

# Tygodnik ekonomiczny

23 – 29 czerwca 2008

Publikowane w minionym tygodniu dane zaskoczyły rynek. Deficyt obrotów bieżących w kwietniu był nieco wyższy od prognoz (wzrost do 4,6% PKB), choć jest nadal w bezpieczny sposób finansowany i nie stanowi poważnego zagrożenia dla zewnętrznej równowagi gospodarki. Wyższa okazała się także dynamika PPI za maj (głównie za sprawą wzrostu cen energii). Dynamiki płac i produkcji przemysłowej okazały się z kolei niższe od oczekiwań, jednak nie wydaje nam się, aby skala spowolnienia tempa wzrostu obu wielkości była istotna z punktu widzenia kolejnych ruchów w polityce pieniężnej. Potwierdzili to w swych komentarzach członkowie RPP, którzy w coraz większej liczbie zaznaczają, że rośnie pole manewru do zacieśniania polityki pieniężnej w Polsce, m.in. w związku z oczekiwanymi ruchami głównych banków centralnych. W związku z tym spodziewamy się, podobnie jak rynek, podwyżki stóp procentowych na posiedzeniu RPP w tym tygodniu o 25 pb. Ponadto naszym zdaniem ton komunikatu Rady może być bardziej „jastrzębi” niż w ostatnich miesiącach, gdyż będzie on uzasadniał podwyżkę stóp, a także ponieważ członkowie mogą chcieć przygotować rynek na dalsze podwyżki. Ponadto „jastrzębi” wydźwięk mogą mieć wyniki nowej projekcji inflacji (z nowym modelem i miarą inflacji bazowej po wykluczeniu cen żywności i energii). Te czynniki mogą wspierać złotego i utrzymywać rynek stopy procentowej pod presją. Ewentualne wsparcie dla rynku może przyjść ze strony rynków bazowych (tu istotne będzie posiedzenie Fed i komunikat amerykańskiego banku centralnego) przy ewentualnym ograniczeniu oczekiwań na podwyżki stóp w strefie euro.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

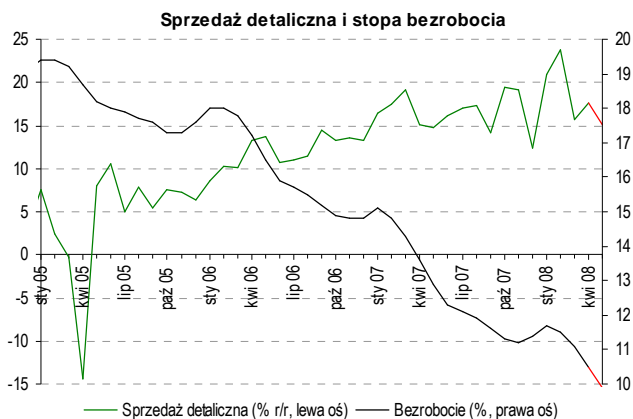
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (23 czerwca)</b>							
14:00	PL	Wskaźniki koniunktury	VI				
10:00	DE	Indeks Ifo	VI	pkt	102,5	-	103,5
10:00	EZ	Wstępny indeks PMI – sektor przetwórczy	VI	pkt	50,3	-	50,6
10:00	EZ	Wstępny indeks PMI – sektor usług	VI	pkt	50,5	-	50,6
<b>WTOREK (24 czerwca)</b>							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	V	% r/r	15,0	15,0	17,6
10:00	PL	Stopa bezrobocia	V	%	10,0*	9,9	10,5
15:00	US	Indeks cen Case/Shiller	IV	% r/r	57,0	-	57,2
16:00	US	Indeks zaufania konsumentów	VI	pkt	-15,7	-	-14,4
<b>ŚRODA (25 czerwca)</b>							
	PL	Spotkanie RPP – decyzja		%	6,00	6,00	5,75
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	V	%	0,0	-	-0,6
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	V	mln	0,51	-	0,526
20:15	US	Posiedzenie Fed - decyzja		%	2,0	-	2,0
<b>CZWARTEK (26 czerwca)</b>							
10:00	EZ	Podaż pieniądza M3	V	% r/r	10,4	-	10,6
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	380		381
14:30	US	Finalny PKB	I kw.	%	1,0	-	0,9
16:00	US	Sprzedaż domów	V	mln	4,88	-	4,89
<b>PIĄTEK (27 czerwca)</b>							
14:30	US	Bazowy PCE	V	% m/m	0,2	-	0,1
15:55	US	Finalny indeks Michigan	VI	pkt	57,5	-	59,8

