

# Tygodnik ekonomiczny

19 – 25 maja 2008

Dane o inflacji CPI za kwiecień okazały się zgodne z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami i nie wpłynęły istotnie na zachowanie rynku stopy procentowej. Rynek długu osłabiał się przez cały tydzień za sprawą zwiększonej podaży papierów ze strony inwestorów zagranicznych oraz niewielkiego popytu przy nieudanej aukcji obligacji. Z kolei złoty oscylował w ciągu tygodnia w wąskich przedziałach wahań, blisko historycznych maksimów wobec euro. W przeciwieństwie do CPI zaskoczyły dane publikowane przez NBP. Dane o bilansie płatniczym za marzec pokazały większy od oczekiwań rynkowych wzrost deficytu obrotów bieżących, który wynikał głównie z wyższego wzrostu deficytu handlowego (wysokie tempo wzrostu importu). Z kolei podaż pieniądza za kwiecień okazała się znacznie wyższa od oczekiwań za sprawą wzrostu depozytów.

Najbliższy tydzień będzie krótszy na krajowym rynku za względu na obchodzone w czwartek święto. Jednak wcześniej aktywność na rynku może być wysoka z uwagi na publikację istotnych danych z krajowej gospodarki. Dane z rynku pracy za kwiecień powinny pokazać przyspieszenie wzrostu plac wobec marca z ryzykiem w górę dla naszej prognozy. W naszej opinii znaczny wzrost w ujęciu rocznym pokażą dane o produkcji. Poza tym oczekujemy przyspieszenia inflacji netto w podobnej skali jak rynek. Publikowane na koniec tygodnia *minutes* z kwietniowego posiedzenia RPP mogą pokazać skłonność członków Rady do odłożenia decyzji o zmianie stóp w czasie. Za granicą kalendarz wydarzeń i publikacji jest dosyć ubogi. Warto zwrócić uwagę na dane o aktywności ze strefy euro, które mogą wpłynąć na perspektywy gospodarcze i ruchów stóp procentowych w EMU oraz na *minutes* Fed.

## Kalendarz

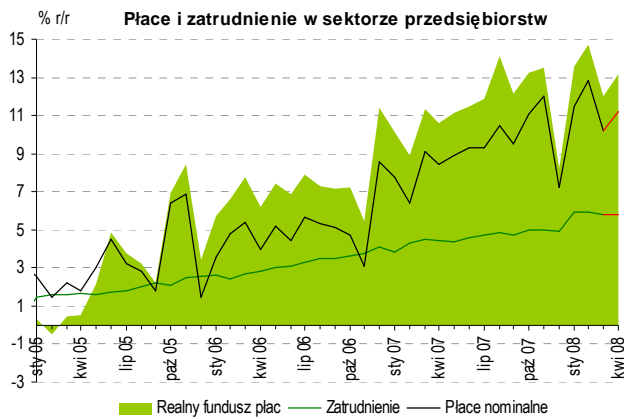
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (19 maja)</b>							
14:00	PL	Płace	IV	% r/r	11,5	11,2	10,2
14:00	PL	Zatrudnienie	IV	% r/r	5,8	5,8	5,9
<b>WTOREK (20 maja)</b>							
11:00	DE	Indeks ZEW	V	pkt	-37,5	-	-40,7
14:30	US	PPI	IV	IV	0,5	-	1,1
<b>ŚRODA (21 maja)</b>							
11:00	PL	Aukcja zamiany					
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	IV	% r/r	14,5	18,0	0,9
14:00	PL	PPI	IV	% r/r	2,7	2,6	2,9
14:00	PL	Inflacja bazowa netto	IV	% r/r	2,9	2,9	2,8
10:00	DE	Indeks Ifo	V	pkt	102,0	-	102,4
20:00	US	Protokół z posiedzenia Fed					
<b>CZWARTEK (22 maja)</b>							
	PL	Boże Ciało					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.		-	371
<b>PIĄTEK (23 maja)</b>							
14:00	PL	Minutes RPP	IV				
14:00	PL	Wskaźniki koniunktury	V				
10:00	EZ	Wstępny PMI – sektor przetwórczy	V	pkt	50,5	-	50,7
10:00	EZ	Wstępny PMI – sektor usług	V	pkt	51,7	-	52,0
16:00	US	Sprzedaż domów	IV	mln	4,85	-	4,93

