

Tygodnik ekonomiczny

18 – 24 czerwca 2007

Dane w minionym tygodniu nie zmieniły znacząco obrazu sytuacji, choć zarówno inflacja jak i deficyt obrotów bieżących były wyższe od oczekiwań. Zamiast prognozowanego przez rynek spadku do 2,1% r/r, inflacja w maju pozostała stabilna na poziomie 2,3% r/r zanotowanym w kwietniu. Fundamentalna presja inflacyjna nie uległa jednak wg naszych szacunków nasileniu – wręcz przeciwnie, inflacja netto wzrosła słabiej niż zakładaliśmy (do 1,6%). Deficyt obrotów bieżących był natomiast wyższy niż prognozowano za sprawą mocnego przyspieszenia wzrostu importu, który powiększył deficyt handlowy. Relacja deficytu obrotów bieżących do PKB pozostaje niska (2,4%), a więc sytuacja w bilansie płatniczym nie wydaje się dużym zagrożeniem dla stabilności polskiej gospodarki.

Wydaje nam się, że dla perspektyw polityki pieniężnej dużo ważniejsze będą wydarzenia w tym tygodniu – dane z rynku pracy, produkcja i PPI oraz publikacja *minutes* z majowego posiedzenia Rady. Nasze prognozy wskazują na obniżenie się w maju wszystkich wskaźników w stosunku do kwietnia, tak więc nie powinno to zwiększać ryzyka szybkich podwyżek stóp. Jeśli jednak dane zaskoczą w górę, to rynek zacznie zapewne wyceniać spore szanse na podwyżkę już w czerwcu. A może być tak tym bardziej, że *minutes* będą miały raczej jastrzębi wydźwięk, wskazując, że wniosek o podwyżkę stóp zgłoszony był już maju, a kolejnego należy spodziewać się w czerwcu. Póki co jednak, nie zmieniamy naszego scenariusza bazowego mówiącego o podwyżce stóp procentowych w lipcu.

Pod koniec tygodnia Sejm zaakceptował obniżkę składki rentowej o 7 pkt proc. Od lipca składka ma być obniżona o 3 pkt proc. po stronie pracowników, a od 1 stycznia 2008 roku po 2 pkt proc. po stronie pracowników i pracodawców. Przyjęcie tej ustawy powinno być pozytywne z punktu widzenia sytuacji na rynku pracy oraz ogranicza ryzyko gwałtownego zwiększenia wydatków w przyszłorocznym budżecie.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
WTOREK (19 czerwca)							
14:00	POL	Płace	V	% r/r	8,3	8,0	8,4
14:00	POL	Zatrudnienie	VI	% r/r	4,5	4,4	4,4
11:00	GER	Indeks ZEW	V	pkt	29	-	24
14:00	USA	Liczba nowych budów		mln	1,489	-	1,528
ŚRODA (20 czerwca)							
11:00	POL	Aukcja 1,0-2,0 mld zł obligacji 5-lentich PS0412					
14:00	POL	PPI	V	% r/r	2,1	2,1	2,3
14:00	POL	Produkcja przemysłowa	V	% r/r	9,6	11,4	12,4
CZWARTEK (21 czerwca)							
	POL	Minutes RPP	V				
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych		'000		-	311
18:00	USA	Indeks Philadelphia	VI	pkt	5,5	-	4,2
PIĄTEK (22 czerwca)							
14:00	POL	Inflacja netto	V	% r/r	1,6	1,6	1,5
	POL	Wskaźniki koniunktury	VI				
10:00	GER	Indeks Ifo	VI	pkt	108,4	-	108,6

Źródło: Reuters, BZ WBK

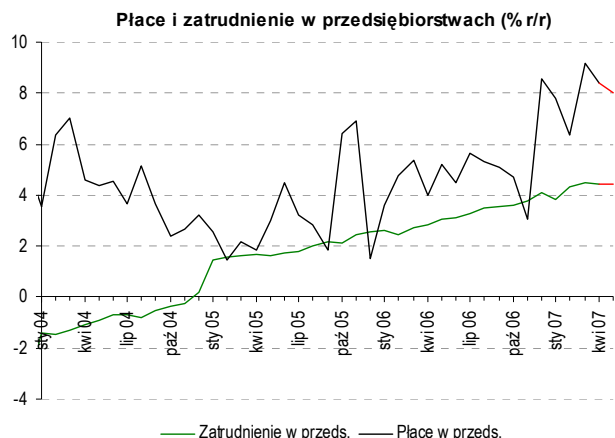
Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363

