

# Tygodnik ekonomiczny

25 czerwca – 1 lipca 2007

Opublikowane w minionym tygodniu *minutes* z posiedzenia RPP w maju zawierały zrównoważoną argumentację dotyczącą różnych czynników, mających wpływ na perspektywy inflacji i żadnemu z opisywanych poglądów nie przypisano autorstwa większości członków Rady. Dlatego naszym zdaniem dokument nie wnosi wiele nowego do oceny rozkładu opinii w Radzie. Według nas majowe *minutes* potwierdzają, że chociaż większość członków RPP jest przekonana o konieczności pewnego zaostrzenia polityki pieniężnej (co znalazło odzwierciedlenie w podwyżce stóp w kwietniu), to jednocześnie w Radzie nie ma zgody co do tego, jaka powinna być łączna siła zacieśnienia krajowej polityki pieniężnej, na którą składa się liczba podwyżek, ich jednostkowa skala oraz odstępy pomiędzy nimi. W majowych *minutes* nie było jasnych wskazówek co do zdania większości członków Rady w tych kwestiach, a zatem nie stanowią one jasnej wskazówki na temat tego, jaka będzie ścieżka stóp procentowych w przyszłości. Ponadto, dane opublikowane w minionym tygodniu miały mieszany wydźwięk. Z jednej strony słabsze wyniki przemysłu i budownictwa zapowiadają spadek dynamiki PKB, ale z drugiej strony wraz ze statystykami z rynku pracy potwierdziły pogorszenie relacji pomiędzy dynamiką płac i wydajności pracy. Biorąc pod uwagę ostatnie wypowiedzi członków Rady, uważamy, że na posiedzeniu w czerwcu przynajmniej pięciu z nich (w tym prezes z rozstrzygającym głosem) wstrzyma się z podwyżką stóp, chcąc poczekać na kolejne dane. Za najbardziej prawdopodobny scenariusz nadal uważamy podwyżkę stóp w lipcu, a następna mogłaby nastąpić pod koniec roku.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (25 czerwca)</b>							
16:00	USA	Sprzedaż domów	V	mln	5,965	-	5,99
<b>WTOREK (26 czerwca)</b>							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna	V	% r/r	15,8	15,0	15,1
10:00	POL	Stopa bezrobocia	V	%	13,1	13,0	13,7
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	V	mln	0,93	-	0,981
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	VI	pkt	105,0	-	108,0
<b>ŚRODA (27 czerwca)</b>							
	POL	Spotkanie RPP – decyzja		%	4,25	4,25	4,25
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	V	%	0,0	-	0,8
<b>CZWARTEK (28 czerwca)</b>							
10:00	EMU	Podaż pieniądza	V	% r/r	10,3	-	10,4
14:30	USA	Wstępny PKB	I kw.	%	0,7	-	0,6
14:30	USA	Bazowy PCE	I kw.	%	2,2	-	2,2
14:30	USA	Deflator PKB	I kw.	%	4,0	-	4,0
20:15	USA	Spotkanie Fed - decyzja		%	5,25	-	5,25
<b>PIĄTEK (29 czerwca)</b>							
11:00	EMU	Wskaźnik nastrojów	VI	pkt	111,7	-	111,9
11:00	EMU	Wstępny HICP	VI	% r/r	1,9	-	1,9
14:30	USA	Bazowy PCE	V	%	3,3	-	3,3
15:45	USA	Chicago PMI	VI	pkt	57,5	-	61,7
16:00	USA	Finalny Michigan	VI	pkt	84,3	-	88,3

