

# Tygodnik ekonomiczny

28 lipca – 3 sierpnia 2008

Na początku minionego tygodnia doszło do znacznej korekty złotego, do której przyczynił się spadek EURUSD, dość gołębnie komentarze członków RPP oraz zapowiedź obniżek stóp w Czechach (być może już na posiedzeniu 7 sierpnia) i związane z tym osłabienie walut w regionie. W ostatnich dwóch dniach tygodnia złoty zawiązką odrobił straty, pobił dotychczasowy rekord siły wobec euro, ale tylko nieznacznie i zgodnie z naszymi oczekiwaniami nie poradził sobie z barierą 3,20. Sądzymy, że nie uda się trwale również w tym tygodniu i można raczej liczyć na kolejną falę korekty, do czego może się przyczynić spodziewany przez nas raczej mało jastrzębi komunikat po posiedzeniu RPP. Spore zmiany złotego oraz duże wahania rentowności na rynkach bazowych przełożyły się znaczną zmiennością rentowności polskich obligacji. W porównaniu z końcem poprzedniego tygodnia krajowa krzywa rentowności nie uległa istotnej zmianie. Łączny wpływ krajowych danych makro był neutralny dla złotego i obligacji. Efekt nieco wyższej od prognoz inflacji netto zrównoważony został przez słabsze od prognoz dane o sprzedaży detalicznej. Nowe dane nie zmieniły naszych oczekiwań co do kroków RPP. Ostatnie wypowiedzi członków Rady potwierdziły nasz pogląd, że prawdopodobieństwo podwyżki stóp w lipcu jest bliskie zera, a na kolejne ruchy RPP można ewentualnie liczyć po wakacjach.

W tym tygodniu oprócz wyniku posiedzenia RPP (wobec braku niepewności co do samej decyzji istotny będzie ton komunikatu i wypowiedzi bankierów centralnych), istotna dla krajowego rynku będzie piątkowa publikacja prognozy inflacji CPI za lipiec przez MinFin oraz spora liczba ważnych publikacji danych za granicą. Nastroje na zagranicznych giełdach i ceny ropy też będą miały nadal wpływ na waluty i rynek stopy procentowej.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

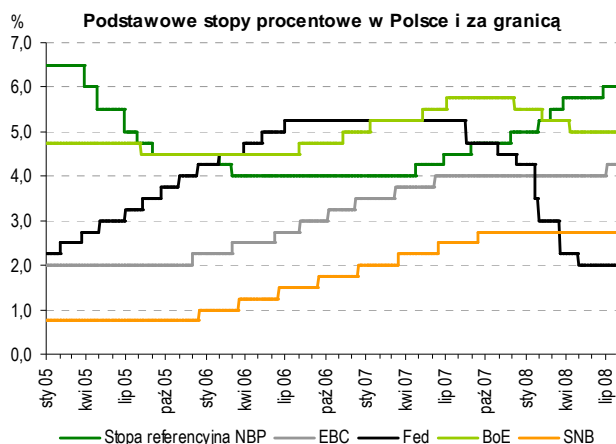
| CZAS<br>W-WA                   | KRAJ | WSKAŹNIK  | OKRES   | PROGNOZA |             | OSTATNIA<br>WARTOŚĆ |
|--------------------------------|------|---|---------|----------|-------------|---------------------|
|                                |      |   |         | RYNEK    | BZWBK       |                     |
| <b>PONIEDZIAŁEK (28 lipca)</b> |      |   |         |          |             |                     |
