

# Tygodnik ekonomiczny

23 – 29 lipca 2007

W tym tygodniu poznamy kolejne dość istotne dane z polskiej gospodarki oraz z zagranicy. Głównym wydarzeniem dla rynku krajowego będzie jednak posiedzenie decyzyjne Rady Polityki Pieniężnej. Tym razem członkowie RPP będą mieli do dyspozycji, obok standardowego zestawu danych, nowy *Raport o inflacji* zawierający m.in. aktualną projekcję inflacji i PKB. Nowa ścieżka inflacji przewidywana w raporcie potwierdzi prawdopodobnie ryzyko wzrostu CPI do górnej granicy celu pod koniec 2008 roku. Jednak ostatnie decyzje RPP o podwyżkach w kwietniu i czerwcu brały to już pod uwagę. Można się spodziewać, że wniosek o kolejną podwyżkę stóp będzie zapewne przedmiotem dyskusji na tym posiedzeniu Rady, jednak spodziewamy się, że tym razem nie uzyska on większości (nawet jeden z bardziej jastrzębich członków RPP sugerował ostatnio większą „swobodę decyzyjną”), a bardziej prawdopodobnym terminem podwyżki jest sierpień. Dla uczestników rynku ciekawe mogą być publikowane w *Raporcie o inflacji* wyniki głosowań nad wnioskami o podwyżkę stóp, które nie zdobyły większości w marcu i maju. Być może pomogą one w ocenie rozkładu sił w Radzie i ułatwią przewidywanie kolejnych decyzji.

Za granicą na pierwszy plan wysuną się wstępne szacunki nt. wzrostu PKB w II kwartale w USA. Powinny one pokazać, że po dość wyraźnym osłabieniu koniunktury w I kwartale amerykańska gospodarka zaczęła wchodzić na ścieżkę szybszego wzrostu, co może poprawić nastawienie inwestorów do rynków wschodzących. Ważne będą również dane nt. sprzedaży domów w USA, w związku z obawami, że problemy na rynku nieruchomości mogą się jeszcze pogłębić. W Europie najważniejszą publikacją będzie niemiecki wskaźnik nastrojów Ifo oraz podaź pieniądza w strefie euro, które mogą wpłynąć na oczekiwania nt. tempa podwyżek przez EBC.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (23 lipca)</b>							
	POL	Wskaźniki koniunktury	VII				
14:00	POL	Inflacja bazowa netto	VI	% r/r	1,7	1,8	1,6
<b>WTOREK (24 lipca)</b>							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna	VI	% r/r	15,0	13,9	14,8
10:00	POL	Stopa bezrobocia	VI	%	12,5	12,4	13,0
	POL	Spotkanie RPP					
<b>ŚRODA (25 lipca)</b>							
	POL	Spotkanie RPP – decyzja		%	4,50	4,50	4,50
16:00	USA	Sprzedaż domów	VI	mln	5,92	-	5,99
<b>CZWARTEK (26 lipca)</b>							
10:00	GER	Indeks Ifo	VII	pkt	106,5	-	107,0
10:00	EMU	Podaż pieniądza	VI	% r/r	10,7	-	10,7
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	VI	%	1,4	-	-2,4
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	VI	mln	0,901	-	0,915
<b>PIĄTEK (27 lipca)</b>							
14:30	USA	Wstępny PKB	II kw.	%	3,2	-	0,7
14:30	USA	Bazowy PCE	II kw.	%	2,3	-	2,4
14:30	USA	Deflator PKB	II kw.	%	3,2	-	4,2
16:00	USA	Finalny indeks Michigan	VII	pkt	86,0	-	85,3

