

# Tygodnik ekonomiczny

26 czerwca – 2 lipca 2006

Dane makroekonomiczne za maj po raz kolejny zaskoczyły rynek wynikami znacznie lepszymi od przewidywań. Silny wzrost produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz coraz szybciej poprawiająca się sytuacja na rynku pracy wspierają oczekiwania, że wzrost gospodarczy w drugim kwartale br. będzie równie szybki co w pierwszym, a przy tym dane inflacyjne pokazują, że popytowa presja na ceny wciąż nie przybiera niebezpiecznych rozmiarów. Niestety wiadomości z polityki nie były już tak optymistyczne, a dymisja minister finansów Zyty Gilowskiej może spowodować, że minorowe nastroje na polskim rynku finansowym utrzymają się przez dłuższy czas. W tym tygodniu kluczowe dla rynku będą posiedzenia banków centralnych – w środę polskiej Rady Polityki Pieniężnej i w czwartek amerykańskiego Fed. Same decyzje nie powinny być zaskoczeniem: RPP zapewne pozostawi stopę referencyjną bez zmian na poziomie 4,0%, a Fed podniesie stopę bazową o 25 pb, do 5,25%. Jednak wyznacznikiem trendów na rynkach mogą być uzasadnienia obu decyzji i ewentualne sugestie co do perspektyw polityki pieniężnej. Dymisja minister finansów i ostatnie zawirowania na rynkach finansowych zmieniają nieco ocenę perspektyw polskiego rynku. O ile poprzednio przewidywaliśmy, że kurs złotego w III kwartale będzie średnio na poziomie ok. 4,03, a rentowności obligacji mogą się wkrótce stabilizować po niedawnej przecenie, obecnie wydaje się, że skala osłabienia może być większa i bardziej trwała.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (26 czerwca)</b>							
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (W)	V	mln	1,16	-	1,198
<b>WTOREK (27 czerwca)</b>							
10:00	GER	Indeks Ifo (W)	VI	pkt	105,0	-	105,6
16:00	USA	Zaufanie konsumentów (W)	VI	pkt	102,5	-	103,2
16:00	USA	Sprzedaż domów (W)	VI	mln	6,66	-	6,76
<b>ŚRODA (28 czerwca)</b>							
	<b>POL</b>	<b>Spotkanie RPP – decyzja (W)</b>	<b>VI</b>	<b>%</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
<b>CZWARTEK (29 czerwca)</b>							
<b>11:00</b>	<b>POL</b>	<b>Aukcja zamiany (U)</b>					
10:00	EMU	Podaż pieniądza M3 (W)	V	%	8,8	-	
14:30	USA	Bazowy wskaźnik PCE (W)	I kw.	%		-	2,0
14:30	USA	Finalny PKB (W)	I kw.	%	5,4	-	5,3
14:30	USA	Deflator PKB (W)	I kw.	%	3,3	-	3,3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (W)				-	308,0
20:15	USA	Spotkanie Fed – decyzja (W)	VI	%		-	5,0
<b>PIĄTEK (30 czerwca)</b>							
<b>14:00</b>	<b>POL</b>	<b>Bilans płatniczy (U)</b>	<b>I kw.</b>	<b>mld €</b>	<b>-</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,1</b>
11:00	EMU	Wstępny HICP (W)	VI	% r/r	2,5	-	2,5
11:00	EMU	Wskaźnik nastrojów gospodarczych (W)	VI	pkt	106,3	-	106,7
14:30	USA	Bazowy wskaźnik PCE (W)	V	% m/m	0,2	-	0,2
15:45	USA	Finalny Michigan (W)	VI	pkt	81,0	-	79,1
16:00	USA	Chicago PMI (W)	VI	pkt	59,0	-	6,5

