

# Tygodnik ekonomiczny

2 – 8 lutego 2009

RPP zgodnie z naszymi oczekiwaniami obniżyła stopy procentowe o 75 pb, bardziej niż wskazywał konsensus analityków. Dane o PKB okazały się lepsze niż można było oczekiwać na podstawie miesięcznych danych. Niemniej, miesięczne wskaźniki za ostatnie miesiące 2008 r. wskazały na konieczność rewizji naszej dotychczasowej prognozy wzrostu PKB na 2009 rok na poziomie 2%. W tym tygodniu poznamy PMI za styczeń i chociaż w tym przypadku nasza prognoza jest lepsza od konsensusu, wskazując na nieznaczny wzrost, to w przypadku prognoz produkcji i sprzedaży detalicznej jesteśmy mniej optymistyczni niż rynek (co pokazały wyniki najnowszej ankiety Parkietu). Słabe dane wskazywać będą na niską prognozę PKB w I kw. br. i skłonią naszym zdaniem RPP w lutym do kolejnej obniżki o 75pb. Sprzyjać temu będzie dalszy spadek inflacji - nasza prognoza inflacji CPI 3,1% r/r) jest wyższa od konsensusu (2,9%), ale widzimy ryzyko w dół. Po osłabieniu pod koniec minionego tygodnia na fali wzrostu awersji do ryzyka, w tym tygodniu złoty może być nadal pod presją, choć sytuacja techniczna nadal wskazuje na ograniczony potencjał do dalszego osłabienia złotego. Dla rynku długu kluczowa będzie aukcja obligacji.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

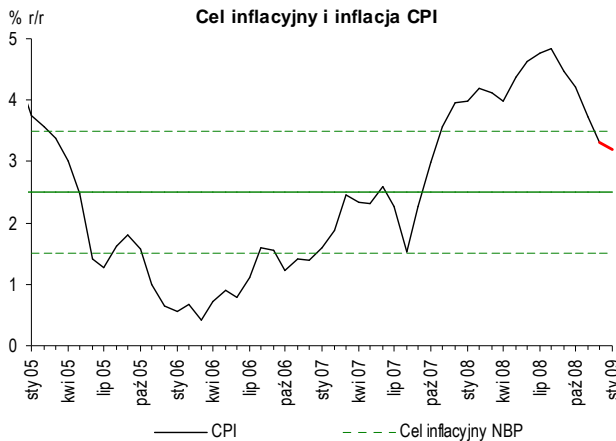
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (2 lutego)</b>							
09:00	PL	PMI	I	pkt.	37,0	39,9	38,3
09:58	EZ	PMI - sektor przetwórczy	I	pkt.	34,5	-	33,9
11:00	PL	Aukcja bonów skarbowych 52-tyg. 0,9-1 mld zł					
14:30	US	Bazowy PCE	XII	%	0,0	-	0,0
14:30	US	Dochody osobiste	XII	%	-0,4	-	-0,2
14:30	US	ISM - sektor przetwórczy	I	pkt.	33,1	-	32,9
<b>WTOREK (3 lutego)</b>							
11:00	EZ	PPI	XII	% r/r	2,1	-	3,3
14:00	PL	Bilans płatniczy	III kw.	-	-	-	-
16:00	US	Niezakończone transakcje sprzedaży domów	XII	%	0,5	-	-4,0
<b>ŚRODA (4 lutego)</b>							
09:58	EZ	PMI - sektor usług	I	pkt.	42,5	-	42,1
11:00	PL	Aukcja obligacji skarbowych OK0711 (1,5-2,5 mld zł) i PS0414 (1-2 mld zł)					
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	XII	% r/r	-1,5	-	-1,5
14:15	US	Raport ADP	I	tys.	-525,0	-	-693,0
16:00	US	ISM - sektor usług	I	pkt.	39,0	-	40,1
<b>CZWARTEK (5 lutego)</b>							
13:00	GB	Spotkanie Banku Anglii – decyzja	-	%	1,0	1,0	1,5
13:45	EZ	Spotkanie EBC – decyzja	-	%	2,0	2,0	2,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tydzień	tys.	-590	-	588,0
14:30	US	Wydajność pracy	IV kw.	%	1,0	-	1,3
14:30	US	Jednostkowe koszty pracy	IV kw.	%	3,0	-	2,8
14:30	US	Zamówienia w przemyśle	XII	%	-3,0	-	-4,6
<b>PIĄTEK (6 lutego)</b>							
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	I	tys.	-520,0	-	-524,0
14:30	US	Stopa bezrobocia	I	%	7,5	-	7,2

