

# Tygodnik ekonomiczny

25 – 31 sierpnia 2008

Minionym tydzień stał pod znakiem lekkiego odreagowania złotego wobec głównych walut przy korekcie kursu EURUSD w górę i odbiciu cen ropy. Obligacje kontynuowały trend na umocnienie od początku tygodnia mimo wyższych od oczekiwań danych z rynku pracy za lipiec. Dane o produkcji przemysłowej i PPI za lipiec okazały się niższe od prognoz rynkowych i przyczyniły się do ruchu spadkowego stawek na rynku stopy procentowej. Inflacja netto wzrosła zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi do 3,5% r/r, a *minutes* z lipcowego posiedzenia pokazały, że „jastrzębia” część Rady chciała podwyżki w lipcu i zapewne nie zmieni zdania na posiedzeniu w sierpniu.

Głównym wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie RPP, na którym naszym zdaniem Rada nie zdecyduje się na zmianę parametrów polityki pieniężnej. Komunikat z posiedzenia może zawierać odniesienia do kursu złotego (spore osłabienie od poprzedniego spotkania Rady) oraz do skali spowolnienia gospodarczego. Ważnym czynnikiem dla RPP może być też zmiana oczekiwań co do perspektyw polityki pieniężnej w strefie euro, podobnie jak spadek cen ropy. Naszym zdaniem komunikat RPP nie będzie jednak mniej jastrzębi w porównaniu do lipcowej wersji. Ponadto, wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył naszym zdaniem w lipcu bardziej niż oczekuje tego rynek, co powinno powstrzymać dalsze umocnienie na rynku stopy procentowej. Możliwe jest lekkie osłabienie złotego z poziomem oporu 3,34 wobec euro. Pod koniec tygodnia GUS opublikuje dane o PKB za II kw., które powinny pokazać lekkie spowolnienie wobec I kw.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

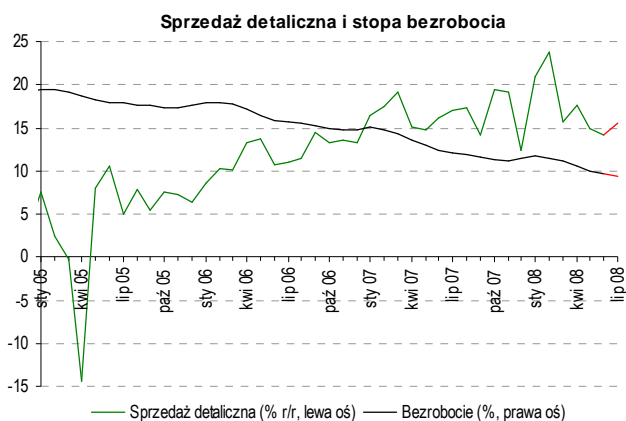
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (25 sierpnia)</b>							
16:00	US	Sprzedaż domów	VII	mln	0,53	-	0,53
<b>WTOREK (26 sierpnia)</b>							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	VII	% r/r	14,6	15,6	14,2
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VII	% r/r	9,5	9,5	9,6
10:00	DE	Indeks Ifo	VIII	pkt	97,1	-	97,5
16:00	US	Zaufanie konsumentów	VIII	pkt	52,0	-	51,9
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VII	mln	0,53	-	0,53
<b>ŚRODA (27 sierpnia)</b>							
	PL	Spotkanie RPP – decyzja	VIII	%	6,0	6,0	6,0
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	VII	%	0,2	-	0,8
<b>CZWARTEK (28 sierpnia)</b>							
10:00	EZ	Podaż pieniądza M3	VII	% r/r	9,1	-	9,5
11:00	EZ	Indeks nastrojów	VIII	pkt	89,1	-	89,5
14:30	US	Wstępny PKB	VII	% r/r	2,6	-	1,9
<b>PIĄTEK (29 sierpnia)</b>							
10:00	PL	PKB	II kw.	% r/r	5,6	5,6	6,1
10:00	PL	Konsumpcja prywatna	II kw.	% r/r		5,4	5,6
10:00	PL	Inwestycje	II kw.	% r/r	14,5	15,0	15,7
11:00	EZ	Wstępny HICP	VIII	% r/r	3,9	-	4,0
14:30	US	Bazowy PCE	VII	\$ m/m	6,3	-	0,3
15:45	US	Chicago PMI	VIII	pkt	50,1	-	50,8
15:55	US	Finalny Michigan	VIII	pkt	62,0	-	61,2

