

# Tygodnik ekonomiczny

12 – 18 maja 2008

Prognoza inflacji Ministerstwa Finansów za kwiecień była zgodna z konsensusem i wskazała na utrzymanie dynamiki z marca. Nasz szacunek jest bardziej optymistyczny, co powoduje naszym zdaniem niższe ryzyko podwyżki stóp procentowych przez RPP na majowym posiedzeniu. Według raportu Komisji Europejskiej oceniającego programy konwergencji krajów będących na ścieżce do wstąpienia do strefy euro Polska wciąż nie dostosowała w pełni przepisów prawnych oraz nie spełnia większości kryteriów konwergencji. Komisja napisała że, program konwergencji Polski jest nadal w trakcie oceny i może zarekomendować zniesienie procedury nadmiernego deficytu po jej zakończeniu. Komisja zarekomendowała zniesienie tej procedury m.in. w przypadku Słowacji i pozytywnie oceniła jej gotowość do wstąpienia do strefy euro, co wsparło waluty regionu, w tym złotego. Krajowa waluta umocniła się w ciągu tygodnia i w piątek pokonała poziom 3,40. Z kolei na rynku obligacji doszło do lekkiej przeceny. W najbliższych dniach poza danymi o inflacji, które mogą lekko wzmocnić rynek stopy procentowej oraz osłabić złotego poznamy także mniej istotne dla rynku dane o podaży pieniądza (oczekujemy lekkiego spowolnienia dynamiki w kwietniu) oraz o bilansie płatniczym za marzec, gdzie oczekujemy lekkiego wzrostu deficytu handlowego oraz niewielkiej zmiany deficytu obrotów bieżących wobec lutego. Na globalne nastroje oraz krajowe aktywa może wpłynąć seria danych publikowanych za granicą.

## Kalendarz

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>WTOREK (13 maja)</b>							
14:30	US	Ceny w handlu zagranicznym	IV	%	1,6	-	1,5
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	IV	% m/m	0,0	-	0,2
<b>ŚRODA (14 maja)</b>							
11:00	PL	Aukcja 1-2,5 mld zł obligacji 20-letnich WS0922					
14:00	PL	CPI	IV	% r/r	4,1	4,0	4,1
14:00	PL	Podaż pieniądza	IV	% r/r	13,6	13,3	13,5
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	III	% r/r	2,3	-	3,1
14:30	US	CPI	IV	% m/m	0,3	-	0,3
<b>CZWARTEK (15 maja)</b>							
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	III	mIn €	-1355	-1331	-1324
14:00	PL	Bilans handlowy	III	mIn €		-1131	-933
11:00	EZ	Wstępny PKB	I kw.	% r/r	1,9	-	2,2
11:00	EZ	Finalny HICP	IV	% r/r	3,3	-	3,6
14:30	US	Indeks NY Fed	V	pkt	0,6	-	0,63
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.		-	365
15:00	US	Raport o przepływach kapitałowych			-	-	-
15:15	US	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	IV	%	80,6	-	80,5
15:15	US	Produkcja przemysłu	IV	% r/r	-0,1	-	0,3
16:00	US	Indeks Philadelphia Fed	V	pkt	-20,0	-	-24,9
<b>PIĄTEK (16 maja)</b>							
14:30	US	Liczba rozpoczętych budów	IV	mln	0,94	-	0,947
15:55	US	Wstępny Michigan	V	pkt	63,0	-	62,6

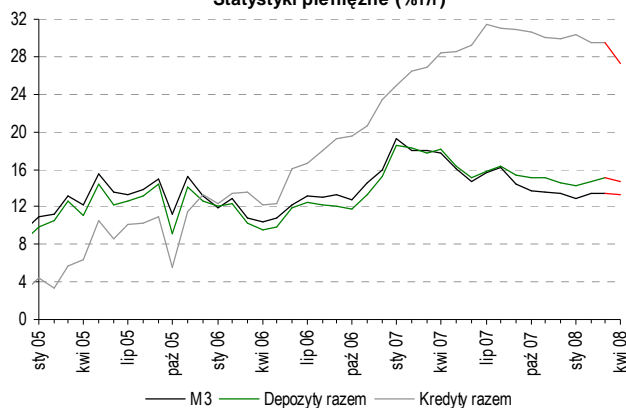
Źródło: BZ WBK, Parkiet, Reuters

**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

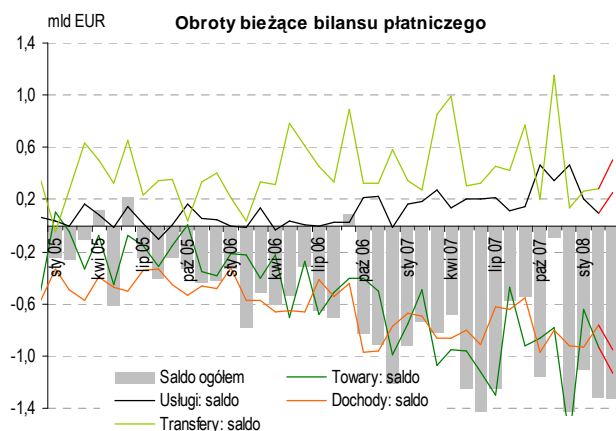
## Wydarzenia nowego tygodnia – Nowe dane z gospodarki