Źródło: BZ WBK, Parkiet, Reuters

<b>Maciej Reluga</b>	Główny Ekonomista	022 586 8363
<b>Piotr Bujak</b>	Starszy Ekonomista	022 586 8341
<b>Piotr Bielski</b>	Ekonomista	022 586 8333
<b>Cezary Chrapek</b>	Analityk	022 586 8342

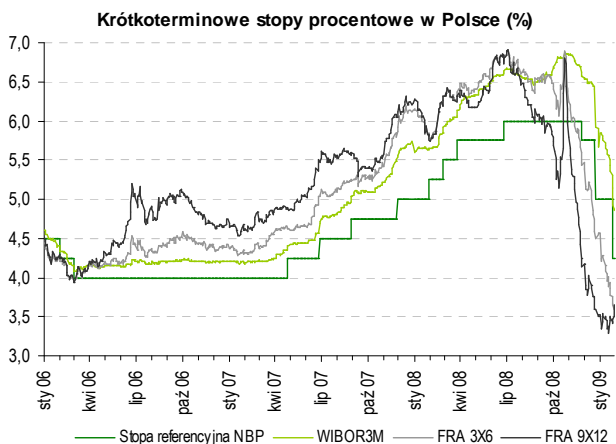
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Prognoza inflacji MinFin, PMI i aukcja obligacji

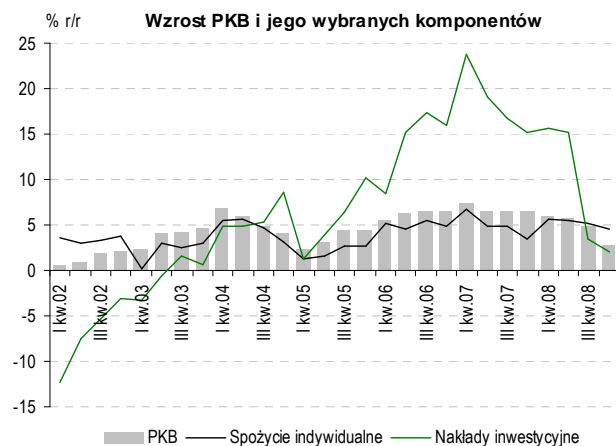


- Pierwsza porcja ważnych dla rynków krajowych wydarzeń nastąpi w poniedziałek – prognoza inflacji MinFin oraz PMI. Konsensus rynkowy wskazuje na spadek inflacji do 2,9% r/r, a nasza prognoza wynosi 3,1% r/r z ryzykiem w dół.
- W przypadku PMI rynek spodziewa się kolejnego spadku. Naszym zdaniem możliwy jest wzrost tego indeksu po niedawnej informacji o wzroście analogicznego wskaźnika dla strefy euro. Niemniej, zestaw miesięcznych danych, który poznamy w dalszej części lutego będzie w świetle naszych prognoz rozczarowujący, wskazując na niską dynamikę PKB w I kw. br.
- Ważna dla polskiego rynku finansowego będzie aukcja obligacji 2- i 5-letnich, pokazując nastawienie do krajowego długu w warunkach wzrostu obaw o wyniki tegorocznego budżetu i dużą podaż papierów skarbowych w trakcie roku.