Źródło: BZ WBK, Parkiet, Reuters; \* prognoza Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363  
**Piotr Bujak** Starszy Ekonomista 022 586 8341  
**Piotr Bielski** Ekonomista 022 586 8333  
**Cezary Chrapek** Analityk 022 586 8342

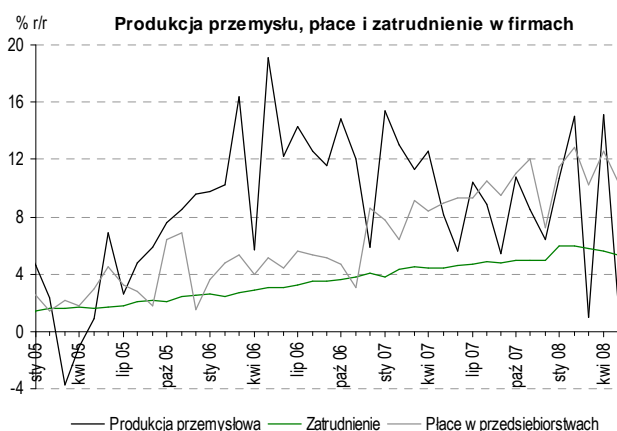
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Decyzja RPP i dane o sprzedaży detalicznej

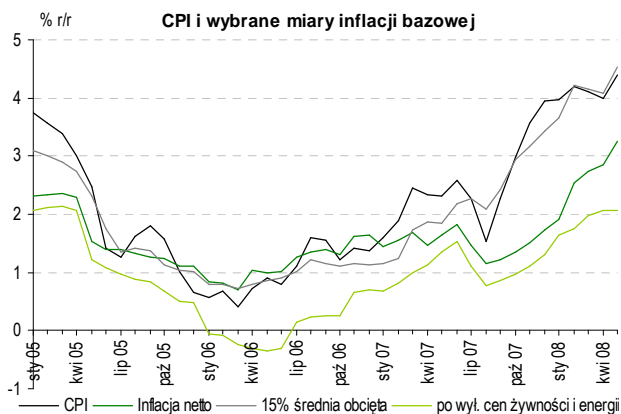


- Oczekujemy, że na śródownym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej podwyższy stopy procentowe o 25 pb. Niezwykle ciekawy i istotny dla rynku będzie komunikat RPP po posiedzeniu, który może być bardziej jastrzębi niż dotychczas za sprawą zmiany nastawienia członków wobec wzrastających oczekiwań na podwyżkę stóp w strefie euro, która zmniejszałaby wpływ dysparytetu stóp procentowych na złotego. Komunikat będzie zwracał główne elementy z projekcji inflacji, która zostanie opublikowana na konferencji w piątek.
- Przed wynikiem posiedzenia GUS opublikuje Biuletyn Statystyczny, zawierający kolejne dane z gospodarki. Naszym zdaniem sprzedaż detaliczna spowolniła w maju do 15%, zgodnie z rynkowym konsensem, z 17,6% w kwietniu. Prognozujemy też spadek stopy bezrobocia do 9,9% z 10,5% wobec szacunków MPiPS na poziomie 10%.

