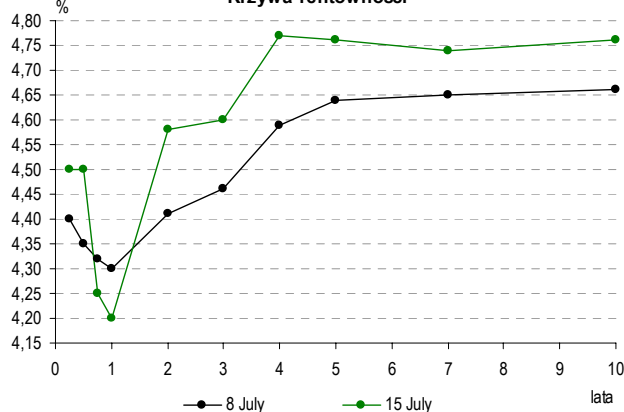
Kurs złotego



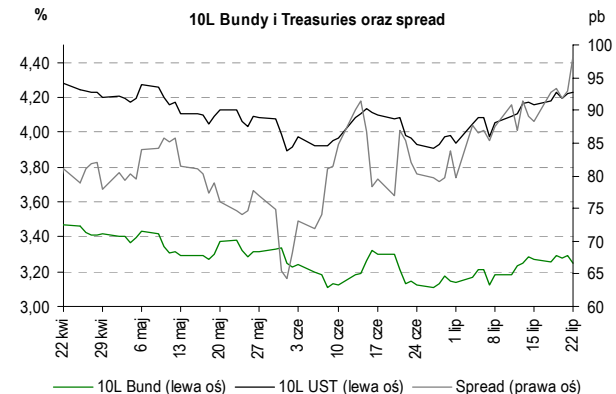
Kurs euro do dolara



Krzywa rentowności



10L Bundy i Treasuries oraz spread



Wszystko w rękach Rady

Przez pierwszą część ubiegłego tygodnia złoty osłabiał się pod wpływem wyprzedzaży na rynku obligacji po danych o produkcji oraz ponownego spadku euro do poziomu 1,2. Druga część tygodnia upłynęła już pod znakiem trendu wzrostowego polskiej waluty, gdyż dane ze sfery realnej poprawiły perspektywy gospodarki oraz z uwagi na wzrost euro za granicą po wystąpieniu szefa Fed. Rewaluacja juana w niewielkim tylko stopniu wpłynęła na polski rynek.

Do środy na krajowy rynek będą wpływać głównie ruchy kursu EURUSD. Później natomiast decyzja RPP „przejmie pałeczkę”. Wydaje się, że decyzja o pozostawieniu stóp bez zmian byłaby większym zaskoczeniem dla rynku niż głębsza redukcja, co mogłoby skutkować umocnieniem się złotego. Przewidujemy, że złoty będzie się wahał w przedziale 4,08-4,18 do euro oraz 3,34-3,44 do dolara.

Czekając na skład koszyka

Do wystąpienia Greenspana w Kongresie kurs EURUSD był pod wpływem negatywnych nastrojów z poprzedniego tygodnia. Ponieważ jego wypowiedzi oraz czwartkowy raport FOMC z ostatniego posiedzenia nie dostarczyły dodatkowego impulsu dolarowi, euro umocniło się do 1,22. Rewaluacja juana ze względu na brak szczegółowych informacji doprowadziła na znacznej zmienności na rynku, co spowodowało ostatecznie wzmocnienie dolara do 1,205.

W zasadzie dopiero piątkowe dane o PKB za II kw. 2005 w USA mogą istotnie zmienić notowania kursu EURUSD, ale nie można wykluczyć pojawienia się nowych informacji o zawartości koszyka walut referencyjnych dla juana. W przypadku dalszego poprawiania się indeksu IFO może dojść do krótkoterminowych wzrostów euro.

Rynek wycenia 25 pb

W minionym tygodniu rentowności na polskiej krzywej podniosły się wyraźnie głównie z powodu wysokich danych o produkcji, które obniżyły oczekiwania na redukcje stóp. Mimo początkowej ostrożności inwestorzy jednak powrócili do kupowania papierów po przetargu 5-latek. Wzrost cen był jednak ograniczony przez słabsze notowania na rynkach bazowych. W ciągu tygodnia rentowności na krzywej powyżej roku wzrosły o 10-18 pb.

Podobnie jak na rynku walutowym na początku tego tygodnia rynek obligacji powinien być spokojny, gdyż notowania polskich papierów dyskontują obniżkę o 25 pb. Decyzja inna niż rynkowy konsensus może skutkować zmiennością na rynku, która może wyrzucić istotny wpływ na przebieg przetargu zamiany. Jak zawsze rynek będzie wrażliwy na wahania obligacji na rynkach bazowych.

Rynki wyczekują danych o PKB w USA

Początkowo papiery za granicą osłabiały się pod wpływem wypowiedzi Greenspana o kolejnych podwyżkach stóp, jednak kolejne ataki w Londynie a później w Egipcie zwiększyły popyt na bezpieczne papiery (Bundy osiągnęły 3,22%, a US Treasuries 4,22%). Spread pomiędzy powyższymi rynkami osiągnął 100 bp w sektorze 10-lat. Z kolei spread 5/5l między krzywymi polską i euro podniósł się do prawie 70 pb z powodu spadku cen w Polsce.

Niemieckie obligacje będą zapewne oczekiwały indeksu IFO, co do którego prognozy są optymistyczne. Z kolei rynek papierów z USA będzie oczekiwał wstępnych szacunków PKB za II kw. 2005 przewidzianych na piątek. Ze względu na brak innych istotnych danych rynek raczej nie będzie wykazywał dużej zmienności.

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