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

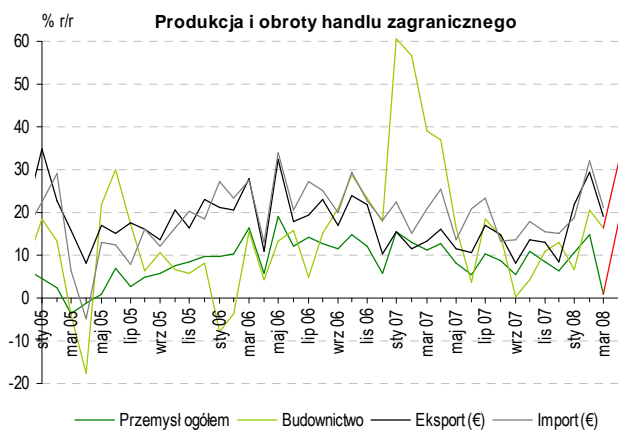
## Wydarzenia nowego tygodnia – Kolejna porcja danych



▪ Mimo, iż jest to krótszy tydzień pod względem dni roboczych z uwagi na Boże Ciało to będzie on obfitym w bardzo wiele publikacji z kraju.

▪ Spodziewamy się przyspieszenia dynamiki płac do 11,2% r/r z 10,2% w marcu. Widzimy pewne ryzyko w górę dla naszej prognozy po danych o podaży pieniądza, które pokazały znaczny wzrost depozytów gospodarstw domowych. Z kolei naszym zdaniem dynamika zatrudnienia utrzymała się na poziomie 5,8% z marca.

▪ W naszej opinii tempo wzrostu produkcji przemysłowej przyspieszy w kwietniu do 18% (6,8% m/m) po zaskakującym spowolnieniu w marcu. Znaczący wzrost dynamiki produkcji wynika z układu świąt w tym i zeszłym roku (kwiecień w 2008 r. liczył o 2 dni robocze więcej niż w 2007 r.). Produkcja skorygowana o dni robocze wzrosła naszym zdaniem o 7,2% r/r (-2,9% m/m).

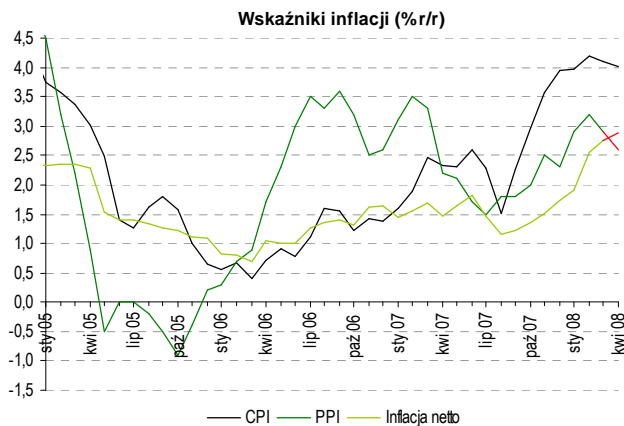


▪ Razem z danymi o produkcji GUS opublikuje dane o cenach producentów. Według naszych prognoz PPI wzrost o 0,2% m/m, co przekłada się na wzrost o 2,6% w ujęciu rocznym. Prognoza rynku jest nieco wyższą na poziomie 2,7% r/r.

