

Tygodnik ekonomiczny

18 – 24 sierpnia 2008

W minionym tygodniu tendencja spadkowa złotego była kontynuowana kurs EURPLN zgodnie z naszymi oczekiwaniami przekroczył poziom 3,30, z kolei na rynku obligacji doszło do dalszego spadku rentowności. Osłabienie krajowej waluty wynikało przede wszystkim z reakcji na umacniającego się na rynkach światowych dolara. Ten z kolei zyskiwał w związku z utrzymującymi się obawami o stan gospodarek poza USA oraz dalszym spadkiem cen surowców. Cena ropy obniżyła się do 110\$ za baryłkę.

Dane o bilansie płatniczym za czerwiec mocno rozczarowały. Deficyt handlowy wzrósł do 1,7 mld € a skumulowany deficyt obrotów bieżących za 12-miesięcy do 4,5% PKB, przy słabym wyniku w handlu, usługach, dochodach i bezpośrednich inwestycjach zagranicznych. Dane o inflacji okazały się zgodne z medianą prognoz analityków i podobnie jak dane o bilansie płatniczym miały dość neutralny wpływ na krajowy rynek finansowy. Większy wpływ miały za to gołębie wypowiedzi Ministerstwa Finansów nt. szacunków sierpniowej inflacji, która miałaby być nie wyższa niż 5% r/r.

Oczekujemy dalszego lekkiego osłabienia krajowej waluty przy wyhamowaniu aprecjacji dolara. Nie oczekujemy też dalszego spadku rentowności na rynku długu w związku z publikacją kolejnych danych z polskiej gospodarki za lipiec. Produkcja przemysłowa i PPI będą naszym zdaniem wyższe od oczekiwań rynkowych a wskaźniki inflacji bazowej utrzymają się na wysokich poziomach. Co prawda wzrost płac może być poniżej rynkowego konsensusu, jednak wciąż jest bardzo wysoki i zwiększa presję inflacyjną. Oczekujemy też lekkiego spowolnienia tempa wzrostu zatrudnienia. *Minutes* z posiedzenia RPP w czerwcu nie powinny istotnie wpłynąć na krajowy rynek finansowy. Sporo ważnych publikacji nastąpi za granicą i mogą wpłynąć na relacje dolara do euro oraz bazowe rynki długu.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

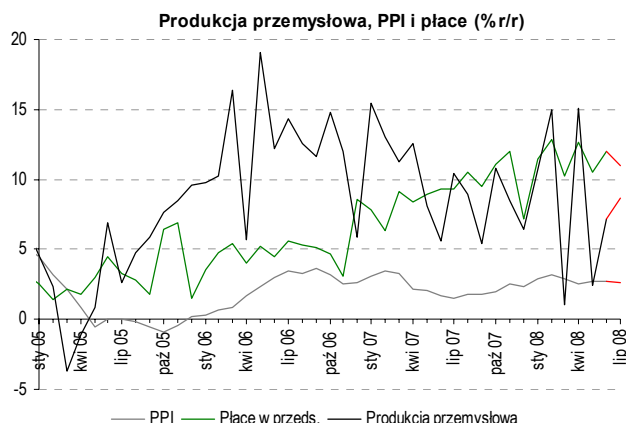
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (18 sierpnia)							
11:00	PL	Przetarg 500 mln 26-tyg. i 500 mln zł 52 tyg. bonów skarbowych					
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VII	% r/r	11,5	11,0	12,0
14:00	PL	Zatrudnienie	VII	% r/r	4,6	4,5	4,8
WTOREK (19 sierpnia)							
11:00	DE	Indeks ZEW	VIII	pkt	-60,0	-	-63,9
14:30	US	Liczba nowych budów domów	VII	mln	0,96	-	1,066
14:30	US	Liczba pozwoleń na budowę	VII	mln	0,98	-	1,138
16:00	US	PPI	VII	% m/m	0,5	-	1,8
ŚRODA (20 sierpnia)							
11:00	PL	Aukcja zamiany					
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	VII	% r/r	7,3	8,6	7,2
14:00	PL	PPI	VII	% r/r	2,5	2,6	2,7
CZWARTEK (21 sierpnia)							
14:00	PL	Inflacja bazowa netto	VII	% r/r	3,5	3,5	3,4
14:00	PL	Minutes RPP	VII				
16:00	US	Indeks Philadelphia Fed	VIII	pkt	-11,5	-	-16,3
PIĄTEK (22 sierpnia)							
14:00	PL	Wskaźniki koniunktury	VIII				