Piotr Bielski 022 586 8333

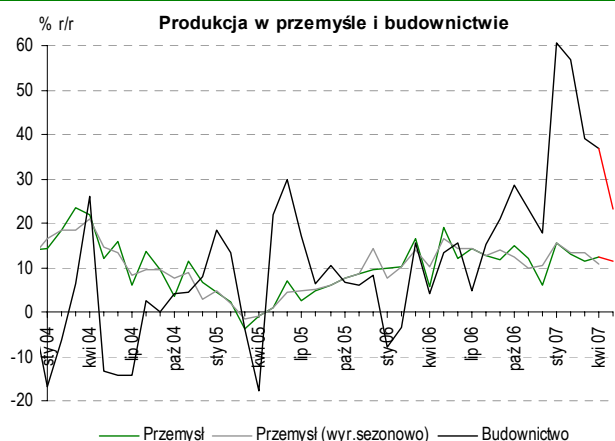
Piotr Bujak 022 586 8341

Cezary Chrapek 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

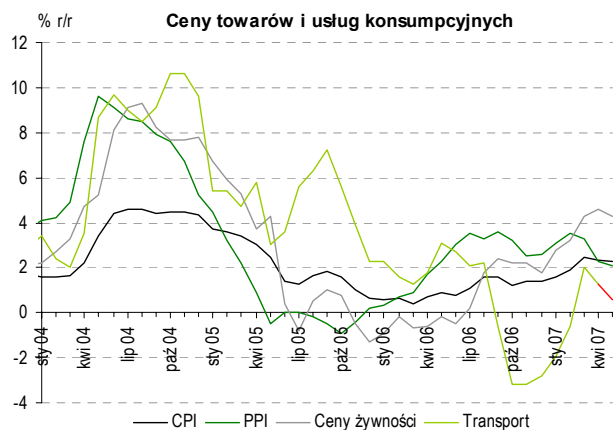
Wydarzenia nowego tygodnia – Mnóstwo ważnych danych i *minutes*

- Co prawda polski rynek finansowy jest w ostatnim czasie głównie pod wpływem czynników globalnych (rewizja oczekiwań co do stóp procentowych na świecie), jednak w tym tygodniu poznamy kluczowe informacje z punktu widzenia oczekiwań odnośnie polityki pieniężnej w Polsce.
- Przede wszystkim, dotyczy to pilnie obserwowanych przez członków Rady Polityki Pieniężnej danych z rynku pracy. Oczekujemy wzrostu płac o 8% r/r w maju, co byłoby wynikiem nieco poniżej średniej oczekiwań rynkowych i mogłoby wesprzeć rynek obligacji.
- Prognozujemy, że wzrost zatrudnienia wyniósł 0,3% m/m, czyli tyle samo co w poprzednim miesiącu, a poniżej wyniku osiągniętego w każdym z miesięcy pierwszego kwartału. Dałoby to roczne tempo wzrostu w wysokości 4,4%. Taki wynik byłby neutralny dla rynku.



- Ponadto, poznamy dane o wzroście produkcji oraz poziomie inflacji PPI i inflacji bazowej.
- Prognozujemy wzrost produkcji o ok. 11%, co jest bliskie oczekiwaniom rynkowym i spójne ze scenariuszem delikatnego spowolnienia gospodarki w drugim kwartale.
- Jednocześnie, tempo wzrostu cen producenta powinno po raz kolejny spowolnić - prognozujemy wskaźnik dwunastomiesięczny na poziomie 2,1%.
- W związku z powyższym, nie wydaje nam się aby dane miesięczne za maj miały doprowadzić do zwiększenia obaw uczestników rynku o podwyżkę stóp procentowych już w czerwcu. Choć warto pamiętać, że *minutes* z posiedzenia Rady w maju, które poznamy w tym tygodniu, zapewne pokaże chęć części członków Rady do takiego ruchu. Dokument ten może mieć więc wydźwięk dość jastrzębi.

Miniony tydzień w gospodarce – Dane o inflacji raczej neutralne



- Inflacja w maju pozostała bez zmian wobec kwietnia na poziomie 2,3% zamiast oczekiwanego przez rynek i Ministerstwo Finansów spadku do 2,1% r/r i prognozowanego przez nas słabszego spadku do 2,2% r/r.
- Wyższy od oczekiwań wskaźnik wynikał głównie ze wzrostu cen żywności (o 1,2% m/m i 4,3% r/r). Wzrost cen w transporcie (za sprawą wzrostu cen paliw) wyniósł 0,8% m/m i 0,6% r/r, a ceny pozostałych składników koszyka konsumpcyjnego rosły nieco wolniej niż oczekiwaliśmy.
- W rezultacie, według naszych szacunków inflacja netto w maju wzrosła do zaledwie 1,6% z 1,5% w kwietniu.
- Ścieżka przyszłej inflacji nie ulega, naszym zdaniem, istotnej zmianie - w czerwcu wzrost w okolice celu, pod koniec lata spadek poniżej 2%, a na koniec roku ponownie wzrost, nieznacznie powyżej celu inflacyjnego (2,5%).