Źródło: Reuters, BZ WBK

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

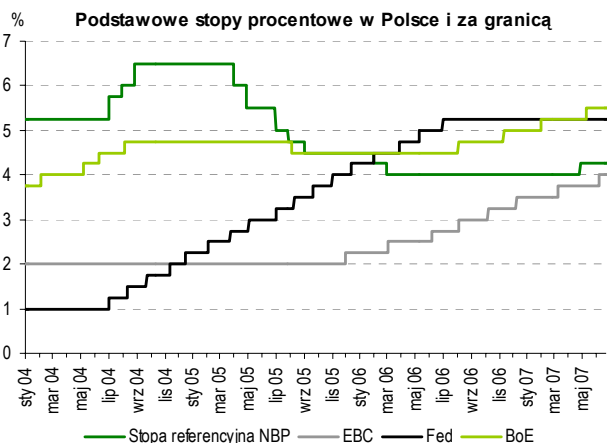
**Piotr Bielski** 022 586 8333

**Piotr Bujak** 022 586 8341

**Cezary Chrapek** 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Kolejne dane oraz posiedzenie RPP i Fed

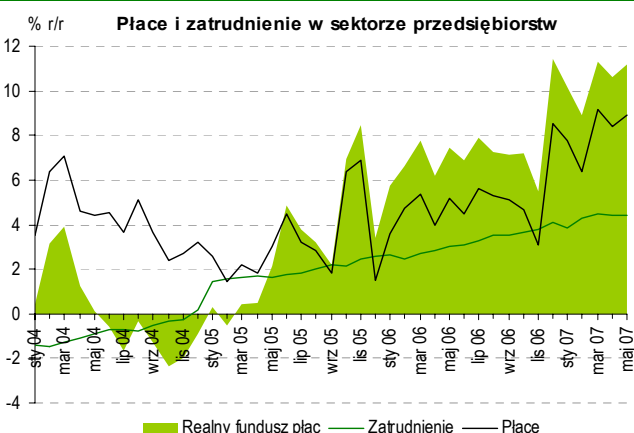


W tym tygodniu głównym wydarzeniem na krajowym rynku finansowym będzie posiedzenie RPP. Wobec niepewności uczestników rynku dotyczącej terminu najbliższej podwyżki oraz dalszej ścieżki stóp, istotną będzie zarówno sama decyzja, jak i komunikat Rady.

Przed śródowną decyzją RPP we wtorek poznamy jeszcze dane o sprzedaży detalicznej i bezrobociu rejestrowanym w maju. Przy równowadze poglądów w Radzie, każda pojedyncza publikacja danych może mieć znaczenie dla wyniku posiedzenia Rady.

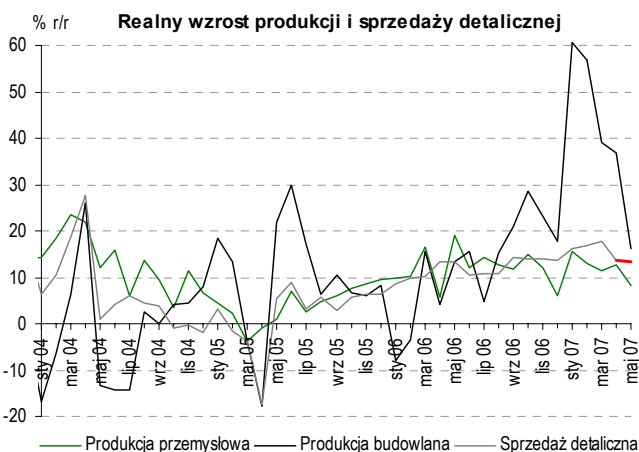
Poza tym, nasz rynek będzie oczywiście również pod wpływem rozwoju sytuacji na rynkach zagranicznych, na które każdego dnia tygodnia trafiać będą ważne dane z USA. Kluczowym wydarzeniem będzie posiedzenie Fed w czwartek. Oczekuje się, że tym razem stopy pozostaną bez zmian, ale ważne będą wskazówki na przyszłość.

## Miniony tydzień w gospodarce – Mieszane dane majowe



Statystyki z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw za maj były mieszane. Wzrost płac był nieco szybszy niż oczekiwał rynek i wyniósł 8,9% r/r, pozostając w przedziale 8-9%, o którym członek RPP Jan Czekaj mówił, że nie można go uznać za alarmujący (pisał o tej wypowiedzi tydzień temu). Natomiast wzrost zatrudnienia okazał się słabszy od oczekiwań rynku i zgodnie z naszą prognozą wyniósł 4,4% r/r.

Dane potwierdziły silny wzrost dochodów gospodarstw domowych (realny fundusz płac wzrósł w maju w firmach o 11,2%, czyli silniej niż średnio w czterech pierwszych miesiącach roku) i stopniowe pogorszenie relacji dynamiki płac do wydajności pracy. Nie odbiegały jednak istotnie od oczekiwań, a więc nie wpłynęły naszym zdaniem na obraz sytuacji gospodarczej i perspektyw inflacji postrzegany przez RPP.



Dane o produkcji były słabsze niż oczekiwane, pokazując wzrost produkcji przemysłowej o 8,1% r/r i 16,3% r/r (wobec oczekiwań na poziomie odpowiednio 10% i 20%). Dynamika ekspansji przemysłu i budownictwa pozostaje jednak ciągle solidna, choć ryzyko dla naszej prognozy wzrostu PKB w II kw. na poziomie 6,5% stało się po tych danych nieco asymetryczne w dół.

Na pewne spowolnienie wzrostu PKB w II kw. wskazały również indeksy koniunktury GUS za czerwiec.

Ceny produkcji przemysłowej zwiększyły się w maju o 2,2% r/r, tak samo jak w kwietniu. Dynamika cen w przetwórstwie przemysłowym wzrosła umiarkowanie do 1,9% r/r z 1,7% r/r w kwietniu.

