

Tygodnik ekonomiczny

23 lutego – 1 marca 2009

Raport NBP o korzyściach i kosztach przyjęcia euro pokazał pozytywny bilans netto dla krajowego wzrostu gospodarczego, choć sugerował, że czas kryzysu nie jest dobrym okresem na wstąpienie do ERM2. Mimo to premier podtrzymał chęć wejścia do tego systemu kursowego nawet bez zmiany konstytucji, a szef klubu PO powiedział, że rozmowy w tej kwestii toczą się już z EBC. Podtrzymujemy opinie, że wchodzenie do ERM2 bez zmian prawnych oraz przy niepewności odnośnie niespełnienia kryteriów konwergencji wiąże się z bardzo dużym ryzykiem. Niemniej, ta wiadomość wraz z wymianą środków unijnych przez resort finansów na rynku przyczyniła się do odreagowania złotego z niemal rekordowo słabych poziomów osiągniętych w tym tygodniu w związku ze spekulacją inwestorów przeciwko walutom regionu. Umocnienie złotego pomogło odreagować też rynkowi stopy procentowej, gdyż słabnący złoty wpływał na zmniejszanie oczekiwań co do kolejnych obniżek stóp procentowych. Silne wyhamowanie wzrostu gospodarczego potwierdziły dane o produkcji przemysłowej a pesymistyczne sygnały płyną także z raportu o koniunkturze GUS za luty. Te dane jak również publikowane w tym tygodniu dane o sprzedaży detalicznej będą czynnikami, które wpłyną na decyzję RPP o kontynuacji cyklu obniżek stóp, tym razem w skali 50 pb. Widzimy ryzyko mniejszej redukcji stóp w związku z osłabieniem złotego w obliczu wypowiedzi członków RPP. Choć mediana prognoz wskazuje na ruch o 25 pb, to jednak wg rynkowego konsensusu Rada powinna obniżyć stopy o 50 pb. Ważną przesłanką przy lutowej decyzji w sprawie stóp może okazać się nowa projekcja inflacji i PKB. Naszym zdaniem, podobnie jak bezpośrednio po poprzednich decyzjach Rady reakcja kursu złotego na obniżkę stóp będzie nieznacząca. O ile nie dojdzie do kolejnej fali awersji do ryzyka złoty powinien się ustabilizować wsparty przez możliwe kolejne ruchy resortu finansów na rynku walutowym, pozytywny ton raportów banków inwestycyjnych i Banku Światowego nt. Polski oraz doniesieniach o możliwym wsparciu borykających się z problemami krajów strefy euro. Stabilniejszy złoty jak i decyzja RPP wsparłyby też spadek rynkowych stóp procentowych.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

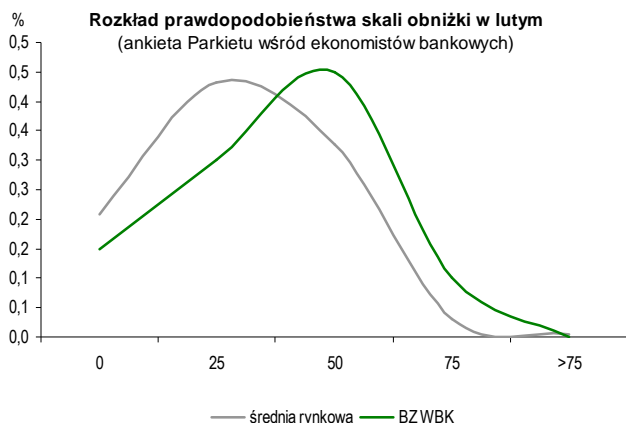
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (23 lutego)							
11:00	PL	Aukcja bonów skarbowych 52-tyg. o wartości 1,3-1,8 mld zł					
WTOREK (24 lutego)							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	I	% r/r	0,7	-0,3	6,6
10:00	PL	Stopa bezrobocia	I	%	10,5*	10,5	9,5
10:00	DE	Indeks Ifo	II	pkt	83,2	-	83,0
15:00	US	Raport Case/Shiller	XII	% r/r	-18,3	-	-18,2
16:00	US	Zaufanie konsumentów	II	pkt	37,0	-	37,7
ŚRODA (25 lutego)							
	PL	Spotkanie RPP - decyzja		%	4,00	3,75	4,25
16:00	US	Sprzedaż domów	I		4,75	-	4,74
CZWARTEK (26 lutego)							
11:00	EZ	Indeks nastrojów gospodarczych	II	pkt	68,5	-	68,9
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	I	%	-2,4	-	-3,0
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	I	mln	0,33	-	0,331
PIĄTEK (27 lutego)							
11:00	EZ	Finalny HICP	I	% r/r	1,1	-	1,6
14:30	US	Wstępny PKB	IV kw.	%	-4,9	-	-3,8
15:45	US	Chicago PMI	II	pkt	33,5	-	33,3
15:55	US	Finalny Michigan	II	pkt	60,0	-	61,2