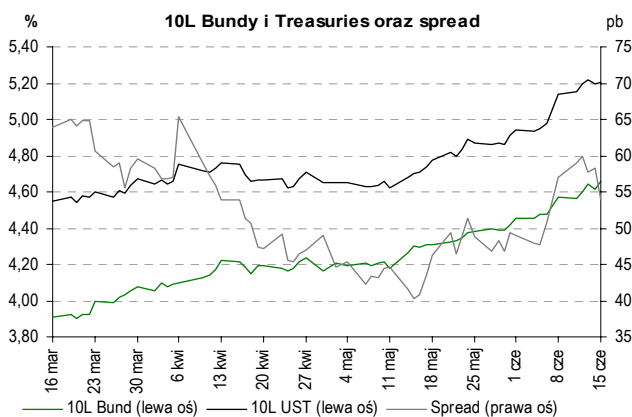
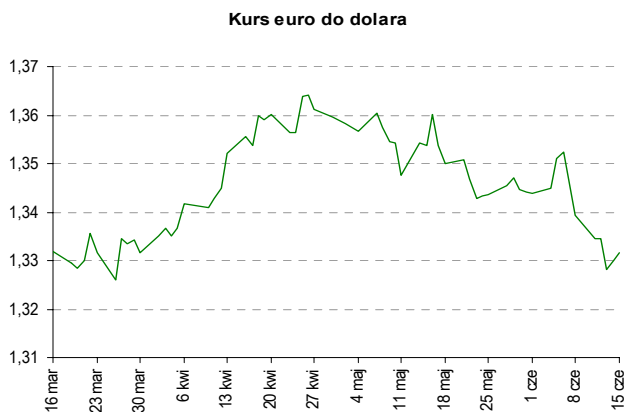
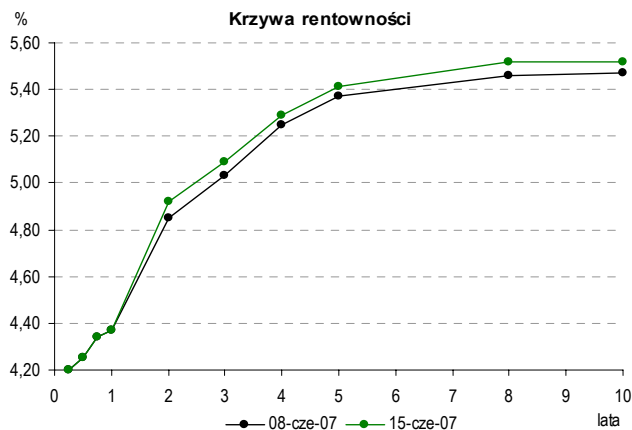
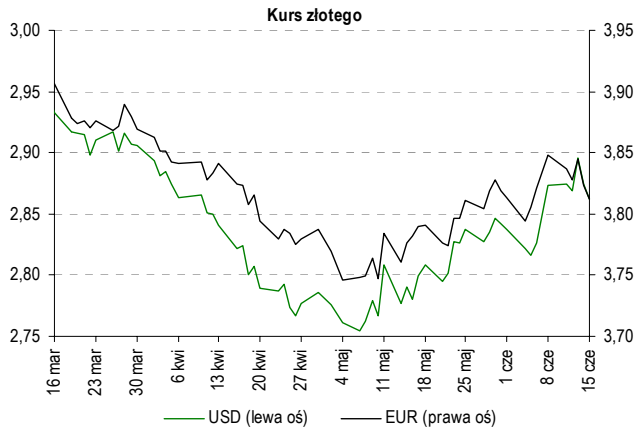
Cytat tygodnia – Powinniśmy się liczyć z koniecznością podwyżki

Jan Czekaj, członek RPP; Reuters, 14 czerwca

Rynek pracy jest kluczowy, ale wszystkie dane są teraz bardzo ważne. Płace w ostatnich miesiącach rosły szybko, ale nie jest to jeszcze wzrost alarmujący, szczególnie w kontekście wysokiej wydajności pracy. (...) Biorąc pod uwagę całokształt sytuacji gospodarczej powinniśmy się liczyć z koniecznością podwyżki stóp procentowych, w tym roku i w przyszłym. (...) Ale kiedy podwyżki miałyby nastąpić i z jaką siłą, to będzie uzależnione od danych napływających z gospodarki. Jeśli płace nie wzrosły już tak silnie w maju, jak w kwietniu i marcu, to w kontekście słabszej trochę dynamiki produkcji i sprzedaży, może oddalić się perspektywa zacieśnienia polityki pieniężnej. To jednak będzie wiadome za kilka dni.