Źródło: Parkiet, Reuters, BZ WBK

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

**Piotr Bielski** 022 586 8333

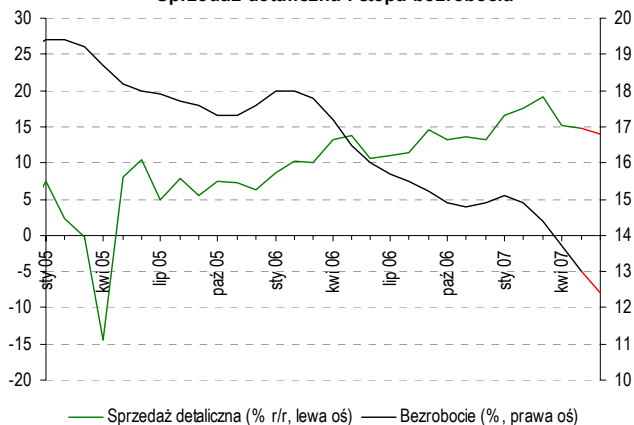
**Piotr Bujak** 022 586 8341

**Cezary Chrapek** 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

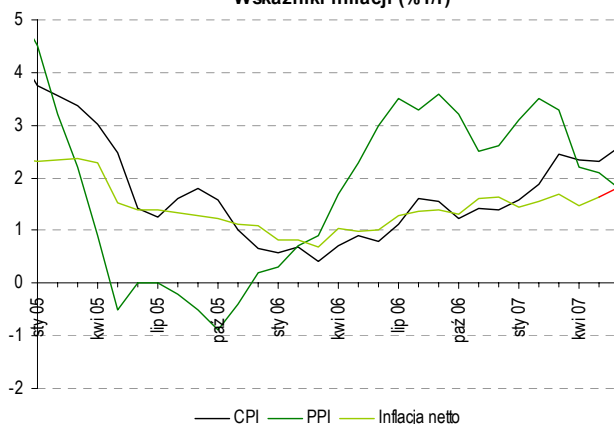
## Wydarzenia nowego tygodnia – Sporo danych, decyzja RPP i raport o inflacji

Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia



- Pierwsza połowa tygodnia będzie dość intensywna pod względem nowych wydarzeń i publikacji w kraju, za to druga będzie obfitować w informacje z zagranicy.
- Dane o inflacji bazowej pokażą zapewne lekki wzrost (inflacja netto do 1,8% r/r), chociaż z nadal niskich poziomów, świadcząc o tym, że presja inflacyjna rośnie ale bardzo umiarkowanie.
- Dynamika sprzedaży detalicznej może zaskoczyć *in plus* biorąc pod uwagę mocne czerwcowe dane z rynku pracy, pokazując podtrzymanie szybkiego wzrostu konsumpcji.
- Optymistyczne będą też zapewne dane o bezrobociu które w czerwcu ponownie mocno spadło w efekcie utrzymującego się silnego popytu na pracę.
- Dane GUS o koniunkturze będą wskazówką nt. nastrojów w przedsiębiorstwach na początku III kwartału.

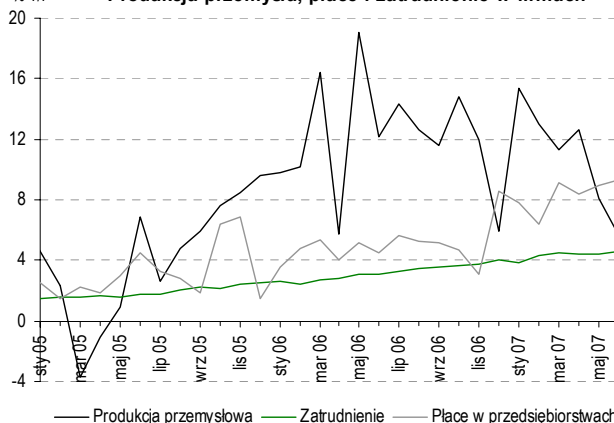
Wskaźniki inflacji (% r/r)



- Kluczowym wydarzeniem dla polskiego rynku będzie decyzja Rady Polityki Pieniężnej, którą poznamy w środę.
- Opublikowane w ub. tygodniu *minutes* z ostatniego posiedzenia nie były zbyt pomocne w przewidywaniu terminu kolejnych ruchów. Jednak większość uczestników rynku (my również) spodziewa się, że po podwyżce stóp w czerwcu, kolejna zmiana nastąpi dopiero w sierpniu.
- Na tym posiedzeniu członkowie RPP będą mieli do dyspozycji nowy *Raport o inflacji* (uczestnicy rynku poznają jego treść w czwartek). Nowa projekcja inflacji może być bardziej pesymistyczna od poprzedniej, jednak warto pamiętać, że RPP nie w pełni identyfikuje się z jej wynikami.
- Za granicą na uwagę zasługują głównie dane z USA nt. PKB w II kw. oraz sprzedaży domów, jak również niemiecki wskaźnik Ifo za lipiec.

## Miniony tydzień w gospodarce – Niejednoznaczny zestaw danych czerwcowych

Produkcja przemysłu, płace i zatrudnienie w firmach



- Wzrosty płac i zatrudnienia w czerwcu były wyraźnie powyżej prognoz, przyspieszając do odpowiednio 9,3% r/r i 4,6% r/r. W efekcie fundusz płac zwiększył się o 14,4% r/r nominalnie i 11,5% realnie.
- Wzrost produkcji w przemyśle zwolnił do 5,6% r/r, a w budownictwie do 3,7% r/r (po korekcie sezonowej odpowiednio 8% i 9,9% r/r). Jednak, naszym zdaniem, to tylko przejściowe spowolnienie, a nie trwała tendencja.
- W związku z tym relacja między dynamiką płac a wydajnością pracy, która się mocno pogorszyła w czerwcu, nie będzie aż tak zła w kolejnych miesiącach.
- Dynamika PPI spadła w czerwcu do 1,8% r/r z 2,1% w maju, głównie dzięki wysokiej bazie. Ceny wzrosły o 0,6% m/m za sprawą podwyżek w branży tytoniowej i paliwowej.