Źródło: BZ WBK, Parkiet, Reuters, * szacunek MPiPS

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

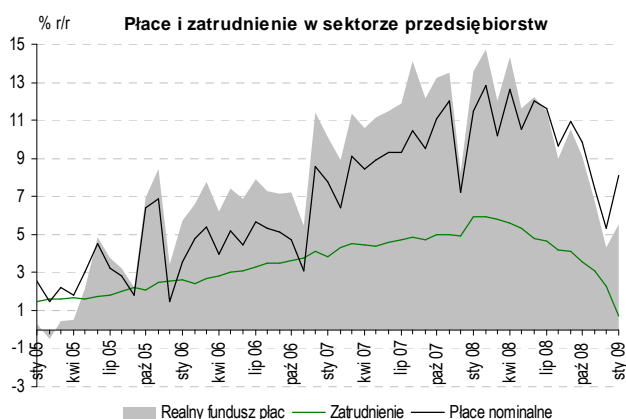
Wydarzenia nowego tygodnia – Sprzedaż detaliczna, RPP obniży stopy



▪ Spowolnienie gospodarcze znajdzie odzwierciedlenie w danych o sprzedaży detalicznej, której dynamika w styczniu spadła naszym zdaniem do $-0,3\%$ r/r z $6,6\%$ r/r w grudniu ub.r. Rynkowy konsensus wskazuje na lekki wzrost sprzedaży w ujęciu rocznym. Spodziewamy się także wzrostu stopy bezrobocia po styczniu do $10,5\%$, zgodnie z ostatnimi szacunkami ministerstwa pracy.

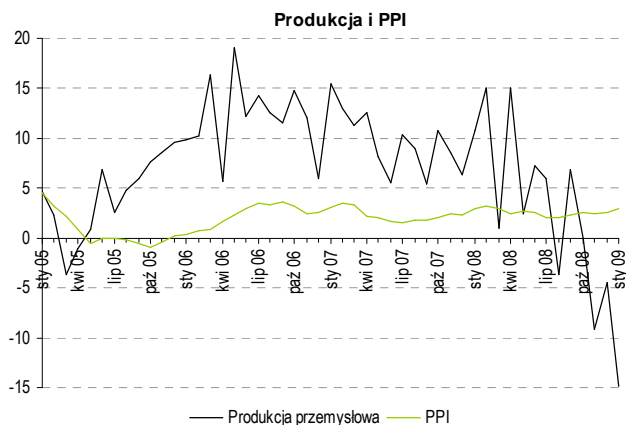
▪ Dane będą kolejną z przesłanek za obniżką stóp procentowych na posiedzeniu RPP. Naszym zdaniem Rada zredukuje stopy o 50 pb, choć ruch może być mniejszy o ile doszłoby do gwałtownej przeceny złotego. Ważne dla rynków będzie odniesienie się Rady w komunikacie do kursu złotego i jego wpływu na politykę pieniężną. Istotną przesłanką dla decyzji może być nowa projekcja inflacji i PKB. Jesteśmy ciekawi czy i w jaki sposób RPP odniesie się do zapowiedzi rządu przystąpienia do ERM2 bez zmiany konstytucji.

