

Tygodnik ekonomiczny

9 – 15 lutego 2009

Ostatni tydzień był okresem wyraźnego pogorszenia nastrojów na polskim rynku finansowym, deprecjacji złotego oraz wyprzedzaży na rynku papierów skarbowych. Wśród uczestników rynku pojawiły się wątpliwości czy skala osłabienia krajowej waluty nie skłoni Rady Polityki Pieniężnej do ograniczenia skali dalszych obniżek stóp procentowych, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście stóp na rynku FRA i IRS. Naszym zdaniem argumenty za cięciem stóp są nadal istotne, co pokaże większość danych statystycznych, które pojawią się w tym miesiącu. W tym tygodniu poznamy zaledwie kilka nowych informacji, w tym dane nt. bilansu płatniczego za grudzień oraz dane o inflacji i podaży pieniądza za styczeń. Dane kluczowe dla decyzji RPP (płace, zatrudnienie, produkcja) pojawią się dopiero za tydzień i zanim to nastąpi względna słabość na rynku obligacji może się utrzymać. Prognozujemy kontynuację wyraźnego spadku eksportu w grudniu (-11,6% r/r), chociaż prawdziwą skalę załamania (ponad -20% r/r) w handlu zagranicznym pokażą dopiero dane ze stycznia dostępne za miesiąc. Dane nt. inflacji pokażą spadek w styczniu, który naszym zdaniem będzie nieco skromniejszy niż przewiduje konsensus rynkowy. Jednak w dalszej części roku dynamika cen osiągnie cel inflacyjny, a może nawet spadnie poniżej. Na rynku kredytowym mamy już do czynienia z poważnym zastopowaniem akcji kredytowej, m.in. na skutek mocnego zaostrzenia polityki kredytowej przez banki, co pokazały wyniki najnowszego kwartalnego badania NBP. Mimo to dane nt. podaży pieniądza za styczeń pokażą zaledwie nieznaczne spowolnienie wzrostu M3 (do 18,4% r/r) i kredytów (35,9% r/r), co wynika z wpływu zmian kursowych na wartość agregatów pieniężnych. Dla złotego ważniejsze od danych krajowych mogą być nastroje na rynkach zagranicznych, poziom awersji do ryzyka i zachowanie innych walut w regionie.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
PONIEDZIAŁEK (9 lutego)							
11:00	PL	Aukcja bonów skarbowych 52-tyg. za 1,5-2,0 mld zł					
WTOREK (10 lutego)							
16:00	US	Zapasy hurtowe	XII	% m/m	-0,9	-	-0,6
ŚRODA (11 lutego)							
14:30	US	Bilans handlowy	XII	mld \$	-35,5	-	-40,44
20:00	US	Budżet federalny	I	mld \$	-77,0	-	17,84
CZWARTEK (12 lutego)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	-8,9	-	-7,7
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	XII	mld €	-2,00	-1,40	-1,75
14:00	PL	Eksport	XII	% r/r	-10,8	-11,6	-11,9
14:00	PL	Import	XII	% r/r	-8,9	-14,5	-8,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	610,0	-	626,0
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	I	% m/m	-0,8	-	-2,7
16:00	US	Zapasy przemysłowe	XII	% m/m	-0,8	-	-0,7
PIĄTEK (13 lutego)							
8:00	DE	PKB wstępny	IV kw.	% r/r	-1,3	-	1,3
11:00	EZ	PKB wstępny	IV kw.	% r/r	-1,1	-	0,6
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	I	% r/r	18,8	18,4	18,8
14:00	PL	CPI	I	% r/r	2,9	3,1	3,3
15:55	US	Indeks Michigan wstępny	II	pkt.	60,6	-	61,2