## Cytat tygodnia – Będą podwyżki, ale raczej nie w lipcu

**Dariusz Filar, członek RPP; PAP, 17 lipca**

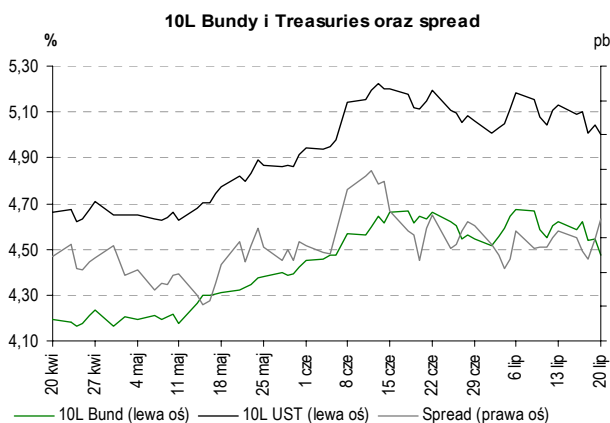
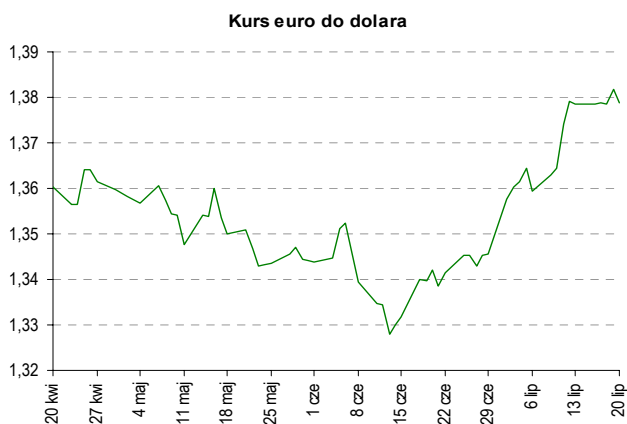
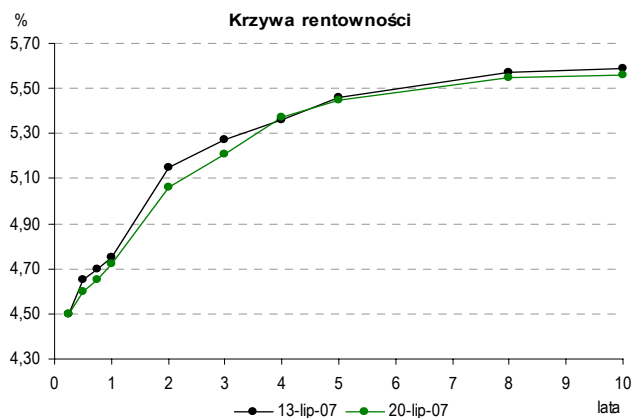
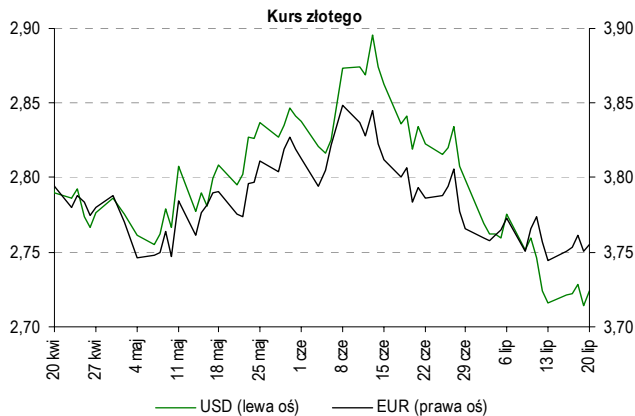
*Liczę się z tym, że komplet danych w lipcu może być argumentem na rzecz kontynuacji zacieśnienia polityki pieniężnej, ale podejmując decyzję w czerwcu Rada miała wybór czy zrobić to w czerwcu czy w lipcu. Zrobiła to w czerwcu w związku z tym nieco poszerzyła margines swobody decyzyjnej.*

**Stanisław Owsiak, członek RPP; PAP, 17 lipca**

*Tak długo, jak inflacja nie sięgnie 3%, a wzrost płac nie przekroczy 10%, nie musimy podejmować żadnych kroków. Dwie podwyżki stóp były wystarczające, żeby wysłać sygnał ostrzegawczy i udowodnić, że członkowie Rady mają sytuację pod kontrolą. Nie widzę żadnego ryzyka szybkiego wzrostu cen w średnim okresie.*