## Miniony tydzień w gospodarce – Płace i produkcja poniżej prognoz, wyższy PPI i deficyt C/A



- Płace i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w maju były niższe od oczekiwań, wzrastając o 10,5% i 5,4% r/r.
- Fundusz płac zwiększył się o 16,4% r/r nominalnie i 11,5% realnie, najwolniej od końca ub.r. Dane nie wskazują więc na dalsze pogłębianie napięć na polskim rynku pracy, co nieco łagodzi obawy o perspektywy krajowej inflacji i może być argumentem dla przeciwników kolejnych podwyżek stóp w RPP.
- Wzrost produkcji przemysłu w maju wyniósł 2,3% r/r i był znacznie niższy od prognoz. Podobnie jak w marcu, wynikało to z różnic w liczbie przepracowanych godzin, więc raczej nie należy tego traktować jako czytelny sygnał pogorszenia koniunktury. Dynamika produkcji w budownictwie wyniosła 16,6% r/r i pomimo krótszego miesiąca pokazała, że na razie nie widać objawów załamania wzrostu inwestycji.



- Bilans płatniczy za kwiecień pokazał wyższy od prognoz deficyt na rachunku obrotów bieżących (ponad 1,5 mld €), a jego skumulowana wartość za 12 miesięcy wzrosła do 4,6% PKB z 4,2%. Dynamiki eksportu i importu przekroczyły 30% a deficyt handlowy wyniósł 1,25 mld €.
- Wzrost PPI przyspieszył w maju do 2,8% r/r, głównie za sprawą podwyżek cen energii i gazu. Na razie firmy w przetwórstwie przemysłowym nie wykazują dużych skłonności do podwyżek (wzrost cen o 1,6% r/r).
- Inflacja netto wyniosła w maju 3,2% r/r i była niższa od prognoz, choć wszystkie dotychczasowe miary inflacji bazowej przyspieszyły. Nowa miara wykluczająca ceny żywności i energii pozostała na niezmiennym poziomie wobec kwietnia (2,1%). Zostanie ona uwzględniona w nowym modelu w czerwcowej projekcji inflacji oraz zastąpi dotychczasową miarę inflacji netto od przyszłego roku.

## Cytat tygodnia – Niewykluczone podwyżki stóp po czerwcu

**Halina Wasilewska-Trenkner, RPP, Reuters, 17 czerwca**

Nie wydaje się prawdopodobne, że zacieśnienie polityki pieniężnej zakończy się z główną stopą 6%. Po podwyżce stóp w czerwcu nie widzę powodu, dla którego mielibyśmy czekać z dalszym zacieśnianiem. (...) Intuicja sugeruje, że może się to zdarzyć [wzrost stóp do 7%]. Projekcja może pokazać osłabienie wzrostu gospodarczego i nadal wysoką inflację za rok czy półtora roku.

