

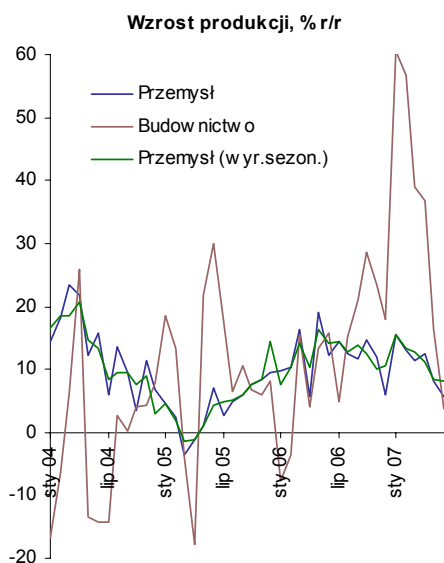
# Komentarz na gorąco

## Wciąż obstawiamy sierpień

19 lipca 2007

Produkcja w przemyśle i w budownictwie wyraźnie spowolniła w czerwcu, jednak był to w naszej ocenie efekt przejściowy (m.in. za sprawą dni roboczych), a nie zapowiedź znacznego osłabienia koniunktury. Dlatego też pogorszenie relacji między wydajnością pracy, a wzrostem płac, jakie miało miejsce w czerwcu, nie powinno być sygnałem do zbyt pospiesznych decyzji RPP. Wciąż czekamy na dane o sprzedaży detalicznej, ale wydaje się, że ryzyko dla prognozy wzrostu PKB w drugim kwartale (6,5%) jest zdecydowanie asymetryczne w dół. Roczny wskaźnik cen producenta spowolnił znacząco, co wynikało głównie z efektu bazy. W ujęciu miesięcznym wzrost cen wyniósł 0,6%, jednak powodem był wzrost cen surowców i artykułów tytoniowych. W sumie, nie wydaje nam się, żeby czerwcowe dane wymagały od Rady szybkich kolejnych decyzji. Opublikowany dziś opis dyskusji Rady na posiedzeniu czerwcowym wyjaśnił co prawda bardziej klarownie podjętą wówczas decyzję o podwyżce stóp procentowych, jednak brak w nim sugestii co do tego, jak członkowie Rady widzą perspektywy polityki pieniężnej na kolejne miesiące. Nie zmieniamy naszych oczekiwań, że kolejna podwyżka o 25 pb nastąpi w sierpniu.

### Wzrost produkcji poniżej prognoz



Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w czerwcu o 5,6% r/r i 0,2% m/m. Był to wynik znacznie słabszy od konsensusu rynkowego na poziomie ok. 8% r/r, oraz nieco poniżej naszej prognozy 6,2% r/r. W pewnym stopniu pogorszenie dynamiki wynikało z mniejszej liczby dni roboczych niż w czerwcu 2006 r. Skorygowana przez GUS dynamika produkcji wyniosła 8% r/r, co również oznacza pewne spowolnienie w porównaniu z poprzednimi miesiącami (8,3% r/r w maju, średnio 12% w pierwszych pięciu miesiącach roku). Tradycyjnie najszybszy wzrost produkcji zanotowano w przetwórstwie przemysłowym (6,2% r/r), w tym w szczególności w działach przemysłu zorientowanych na eksport. Wzrost produkcji budowlano-montażowej zanotował znaczące spowolnienie do 3,7% r/r (dynamika wyrównana sezonowo 9,9% r/r).

Dane o produkcji za czerwiec, podobnie jak te z dwóch poprzednich miesięcy, potwierdziły, że w II kwartale br. tempo wzrostu PKB spowolniło z rekordowego poziomu 7,4% r/r zanotowanego w I kw. Wydaje się coraz mniej prawdopodobne, by udało się zrealizować naszą prognozę PKB w II kw. na poziomie 6,5%, chociaż trzeba pamiętać, że nadal nie znamy wyników czerwcowej sprzedaży detalicznej, które mogą być lepsze od prognoz.

W naszej ocenie, stopniowy spadek dynamiki produkcji w ostatnich trzech miesiącach nie zapowiada jednak poważnego załamania koniunktury gospodarczej. Nasze prognozy wskazują, że wzrost w przemyśle powinien się odbić w górę w kolejnych miesiącach, a tempo rozwoju gospodarki utrzyma się na poziomie bliskim lub lekko powyżej potencjalnego.

Wyraźnie wolniejszy wzrost produkcji przy jednoczesnym znacznym przyspieszeniu wzrostu płac i zatrudnienia oznacza, że w czerwcu znacznie podniosła się dynamika jednostkowych kosztów pracy. Jednak biorąc pod uwagę to, że spowolnienie produkcji nie powinno być trwałe, nie musi to być alarmujący sygnał dla RPP.