Ostatnie komentarze członków RPP najwyraźniej przygotowują rynek na podwyżkę stóp procentowych. Jednak główne pytanie dotyczy tego czy nastąpi ona już w lipcu czy w sierpniu. Warto zwrócić uwagę, że nawet jeden z najbardziej jastrzębich członków Dariusz Filar nie opowiada się mocno za koniecznością działania już w lipcu. Co ciekawe, ton jego wypowiedzi zbliżył się do Mirosława Pietrewicza, który mówił, że możliwe są dalsze podwyżki, choć niekoniecznie w lipcu. Skrajne poglądy w Radzie zaczęły zbiegać do konsensusu, chociaż nadal są i tacy (jak Stanisław Owsiak), którzy są przeciw dalszym podwyżkom. Naszym zdaniem wciąż najbardziej prawdopodobny jest sierpniowy termin podwyżki, kiedy członkowie RPP będą znali dużą część kwartalnych danych za II kwartał.

## Monitor rynku



## Spokojnie na rynku walutowym

W trakcie minionego tygodnia złoty oscylował w wąskim przedziale wahań, mimo że w kraju doszło do publikacji sporej liczby danych makroekonomicznych. Zamieszanie na scenie politycznej nie miało wpływu na złotego. Niewielkie wahania na głównych rynkach międzynarodowych również przyczyniły się do stabilizacji na krajowym rynku walutowym. Kurs EURPLN oscylował w pobliżu poziomu 3,75 a kurs USDPLN wokół poziomu 2,72.

Podtrzymujemy nasz pogląd, że wkrótce na rynku walutowym może dojść do pewnej korekty, m.in. w reakcji na słabnące oczekiwania na podwyżki stóp w lipcu i możliwy wzrost awersji do ryzyka. Na taki ruch wskazuje również analiza techniczna. Pozostawiamy przedziały wahań 3,72-3,82 dla EURPLN, 2,69-2,79 dla USDPLN.

## Stabilizacja na rynku długu

Na krajowym rynku długu sytuacja przedstawiała się podobnie. Rynek w mieszany sposób zareagował na dane z rynku pracy i o produkcji. Rentowności niemal nie zmieniły się w porównaniu do poprzedniego piątku, jednak trzeba zauważyć, że wzrosły spready wobec rynków bazowych. Stawki FRA nieco wzrosły na krótszych terminach. Rynek nie zareagował również zbyt na dosyć komentarze i minutes RPP.

Podtrzymujemy opinię, że kolejna podwyżka nastąpi w sierpniu, co może zasugerować lipcowy komunikat Rady. Widzimy pewien potencjał do osłabienia na rynku obligacji. Na stawki mogą jeszcze wcześniej nieco wpłynąć dane o sprzedaży detalicznej. Poza tym na notowanie krajowe może mieć wpływ zachowanie na rynkach bazowych.

## EURUSD ponownie najwyżej w historii

W ostatnich dniach dolar po raz kolejny osiągnął rekordowo niską wartość wobec euro, gdy na rynek powróciły obawy o problemy funduszy arbitrażowych na amerykańskim rynku nieruchomości. Niższy indeks ZEW nie pomógł zbyt dolarowi, a do jego osłabienia przyczyniły się wypowiedzi Bena Bernanke z wystąpienia przed Kongresem na temat rynku nieruchomości.

Początek tygodnia na głównych rynkach powinien być spokojny ze względu na brak publikacji danych. Później inwestorzy skoncentrują uwagę na danych z rynku nieruchomości oraz danych o PKB za II kw. w USA, które powinny pokazać odreagowanie po słabym I kw. Dla euro może być istotny indeks Ifo. Kurs EURUSD może się ustabilizować blisko 1,37, a jeśli rynki mocniej uwierzą w obniżki stóp w USA może wzrosnąć do 1,40.

## Spore ruchy na bazowych rynkach długu

Na bazowych rynkach długu doszło do umocnienia. Mimo, że CPI i bazowy PPI w USA były powyżej oczekiwań amerykański rynek umocnił się w związku kolejnymi negatywnymi informacjami o funduszach Bear Stearns oraz wypowiedziami Bena Bernanke na temat rynku nieruchomości. Później nastąpiła realizacja zysków, po której nastąpiła kolejna fala umocnienia (niski indeks Philly Fed). Rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów znalazły się na koniec tygodnia na poziomach odpowiednio 5,0% oraz 4,5%.

W najbliższych dniach inwestorzy będą bacznie obserwować dane o sprzedaży domów, które zapewne potwierdzą spowolnienie na rynku nieruchomości oraz na dane o PKB za II kw. Dla rynku obligacji strefy euro najistotniejszy będzie indeks Ifo oraz statystyki pieniężne.

---

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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group