**Andrzej Sławiński, członek RPP, Tok FM, 17 czerwca**

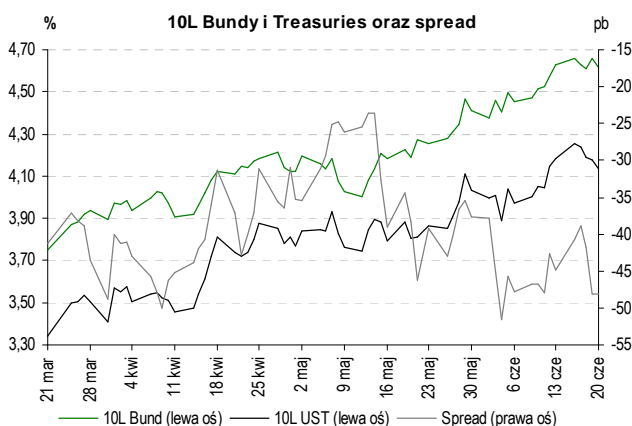
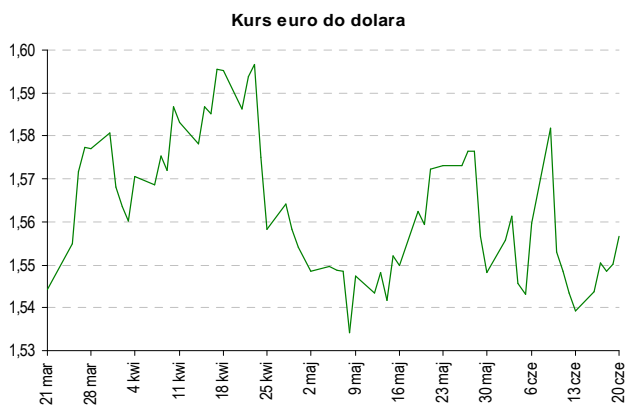
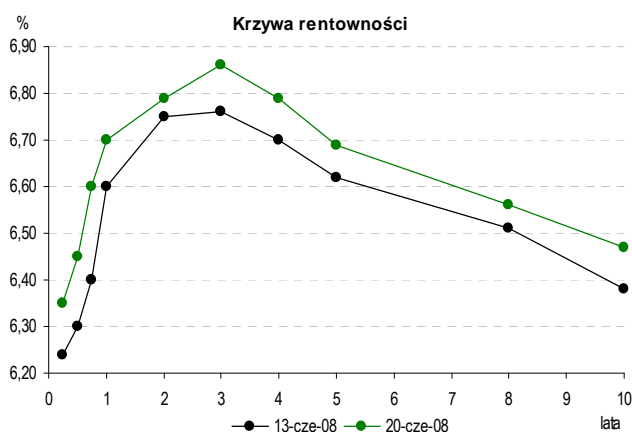
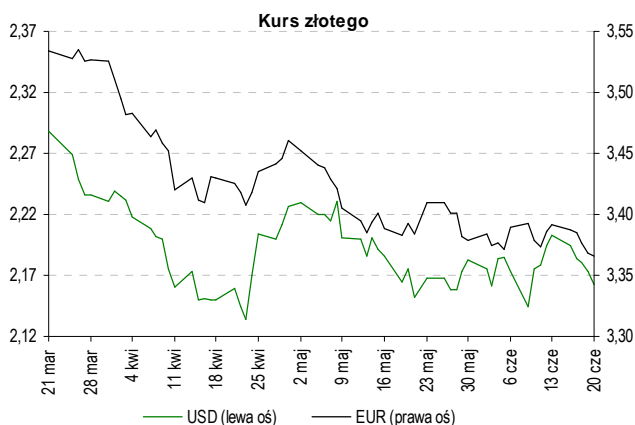
Obaw banku centralnego nie budziłoby tempo wzrostu płac na poziomie 7 proc. (tempo wydajności plus cel inflacyjny).

**Jan Czekaj, członek RPP, Thomson Financial News, 16 czerwca**

Podjmując decyzje w sprawie stóp procentowych do pewnego stopnia musimy odzwierciedlać to co robią inne banki centralne, w szczególności EBC. Nie możemy wykluczyć dalszych podwyżek stóp [po czerwcu].

Od czasu jastrzębich wypowiedzi prezesa EBC i w związku z rosnącymi oczekiwaniami na podwyżki stóp w EMU i USA coraz większa liczba członków RPP sugeruje w swoich komentarzach możliwość kontynuowania zacieśniania polityki pieniężnej po czerwcu. Poza utrzymującą się na podwyższonym poziomie inflacją (powodującą ryzyko efektów drugiej rundy), wysokim tempem wzrostu płac (prof. Sławiński zwraca uwagę, że bezpieczny poziom dynamiki jest znacznie niższy od obecnie notowanych i prognozowanych przez najbliższe miesiące) członkowie Rady zwracają uwagę na niepewność kształtowania się cen surowców i kursu walutowego. Możliwe osłabienie złotego w kontekście oczekiwanych podwyżek stóp za granicą jest ryzykiem dla inflacji co zwiększa pole manewru do podwyżek stóp w Polsce.