Inflacja netto zgodnie z szacunkami wyniosła w maju 1,6% r/r, potwierdzając, że na razie fundamentalna presja inflacyjna pozostaje słaba, choć stopniowo narasta.

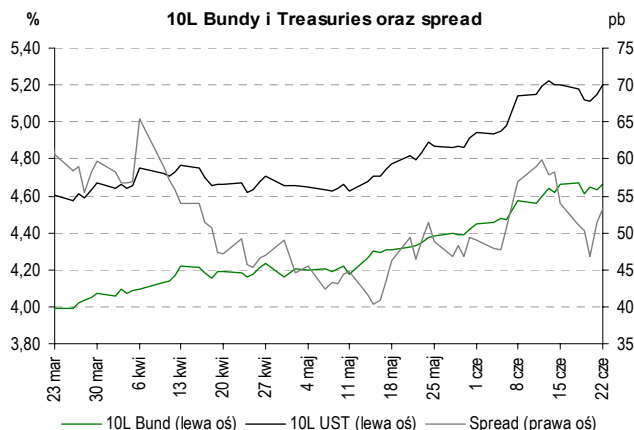
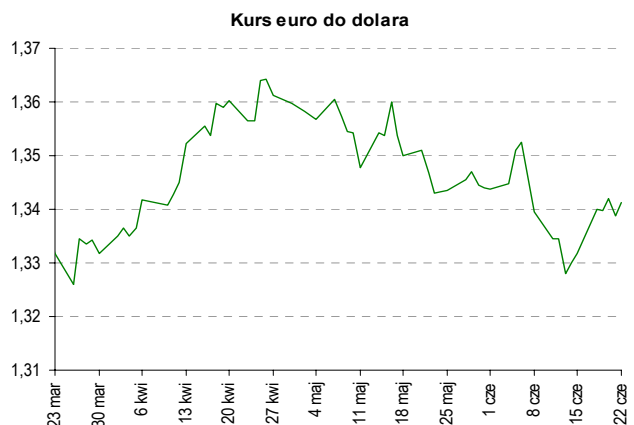
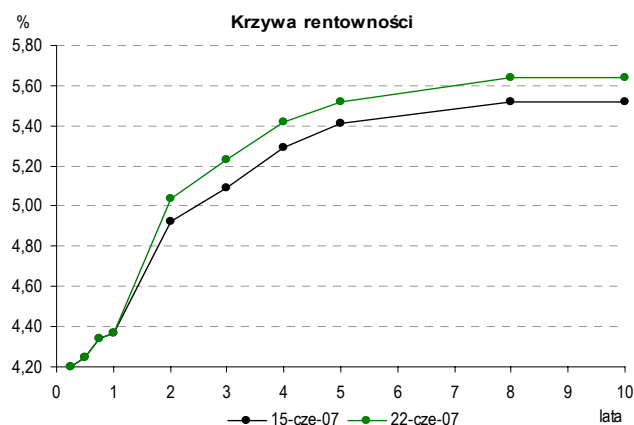
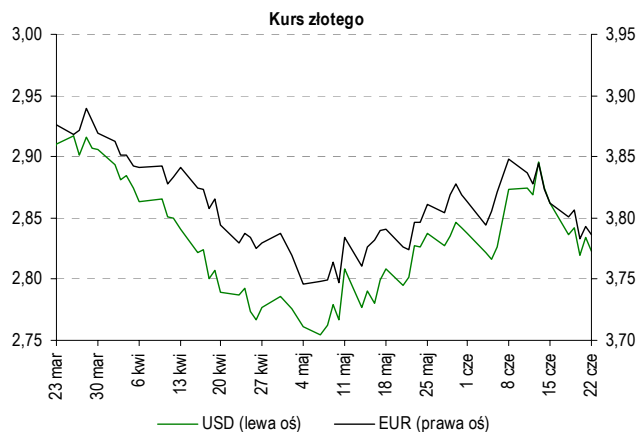
## Cytat tygodnia – Czekamy na dane za maj i czerwiec oraz nową projekcję

**Jan Czekaj, członek RPP; Gazeta Prawna, 18 czerwca**

*Na pewno czynnikiem wpływającym na naszą ocenę będzie lipcowa projekcja i dane za kolejne miesiące: maj i czerwiec. Na razie sprzyja nam kurs walutowy, złoty powinien pozostać mocny, nawet z lekką tendencją do umocnienia. Jest też grupa towarów podlegających zjawisku globalizacji i nadal to zjawisko powinno być naszym sprzymierzeńcem. (...) Obecnie wydaje się też, że w 2008 roku nie powinniśmy przekroczyć 3,5%, choć gdyby inflacja wzrastała i projekcje wykazywały na ryzyko wzrostu ponad 3,5%, czego dziś wykluczyć nie można, to na pewno nie będziemy pasywni.*