Miniony tydzień w gospodarce – Słaba produkcja, wyższy PPI, mieszane wnioski raportu o euro



▪ Dynamiki płac ($8,1\%$ r/r) i zatrudnienia ($0,7\%$ r/r) w styczniu okazały się wyższe od konsensusu (odpowiednio $4,8\%$ i $0,4\%$). Z interpretacją styczniowych statystyk z rynku pracy wiążą się pewne trudności, wynikające z efektu zmiany zbiorowości firm zatrudniających powyżej 9 osób oraz wpływu zmiany stawek PIT od początku 2009 roku. Wg nas, te dane wraz z niedawną informacją o rekordowo silnym wzroście bezrobocia w styczniu nie zmieniają oceny, że sytuacja na rynku pracy ulega silnemu pogorszeniu.

▪ Początek roku przyniósł rekordowo silne załamanie produkcji w przemyśle o $14,9\%$ (konsensus: $-11,5\%$, nasza prognoza: $-15,1\%$). Recesja za granicą nie odcisnęła jeszcze piętna na wynikach produkcji budowlanej, której wzrost przyspieszył do $7,4\%$ r/r (konsensus $0,6\%$, nasza prognoza: $-1,6\%$), ale można się spodziewać, że z pewnym opóźnieniem w tym sektorze nastąpi również wyhamowanie.



▪ Przyspieszenie wzrostu cen producentów w styczniu (do 3% r/r; konsensus: $2,3\%$, nasza prognoza: $2,0\%$) wynikało przede wszystkim z podwyżek cen energii. W sytuacji mocno hamującego popytu wpływ tego czynnika, jak również deprecjacji złotego, na ceny konsumpcyjne będzie osłabiany przez obniżanie marż przez przedsiębiorców.

▪ Raport NBP nt. przyjęcia euro w Polsce wskazuje, że w długim okresie bilans korzyści i kosztów przyjęcia euro jest pozytywny. Zdaniem autorów raportu większość korzyści (ok. $7,5\%$ do PKB) przypadnie na okres średnio i długoterminowy, a w krótkim okresie bardziej będą odczuwalne koszty. Z suplementu raportu, uwzględniającego wpływ globalnego kryzysu na przyjęcie euro, wynika, że nie powinno ono nastąpić w 2009 r.. Prezes NBP S. Skrzypek powiedział, że bilans korzyści i kosztów przyjęcia euro jest trudny do oceny w czasach kryzysu.

Cytat tygodnia – Mniejsze tempo obniżek stóp ze względu na złotego

Mirosław Pietrewicz, członek RPP, PAP, 17 lutego

Myszę, że proces obniżania stóp procentowych powinien być kontynuowany. Nie oznacza to jednak, że kolejne obniżki muszą być dokonywane w takim samym tempie, jak dotychczas. W warunkach stabilności kursu złotego inflacja byłaby wyraźnie niższa, niż ta, którą odnotowaliśmy.