## Monitor rynku

**Złoty znów się umacnia**

W minionym tygodniu złoty stopniowo umacniał się wobec głównych walut, czemu towarzyszyła poprawa nastrojów w regionie. Kurs EURPLN pozostał w wąskim przedziale 3,36-3,40 i obniżył się w ciągu tygodnia do 3,367. Mimo, że większość krajowych danych była słabsza od prognoz to nie wpłynęły one na obniżenie oczekiwań podwyżek stóp i były zrównoważone przez komentarze RPP.

Złoty może pozostać na mocniejszych poziomach w oczekiwaniu na decyzję Rady w sprawie stóp procentowych. Jastrzębi komunikat RPP oraz kolejne wypowiedzi bankierów centralnych również mogą wspierać złotego. Istotne będzie też zachowanie dolara i poziom apetytu na ryzyko na rynkach zagranicznych. Na ten tydzień utrzymujemy przedział wahań kursu EURPLN 3,34-3,44 a dla USDPLN obniżamy do 2,13-2,23.

**Tymczasowe odreagowanie na rynku długu**

Początek tygodnia na rynku przebiegał pod znakiem wzrostu cen. Inwestorzy uznali niskie poziomy cen za atrakcyjne. To było dodatkowo wsparte przez niższe od rynkowych oczekiwań dane z rynku pracy. W tygodniu pojawiło się jednak kilka jastrzębich komentarzy członków RPP, które początkowo były zignorowane. Jednak w potem doszło do realizacji zysków i osłabienia. Negatywny wpływ na rynek miał zestaw danych o produkcji i PPI, a także osłabienie na rynkach bazowych.

Podtrzymujemy opinię o niewielkiej obecnie liczbie czynników, które mogłyby pomóc rynkowi długu w odreagowaniu. Podwyżka stóp i jastrzębie nastawienie większości członków Rady na pewno nie wesprze rynku. Sygnałów do umocnienia należałoby szukać na rynkach bazowych przy ewentualnym zmniejszeniu oczekiwań na podwyżki stóp w strefie euro.

**Dolar ponownie traci na wartości**

Po wyraźnym umocnieniu w poprzednim tygodniu w ostatnich dniach dolar tracił na wartości wobec euro do 1,561. Na wzrost wartości wspólnej waluty miały wpływ wyższe od prognoz dane inflacyjne w strefie euro oraz słabsze od prognoz regionalne wskaźniki aktywności w USA. Inwestorów uspokoiła zgodna z prognozami dynamika bazowego PPI w USA, a słabszy ZEW miał tymczasowy wpływ na euro.

Ryzykiem dla dolara jest ewentualne przeszacowanie przez rynek oczekiwań, co do podwyżek stóp procentowych w USA. Istotny z tego punktu widzenia będzie komunikat Fed po decyzji w sprawie stóp oraz kolejne wskaźniki zaufania konsumentów, dane z rynku nieruchomości. Dla euro istotny będzie wskaźnik Ifo i wstępne wskaźniki PMI.

**Niewielkie zmiany rentowności na rynkach bazowych**

Początek minionego tygodnia stał pod znakiem umocnienia na bazowych rynkach długu, na co wpływ miały słabsze dane z USA i niski ZEW. Wysoka dynamika HICP w EMU chwilowo osłabiła Bundy. Po lekkiej korekcie w USA i sporym osłabieniu Bundów m.in. za sprawą wyższej od prognoz sprzedaży detalicznej w Wlk. Brytanii, doszło do ponownego umocnienia. Ostatecznie obligacje w USA i Niemczech umocniły się wobec poprzedniego piątku.

Szczególnie istotne dla bazowych rynków długu będzie komunikat Fed i ewentualna zmiana tonu na bardziej jastrzębi w kontekście ostatnich wypowiedzi członków Fed. Istotny wpływ na ocenę sytuacji w EMU będą miały indeksy Ifo i PMI dla sektora przetwórczego i usług, które mogą pokazać dalsze pogorszenie nastrojów wśród niemieckich przedsiębiorstw oraz osłabienie aktywności w strefie 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