| 11:00                          | PL   | Przetarg bonów skarbowych 13-tyg. o wartości 0,5 mld zł i 26-tyg. o wartości 1,0 mld zł |         |          |             |                     |
| <b>WTOREK (29 lipca)</b>       |      |   |         |          |             |                     |
| 15:00                          | US   | Indeks cen domów Case/Shiller   | V       | % m/m    | -1,0        | -1,4                |
| 16:00                          | US   | Indeks nastrojów konsumentów  | VII     | pkt.     | 50,1        | 50,4                |
| <b>ŚRODA (30 lipca)</b>        |      |   |         |          |             |                     |
| -                              | PL   | Spotkanie RPP – decyzja   | -       | %        | <b>6,00</b> | <b>6,00</b>         |
| 11:00                          | EZ   | Indeks nastrojów  | VII     | pkt.     | 93,0        | 94,9                |
| 14:15                          | US   | Raport ADP  | VII     | tys.     | -58,0       | -79,0               |
| <b>CZWARTEK (31 lipca)</b>     |      |   |         |          |             |                     |
| 11:00                          | EZ   | Przedwstępny HICP   | VII     | % r/r    | 4,1         | 4,0                 |
| 14:30                          | US   | Wstępny PKB   | II kw.  | %        | 1,9         | 1,0                 |
| 14:30                          | US   | Bazowy PCE  | II kw.  | %        | 2,1         | 2,3                 |
| 14:30                          | US   | Deflator PKB  | II kw.  | %        | 2,4         | 2,7                 |
| 14:30                          | US   | Liczba nowych bezrobotnych  | tydzień | tys.     | 390,0       | 406,0               |
| 15:45                          | US   | Chicago PMI   | VII     | pkt.     | 49,0        | 49,6                |
| <b>PIĄTEK (1 sierpnia)</b>     |      |   |         |          |             |                     |
| 10:00                          | EZ   | PMI sektor przetwórczy  | VII     | pkt.     | 47,5        | 49,2                |
| 14:30                          | US   | Zatrudnienie poza rolnictwem  | VII     | tys.     | -73,0       | -62,0               |
| 14:30                          | US   | Bezrobocie  | VII     | %        | 5,6         | 5,5                 |
| 16:00                          | US   | ISM sektor przetwórczy  | VII     | pkt.     | 49,5        | 50,2                |