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet, PAP

**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 – RPP zadecyduje o stopach, ponadto sprzedaż i PKB

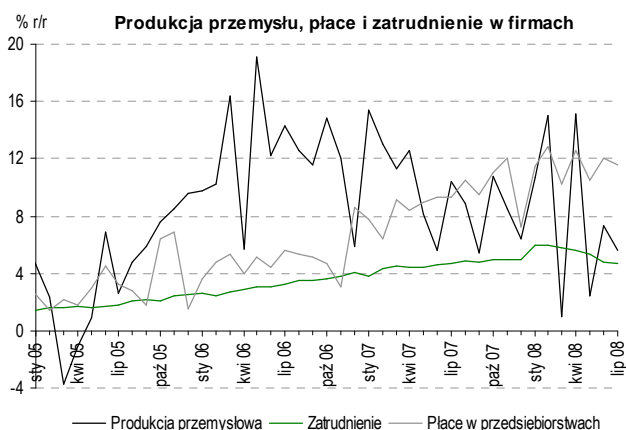


▪ W tym tygodniu na pierwszy plan wysuwa się decyzja w sprawie stóp procentowych RPP. Naszym zdaniem Rada nie zmieni stóp w sierpniu. Istotny będzie komunikat, jednak nie powinien być on mniej „jastrzębi” w porównaniu do poprzedniego miesiąca.

▪ Kolejne dane GUS pokażą przyspieszenie dynamiki sprzedaży detalicznej w lipcu do 15,6% r/r oraz dalszy spadek stopy bezrobocia rejestrowanego do 9,5%.

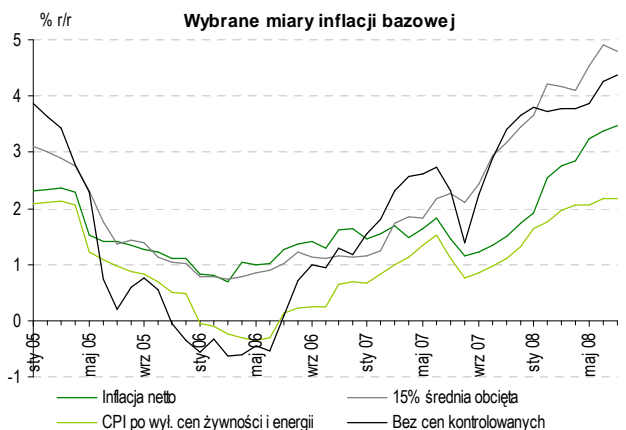
▪ Dane o PKB za II kw. wskażą naszym zdaniem spadek tempa wzrostu gospodarczego do 5,6% r/r z 6,1% r/r w I kw. Na spowolnienie złożył się naszym zdaniem nieznaczny spadek dynamiki konsumpcji prywatnej do 5,4% oraz inwestycji do 15%. Wyraźniejszy spadek tempa wzrostu PKB (poniżej 5%) może nastąpić w kolejnych kwartałach i zapewne od jego skali uzależnione będą dalsze decyzje RPP.

## Miniony tydzień w gospodarce – Wyższe płace, choć niższa dynamika produkcji i PPI



▪ Dynamika średniego wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw spadła do 11,6% r/r z 12% w czerwcu, choć była powyżej oczekiwań podobnie jak dynamika zatrudnienia. Ta ostatnia wyniosła 4,7% r/r wobec oczekiwań rynku na poziomie 4,6%. Fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw spowolnił do 16,8% r/r z 17,4% w lipcu. Niższe tempo rozwoju gospodarki nie wpływa aż tak negatywnie na rynek pracy jak można się spodziewać.