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet

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

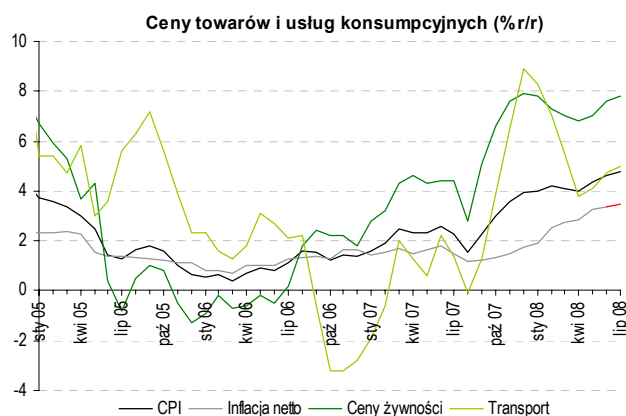
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Seria danych z kraju

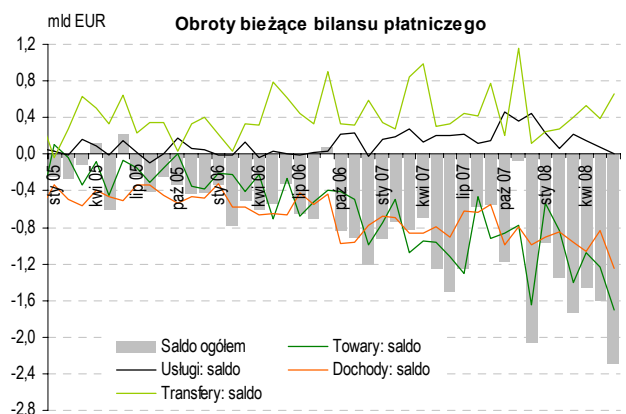


- Po wyższych od oczekiwań danych o płacach za czerwiec (12% r/r) spodziewamy się, że w lipcu dynamika płac spadła do 11% r/r. Naszym zdaniem tempo wzrostu zatrudnienia pozostanie w trendzie spadkowym, a w lipcu wyniosło 4,5%.
- Nasza prognoza produkcji przemysłowej na poziomie 8,6% r/r jest sporo powyżej mediany prognoz rynkowych. Z kolei tempo wzrostu cen producentów spowolniło naszym zdaniem do 2,6% r/r. Warto jednak obserwować PPI krajowy, który znajduje się na wysokim poziomie.
- Wg naszych szacunków inflacja netto wzrosła w lipcu do 3,5% r/r. Co prawda nowa miara inflacji bazowej NBP spadła naszym zdaniem do 2,1% r/r, ale przewidujemy że już za miesiąc wzrośnie powyżej celu inflacyjnego.
- Minutes RPP z posiedzenia czerwcowego nie wniosą przełomowych informacji.

Miniony tydzień w gospodarce – Inflacja nie zaskoczyła rynku, wyższy deficyt handlowy i C/A



- Inflacja CPI za lipiec okazała się wyższa od naszej prognozy na poziomie 4,7% r/r i zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami wzrosła do 4,8% r/r z 4,6% r/r w czerwcu.
- Dane nie zmieniły obrazu perspektyw inflacji. Bieżąca inflacja jest nadal napędzana przez ceny żywności, paliw i innych nośników energii, a także przez wzrost niektórych podatków (wyroby tytoniowe) i cen usług.
- Nadal sądzimy, że wzrost inflacji w sierpniu powyżej 5% skłoni RPP do podwyższenia stopy referencyjnej do 6,25-6,5% w celu przeciwdziałaniu wzrostowi oczekiwań inflacyjnych i efektem drugiej rundy.
- Korzystnie na perspektywy inflacji, przynajmniej krótkoterminowo, wpływa sytuacja na rynku surowców. W ciągu ostatniego tygodnia zanotowano dalszy spadek cen ropy do 110\$ za baryłkę. W sumie od szczytu na początku lipca spadek cen ropy sięgnął ok. 24%.



- Mimo przyspieszenia wzrostu eksportu w czerwcu do 16,1% r/r, zanotowano mocny wzrost deficytu obrotów towarowych (1,7 mld €) w związku z silniejszym ożywieniem importu (20,2% r/r). Deficyt obrotów bieżących wzrósł do 2,3 mld €, a saldo w ujęciu 12-miesięcznym wzrosło do 4,5% PKB i najprawdopodobniej będzie się dalej zwiększać w kolejnych miesiącach. Znaczne pogorszenie nastąpiło na rachunku usług, a na rachunku dochodów odnotowano znaczący odpływ z tytułu dywidend. Saldo bezpośrednich inwestycji zagranicznych było ujemne po raz pierwszy od września 2006.
- Podaż pieniądza wzrosła w lipcu o 16,5% r/r (konsensus rynkowy: 15,9%). Dynamika depozytów wzrosła do 19,3%. Z kolei wzrost kredytów spowolnił wyraźnie do 25,2% z 27,7%, a dla gospodarstw domowych do 30,3% z 34,4%.