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

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

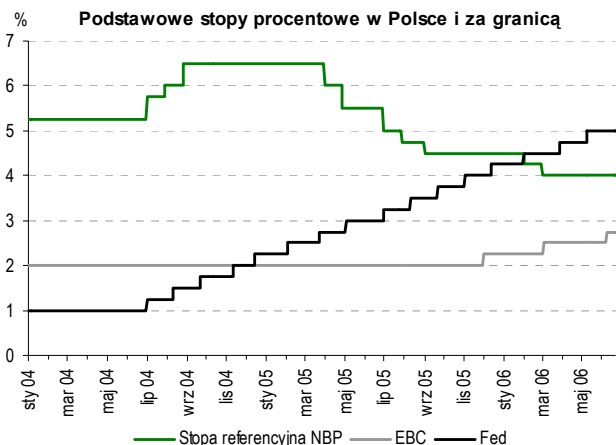
**Piotr Bielski** 022 586 8333

**Piotr Bujak** 022 586 8341

**Cezary Chrapek** 022 586 8342

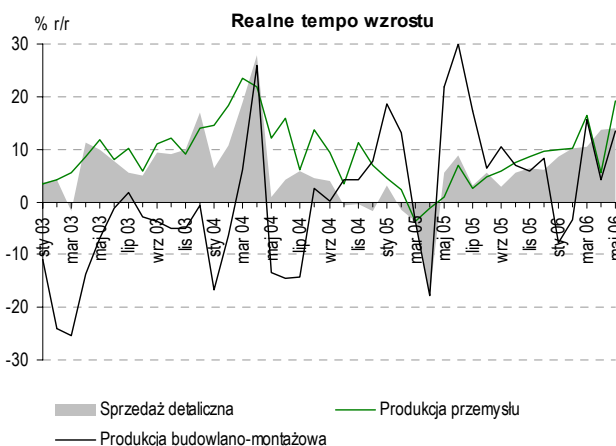
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Tydzień pod znakiem stóp procentowych

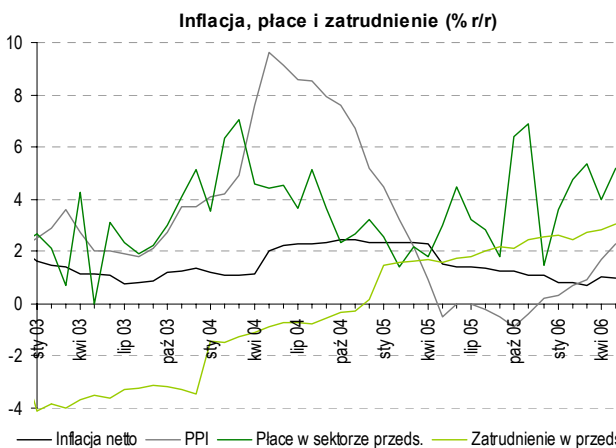


- Ten tydzień na rynkach finansowych upłynie w oczekiwaniu na wyniki posiedzeń banków centralnych.
- W środę będzie znana decyzja polskiej Rady Polityki Pieniężnej. Nie spodziewamy się zmiany stóp, jednak ważny będzie komunikat i ewentualna sugestia RPP, czy bilans ryzyka dla przyszłej inflacji zmienił się pod wpływem ostatnich danych i/lub zmian na rynkach finansowych.
- W czwartek wieczorem zakończy się posiedzenie Fed w USA. Rynek oczekuje podwyżki stóp o 25 pb, jednak tu również kluczowe będzie uzasadnienie decyzji i ewentualne sugestie nt. perspektyw polityki pieniężnej.
- W piątek NBP opublikuje kwartalne dane o bilansie płatniczym za I kw. br. Jak zwykle można się spodziewać rewizji w stosunku do danych miesięcznych, ale nie oczekujemy zmian, które mogłyby zachwiać rynkiem.

## Miniony tydzień w gospodarce – Bardzo dobre wieści z gospodarki, gorsze z polityki



- Dane makroekonomiczne za maj po raz kolejny zaskoczyły rynek wynikami znacznie lepszymi od przewidywań.
- Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 19,1% r/r, a po oczyszczeniu z wahań sezonowych o 15,6% r/r. Produkcja w budownictwie zwiększyła się o 13,4% (7% wyrównana sezonowo). Wartość sprzedaży detalicznej wzrosła o 13,7% r/r, a realnie aż 14% r/r. Zarówno wzrosty sprzedaży, jak i produkcji były najszybsze od czasu boomu przedakcesyjnego i jedne z najwyższych od końca lat 90.
- Te dane bardzo dobrze wróżą szacunkom aktywności gospodarczej w II kwartale br., potwierdzając nasz pogląd, że wzrost PKB osiągnie ok. 5% zarówno w II kwartale, jak i w całym 2006 r. Wiceprezes GUS Halina Dmochowska potwierdziła podczas konferencji prasowej w piątek, że „jest sporo przesłanek, że II kwartał 2006 będzie się charakteryzował wysokim wzrostem PKB”.



- Bardzo pozytywne informacje napływają z rynku pracy. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w maju o 3,1% r/r, co jest najlepszym wynikiem w historii. Płace wzrosły w tym czasie o 5,2% r/r wobec przeciętnego wzrostu o 4,4% r/r w okresie styczeń-kwiecień. Fundusz płac w sektorze firm wzrósł nominalnie o 8,4% r/r i realnie o 7,6% r/r. Stopa bezrobocia spadła do 16,5%, czyli najniższego poziomu od ponad 5 lat. Potwierdza to prognozy szybkiego wzrostu konsumpcji prywatnej w dalszej części roku.
- Równocześnie jednak nie widać oznak nasilającej się presji inflacyjnej. Wprawdzie wzrost PPI o 2,3% był wyższy od oczekiwań, ale wynikał z podwyżek w górnictwie i sektorach energetycznych, a w przetwórstwie przemysłowym ceny praktycznie nie rosły (zaledwie 0,2% r/r). Potwierdza to niska inflacja bazowa – inflacja netto pozostała w maju na poziomie 1,0% r/r, znacznie poniżej celu inflacyjnego 2,5%.