Statystyki pieniężne (%r/r)



- W przeciwieństwie do resortu finansów oraz konsensusu rynkowego, które zakładają utrzymanie rocznej inflacji w kwietniu na poziomie z marca (4,1%) oczekujemy lekkiego spowolnienia do 4,0% r/r przy wzroście w ujęciu miesiecznym o 0,3%. Zakładamy tempo wzrostu cen żywności w kwietniu na poziomie 0,8% m/m. Te dane mogą wpłynąć w dosyć istotny sposób na oczekiwania co do wyniku majowego posiedzenia RPP.
- W naszej opinii dynamika podaży pieniądza spowolniła w kwietniu do 13,3% wobec 13,5% w marcu. Naszym zdaniem spadło także tempo wzrostu kredytów ogółem do 27,3%.
- W środę Ministerstwo Finansów zaoferuje 20-letnie obligacje, co będzie ważne dla rynku długu.
- Duża liczba istotnych danych będzie opublikowana także za granicą, co może wpłynąć na globalne nastroje.

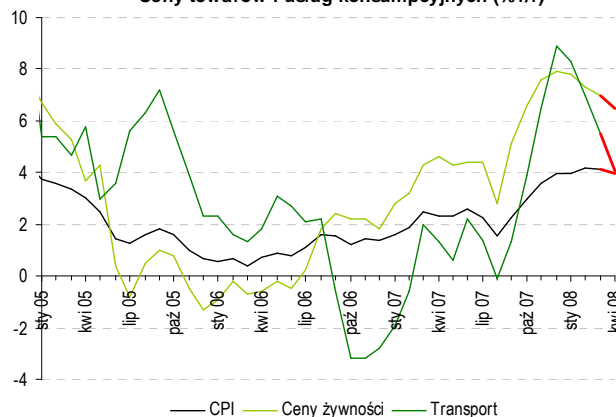
Obroty bieżące bilansu płatniczego



- Dane o bilansie płatniczym za marzec powinny pokazać naszym zdaniem utrzymanie deficytu obrotów bieżących w marcu blisko poziomowi z lutego, tj. ok. 1,3 mld €. Jak również wzrost deficytu handlowego do 1,1 mld €.
- Jednocześnie spodziewamy się obniżenia dynamiki eksportu i importu (co jest związane z niskim tempem wzrostu produkcji i mniejszą liczbą dni roboczych w porównaniu do ubiegłego roku) przy wyższej dynamice eksportu 17,5% r/r niż importu 16,2%.
- Oczekujemy też lekkiego wzrostu salda na rachunku usług oraz transferów wobec poziomów z lutego, który nieco przewyższy spadek na rachunku dochodów.
- Zgodnie z informacją GUS publikacja danych o płacach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw za kwiecień została przełożona na przyszły tydzień.

## Miniony tydzień w gospodarce – Prognoza inflacji MinFin zgodna z konsensusem

Ceny towarów i usług konsumpcyjnych (% r/r)



- Ministerstwo Finansów opublikowało prognozę inflacji za kwiecień, wg której CPI wzrósł o 0,4% m/m oraz 4,1% r/r.
- Komisja Europejska i EBC opublikowały ocenę raportów konwergencji państw ubiegających się o przystąpienie do EMU. Według raportu Komisja może zarekomendować zniesienie procedury nadmiernego deficytu wobec Polski. Rekomendacja została wydana wobec Słowacji, której gotowość do przyjęcia euro zostało oceniona pozytywnie. Bardziej sceptyczny w tej kwestii był raport EBC.
- EBC pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie (4%). Jean Claude Trichet po raz kolejny podkreślił, że najważniejszym celem banku jest stabilność cenowa, a EBC musi zapewnić, że wzrost inflacji będzie tymczasowy, nawet jeśli utrzymają się ryzyka dla gospodarki. Bank Anglii również pozostawił stopy procentowe bez zmian, z główną stopą na poziomie 5%.