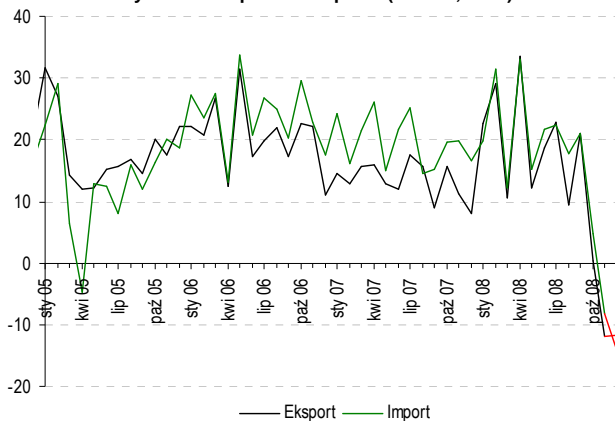
Źródło: BZ WBK, Parkiet, Reuters

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

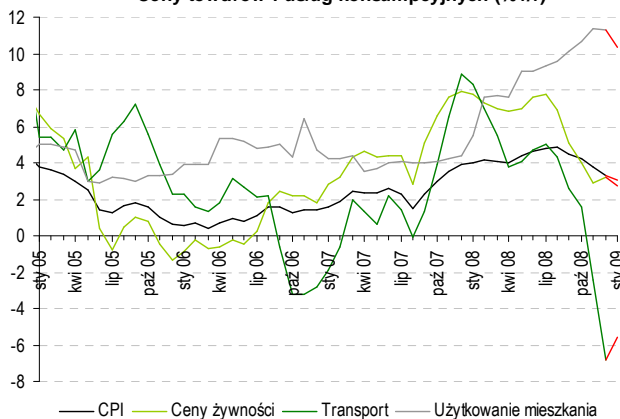
Wydarzenia nowego tygodnia – Początek serii nowych danych

Dynamika importu i eksportu (w euro, % r/r)



- Dane nt. bilansu płatniczego za grudzień będą pierwszą z serii złych informacji, których spodziewamy się w tym miesiącu, i które powinny naszym zdaniem skłonić RPP do dalszych obniżek stóp. Spodziewamy się mocnego spadku eksportu (-11,6% r/r), przy niezbyt wysokim deficycie handlowym i obrotów bieżących (5,3% PKB) dzięki jeszcze większemu spadkowi importu (-14,5%). Konsensus rynkowy wskazuje na mniejszy spadek importu i wyższy deficyt.
- Dane nt. podaży pieniądza, zwykle mało istotne dla rynku, nabierają więcej znaczenia w sytuacji gdy kluczowe obawy o wzrost gospodarczy wiążą się z sytuacją na rynku kredytowym. Niestety nadal wartość kredytów i depozytów jest „zawyżana” przez silną przecenę złotego, co utrudnia odczytanie rzeczywistych trendów. Oczekiwane lekkie spowolnienie M3 i kredytów oznacza po uwzględnieniu zmian kursowych wyraźne hamowanie akcji kredytowej.

Ceny towarów i usług konsumpcyjnych (% r/r)

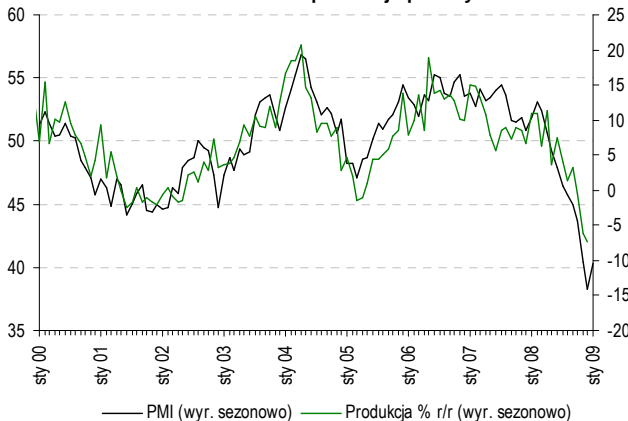


- Piątkowe dane o CPI pokażą spadek inflacji w styczniu. Jednak opinie nt. skali tego spadku są zróżnicowane. Konsensus rynkowy wskazuje na 2,9% (minimum prognoz 2,8%), nasza prognoza to 3,1%, a szacunek Ministerstwa Finansów jest jeszcze wyżej, na poziomie 3,2%. Czynnikiem hamującym spadek CPI na początku roku były podwyżki cen paliw i niektórych kosztów związanych z mieszkaniem. Jednak w dalszej części roku inflacja powinna dalej spadać i chociaż deprecjacja złotego może hamować ten proces, spadek do celu inflacyjnego 2,5% nie wydaje się zagrożony.