▪ Po publikacji danych o inflacji nie zmieniliśmy naszych szacunków odnośnie inflacji netto. Zgodne z trendem przewidywanym na najbliższe miesiące zakładamy przyspieszenie do 2,9% r/r.

▪ Minutes z ostatniego posiedzenia RPP, na którym Rada zdecydowała się wstrzymać się z podwyżką stóp mogą wskazać skłonność członków do wstrzymania się z kolejnym ruchem przez kolejny miesiąc. Z drugiej strony publikacja dokumentu (podobnie jak wskaźników koniunktury) nastąpi w środku długiego weekendu, co przy zmniejszonej aktywności inwestorów może być mniejszy.

## Miniony tydzień w gospodarce – CPI zgodny z oczekiwaniami, wyższy deficyt handlowy i C/A



▪ Inflacja CPI w kwietniu wyniosła 0,4% m/m i 4% r/r wobec 4,1% w marcu. Ceny żywności zwiększyły się o 0,7% m/m i 6,8% r/r, co oznacza, że roczna dynamika obniżyła się czwarty miesiąc z rzędu. Wzrost cen w transporcie również spowolnił czwarty miesiąc z rzędu. Roczna dynamika pozostałych cen zgodnie z oczekiwaniami podniosła się.

▪ Wzrost podaży pieniądza wyniósł 14,9% wobec oczekiwań na poziomie 13,6% r/r oraz naszej prognozy wynoszącej 13,3% r/r. Stało się tak za sprawą znacznego przyspieszenia rocznej dynamiki depozytów (ogółem do 16,7% z 15,3%), widocznego w większości kategorii.

▪ Deficyt obrotów bieżących wzrósł w marcu do 1,6 mld € z poziomu 1,16 mld € w lutym oraz 0,8 mld € w marcu 2007 r. wobec. Skumulowane saldo za 12 miesięcy wzrosło do 4,2% PKB. Deficyt handlowy wzrósł aż do 1,5 mld € przy znacznie szybszym niż zakładaliśmy wzroście importu.