▪ Produkcyjna sprzedana przemysłu spowolniła w lipcu dużo bardziej niż oczekiwano do 5,6% r/r (4,4% r/r s.a.) pomimo większej liczby dni roboczych w porównaniu z ub. rokiem. To sugeruje, że spowolnienie polskiej gospodarki zaczyna się materializować. Lepszy wynik zanotowała produkcja budowlano-montażowa (wzrost o 16,9% r/r). Była ona niemal na poziomie śr. z I poł. roku (17,3%).



▪ Wzrost PPI w lipcu także spowolnił do 2,3% r/r, wobec oczekiwań 2,5% i naszej prognozy 2,6%. Wzrost cen w przetwórstwie wyniósł zaledwie 1% r/r, najmniej od 2 lat. Należy jednak pamiętać, że na PPI wpływ ma aprecjacja złotego, która w lipcu była bardzo silna. Stąd warto zwrócić uwagę na poziom wskaźnika PPI na rynku krajowym.

▪ Inflacja netto wyniosła w lipcu 3,5% r/r i po raz pierwszy od kwietnia 2002 r. osiągnęła górny poziom przedziału wahań wokół celu inflacyjnego. Inflacja po wyłączeniu cen żywności i cen energii pozostała na poziomie 2,2%.

▪ Lipcowe *minutes* pokazały, że „jastrzębia” część Rady chciała podwyżki w lipcu i zapewne nie zmieni zdania po znaczącym wzroście płac i deprecjacji złotego.

▪ W czerwcu za podwyżką stóp opowiedzieli się wszyscy członkowie Rady, co wskazuje, że przekonanie o potrzebie zacieśniania polityki pieniężnej było bardzo silne.