## Miniony tydzień w gospodarce – Kolejna zdecydowana obniżka stóp



- RPP obniżyła stopy procentowe o 75 pb, referencyjną do poziomu 4,25%. Taka skala obniżki była zgodna z naszymi oczekiwaniami i większa od konsensusu rynkowego. Kolejna wyraźna redukcja stóp przez RPP była uzasadniona szybko pogarszającymi się perspektywami dla polskiej gospodarki, co będzie przyspieszało proces dezinflacji. Kolejne kiepskie dane makroekonomiczne zaowocują wg nas kontynuacją obniżek stóp w najbliższych miesiącach. Nie można wykluczyć, że w lutym Rada dokona kolejnego kroku o 75 pb.
- Podane dzień przed RPP dane o sprzedaży detalicznej za grudzień (wzrost o 6,6% r/r) były zbliżone do oczekiwań i nie zmieniły oceny perspektywy popytu konsumpcyjnego. Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec 2008 r. wyniosła zgodnie ze wstępnymi szacunkami do 9,5%. Negatywne były wyniki badania koniunktury wg NBP za IV kw. oraz koniunktura konsumencka GUS za styczeń.



- Wstępne dane o wzroście PKB w całym 2008 roku okazały się zgodne z naszą ostatnią prognozą na poziomie 4,8%, co oznacza, że w samym IV kw. ub.r. wzrost PKB był zbliżony do 3%, mimo że gorsze od oczekiwań dane za grudzień wskazywały na istotne ryzyko w dół dla takiej prognozy.
- Wyższy od naszych oczekiwań okazał się przy tym wzrost inwestycji oraz konsumpcji prywatnej przy gorszym od naszych prognoz wkładzie eksportu netto i przyrostu zapasów. Należy jednak pamiętać, że dane za cały rok mają charakter wstępny, a szczegółowe dane za IV kw. dopiero zostaną opublikowane (2 marca). Miesięczne wskaźniki za ostatnie miesiące 2008 r. wskazywały na konieczność rewizji naszej dotychczasowej prognozy wzrostu PKB na 2009 rok na poziomie 2%. Nowe przewidywania przedstawimy w naszym miesięcznym raporcie i wydaje się, że pokażą one dynamikę PKB zbliżoną do poziomu 1%.

