

# Tygodnik ekonomiczny

26 maja – 1 czerwca 2008

Dane, które poznaliśmy w ubiegłym tygodniu, nie dały jasnej wskazówki, czy Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na podwyżkę stóp już w tym tygodniu, czy poczeka jeszcze miesiąc na bogatszy zestaw informacji. Wzrost płac był w kwietniu wyższy niż oczekiwano, ale wzrost zatrudnienia spowolnił, co może zapowiadać mniejszą presję płacową w przyszłości. Wzrosty produkcji w przemyśle i budownictwie były dość wysokie, ale wynik był zaburzony przez większą liczbę dni roboczych niż przed rokiem. Wyniki finansowe firm poprawiły się, ale w znacznie mniejszym tempie niż w poprzednich kwartałach, pokazując ryzyko spadku rentowności przedsiębiorstw. Inflacja bazowa wzrosła, ale mniej niż się spodziewano. Obniżyła się za to dynamika cen producentów, szczególnie w przetwórstwie przemysłowym.

Ten tydzień minie w oczekiwaniu na decyzję RPP. Tuż przed nią poznamy dane o sprzedaży detalicznej i bezrobociu, ale dla rynku ważniejszy niż te wskaźniki będzie ton komunikatu po posiedzeniu Rady. W piątek GUS opublikuje dane o PKB za I kwartał br. które pokażą, czy i w jakim stopniu osłabienie koniunktury światowej odbija się już na polskiej gospodarce. Za granicą rynki rozpoczną pracę nieco później ze względu na dzień wolny w USA i Londynie w poniedziałek. W kolejnych dniach pojawi się jednak sporo potencjalnie ważnych publikacji w USA i strefie euro.

## Kalendarz

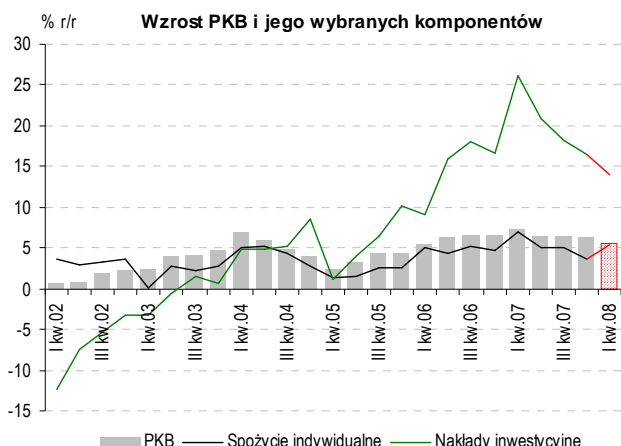
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (26 maja)</b>							
	PL	Przetarg bonów skarbowych					
	US, GB	Dzień wolny					
<b>WTOREK (27 maja)</b>							
15:00	US	Indeks cen domów Case/Shiller	III	% r/r	-14,0	-	-12,7
16:00	US	Indeks zaufania konsumentów	V	pkt.	61,0	-	62,3
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	IV	mln	0,52	-	0,526
<b>ŚRODA (28 maja)</b>							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	IV	% r/r	18,8	19,8	15,7
10:00	PL	Stopa bezrobocia	IV	%	10,5*	10,4	11,1
	PL	Posiedzenie RPP – decyzja	V	%	5,75	5,75	5,75
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	IV	% m/m	-0,4	-	0,1
<b>CZWARTEK (29 maja)</b>							
10:00	EZ	Podaż pieniądza M3	V	% r/r	10,3	-	10,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	370,0	-	365,0
14:30	US	Wstępny PKB	I kw.	%	1,0	-	0,6
14:30	US	Deflator PKB	I kw.	%	2,6	-	2,6
14:30	US	Bazowy PCE	I kw.	%	2,2	-	2,2
<b>PIĄTEK (30 maja)</b>							
14:00	PL	PKB	I kw.	% r/r	5,7	5,6	6,3
11:00	EZ	Indeks nastrojów	V	pkt.	0,4	-	0,44
11:00	EZ	HICP wstępny	V	% r/r	3,5	-	3,3
14:30	US	Bazowy PCE	IV	% m/m	0,1	-	0,2
15:45	US	Chicago PMI	V	pkt.	48,8	-	48,3
15:55	US	Finalny indeks Michigan	V	pkt.	59,5	-	62,6