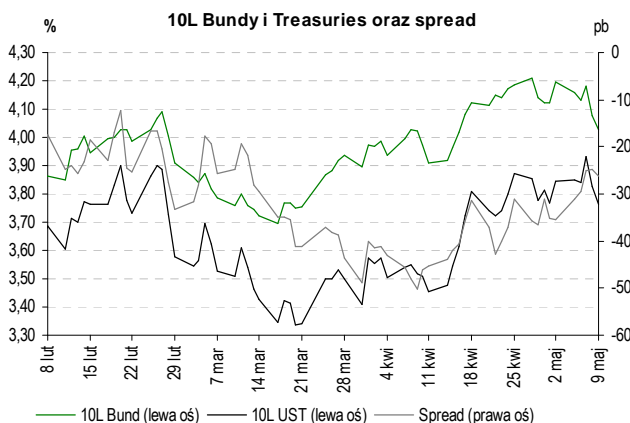
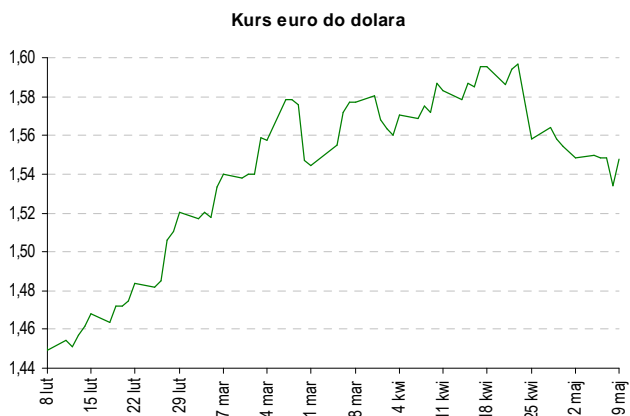
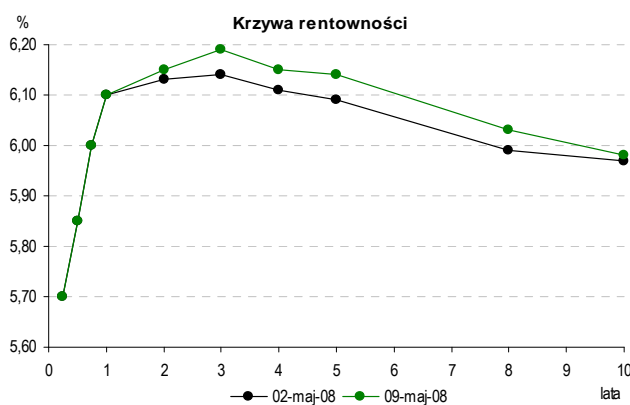
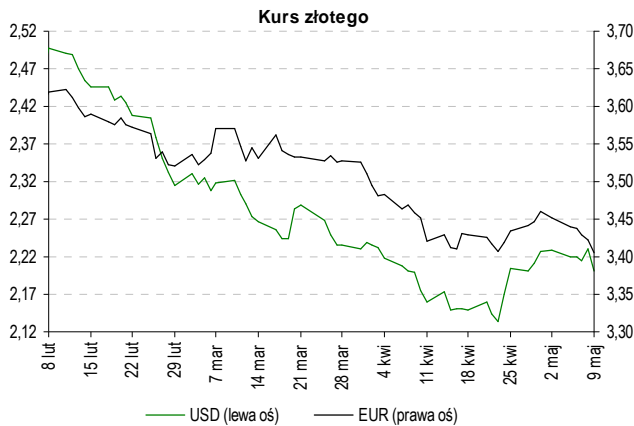
## Cytat tygodnia – Musimy poczekać na dane z kwietnia i maja

Jan Czekaj, członek RPP, Gazeta Prawna, 8 maja

Musimy poczekać na dane z kwietnia i maja. Myślę, że mając informacje z dwóch, trzech miesięcy, będziemy mogli precyzyjniej odpowiedzieć na to pytanie [czy dane za marzec to oznaka spowolnienia czy krótkotrwałe odchylenie od trendu]. Myślę, że jeżeli dane z gospodarki za kwiecień będą także słabsze, to podwyżki w maju nie będzie. (...) Jeżeli EBC zacznie obniżać stopy, to my będziemy też musieli pójść tą drogą, aby nie utrzymywać nadmiernego dysparytetu, który stwarzałby presję na dalszą aprecjację złotego. (...) Sytuacja na rynku pracy też sugeruje, że gospodarka nadal znajduje się powyżej potencjału, co może dać efekty proinflacyjne.