## Cytat tygodnia – Ryzyko nadmiernej aprecjacji złotego zaczyna się materializować

**Andrzej Sławiński, członek RPP, TVN CNBC, 14 maja**

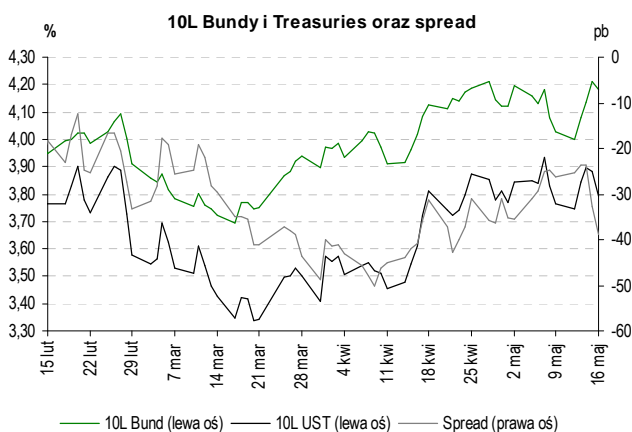
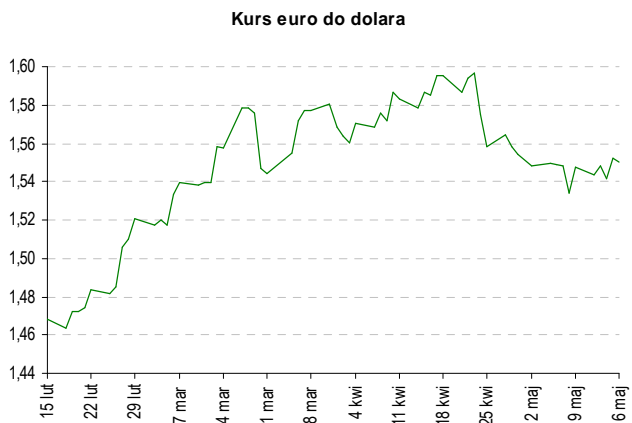
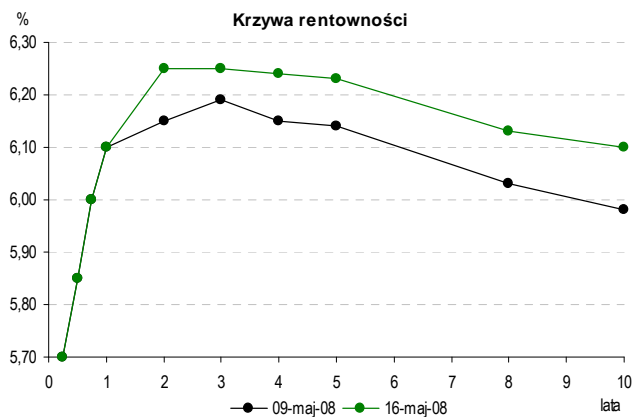
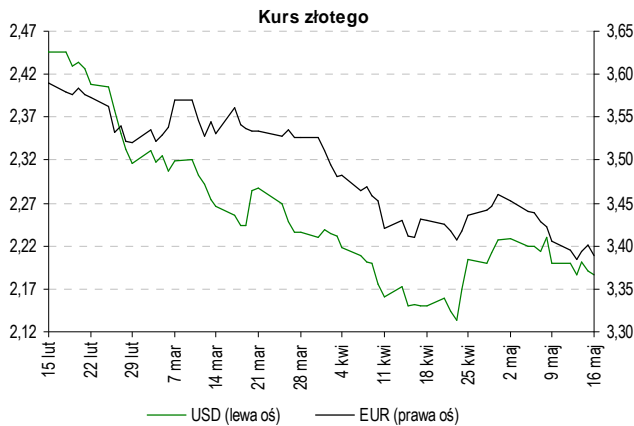
Na razie realny poziom stóp jest taki, że mamy pole manewru [gdziej] nie jest to czynnik, który mógłby wpłynąć na decyzje przedsiębiorstw. Tym, co przedsiębiorstwa mogą już brać pod uwagę, jest trend aprecjacyjny [złotego]. Tempo aprecjacji złotego jest na razie umiarkowane, ale jeśli złoty będzie się umacniał silniej niż kurs równowagi to mielibyśmy kłopot. [To] ryzyko (...) zaczyna się materializować. Dla polityki pieniężnej ważniejsze jest, to co dzieje się poza Polską, (...) a prognozy [dla strefy euro] idą w dół.

**Dariusz Filar, członek RPP, Thomson Financial, 14 maja**

Trend w płacach, produkcji przemysłowej okaże się decydujący. Kwietniowe dane o CPI mają minimalny wpływ na politykę.

Według prof. Filara spadek inflacji CPI w kwietniu jest mało istotną informacją, a kluczowe będą dane ze sfery realnej i rynku pracy. Mogą one wskazać ryzyka dla perspektyw inflacji netto. Andrzej Sławiński wciąż widzi przestrzeń dla podwyżek stóp procentowych, które w sytuacji niskiego poziomu stóp realnych, miałyby umiarkowany wpływ na aktywność firm. Jego zdaniem istotniejszą barierą dla przedsiębiorstw może okazać się ryzyko nadmiernej aprecjacji złotego. Poza tym zwraca uwagę na pogarszające się prognozy dla strefy euro. Naszym zdaniem te wypowiedzi potwierdzają, że wciąż jesteśmy w cyklu zacieśniania polityki pieniężnej.

## Monitor rynku

**Złoty stabilny blisko historycznych maksimów**

▪ Kurs krajowej waluty oscylował w ciągu tygodnia w wąskich przedziałach zarówno wobec euro jak i dolara i nie zmienił się istotnie wobec poprzedniego piątku. Początkowo złoty utrzymywał się na mocnych poziomach i testował 3,38 wobec euro. Po korekcie kursu EURPLN powyżej 3,40, jednak wkrótce złoty stopniowo zaczął odbierać straty.