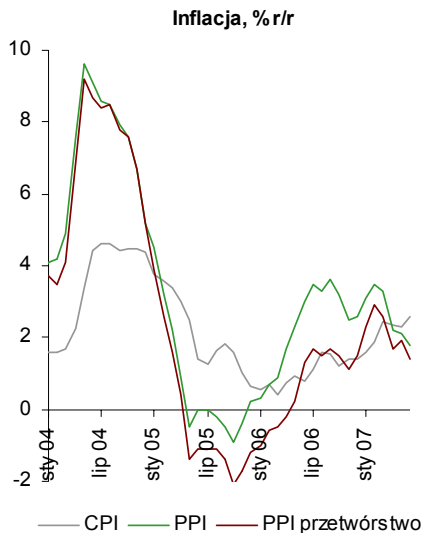
**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

**Piotr Bielski** 022 586 8333

**Piotr Bujak** 022 586 8341

**Cezary Chrapek** 022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl



## Ceny w przemyśle stopniowo rosną

Wzrost cen w przemyśle wyniósł w czerwcu 1,8% r/r, zgodnie z oczekiwaniami rynku i minimalnie powyżej naszej prognozy (1,7%). Choć dynamika roczna zmalała wobec maja (2,1% r/r po korekcie w dół), to jednak było zasługą przede wszystkim efektu wysokiej bazy. W ujęciu miesiąc do miesiąca indeks PPI wzrósł o 0,6%, głównie za sprawą podwyżek w przetwórstwie przemysłowym (0,7% m/m). Od początku br. trwają stopniowe podwyżki cen w przemyśle, co mogłoby oznaczać, że firmy są w stanie w coraz większym stopniu przenosić rosnące koszty (m.in. płacowe) na ceny swoich wyrobów. Z drugiej jednak strony, należy jednak zauważyć, że największe wzrosty cen w ostatnich miesiącach wynikały z podwyżek w przetwórstwie ropy naftowej i pochodnych, związanych z rosnącymi cenami surowców, a w czerwcu również w branży tytoniowej, co raczej sugeruje, że czynnik rosnących kosztów płacowych nie pełnił tu roli decydującej.

## Minutes wyjaśniają decyzję, ale nie mówią wiele o następnych

Narodowy Bank Polski opublikował dziś opis dyskusji na posiedzeniu czerwcowym, na którym została podjęta zaskakująca decyzja o drugiej w tym roku podwyżce stóp procentowych. O ile komunikat po tym posiedzeniu nie przedstawiał zbyt wielu szczegółów, jeśli chodzi o uzasadnienie decyzji, to opis dyskusji jest pod tym względem nieco bardziej czytelny.

Wygląda na to, że nawet niektórzy członkowie Rady przeciwstawiający się podwyżce stóp procentowych w czerwcu, rozważaliby podjęcie takiej decyzji w terminie późniejszym. Rada napisała bowiem, że „członkowie nie byli zgodni co do właściwego momentu podwyższenia stóp procentowych”. Część członków Rady, którzy zapewne byli w mniejszości, uważała że należy poczekać na lipcową projekcję inflacji oraz obawiali się (chyba słusznie) o niepotrzebne, z punktu widzenia przyszłej inflacji, wywołanie oczekiwań na szybsze i większe podwyżki stóp oraz o nadmierną aprecjację złotego. Jednak inni członkowie Rady, którzy zdecydowali się podnieść stopy procentowe, uważali, że „potencjalne koszty opóźnienia podwyżki stóp procentowych przewyższają ewentualne korzyści związane z odsunięciem w czasie decyzji o zmianie parametrów polityki pieniężnej”, a „koszt zaostrzenia polityki pieniężnej zapewniającego powrót inflacji do celu byłby znacznie większy niż koszt przeciwdziałania wzrostowi inflacji”. Część członków Rady oceniała również, że „zacieśnienie polityki pieniężnej w obliczu niepokojących sygnałów z sektora finansów publicznych wzmocniłoby wiarygodność prowadzonej polityki pieniężnej”.

Choć nie zgodzilibyśmy się ze wszystkimi argumentami prezentowanymi przez bardziej jastrzębich członków Rady, takie uzasadnienie decyzji czerwcowej wydaje nam się pełniejsze niż to zawarte w komunikacie po ostatnim posiedzeniu. Niemniej jednak, w *minutes* wciąż brak jest sugestii co do tego, jak członkowie Rady widzą perspektywy polityki pieniężnej na kolejne miesiące. Z tego punktu widzenia, publikacja dzisiejszego dokumentu nie będzie raczej pomocna w przewidywaniu dokładnego terminu kolejnej podwyżki stóp procentowych.

Jeśli chodzi o samą dyskusję, to tematy poruszane przez członków Rady w czerwcu były bardzo zbliżone do tych, którymi Rada zajmowała się w maju: perspektywy wzrostu gospodarczego, sytuacja na rynku pracy, sytuacja w finansach publicznych, analiza bieżących wskaźników inflacji, procesy w sferze monetarnej, wpływ kursu złotego na inflację. O ile miesiąc wcześniej Rada napisała, że była zgodna, iż głównym czynnikiem ryzyka dla wzrostu inflacji były procesy zachodzące na rynku pracy, w czerwcu to zdanie znikło, natomiast „głównym przedmiotem dyskusji były perspektywy wzrostu gospodarczego oraz ich wpływ na inflację”. Rada nieco więcej miejsca poświęciła również sytuacji fiskalnej, w tym obniżeniu składki rentowej i jej możliwego wpływu na procesy gospodarcze. Nowym elementem w porównaniu z poprzednim posiedzeniem była opinia niektórych członków Rady odnośnie wpływu szybkiego wzrostu kredytów na presję inflacyjną m. in. na rynku aktywów.

---

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.