## Cytat tygodnia – Nie ma argumentów za odsuwaniem podwyżek stóp

**Andrzej Wojtyna, RPP, PAP, 19 sierpnia**

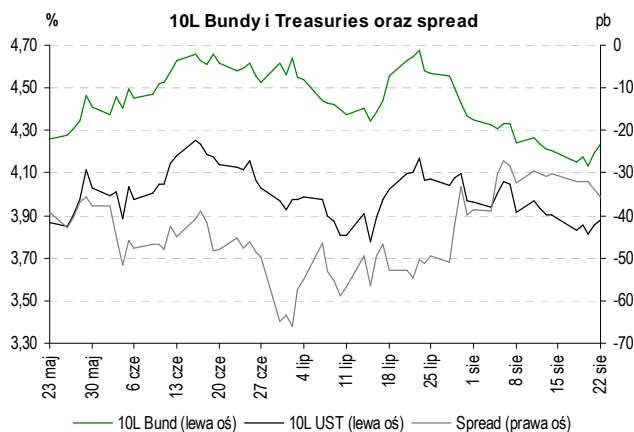
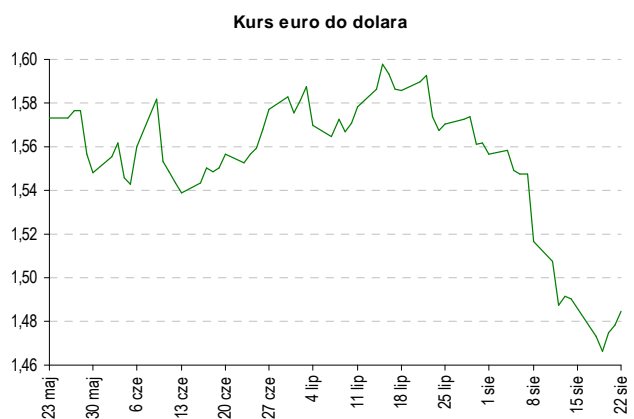
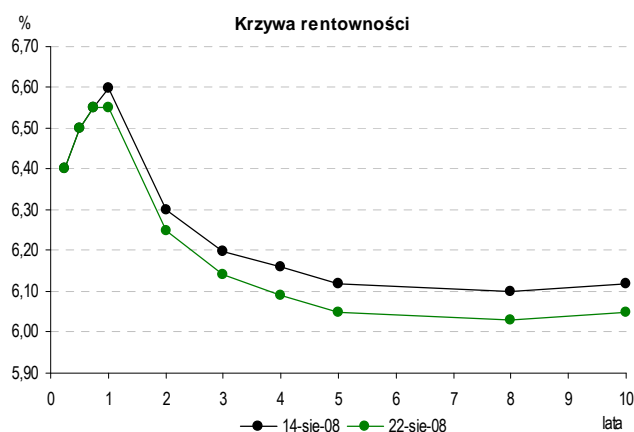
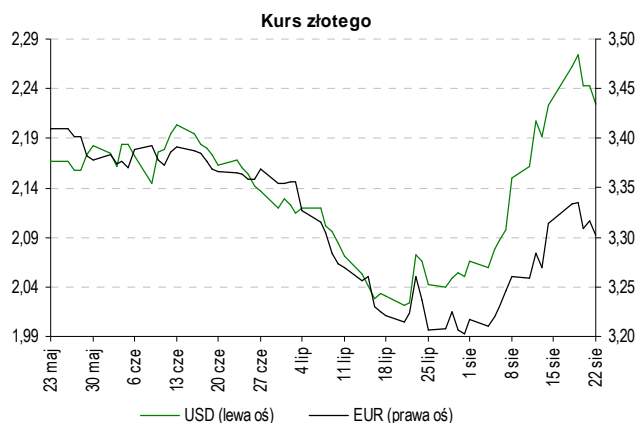
*Na razie nie widzę przekonujących argumentów, które przemawiałyby za odsuwaniem podwyżki stóp procentowych. Raczej skłaniałbym się ku poglądowi, że należy podnosić stopy biorąc pod uwagę to, że na rynku nie ma wyraźnych oznak mogących świadczyć o odwróceniu trendu na rynku pracy oraz symptomów sugerujących, że przed nami jest dość znaczne wyhamowanie tempa wzrostu PKB.*

**Stanisław Owsiak, RPP, Gazeta Prawna, 20 sierpnia**

*Wygląda na to, że jesteśmy w okolicy maksymalnych poziomów inflacji. Jeżeli inflacja rzeczywiście zacznie spadać, to niełatwo sobie wyobrazić podwyżki stóp procentowych. Do tego dochodzą sygnały o możliwym spowolnieniu gospodarczym. Jeżeli doszłoby do obniżek stóp w strefie euro, to wsparłoby to podobne decyzje w Polsce.*

W komentarzach udzielonych po danych o płacach za lipiec jastrzębi członkowie RPP wciąż podtrzymują zdanie, że zacieśnianie polityki pieniężnej powinno być kontynuowane. Zdaniem prof. Wojtyny obecnie brakuje sygnałów, które wskazywałyby na istotne spowolnienie gospodarcze. Dariusz Filar oraz Halina Wasilewska-Trenkner potwierdzili potrzebę dokonania kolejnych podwyżek stóp procentowych. Jednak zdaniem prof. Owsiaaka należącego do „gołębiej” frakcji w Radzie trudno o podwyżki stóp procentowych w sytuacji spadającej inflacji. Dane o produkcji i PPI mogły nieco osłabić zapał części RPP do kontynuowania podwyżek stóp. Biorąc te komentarze pod uwagę oraz wcześniejsze wypowiedzi Jana Czekaja wciąż utrzymujemy, że RPP dokona przynajmniej jeszcze jednej podwyżki o 25 pb, najwcześniej we wrześniu (po danych o inflacji sierpniowej).