Ostatnie wypowiedzi Jana Czekaja miały mieszany wydźwięk. Z jednej strony mówi o potrzebie czekania na kolejne dane z gospodarki przez kolejne miesiące. Mówi też o sygnałach z gospodarki światowej, które nie skłaniają do podwyższania stóp, co może ograniczać oczekiwania, co do skali łącznego zacieśnienia. Prof. Czekaj byłby nawet skłonny obniżyć stopy w przypadku cięcia stóp przez EBC w celu zmniejszenia presji na aprecjację złotego i na eksporterów. Z drugiej strony, nie wyklucza podwyżki w maju, o ile dane z gospodarki nie będą słabe i stwierdza, że nie wiadomo czy poziom 6% będzie wystarczający. Inny przedstawiciel RPP Marian Noga powiedział za to, że RPP postanowiła, że muszą być znane dane za I kw. Wydaje nam się, że te wypowiedzi wspierają nasz scenariusz z podwyżką stóp w czerwcu.

## Monitor rynku

**Znaczne odreagowanie złotego**

W pierwszej części tygodnia złoty był dosyć stabilny. Jednak później doszło do znaczącego umocnienia krajowej waluty wobec euro, które nastąpiło m.in. w reakcji poprawę apetytu na ryzyko w regionie po publikacji oceny raportów konwergencji państw ubiegających się o przyjęcie wspólnej waluty, w którym Słowacja dostała zielone światło do przystąpienia do EMU. To wydarzenie wsparło waluty regionu oraz złotego. Po lekkiej korekcie, złoty znów zaczął zyskiwać pod koniec tygodnia.

Po spadku poniżej 3,40, złoty może dalej się umocnić (m.in. w związku realizacją stop-lossów), z ryzykiem zbliżenia się w pobliże historycznego minimum, czyli do ok. 3,35. Niemniej, biorąc pod uwagę naszą prognozę inflacji widzimy możliwość korekty. Obniżamy jednak przedziały wahań na ten tydzień do 3,35-3,45 dla EURPLN oraz 2,14-2,24 dla USDPLN.

**Niewielkie ruchy na rynku obligacji**

Na początku tygodnia aktywność na rynku obligacji była ograniczona, gdyż nie wszyscy inwestorzy wrócili na rynek po długim weekendzie majowym a ponadto mało było istotnych wydarzeń. Rynek nie zareagował na publikację prognozy kwietniowej inflacji Ministerstwa Finansów. W dzień aukcji obligacji 5-letnich nastroje na rynku długu nie były najlepsze i mimo sporego umocnienia złotego inwestorzy pozywali się obligacji. Potem ceny pozostawały dosyć stabilne do końca tygodnia. Krzywa rentowności nieznacznie wzrosła od poprzedniego piątku.

Nasza prognoza inflacji jest bardziej optymistyczna od szacunków resortu finansów, co powoduje, że postrzegane przez nas ryzyko podwyżki stóp procentowych na majowym posiedzeniu jest odpowiednio niższe.

**Dolar wciąż zyskuje wobec euro**

W ostatnich dniach dolar kontynuował trend aprecjacyjny wobec euro. Do spadku kursu EURUSD poniżej 1,53 przyczyniły się mało gołębnie wypowiedzi przedstawicieli Fed oraz oczekiwania, że EBC w większym stopniu zwróci uwagę na ryzyka dla wzrostu gospodarczego. Jednak komentarze prezesa EBC po posiedzeniu decyzyjnym banku skupiały się w większej mierze na inflacji, co doprowadziło do odreagowania euro do ponad 1,54.

Spodziewamy się ponownego osłabienia dolara wobec euro w najbliższym czasie, choć obserwowane odbicie amerykańskiej waluty może być początkiem trendu spadkowego kursu EURUSD. W tym tygodniu dla dolara najistotniejsze będą indeksy aktywności oraz dane o inflacji z USA, z kolei euro może być wrażliwe dane z EMU, które mogą wpłynąć na skłonność EBC do obniżek stóp.

**Umocnienie bazowych rynków długu**

Początek tygodnia stał pod znakiem lekkiego osłabienia na bazowych rynkach długu po lepszych od oczekiwań wskaźnikach aktywności z USA i EMU. Informacje o stratach Fannie May i negatywne informacje z sektora finansowego chwilowo umocniły rynki bazowe. Późniejsza niska sprzedaż w EMU i niezbyt gołębny Trichet, spadki na rynkach akcji i duże zainteresowanie ofertą na aukcjach obligacji w USA spowodowały ponowne umocnienie. Na koniec tygodnia odpowiednie stawki wyniosły 3,75% oraz 4,02% wobec 3,84% i 4,19% w poprzedni piątek.

Dla bazowych rynków długu istotne będą dane o inflacji jak również dane o sprzedaży detalicznej i wskaźniki aktywności z USA oraz dane o produkcji i PKB ze strefy euro. Oczekujemy cięcia stóp w USA o 25 pb w II kw., kolejne 50 pb w II poł. roku., a w EMU o 50 pb w IV kw.

---

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