Cytat tygodnia – Jedna podwyżka stóp może wystarczyć

Jan Czekaj, RPP, Reuters, 12 sierpnia

Myszę, że tak [nie będzie podwyżki latem], że będziemy musieli zobaczyć, co dzieje się w gospodarce. Są jakieś oznaki osłabienia dynamiki wzrostu. Trzeba je będzie przeanalizować.

Marian Noga, RPP, Reuters, 12 sierpnia

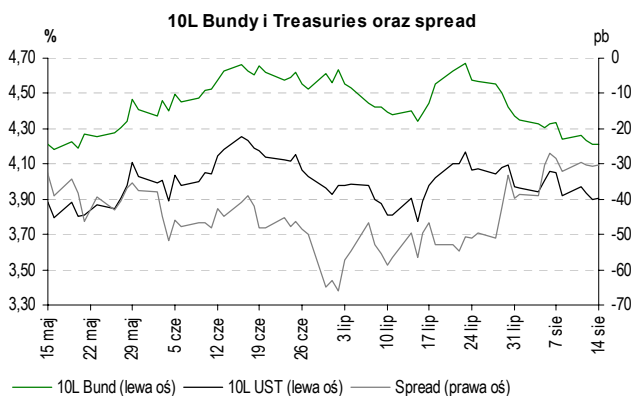
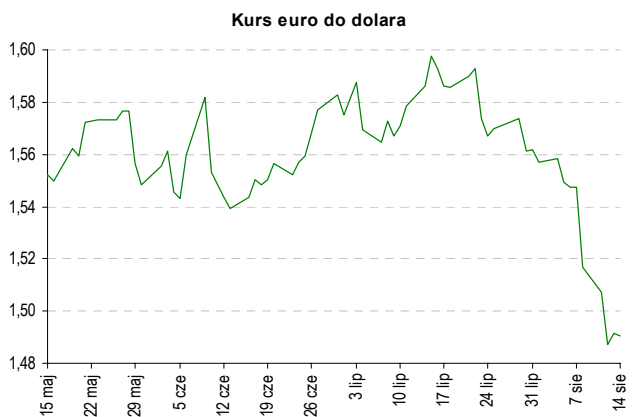
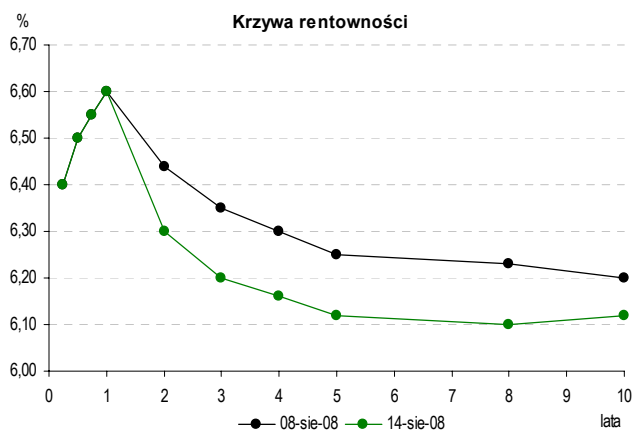
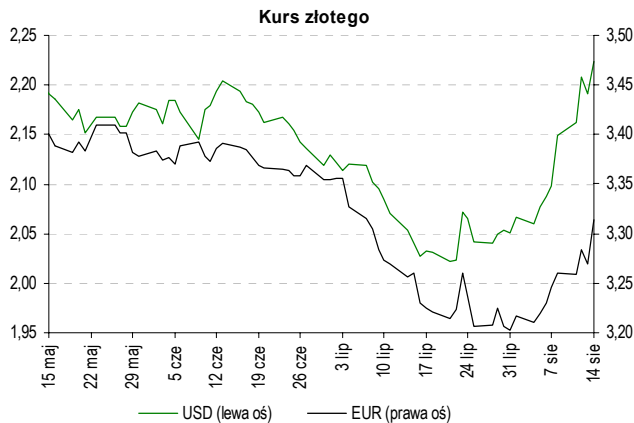
Jedna podwyżka stóp prawdopodobnie jest wystarczająca, żeby w perspektywie 8 kwartałów obniżyć inflację do celu

Stanisław Owsiak, RPP, PAP, 12 sierpnia

Wymienione czynniki nakazują zachowanie dużej rozwagi w prowadzeniu polityki monetarnej, gdyż wiele przesłanek wskazuje na to, że apogeum inflacji mamy albo będziemy wkrótce mieć za sobą.