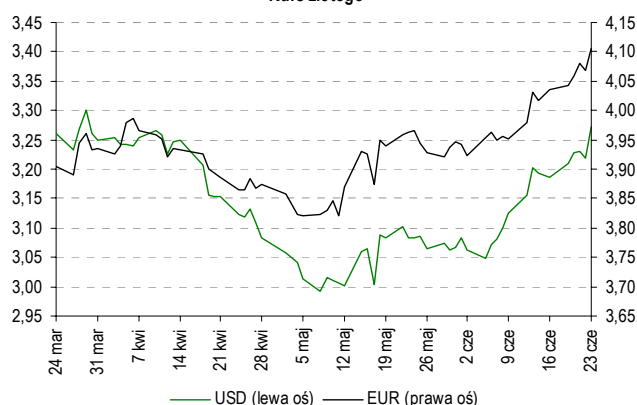
## Cytat tygodnia – Zmiana ministra finansów stała się faktem

**Kazimierz Marcinkiewicz, premier RP; PAP, 23 czerwca**  
*Sytuacja jest dramatyczna i nietypowa. Wniosek RIP dotyczy mojego najbliższego współpracownika. Jednak zasady, które przyjęliśmy w rządzie są jasne. Wystąpiłem o odwołanie wicepremier Gilowskiej i o powołanie dr Pawła Wojciechowskiego. (...) Kotwica budżetowa obowiązuje nieustająco, a sytuacja makro zachęca do tego, żeby w Polsce inwestować. Mogę uspokoić wszystkich inwestorów co do sytuacji w kraju*

Pogłoski o dymisji ministra finansów, pojawiające się od dłuższego czasu, w końcu się zmaterializowały. Niezależnie od powodów rezygnacji, dla rynku ta sytuacja oznacza niepewność o przyszłość polityki fiskalnej. Nowego kandydata na ministra trudno na razie oceniać, ponieważ jest osobą mało znaną rynkowi. Nie dysponuje jednak ani zapleczem politycznym ani uznaną reputacją więc mimo szczerych chęci jego siła przebicia w rządzie i decydowania o kształcie polityki gospodarczej może być ograniczona.

## Monitor rynku

Kurs złotego

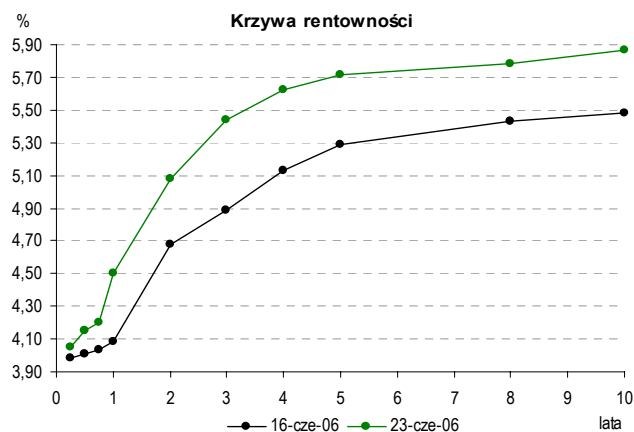


## Złoty najsłabszy od 11 miesięcy, powyżej 4,1 do euro

▪ Złoty osłabiał się od początku minionego tygodnia, m.in. po tym jak węgierski bank centralny podwyższył stopy procentowe oraz przy negatywnym wpływie na region wyników wyborów na Słowacji. Interwencja słowackiego banku centralnego na rynku walutowym lekko wsparła region, jednak dymisja ministra finansów spowodowała osłabienie się kursu złotego do euro do 4,12. EURPLN wzrósł w ciągu tygodnia o ok. 0,9% natomiast USDPLN o 2,7%.

▪ Po serii negatywnych informacji w regionie przyszła kolej także na Polskę. Dymisja wicepremier Gilowskiej może oznaczać ryzyko negatywnych zmian w strukturze budżetu, choć wydaje się, że poziom deficytu budżetowego nie powinien być zagrożony. Kurs EURPLN może wahać się w przedziale 4,06-4,16, a USDPLN między 3,25 a 3,35.