Uczestnikom rynku już od dłuższego czasu wydaje się, że wbrew temu co zostało powiedziane po kwietniowej konferencji prasowej RPP, ówczesna podwyżka była raczej początkiem cyklu niż ruchem jednorazowym. Niewiadomą jest natomiast moment kiedy nastąpi kolejny ruch. Jan Czekaj, który wydaje się być kluczowym członkiem Rady dla uformowania większości popierającej podwyżkę, nie dał odpowiedzi na to pytanie, uzależniając decyzje od kolejnych danych. Co ciekawe jednak, nie uważa on wzrostu płac rzędu 8-9% za alarmujący z punktu widzenia przyszłej inflacji. Podtrzymujemy prognozę podwyżki stóp w lipcu. Warto zauważyć, że Czekaj powiedział, że oddalić perspektywę podwyżek może słabszy wzrost płac, produkcji i sprzedaży detalicznej w maju, którego właśnie oczekujemy.

Monitor rynku



Lekkie odreagowanie złotego

■ Po sporym osłabieniu obserwowanym w ostatnich tygodniach w ciągu ostatnich dni doszło do odreagowania na krajowym rynku walutowym. Umocnienie krajowej waluty szło w parze ze wzrostami na warszawskiej giełdzie oraz osłabieniem amerykańskiej waluty pod koniec tygodnia, mimo sporego osłabienia krajowych obligacji.

■ Pod koniec tygodnia obserwowane było pewne umocnienie złotego i innych walut rynków wschodzących oraz wzrost apetytu na ryzyko (EURPLN poniżej 3,80). O ile w średnim terminie podtrzymujemy prognozę umocnienia złotego, na najbliższy tydzień obniżamy przedziały wahań dla euro i dolara do 3,76-3,86 dla EURPLN, a dla USDPLN do 2,81-2,91, czyli z delikatną asymetrią w górę.

Kontynuacja osłabienia

■ Negatywne nastroje na światowych głównych rynkach długu po raz kolejny przeniosły się również na polski rynek obligacji. Rentowności wzrosły w ciągu tygodnia o ok. 5-6 pb wzdłuż całej krzywej. Dane o inflacji CPI negatywnie zaskoczyły rynek i przyczyniły się do lekkiego osłabienia, z kolei komentarze członków RPP nie miały dla rynków decydującego znaczenia.

■ Mimo wyższego majowego CPI jego struktura była dosyć pozytywna w kontekście inflacji netto, którą poznamy pod koniec tygodnia. Spodziewane przez nas lekkie spowolnienie wzrostu płac może osłabić oczekiwania na szybsze podwyżki. Kluczowy może okazać się protokół z majowego posiedzenia RPP. Ważne będą też dane o produkcji. Oczekujemy stabilizacji stawek, choć tu decydujący może być wpływ rynków bazowych.

EURUSD najniższy od 3 miesięcy

■ Umocnienie dolara wobec wspólnej waluty było kontynuowane w minionym tygodniu i było związane, m.in. ze znaczącym wzrostem rentowności amerykańskich obligacji skarbowych względem europejskich stawek. Kurs EURUSD spadł do najniższego poziomu od 3 miesięcy, czemu pomogły m.in. dobre dane o sprzedaży detalicznej w USA. Amerykański CPI opublikowany pod koniec tygodnia nieco negatywnie wpłynął na dolara.

■ W najbliższym tygodniu na rynkach zagranicznych będzie stosunkowo mniej publikacji, a inwestorzy zwrócą uwagę przede wszystkim na indeksy aktywności gospodarczej w Niemczech (ZEW i Ifo) oraz indeks Philadelphia w Stanach Zjednoczonych. Ponadto poznamy również kolejne dane z rynku nieruchomości w USA.

Spore wahania na rynkach bazowych

■ Wzrost rentowności na rynkach bazowych długu był obserwowany również w ostatnich dniach, co było związane z obawami o inflację w USA, o dalsze podwyżki przez główne banki centralne na świecie oraz z oczekiwaniami na publikację danych. Rentowności 10-letnich obligacji w USA wzrosły do 5,3%, a do Bundów do 4,69%. Pod koniec tygodnia nastąpiło lekkie odreagowanie odpowiednio do poniżej 5,2% i 4,65%.

■ W tym tygodniu istotne będą dane o liczbie nowych budów, które mogą potwierdzić spowolnienie w USA oraz wskaźniki aktywności publikowane w strefie euro jak i w USA, które mogą wskazać czy ożywienie w przemyśle w USA i EMU będzie podtrzymane. Warto również zwrócić uwagę na wystąpienia bankierów centralnych.

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