- Oprócz publikacji krajowych, spore znaczenie dla rynków będą miały kolejne publikacje danych nt. aktywności gospodarczej za granicą, wpływające na nastroje na rynkach globalnych. Szczególnie istotne mogą być sprzedaż detaliczna i nastroje konsumentów w USA oraz produkcja przemysłowa i PKB w strefie euro.

Miniony tydzień w gospodarce – Lekkie odbicie PMI, oszczędności w wydatkach

Wskaźnik PMI oraz produkcja przemysłu



- Indeks PMI dla krajowego przemysłu wzrósł w styczniu do 40,3 z 38,3 w grudniu. Na lepszy wynik złożyło się lekkie odbicie czterech z pięciu kategorii, z wyjątkiem indeksu zatrudnienia, który spadł najszybciej od kwietnia 1999 r. Wzrosty w styczniu zanotowały również PMI w strefie euro, niemiecki indeks Ifo i ISM w USA. Lekka poprawa nastrojów nie zmienia naszej oceny, że sytuacja w polskiej gospodarce wciąż się pogarsza, a dane za styczeń pokażą mocny spadek produkcji w przemyśle (mniej dni roboczych, wysoka baza).

- Rząd przyjął projekt oszczędności na łączną kwotę 19,7 mld zł. 10 mld zł rząd zaoszczędził w resortach i ZUS, a 9,7 mld zł ma dać zmiana formy finansowania wydatków infrastrukturalnych – przejęcie całości kosztów inwestycji drogowych z wykorzystaniem środków UE przez Krajowy Fundusz Drogowy. Przesunięcie to nie wpłynie jednak na zmniejszenie deficytu sektora *general government*.

Cytat tygodnia – Czy słaby złoty zmniejszy skalę obniżek?