Źródło: BZ WBK, Parkiet, Reuters

**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

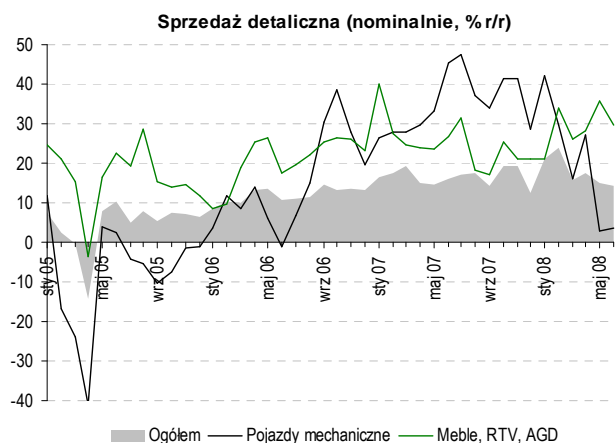
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Posiedzenie RPP, prognoza MinFin i ważne dane za granicą

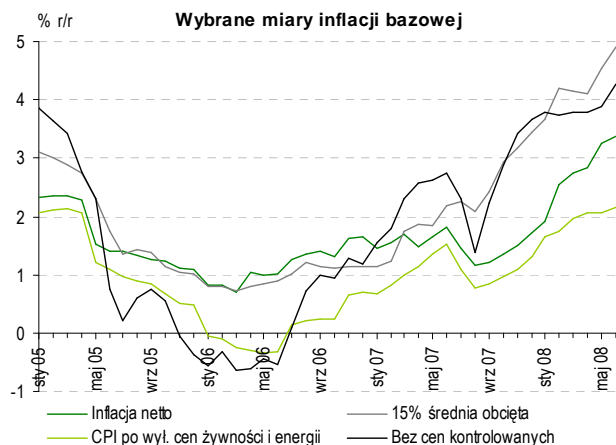


- W tym tygodniu ważnymi wydarzeniami w kraju będą posiedzenie RPP oraz piątkowa publikacja prognozy inflacji CPI za lipiec przez MinFin.
- Biorąc pod uwagę ostatnie dane oraz ich ocenę przedstawioną przez członków Rady w wypowiedziach w mediach, oceniamy prawdopodobieństwo podwyżki stóp w lipcu jako bliskie zeru, choć cały czas uważamy, że po wakacyjnej przerwie bankierzy centralni znowu zaczną myśleć na poważnie o zaostrzeniu polityki pieniężnej.
- Ponieważ rynek nie ma wątpliwości jaka będzie decyzja o stopach, to kluczowym czynnikiem dla rynku będzie treść komunikatu po posiedzeniu.
- Spośród danych za granicą ważne będą przedwstępne dane o inflacji w strefie euro, wstępne dane o PKB w USA oraz raport z amerykańskiego rynku pracy. Wpłyną one istotnie na ocenę perspektyw polityki pieniężnej na świecie.

## Miniony tydzień w gospodarce – Neutralne dane



- Dane o sprzedaży detalicznej za czerwiec okazały się słabsze od oczekiwań (najniższy w tym roku wzrost o 14,2% r/r), ale patrząc na strukturę sprzedaży (poza pojazdami mechanicznymi i żywnością nadal szybkie tempo wzrostu) nie oznacza to wg nas istotnego i trwałego osłabienia popytu konsumpcyjnego.
- Dalszy spadek bezrobocia w czerwcu (do 9,6%), choć z miesiąca na miesiąc coraz wolniejszy (2,7 pkt. proc. rocznie wobec 2,9 w maju), pokazuje, że sytuacja na rynku pracy nadal pozytywnie wpływa na sytuację konsumentów.
- W sumie, po komplecie czerwcowych danych utrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB na II kw. na poziomie 5,6% r/r, choć nieco słabsze od prognoz wyniki produkcji i sprzedaży za czerwiec sprawiają, że ryzyko dla niej jest obecnie delikatnie asymetryczne w dół, podczas gdy jakiś czas temu wydawało się asymetryczne w górę.



- Wszystkie miary inflacji bazowej w czerwcu wzrosły. Najważniej obserwowane miary, tj. inflacja netto i CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosły stosunkowo najmniej (o 0,1 pp), do 3,4% i 2,2%. Cztery pozostałe miary wzrosły o 0,2-0,4 pp. W sumie, dane pokazały, że na razie presja inflacyjna nadal nabiera siły.
- Wskaźniki koniunktury GUS za lipiec potwierdziły zarysowane wcześniej tendencje. W przetwórstwie przemysłowym wskaźnik osiągnął najniższy poziom od półtora roku (14 pkt), a skala spadku w ujęciu rocznym (9 pkt) była największa od 3 lat. W budownictwie z kolei wskaźnik utrzymuje się na stabilnym poziomie od kilku miesięcy (27 pkt), jednak w ujęciu rocznym kontynuowane są dość wyraźne spadki (7 pkt). Najlepiej wygląda sytuacja w handlu detalicznym, choć widoczna jest stabilizacja po wyraźnych wzrostach w 2007 r.