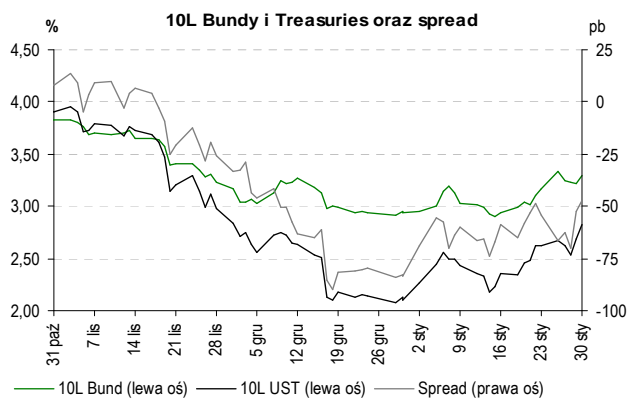
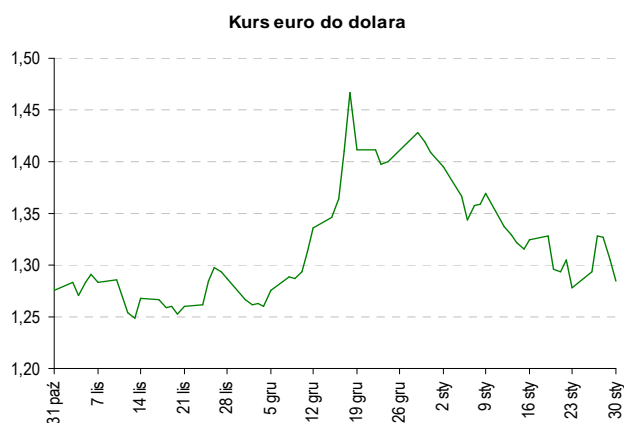
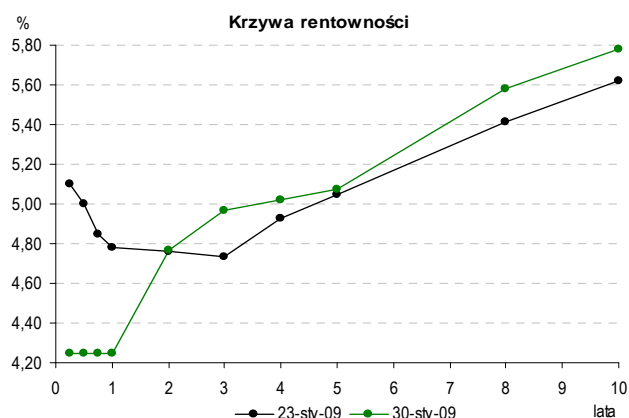
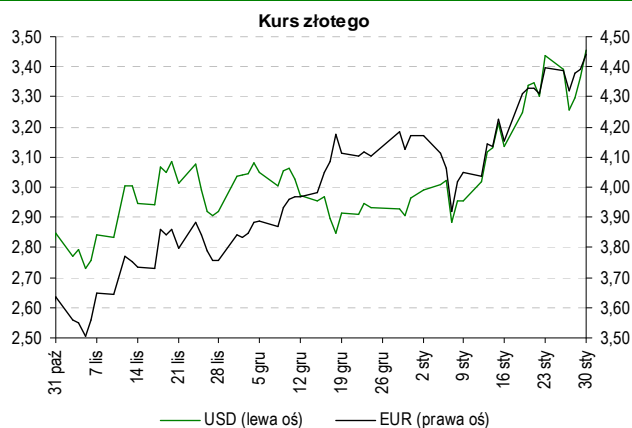
## Cytat tygodnia – Zmiany stóp będą stopniowe

**Andrzej Sławiński, członek RPP, PAP, 30 stycznia**

*Tempo wzrostu będzie u nas przez szereg lat niższe, dlatego bank centralny w Polsce znajduje się w fazie łagodzenia polityki pieniężnej. W grudniu i w styczniu były głębokie cięcia, bo nastąpiły silne rewizje prognoz. Nasze zmiany stóp procentowych będą stopniowe ze względu na wysokość kursu walutowego. Ale ważniejsze dla naszej gospodarki jest zachowanie równowagi. Myślę, że będziemy mieli sytuację podobną jak w latach 2001-2002, że tempo wzrostu silnie osłabnie ale będzie pozytywne i czynnikiem stabilizującym wzrost będzie konsumpcja indywidualna. Myślę, że to będzie [tempo wzrostu PKB] w całym roku na poziomie 1-2%*

Wypowiedź prof. Sławińskiego wskazuje, że w jego opinii kolejne kroki RPP powinny być jednorazowo mniejsze (bardziej stopniowe) niż „głębokie cięcia” w grudniu i styczniu, które nastąpiły pod wpływem znacznych rewizji prognoz wzrostu gospodarczego. Wynika z tego, że członek RPP spodziewa się ustabilizowania prognoz aktywności gospodarczej, a jego wypowiedzi wskazują, że sam przewiduje wzrost PKB w Polsce w tym roku w przedziale 1-2%. Kilka tygodni temu prof. Sławiński mówił o tempie wzrostu w okolicach 2%, choć już wówczas wskazywał na możliwość silniejszego spowolnienia. Choć Andrzej Sławiński opowiada się obecnie za przejściem do bardziej stopniowych ruchów niż o 75pb, to trzeba pamiętać, że może zmienić zdanie po publikacji danych, a ponadto większość członków RPP jest bardziej skłonnych od niego do łagodzenia polityki pieniężnej, więc bardziej prawdopodobna wydaje nam się w lutym obniżka o kolejne 75pb.