Sławomir Skrzypek, prezes NBP, PAP, 6 lutego

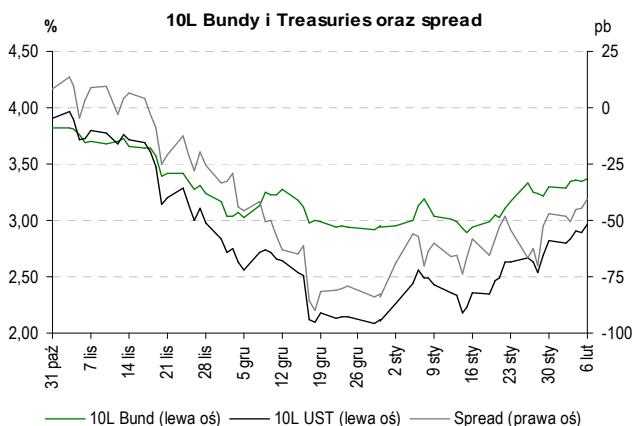
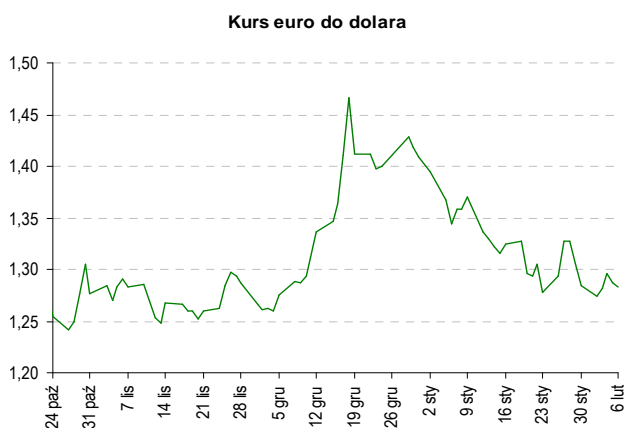
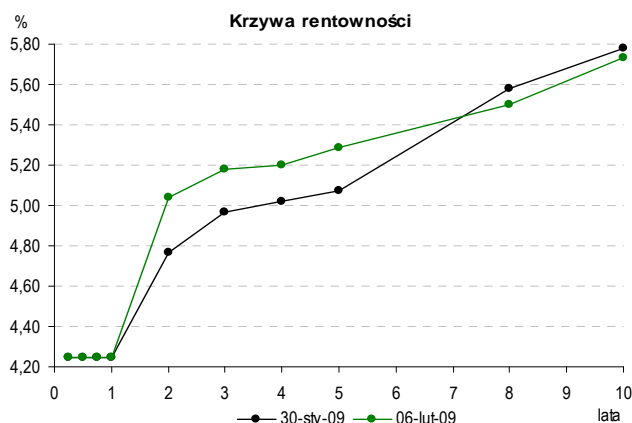
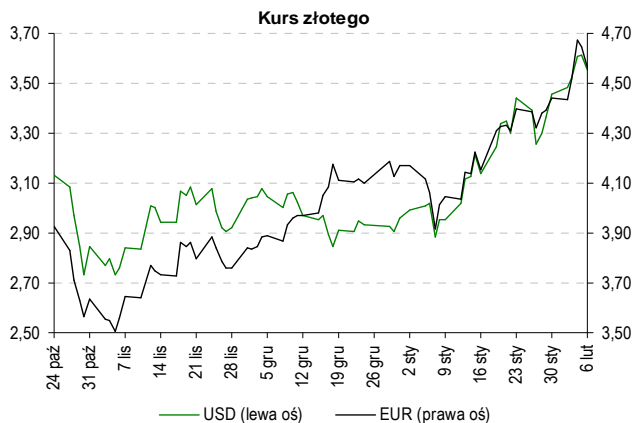
W tym roku nie spodziewam się, aby kwestia kursu mogła mieć wpływ na poziom inflacji. Inflacja będzie stopniowo podążała do celu inflacyjnego, który osiągnie w tym roku. Możemy być nawet niżej celu. (...) Obniżki są prawdopodobne.

Jan Czekaj, członek RPP, PAP, 5 lutego

Istnieje przestrzeń dla obniżek stóp procentowych. (...) Nie wykluczam cięcia stóp procentowych w lutym. Myślę, że ten poziom (stóp) u nas, patrząc na inne kraje jest nadal relatywnie wysoki, więc w miarę szybko możemy dokonać kolejnych obniżek stóp procentowych. (...) Pewnie w trakcie najbliższego posiedzenia Rady (kurs złotego) będzie jednym z ważniejszych tematów posiedzenia.

Oslabienie złotego w ostatnich tygodniach wywołało wątpliwości na rynku co do skali przyszłych obniżek stóp. Wprawdzie kilku członków RPP przyznało ostatnio, że osłabienie złotego będzie ważnym elementem dyskusji na kolejnym posiedzeniu, jednak naszym zdaniem większość członków Rady uzna kolejną obniżkę stóp w lutym za konieczną w obliczu prognozowanych przez nas słabych danych za styczeń. M.in. Andrzej Sławiński powiedział, że osłabienie złotego nie musi mieć dużego przełożenia na wzrost inflacji w związku ze słabnącym popytem oraz utrzymywanymi wcześniej spornymi marżami importerów. Jak zwykle istotny dla decyzji Jan Czekaj stwierdził, że „wpływ stóp procentowych na poziom złotego nie jest obecnie taki, jak to jest opisane w książkach” i że Rada może dokonać kolejnych obniżek stóp do 3,0-3,5% (krokami nie większymi niż 75 pb), nie wykluczając, że może być konieczne zejście poniżej 3%, jeżeli gospodarka będzie rozwijała się naprawdę powoli.