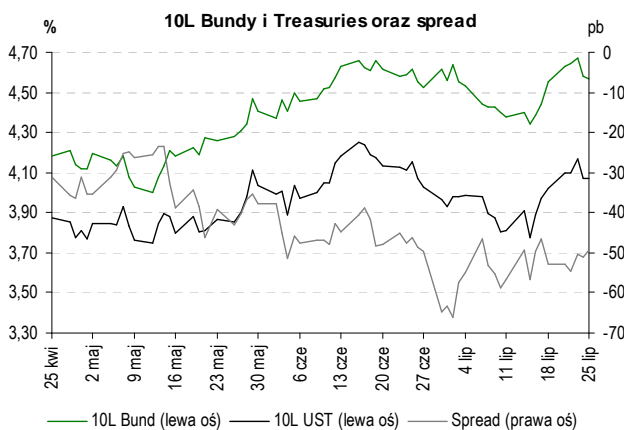
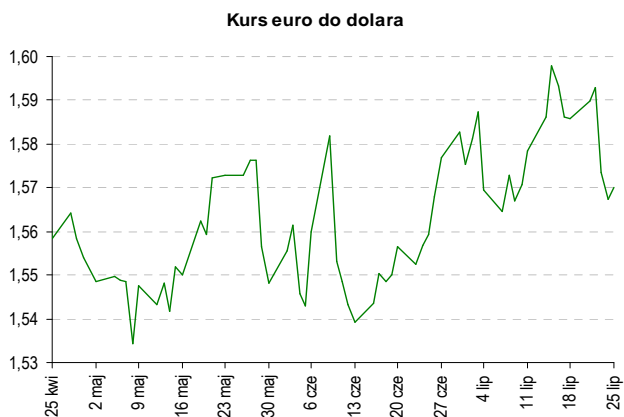
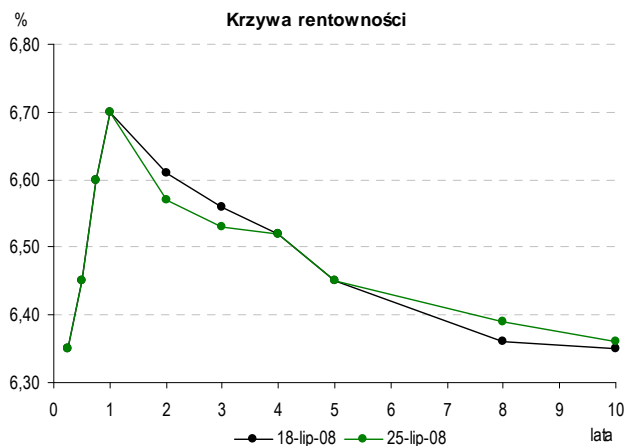
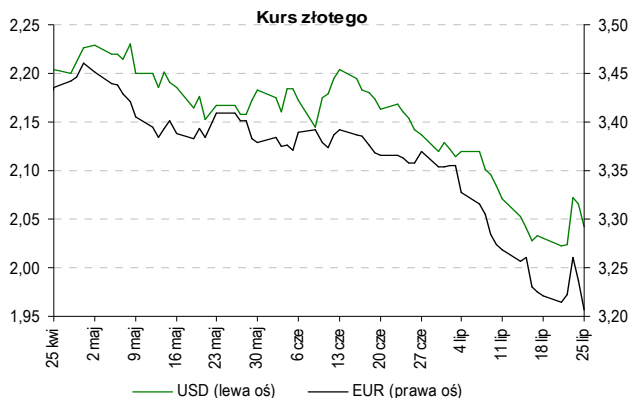
## Cytat tygodnia – Na razie bez podwyżek, ale RPP czujna i gotowa

**Jan Czekaj, członek RPP, PAP, 22 lipca**

*Nie spodziewałbym się, że w lipcu i sierpniu będzie się działo coś, co uzasadniałoby podwyżki w tym czasie. Jednak RPP musi zachować czujność i gotowość. (...) Biorąc pod uwagę układ oraz to, że wakacje są okresem pewnego uśpienia w gospodarce, a dodatkowo też widać skutki pierwszych podwyżek, to wydaje mi się, że nie ma potrzeby natychmiastowego reagowania w polityce pieniężnej. Poza tym RPP prowadzi jednak jedną z bardziej restrykcyjnych polityk na świecie, a inflacja wcale nie należy do najwyższych. (...) Jeśli chodzi o inflację, to niewiele więcej już możemy zrobić. Dlatego też obecnie nie widzę potrzeby wyższych stóp procentowych, bo inflację generują czynniki, na które polityka pieniężna ma niewielki wpływ.*

Najnowsze wypowiedzi członków RPP potwierdziły nasze oczekiwania, że latem nie należy spodziewać się kolejnych podwyżek stóp. Najdobitniej wskazują na to komentarze Jana Czekaja, którego głos wielokrotnie okazywał się kluczowy dla wyników głosowań RPP. Obecnie prof. Czekaj nie widzi potrzeby podwyżek, ale wg nas szczyt inflacji CPI powyżej 5% oraz umiarkowana skala osłabienia gospodarki skłonią go na jesieni do opowiedzenia się za dalszym podwyższeniem stóp. Jego wypowiedzi sugerują jednak, że wzrost stopy referencyjnej do oczekiwanego przez nas poziomu 6,25-6,5% byłby końcem cyklu podwyżek stóp w Polsce.