## Monitor rynku

**Złoty odreagowuje po korekcie**

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami na początku tygodnia tendencja osłabienia złotego była kontynuowana, przy dalszym umocnieniu dolara na światowych rynkach i po danych o płacach. Kurs EURPLN pokonał poziom 3,34 w poniedziałek, a USDPLN wzrósł do blisko 2,28 we wtorek przy spadku kursu EURUSD do najniższego poziomu od 6 miesięcy. Późniejsza korekta kursu EURUSD nie pozostała bez wpływu na złotego. Krajowa waluta umocniła się do końca tygodnia do 3,30 do euro i 2,23 wobec dolara.

Złoty powinien pozostać w pobliżu obecnie notowanych poziomów z lekką tendencją na osłabienie ponownie w okolicach 3,34 do euro. Ten scenariusz będzie wspierany przez zakładane przez nas umocnienie dolara do euro. Utrzymujemy przedziały wahań dla kursu EURPLN 3,26-3,36 i dla kursu USDPLN 2,17-2,27.

**Rynek stopy procentowej wciąż się umacnia**

Wbrew naszym oczekiwaniom na rynku stopy procentowej doszło do dalszego umocnienia. Spadek rentowności na rynku długu następował za rynkami bazowymi przy ograniczonej płynności. Tendencji rynkowej nie zaszkodziły dane o płacach i zatrudnieniu za lipiec. Za to sporym wsparciem okazały się dane o produkcji. Pod koniec tygodnia inwestorzy uznali poziomy cen za wysokie i doszło do korekty. Krzywa rentowności przesunęła się w dół o ok. 10 pb. Z kolei stawki FRA spadły o 5-15 pb.

Uważamy, że korekta pod koniec tygodnia może świadczyć o tym, że rynek znalazł szczyt cenowy przynajmniej do posiedzenia RPP. Przeciwno spadkowi rentowności będą działały dane o sprzedaży oraz wciąż jastrzębi komunikat Rady. Dane o PKB także potwierdzą, że spowolnienie gospodarki nie jest gwałtowne.

**Odreagowanie euro**

Po zdecydowanym umocnieniu dolara wobec euro na kilkunastu sesjach na początku minionego tygodnia kurs EURUSD osiągnął najniższy poziom od lutego i wyniósł 1,463. W kolejnych dniach euro stopniowo odreagowywało wobec dolara, a inwestorzy realizowali zyski. Analogiczne ruchy były obserwowane na rynkach surowców, gdzie doszło do odbicia cen ropy. Lepsze od oczekiwań były także dane ze strefy euro (ZEW, PMI).

Niemiecki indeksy Ifo i nastrojów dla strefy euro będzie ważny dla perspektyw gospodarki EMU. Szereg danych z USA, m.in.: PKB, dane z rynku nieruchomości, indeksy aktywności i nastrojów będą ważne z punktu widzenia oceny sytuacji gospodarczej w USA i wyceny dolara. Oczekujemy, że może on stopniowo zyskiwać na wartości.

**Niewielkie zmiany cen na bazowych rynkach**

Negatywne informacje z sektora finansowego w USA nt. problemów agencji hipotecznych Fannie Mae i Freddie Mac oraz banku Lehman Brothers przyczyniły się do spadku apetytu na ryzyko i umocnienia amerykańskich obligacji. Podobnie działo się na rynku niemieckim w obliczu spadków na rynkach akcji pomimo lepszych danych ze strefy euro. Pod koniec tygodnia doszło do korekty i w rezultacie na koniec tygodnia rentowność Bundów była na zbliżonym poziomie do poprzedniego piątku (4,20%), a 10-letnich amerykańskich Treasuries spadła do 3,89% z 3,91%.

Indeks HICP pokaże, czy pozytywne sygnały z indeksów cenowych PMI dla strefy euro znalazły odzwierciedlenie w inflacji. Poznamy też dane inflacyjne z USA (PCE) oraz szereg publikacji z amerykańskiej gospodarki, które mogą wspierać stopniowe obniżanie się stawek na rynku obligacji.

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