Krzywa rentowności

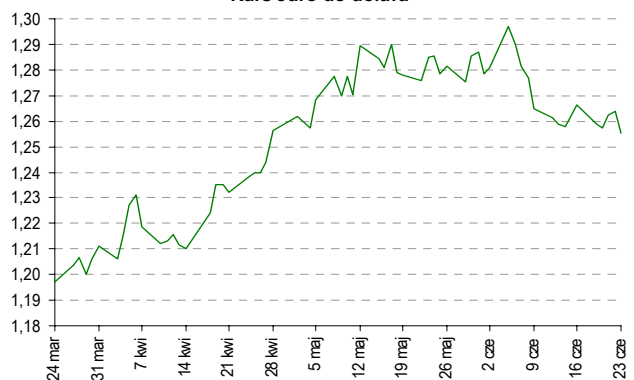


## Dalsze osłabienie obligacji

▪ Kontynuacja wyprzedzaży na rynkach wschodzących powodowała dalsze osłabienie na rynku krajowym, które pogłębiło się po bardzo dobrych danych o płacach i produkcji przemysłowej. Dymisja ministra finansów była kolejnym czynnikiem, który wpłynął na znaczący spadek cen papierów skarbowych (rentowności wzrosły o 40-55 pb) i wzrost stawek FRA.

▪ Na najbliższym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej najprawdopodobniej nie zmieni stóp procentowych. Sądzymy również, że stawki FRA, które wyceniają kilka podwyżek w ciągu kolejnych 12-tu miesięcy są przeszacowane. W dalszym ciągu nie spodziewamy się podwyżek stóp do końca roku, choć dymisja ministra finansów wpływa na podwyżkę naszych prognoz rentowności obligacji.

Kurs euro do dolara

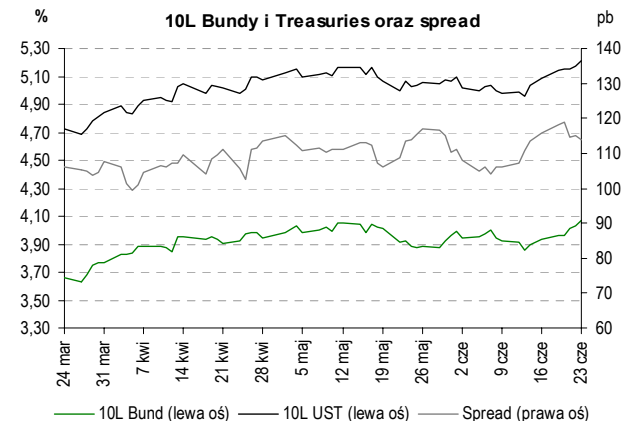


## Ponowne umocnienie dolara przed decyzją Fed

▪ Na początku tygodnia kurs EURUSD oscylował w dosyć wąskim przedziale wahań, powyżej 1,25, choć wypowiedzi prezesa EBC o silnym wzroście gospodarczym i niskim poziomie stóp w EMU nieco umocniły euro. Pod koniec tygodnia dolar ponownie zaczął się umacniać w obliczu oczekiwań podwyżki stóp w USA oraz w związku z wyprzedzażą walut z rynków wschodzących i ucieczką w bezpieczne aktywa.

▪ Sądzymy, że po podwyżce stóp w USA, Fed wstrzyma się z dalszym zacieśnianiem polityki pieniężnej, a kolejne podwyżki w strefie euro będą działały na korzyść wspólnej waluty. Początkowo kurs EURUSD powinien się ustabilizować by w dalszym okresie powrócić do trendu rosnącego. Oczekujemy wzrostu kursu EURUSD do 1,30 do końca 2006 r.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Wzrost rentowności w oczekiwaniu na Fed

▪ W obliczu niewielkiej liczby publikacji danych makroekonomicznych zmienność na bazowych rynkach obligacji była niewielka, a obligacje amerykańskie stopniowo osłabiały się przed przyszłotygodniowym posiedzeniem Fed przy spekulacji na możliwość podwyżki o 50 pb. Rentowności 10-letnich Treasuries wzrosły z 5,1% do 5,2% Bundów wzrosły z 3,92% do 4,07%.

▪ W przyszłym tygodniu kluczowa dla rynków bazowych, ale także dla globalnych nastrojów inwestorów będzie decyzja i komunikat Fed. Sądzymy, że Fed podwyższy stopy o 25 pb i wstrzyma się z kolejnymi podwyżkami do końca roku, choć częściowo rynek wycenia także podwyżkę w sierpniu. Istotne dla rynku będą także dane z rynku nieruchomości, PKB oraz podaż pieniądza i wstępna inflacja HICP dla strefy 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