## Monitor rynku

**Huśtawka nastrojów na krajowym rynku walutowym**

Miniony tydzień przyniósł dużą huśtawkę nastrojów na krajowym rynku walutowym. Na początku tygodnia złoty wyraźnie się osłabił (EURPLN sięgnął niemal 3,27), czemu sprzyjał spadek EURUSD, dość gołębie komentarze członków RPP oraz szefa czeskiego banku centralnego. W czwartek przyszło odreagowanie równie dynamiczne co wcześniejsze osłabienie i w piątek EURPLN osiągnął nowy rekordowo niski poziom 3,2040, ale nie zdołał przebić 3,20.

Wydaje nam się, że po nieudanym ataku na ten poziom, powinna pojawić się kolejna fala osłabienia złotego. Sprzyjać temu będzie oczekiwane przez nas raczej mało jastrzębie przesłanie z RPP. Utrzymujemy przedział wahań dla EURPLN na poziomie 3,20-3,30 oraz dla USDPLN na poziomie 2,00-2,10.

**... oraz na krajowym rynku długu**

Podobny scenariusz jak w przypadku złotego realizowany był w minionym tygodniu na krajowym rynku długu. Najpierw doszło do wyraźnego osłabienia, ale w ostatnich dwóch dniach straty zostały odrobione. Wynikało to ze zmian kursu złotego (i oceny jego wpływu na inflację i zmiany stóp RPP) oraz zachowania rynków bazowych, gdzie najpierw doszło do wzrostu rentowności na fali zwiększonego zainteresowania akcjami, a później sytuacja się odwróciła.

W tym tygodniu kluczowy dla krajowego długu będzie ton komunikatu po posiedzeniu RPP i wypowiedzi członków Rady. Naszym zdaniem nie będą one zbyt jastrzębie, co powinno pozwolić na utrzymanie pozytywnych nastrojów na polskim rynku stopy procentowej, choć ważne będzie nadal również zachowanie bazowych rynków długu.

**Dobry tydzień dla dolara**

A amerykańska waluta umocniła się do euro w trakcie minionego tygodnia. Spadkowi EURUSD (do nieco poniżej 1,57 na koniec tygodnia z powyżej 1,59 tydzień wcześniej) sprzyjał spadek obaw o kondycję sektora finansowego w USA i obniżka cen ropy (choć w tym ostatnim przypadku trudno dokładnie wskazać, co jest przyczyną, a co skutkiem). W czwartek po podanych rano słabych danych ze strefy euro EURUSD był przejściowo blisko 1,56, ale później nastąpiła korekta po słabych danych makro z USA.

Spośród licznych publikacji danych za granicą w tym tygodniu kluczowe dla EURUSD będą przedwstępne dane o inflacji w strefie euro (mogą wesprzeć euro, pokazując dalszy wzrost), wstępne dane o PKB w USA (powinny być wsparciem dla dolara, wskazując na przyspieszenie wzrostu) oraz raport z amerykańskiego rynku pracy.

**Duże zmiany rentowności na rynkach bazowych**

Pierwsza część minionego tygodnia przyniosła silny wzrost rentowności obligacji na rynkach bazowych. Wynikało to głównie ze zwiększonego zainteresowania bardziej ryzykownymi aktywami, ponieważ informacje ze spółek giełdowych okazały się w przeważającej mierze lepsze od oczekiwań. Później jednak nastąpił spadek rentowności przy wzroście awersji do ryzyka i osłabieniu oczekiwań na podwyżki stóp pod wpływem słabych danych makro z USA i strefy euro. Na koniec tygodnia rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów wynosiły odpowiednio 4,05% i 4,56%, 1 pb więcej niż tydzień wcześniej.

W tym tygodniu będzie dużo danych bardzo ważnych dla oczekiwań co do polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Zmienność na bazowych rynkach długu może więc pozostać zwiększona.

---

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