Monitor rynku

**Złoty przebił kolejne poziomy**

▪ Tydzień temu przewidywaliśmy, że złoty może szybko pokonać poziom 4,50 za euro, choć potencjał do dalszego osłabiania słabnie. Na fali wyprzedzaży kurs dotarł nawet do 4,70, chociaż koniec tygodnia przyniósł odreagowanie do 4,55. W ciągu tygodnia polska waluta straciła na wartości ok. 2,2%, znacznie więcej niż czeska korona (-0,3%), podczas gdy węgierski forint wyraźnie się umocnił (+2,7%).

▪ Nie możemy stwierdzić, że to już koniec ciężkich czasów dla złotego, ale podtrzymujemy ocenę, że skala do osłabienia jest już ograniczona. Złoty pozostanie wrażliwy na zmiany nastrojów inwestorów i awersji do ryzyka, które mogą mieć większe znaczenie niż krajowe publikacje (słabe dane za granicą mogą ponownie zepsuć atmosferę). Prognozowany przez nas niski deficyt obrotów bieżących będzie neutralizowany przez głęboki spadek eksportu.

Oslabienie również na rynku stóp procentowych

▪ Skala deprecjacji złotego zmniejszyła oczekiwania rynku co do skali obniżek co przełożyło się na wyraźny wzrost stóp na rynku FRA i IRS (30-40 pb!). Wzrostowi rentowności obligacji dodatkowo sprzyjało osłabienie na bazowych rynkach długu oraz rosnące obawy o sytuację polskiego budżetu w obliczu mocnego spowolnienia gospodarki. Znalezione przez rząd oszczędności w wydatkach nie zmniejszyły tych obaw w sposób znaczący. Umocnienie złotego pod koniec tygodnia spowodowało lekkie odreagowanie na rynku stóp.

▪ Nieco wyższa od konsensusu inflacja, słabość na rynku walutowym oraz wciąż wysoka awersja do ryzyka mogą podtrzymywać słabość rynku obligacji w tym tygodniu. Spodziewamy się jednak odreagowania w dalszej części miesiąca po publikacji serii naprawdę słabych danych i obniżce stóp przez RPP.

Dość stabilny tydzień dla dolara

▪ Kurs dolara wobec euro wahał się w ciągu tygodnia w przedziale 1,27-1,30. Początkowo umocnieniu euro sprzyjały m.in. lepsze od prognoz indeksy koniunktury za styczeń, które zmniejszyły awersję do ryzyka. Później jednak nastąpiło odreagowanie i w sumie zmiana kursu EURUSD w stosunku do poprzedniego piątku była minimalna. Po danych o zatrudnieniu w USA (spadek o 598 tys. w styczniu, stopa bezrobocia 7,6%) dolar nieznacznie się osłabił.

▪ W tym tygodniu zaplanowano liczne wystąpienia przedstawicieli Fed, w tym przemówienie Bena Bernanke w Senacie USA. Wszelkie uwagi nt. perspektyw sytuacji gospodarczej i sposobów wyjścia z kryzysu mogą mieć duże znaczenie dla rynku walutowego. Ważne będą również publikacje danych, w tym PKB w strefie euro, a w USA deficyt handlowy, sprzedaż detaliczna i nastroje konsumentów.

Rentowności za granicą rosną

▪ Na bazowych rynkach długu od pewnego czasu dominuje wzrostowy trend rentowności. Wydaje się, że głównym źródłem tej tendencji są obawy o dużą podaż papierów skarbowych na świecie w tym roku, chociaż niektórzy dopatrują się w tym również rosnących oczekiwań inflacyjnych i stopniowego ożywienia wzrostu w głównych gospodarkach (niektóre z ostatnich danych były lepsze od prognoz).

▪ Bardzo chcielibyśmy zobaczyć potwierdzenie nadziei na rychłą poprawę koniunktury w gospodarce światowej, ale niestety w najbliższym czasie nie spodziewamy się zbyt wielu dobrych wiadomości. Stopy procentowe banków centralnych pozostaną nisko przez dłuższy czas (w strefie euro możliwa jest obniżka do 1% w II kw.), a kolejne dane mogą być ponownie pesymistyczne. Fatalne dane z rynku pracy w USA pokazują, że do poprawy sytuacji jeszcze daleko.

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