Źródło: BZ WBK, Parkiet, Reuters, PAP; \* prognoza MPiPS

<b>Maciej Reluga</b>	Główny Ekonomista	022 586 8363
<b>Piotr Bujak</b>	Starszy Ekonomista	022 586 8341
<b>Piotr Bielski</b>	Ekonomista	022 586 8333
<b>Cezary Chrapek</b>	Analitik	022 586 8342

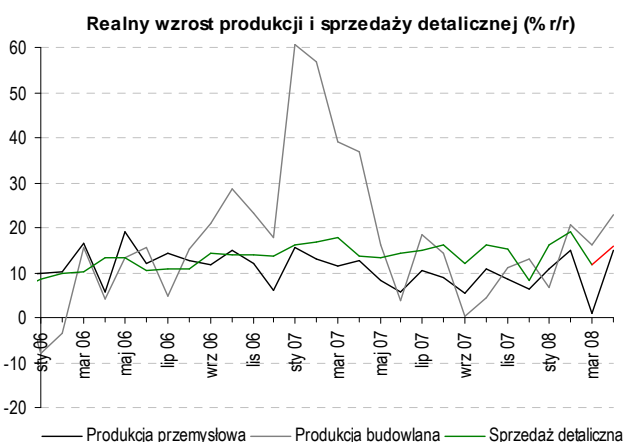
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Decyzja RPP i dane o PKB

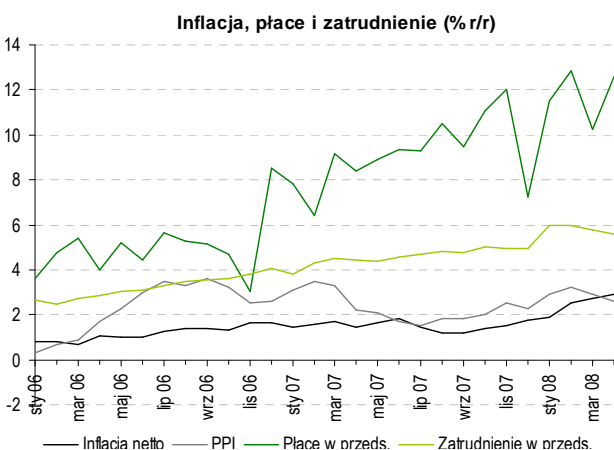


- W środę przekonamy się, czy RPP zdecyduje się na dłuższą pauzę, czy podwyższy stopy po raz kolejny. Ostatnie dane nie dały jednoznacznej wskazówki, ale wypowiedzi członków Rady sugerują, że uzyskanie większości dla wniosku o podwyżkę w tym tygodniu może być problemem.
- Tuż przed ogłoszeniem decyzji Rady GUS opublikuje dane o sprzedaży detalicznej i bezrobociu. Spodziewamy się wysokiej dynamiki sprzedaży, przewyższającej konsensus rynkowy, za czym przemawia m.in. wysoka dynamika płac i efekt odreagowania świątecznego spowolnienia. Stopa bezrobocia wg resortu pracy spadła do 10,5%, ale naszym zdaniem może być nawet minimalnie niższa.
- W piątek poznamy dane o PKB w I kw. br. Ważne będzie nie tylko tempo wzrostu gospodarki (oczekujemy spowolnienia poniżej 6%), ale też jego struktura, m.in. skala wzrostu konsumpcji i inwestycji (oczekujemy 5,4% i 14,0% r/r).