▪ Podtrzymujemy opinię, że istnieje ryzyko, że inwestorzy zdecydują się sprowadzić kurs EURPLN w pobliże historycznie niskich poziomów, czemu sprzyjać mogą dane o produkcji. Z drugiej strony wskaźniki techniczne wskazują, że złoty jest blisko poziomów wykupienia, co sugeruje, że niedługo powinna nastąpić korekta. Warto jednak zwrócić uwagę, że wszystkie korekty w tym roku były bardzo krótkotrwałe. Utrzymujemy przedziały wahań na ten tydzień: 3,35-3,45 dla EURPLN i 2,12-2,22 dla USDPLN.

**Rentowności wciąż rosną**

▪ W ostatnich dniach trend wzrostowy stawek na rynku stopy procentowej był kontynuowany. Wyprzedaż na rynku długu trwała przez cały tydzień, a jej konsekwencją był także wzrost stawek FRA. Rynekowi nie pomogły dane o inflacji, które okazały się zgodne z naszą prognozą. Negatywny wpływ na nastroje rynkowe mogła mieć także nieudana aukcja obligacji 20-letnich. Pod koniec tygodnia doszło do lekkiego odreagowania. Warto zwrócić uwagę na analogiczny wzrost rentowności niemieckich obligacji i nieznaczny wzrost spreadu vs. niemieckie Bundy.

▪ Naszym zdaniem poziomy rentowności na rynku obligacji są już dosyć wysokie. Statystyki z rynku pracy raczej nie dadzą wsparcia rynekowi. A presję na spadek cen mogą wywołać też dane o produkcji przemysłowej.

**Kurs EURUSD dosyć stabilny**

▪ W minionym dniach mimo sporych wahań kurs EURUSD wzrósł jedynie nieznacznie wobec poprzedniego piątku. Na koniec tygodnia wyniósł 1,556. Po lekkim osłabieniu na początku tygodnia dolar odbierał straty po lepszych od prognoz danych o sprzedaży detalicznej. Do ponownego wzrostu kursu EURUSD przyczyniły się niższe od prognoz dane o CPI w USA oraz wyższy od prognoz wzrost PKB w strefie euro. W dalszej części tygodnia dolar znów się umacniał mimo słabych danych z USA (produkcja przemysłowa, indeks NY Fed). Dolar osłabił się jednak po niższym od prognoz indeksie nastrojów konsumentów.

▪ W związku z przesunięciem oczekiwanych przez nas obniżek stóp procentowych w strefie euro na przyszły rok, zakładamy, że euro powinno zyskiwać wobec dolara do końca roku, choć poziom 1,60 będzie istotnym oporem.

**Spory wzrost rentowności na rynkach bazowych**

▪ W ostatnich dniach doszło do osłabienia na bazowych rynkach długu. Na wzrost rentowności w USA wpływ miały dane o sprzedaży. Do odreagowania przyczyniły się za to dane o CPI i produkcji w USA. Wzrost stawek w strefie euro wynikał z wyższej od prognoz dynamiki PKB w EMU. Pod koniec tygodnia doszło do odreagowania. Wobec poprzedniego piątku rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów wzrosły o 5 pb i 16 pb do 3,80% i 4,18%.

▪ W tym tygodniu kalendarz publikacji danych za granicą jest niezbyt napięty. W Europie kluczowe dla perspektyw stóp procentowych w strefie euro będą dane z Niemiec (ZEW, Ifo) szczególnie wobec wyższego PKB za I kw. w Niemczech. Z kolei w USA inwestorzy zwrócą uwagę na dane o PPI, dane o sprzedaży domów oraz protokół z ostatniego posiedzenia Fed.

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