## Monitor rynku

**Złoty ponownie słabiej**

Przez większą część minionego tygodnia kurs złotego do euro poruszał się w szerokim horyzontalnym korytarzu 4,30-4,40. Pod koniec tygodnia nastąpiło jednak wybicie w górę z tego przedziału i EURPLN przejściowo przekroczył 4,47. Stało się tak na fali wzrostu awersji do ryzyka na globalnych rynkach. Na koniec tygodnia złoty był o 1,1% słabszy do euro niż tydzień wcześniej. Bardziej osłabił się forint (3%), a czeska korona nieznacznie zyskała (0,2%).

W tym tygodniu złoty nadal będzie pozostawał pod wpływem zmian awersji do ryzyka na globalnych rynkach, ale istotne dla krajowej waluty może się okazać, jak wypadną wyniki aukcji obligacji. Negatywne informacje mogą doprowadzić do szybkiego przebicia poziomu 4,50 do euro, choć nadal wydaje się, że potencjał do dalszego osłabienia złotego jest w tej chwili ograniczony.

**Krajowa krzywa rentowności w górę**

Mimo że w pierwszej części tygodnia krajowa krzywa rentowności uległa obniżeniu, m.in. w związku z decyzją RPP, to później nastąpiło osłabienie. Oprócz realizacji zysków wiązało się to z negatywnym wpływem obaw o dużą podaż papierów skarbowych w tym roku oraz wzrostem rentowności na rynkach bazowych. W segmencie 5 lat rentowności obligacji podniosły się mniej niż stawki IRS, co przełożyło się na spadek spreadu asset swap poniżej 60pb. Dla papierów 10-letnich sytuacja była odwrotna i spread uległ zwiększeniu do blisko 90pb z 75pb tydzień wcześniej.

W tym tygodniu krajowy rynek długu będzie czekał na śródową aukcję, a ponadto będzie pod wpływem zachowania bazowych rynków długu. Publikacja prognozy inflacji MinFin i indeksu PMI będą wg nas w cieniu.

**Duże wahania EURUSD**

W trakcie minionego tygodnia nastąpiły znaczne zmiany kursu EURUSD, ale na koniec tygodnia był na podobnym poziomie jak tydzień wcześniej. W pierwszej części tygodnia amerykańska waluta traciła wraz ze zmniejszaniem się poziomu awersji do ryzyka, a pod koniec tygodnia EURUSD zanotował szybki ruch w dół przy silnym wzroście obaw o globalną recesję. W trakcie tygodnia wsparciem dla wspólnej waluty były lepsze od prognoz dane ze strefy euro, natomiast pod koniec tygodnia europejskiej walucie zaszkodziła niższa od prognoz inflacja HICP.

W tym tygodniu kurs EURUSD nadal będzie się zmieniał w rytmie zmian awersji do ryzyka, a kluczowym czynnikiem będzie raport o zatrudnieniu.

**Kontynuacja osłabienia na bazowych rynkach długu**

Miniony tydzień przyniósł dalszy wzrost rentowności obligacji na rynkach bazowych. Powodem trwającej od kilku tygodni korekty w dół cen Treasuries i Bundów są obawy o dużą podaż papierów skarbowych. Mało zdecydowana zapowiedź zakupów obligacji przez Fed nie odwróciła tej tendencji. Podane w piątek lepsze od prognoz dane o PKB w USA za IV kw. pogłębiły spadek cen obligacji. Na koniec tygodnia rentowność 10-letnich Treasuries i Bundów wynosiła odpowiednio 2,83% i 3,30% wobec 2,63% i 3,17%.

W tym tygodniu może wg nas dojść do zahamowania tendencji wzrostowej rentowności, czemu sprzyjać będą oczekiwane słabe wskaźniki aktywności PMI oraz ISM oraz dane z rynku pracy w USA. Może to nasilić oczekiwania na dodatkowe działania Fed, czyli zakupy 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. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. 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. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. 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