## Miniony tydzień w gospodarce – Dane nie wyjaśniły wątpliwości



- Wzrost produkcji przemysłowej w kwietniu wyniósł 14,8% r/r i był wyższy od konsensusu rynkowego, chociaż poniżej naszych oczekiwań. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym wzrost wyniósł 11,9% r/r i był najwyższy od ponad roku. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 23% r/r, również najszybciej od roku, a po wyrównaniu sezonowym o 15% r/r.
- Na dynamikę produkcji wpływ miała wyższa niż przed rokiem liczba dni roboczych. Spodziewamy się stopniowego zwalniania wzrostu w przemyśle w kolejnych miesiącach.
- Wzrost przeciętnego wynagrodzenia w kwietniu był wyższy od prognoz i wyniósł 12,6% r/r. Wzrost zatrudnienia był za to słabszy niż oczekiwano, zwalniając do 5,6% r/r. Fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł o 18,9% r/r nominalnie i 14,3% w ujęciu realnym, co było drugim najwyższym wynikiem w ciągu ostatnich dziewięciu lat.



- Dane inflacyjne były z kolei poniżej prognoz. Wprawdzie trzy z pięciu miar inflacji bazowej, w tym inflacja netto, wzrosły w kwietniu, jednak inflacja netto była niższa od oczekiwań i wyniosła 2,8% wobec 2,7% w marcu. Nieznacznie zmniejszyła się 15% średnia obciążenia, która wyniosła 4,1% wobec 4,2% w marcu.
- Wzrost PPI spowolnił do 2,5% r/r, a w przetwórstwie przemysłowym nawet do 1,6% r/r, co pokazuje, że firmy w sektorach gdzie konkurencja rynkowa działa w najszerzym zakresie nie są nadmiernie skłonne do przenoszenia rosnących kosztów na ceny.
- Wyniki finansowe firm w I kw. były lepsze niż przed rokiem, ale poprawa nie jest już tak dynamiczna jak w poprzednich kwartałach. Pogorszyły się wskaźniki rentowności, a wzrost kosztów przewyższył wzrost przychodów, co może być sygnałem słabnięcia tendencji wzrostowych.

## Cytat tygodnia – Czy znajdzie się większość za podwyżką?

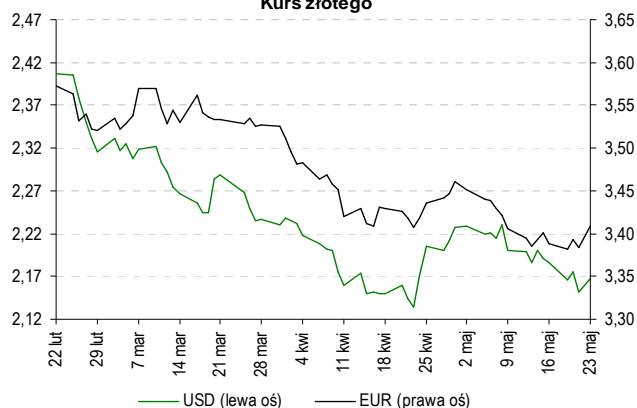
**Andrzej Wojtyna, członek RPP, Reuters, 20 maja**

Uważam, że ponieważ główny problem polega na pokazaniu, że Rada jest zdeterminowana przeciwdziałać ryzyku utrwalania się inflacji ponad celem, powinna podnieść stopy jeszcze raz i to możliwie jak najszybciej. (...) Gdybyśmy zaostryli politykę bardziej, podwyższyli stopy mocniej i szybciej, to dostosowanie inflacji i jej powrót do celu byłby szybszy. To jest dylemat wszystkich banków centralnych, w jakim tempie wrócić do celu. Dominuje myślenie, że to powinien być proces stopniowy, żeby nie spowodować nadmiernego wyhamowania tempa wzrostu gospodarki. (...) Ostatnie dane o płacach byłyby korzystne tylko w sytuacji, w której wydajność pracy rosłaby szybciej. W obecnej sytuacji stwarzają presję inflacyjną. To tempo wzrostu wynagrodzeń nas niepokoi.