Szereg członków RPP wypowiedział się w stonowany sposób na temat perspektyw kontynuacji zacieśniania polityki pieniężnej. Zdaniem największego „jastrzębia” Dariusza Filara jedna lub dwie podwyżki stóp powinny sprowadzić inflację bazową w dół w przyszłym roku. Swoje przekonanie o potrzebie podwyżek wyraziła Halina Wasilewska-Trenkner, choć stwierdziła, że moment decyzji może odsunąć się w czasie ze względu na niepewność związaną z sytuacją gospodarczą. Zdaniem Mariana Nogi cykl zacieśniania może zakończyć jeszcze jedna podwyżka. Warto zwrócić uwagę na podkreślenie przez Stanisława Owsiaka potrzeby zachowania dużej rozwagi w prowadzeniu polityki pieniężnej. Zdaniem kluczowego członka RPP Jana Czekaja termin kolejnego ruchu Rady powinien przypaść na okres powakacyjny. Nasza prognoza zakłada ruch we wrześniu.

Monitor rynku

**Złoty powyżej 3,30 wobec euro**

Po sporym osłabieniu w poprzednim tygodniu w ostatnich kilku dniach złoty pozostawał dosyć stabilny, m.in. za sprawą zahamowania spadkowej tendencji dolara wobec euro, co przełożyło się na waluty regionu. Dane o bilansie płatniczym miały negatywny wydźwięk dla złotego, choć nie znalazło to odzwierciedlenia ze względu na odbicie kursu EURUSD. Ponowne umocnienie dolara przyczyniło się do dalszego osłabienia złotego, czemu sprzyjały komentarze Jana Czekaja oraz Ministerstwa Finansów na temat szacunków sierpniowej inflacji.

Spodziewamy się dalszego osłabienia złotego, choć jego skala może się zmniejszyć w związku z możliwym osłabieniem dolara oraz większą aktywnością eksporterów na rynku. Przesuwamy w górę przedziały wahań kursu EURPLN do 3,26-3,36, a USDPLN do 2,17-2,27.

Rynek stopy procentowej wciąż się umacnia

Mimo niewielkiej aktywności inwestorów na początku tygodnia przed publikacją danych o CPI na rynku długu zanotowano stopniowy spadek rentowności. Co prawda inflacja okazała się zgodna z medianą prognoz rynkowych, co wyhamowało chwilowo umocnienie, jednak komentarze członków RPP i szacunki inflacji resortu finansów za sierpień przyczyniły się do dalszego spadku stawek na rynku stopy procentowej.

Spodziewamy się zahamowania ruchu wzrostowego cen na rynku obligacji. Mimo, że nasza prognoza płac jest nieco poniżej konsensusu to dynamika jest nadal wysoka. Wzrostowi rentowności będą sprzyjać dane o produkcji, które wg nas będą sporo wyższe niż wskazuje rynkowy konsensus. Dalszemu wzrostowi cen nie pomogą też dane o PPI i inflacji netto.

Dalszy spadek dolara

Rosnące w ostatnim czasie przekonanie inwestorów o tym, że spowolnienie gospodarcze dotknęło także inne gospodarki poza amerykańską, zaowocowało likwidowaniem krótkich pozycji w dolarze oraz spadkami cen ropy. W tym tygodniu działo się podobnie, a kurs EURUSD spadł niemal do 1,48. Pod koniec tygodnia doszło do lekkiej korekty do 1,49.

Spodziewamy się tymczasowej korekty kursu EURUSD w górę, choć ryzykiem dla tego scenariusza są dalsze spadki cen surowców. Na najbliższych sesjach najistotniejsze dla kursu EURUSD będą dane z amerykańskiego rynku mieszkaniowego, które pokażą czy kryzys zbliża się do końca. Ważny będzie też indeks aktywności Philly Fed. Dla euro kluczowy będzie niemiecki indeks ZEW, który wskaże sygnały dla gospodarki EMU.

Spadek rentowności Bundów

Po lekkim wzroście rentowności na początku tygodnia w USA w kolejnych dniach doszło do ponownego umocnienia, m.in. za sprawą spadających cen ropy, ale też negatywnych informacji z instytucji finansowych i spadków cen akcji. Na koniec tygodnia rentowność 10-letnich Treasuries była zbliżona do poziomów z poprzedniego piątku 3,91%. Z kolei umocnienie Bundów po posiedzeniu EBC było kontynuowane i było wsparte przez czynniki umacniające rynek amerykański. Rentowność 10-letnich obligacji niemieckich spadła do 4,21% z 4,24%.

Sądzymy, że możliwy jest dalszy spadek rentowności wspierany przez scenariusz spowolnienia gospodarczego na świecie przy spadkach cen ropy. W tym tygodniu inwestorzy zwrócą uwagę na ważne dane z USA i strefy euro, które będą miały też wpływ na kurs EURUSD.

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