Najnowsze wypowiedzi prof. Czekaja, którego głos jest obecnie kluczowy dla wyników posiedzeń RPP, sugerują, że chociaż kolejne podwyżki stóp są potrzebne, to nie należy się z nimi nadmiernie spieszyć. Członek RPP zwraca uwagę, że lepsza ocena sytuacji przez RPP będzie możliwa po otrzymaniu przez Radę zarówno danych za maj, jak i za czerwiec. Ponadto, wskazuje on, że znaczenie dla oceny sytuacji przez RPP będzie miała również nowa projekcja inflacji. W sumie, jego wypowiedź sugeruje, że kolejna podwyżka stóp jest bardziej prawdopodobna dopiero w lipcu niż już w czerwcu. Dlatego nie zmieniamy naszych oczekiwań, że następane podwyższenie kosztu pieniądza zostanie dokonane przez Radę na lipcowym posiedzeniu.

## Monitor rynku



## Lekkie odreagowanie złotego

Przez kilka ostatnich dni złoty oscylował w wąskim przedziale wahań wobec głównych walut. Kurs EURPLN znajdował się nieco poniżej poziomu 3,80 a kurs USDPLN powyżej 2,82. Pozytywny wpływ na krajową walutę miały dane o placach, które były wyższe od oczekiwań i przyczyniły się do wzrostu oczekiwań na szybsze podwyżki stóp procentowych. W dalszej części tygodnia doszło do lekkiego odreagowania.

Stabilizacji złotego może sprzyjać uspokojenie sytuacji na amerykańskim rynku długu oraz notowań dolara na międzynarodowych rynkach. W dalszym ciągu podtrzymujemy scenariusz umocnienia złotego w średnim terminie. Spada nieco prawdopodobieństwo głębszej przeceny. Na przyszły tydzień obniżamy przedział wahań dla kurs EURPLN do 3,75-3,85 a USDPLN do 2,78-2,88.

## Negatywne nastroje na rynku długu

Mimo pewnej stabilizacji na bazowych rynkach długu, które w ostatnich tygodniach miały decydujące znaczenie dla ruchów na krajowym rynku doszło do dalszego osłabienia. Wzrost rentowności były kontynuowane m.in. za sprawą lepszych danych z rynku pracy oraz jastrzębich komentarzy członków RPP, które znalazły odzwierciedlenie w *minutes*. Słabsze dane o produkcji nie pomogły wobec kiepskich nastrojach na rynku.

Dane o placach nieznacznie przekroczyły konsensus, a komentarze członków RPP wskazują na zrównoważony podział głosów w RPP, co naszym zdaniem nie wystarczy do podwyżki stóp w czerwcu. Podtrzymujemy prognozę, że kolejny ruch nastąpi w lipcu. Dane o sprzedaży detalicznej nie powinny zmienić tego scenariusza.

## Stabilizacja dolara ...

Wobec niewielkiej liczby publikacji w strefie euro jak i w USA nastąpiło lekkie osłabienie dolara. Kurs EURUSD oscylował w dosyć wąskich przedziałach i wzrósł do 1,342, nieznacznie powyżej poziomu z ubiegłego piątku. Euro zyskało mimo słabszego indeksu ZEW, przy danych z rynku nieruchomości w USA poniżej konsensusu. Znacznie mocniejszy od oczekiwań wskaźnik Philadelphia Fed potwierdził tendencję ożywienia w przemyśle w USA, jednak nie przełożyło się to w istotny sposób na dolara.

W tym tygodniu po danych z amerykańskiego rynku nieruchomości i zrewidowanych danych o PKB nastąpi kluczowe wydarzenie tygodnia – publikacja decyzji i komunikatu Fed. Ten może pokazać na ile realny jest wyceniany przez rynek brak obniżek stóp.

## ... oraz bazowych rynków obligacji

Po znaczących ruchach w minionych tygodniach w ostatnich dniach rynki bazowe nieco się ustabilizowały. Początkowo do wzrostów cen przyczyniły się słabsze dane z rynku nieruchomości w USA, jednak po podwyżce stóp w Szwecji, jastrzębich *minutes* Banku Anglii oraz wyższym od prognoz indeksie Philadelphia doszło do ponownego osłabienia. Rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów niemal nie zmieniły się wobec poprzedniego piątku (odpowiednio 5,19% i 4,66%).

Kluczowy dla bazowych rynków obligacji będzie komunikat Fed. Ważne będą też kolejne dane z rynku nieruchomości, choć istotniejsze mogą być dane o nastrojach konsumentów oraz aktywności gospodarczej w USA. Warto zwrócić uwagę również na kluczowy z punktu widzenia Fed wskaźnik PCE.

---

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