Na podstawie ostatnich wypowiedzi członków RPP można wnioskować, że czworo z nich z dużym prawdopodobieństwem zgłasza za podwyżką w przyszłym tygodniu (Wasilewska-Trenkner, Filar, Noga, Wojtyna). Aby wniosek był skuteczny, potrzebne im jeszcze poparcie prezesa NBP, albo dwóch innych członków. Nadal mamy wątpliwości, czy uda się je zdobyć. Niestety ostatnie publikacje danych nie ułatwiły odpowiedzi na to pytanie. Warto zwrócić uwagę, że nawet wśród „jastrzębi” z RPP pojawia się przekonanie, że skala zacieśnienia polityki pieniężnej nie powinna już iść zbyt daleko (być może wystarczy tylko jedna podwyżka), ponieważ mocniejsza reakcja Rady wiązała by się z ryzykiem nadmiernego spowolnienia wzrostu gospodarczego.

## Monitor rynku

Kurs złotego

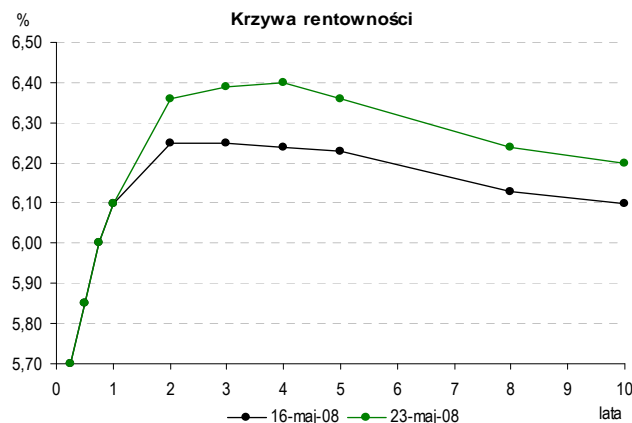


## Złoty minimalnie słabszy, będzie głębsza korekta?

W ciągu tygodnia złoty pozostawał w dość wąskim przedziale wahań, z wyjątkiem świątecznego czwartku, kiedy przy zamkniętym rynku krajowym kurs EURPLN chwilowo przekroczył 3,42. W całym tygodniu złoty nieznacznie osłabił się wobec euro i umocnił wobec dolara. EURPLN zakończył tydzień lekko powyżej poziomu 3,40, a USDPLN 2.16.

Chociaż złoty pozostał dość mocny, to w ostatnich dniach widać było lekką skłonność do korekty, która może zaznaczyć się mocniej w najbliższym czasie, szczególnie w przypadku braku podwyżki stóp i/lub wzrostu awersji do ryzyka na rynkach światowych. Nadal jednak istnieje ryzyko, że zanim nastąpi korekta, złoty przetestuje historyczne maksima wobec euro. Przewidujemy przedziały wahań na ten tydzień 3,35-3,45 dla EURPLN i 2,10-2,20 dla USDPLN.

Krzywa rentowności

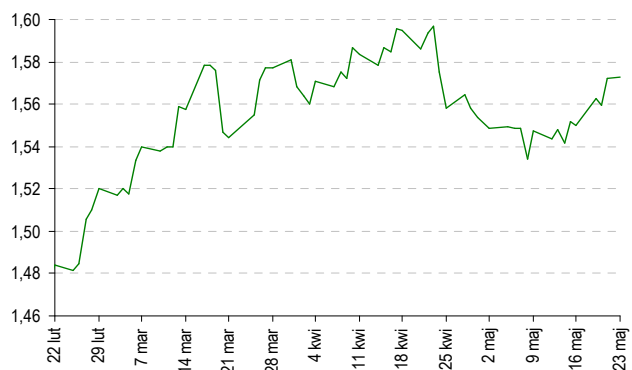


## Wyraźne pogorszenie nastrojów na rynku długu

Na rynku długu przez cały tydzień narastały negatywne nastroje, do czego przyczyniły się m.in. wyższe od prognoz dane o płacach, wypowiedzi członków RPP oraz oczekiwanie na aukcję zamiany. W środę po odrzuceniu przez MF wszystkich ofert na aukcji zamiany miało miejsce odreagowanie, ponieważ inwestorzy kupowali na rynku wtórnym papiery, których nie otrzymali na przetargu, ale ogólnie w ciągu tygodnia rentowności wzrosły znacząco.

W tym tygodniu kluczowym wydarzeniem będzie decyzja i komunikat RPP. Brak podwyżki może jednak nie pomóc w znacznym odreagowaniu, ponieważ rynek zacznie od razu wyceniać decyzję w czerwcu, szczególnie po oczekiwanej przez nas wysokiej dynamice sprzedaży detalicznej.

Kurs euro do dolara

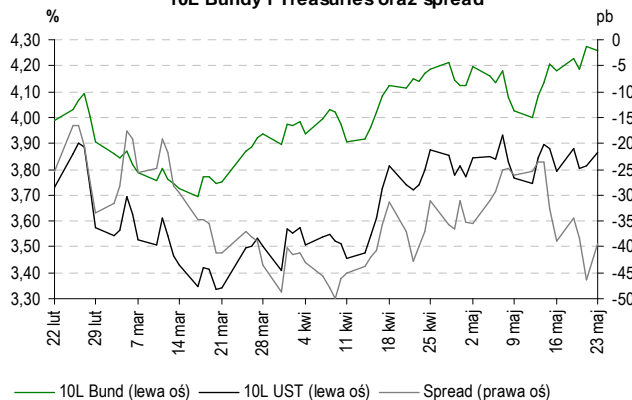


## Dolar ponownie pod presją

Dolar ponownie znalazł się w trendzie spadkowym na rynkach międzynarodowych, na co wpływ miały m.in. niepokojące dane inflacyjne z USA (wyższy bazowy PPI) oraz wyższy od prognoz niemiecki wskaźnik Ifo, który wraz ze wzrostem cen ropy do nowego rekordu 135\$ wywołał obawy o podwyżkę stóp w strefie euro. Dolarowi nie pomogły *minutes* Fed, podkreślające obawy banku o inflację i sugerujące brak dalszych cięć stóp w USA.

Dane publikowane w tym tygodniu mogą dostarczyć mieszanych sygnałów dla rynku – drugi szacunek wzrostu PKB w USA pokaże zapewne rewizję w górę, ale pozostałe wskaźniki mogą być dość słabe. Dane ze strefy euro będą raczej niezbyt optymistyczne dla perspektyw inflacji. W efekcie, EURUSD może ponownie testować poziom 1,60.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Obawy inflacyjne ciężą nad rynkami długu

Rentowności obligacji na rynkach bazowych zanotowały wyraźny wzrost w ciągu tygodnia, m.in. za sprawą informacji zwiększających obawy inflacyjne (wysoki bazowy PPI w USA i w Niemczech, rekordowe ceny ropy), a co za tym idzie przesuwających w górę oczekiwań nt. przyszłych stóp procentowych na głównych rynkach. W strefie euro zaczęto spekulować o podwyżce stóp.

O ile początek tygodnia za granicą będzie leniwy za sprawą święta w USA i Wlk. Brytanii, następne dni przyniosą publikację wielu wskaźników ważnych dla rynku. Dane nt. HICP i M3 ze strefy euro mogą spotęgować obawy o podwyżkę stóp EBC. W USA wiele będzie zależało od miesięcznych wskaźników aktywności. Rynki długu będą też obserwować zachowanie cen ropy.

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