Marian Noga, członek RPP, PAP, 17 lutego

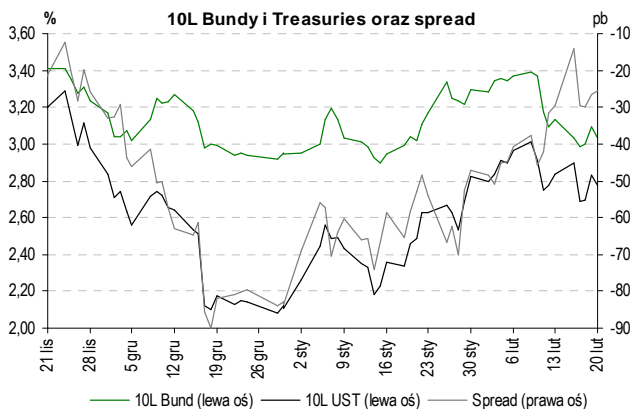
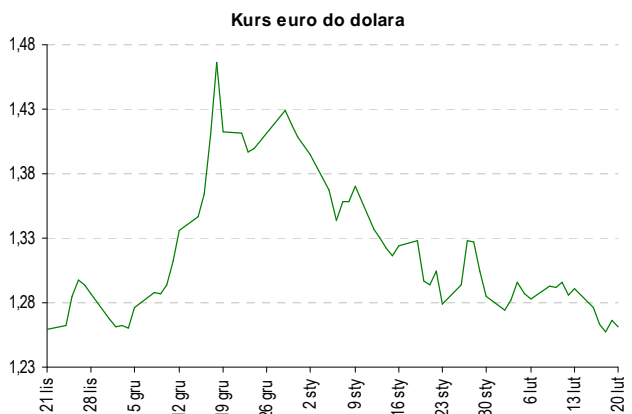
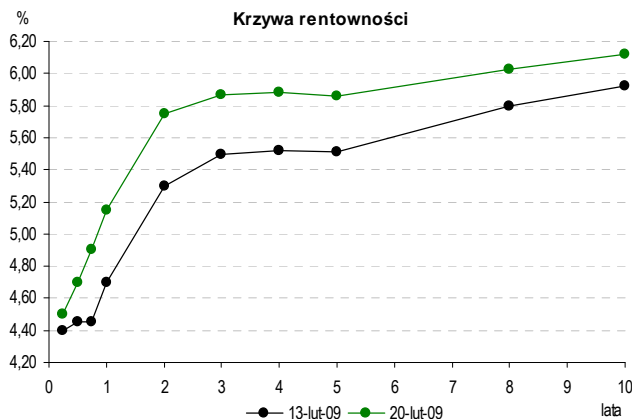
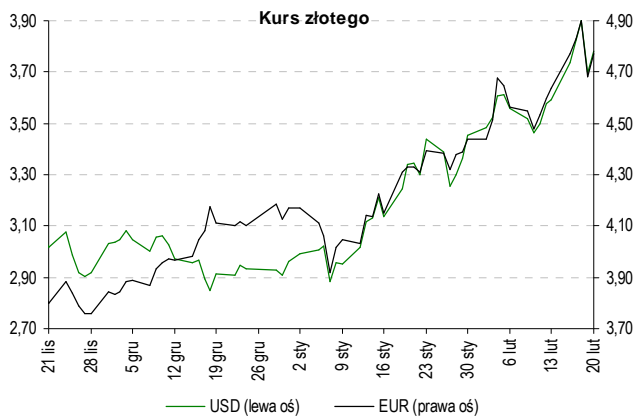
Jesteśmy w cyklu obniżek, ale obniżki nie muszą się odbywać co miesiąc. Nic by się wielkiego nie stało, gdyby w lutym była pauza. Ja bym tak zrobił.

Andrzej Sławiński, członek RPP, ISB, 17 lutego

Spadek kursu walutowego łagodził politykę pieniężną, a tym samym wpływał na skalę obniżek stóp procentowych. Głębokość recesji w gospodarce światowej każe zakładać, że polityka pieniężna może być nadal łagodzona, ale dzisiaj trudno jest powiedzieć, jaka będzie w najbliższych miesiącach skala i sekwencja zmian stóp procentowych.

Jastrzębi członkowie Rady opowiedzieli się w ostatnich wypowiedziach za wstrzymaniem się z obniżkami stóp w lutym, co jest związane m.in. w osłabieniem złotego. Dariusz Filar zasugerował nawet, że radykalne obniżki stóp procentowych dokonane przez RPP mogły przyczynić się do osłabienia złotego przez wzrost oczekiwań co do tempa i docelowej skali obniżek stóp. Naszym zdaniem nie jest to pogląd reprezentatywny dla większości RPP. Jednak Andrzej Wojtyna powiedział, że Rada będzie rozważała różne narzędzia wpływu na kurs złotego, o ile jego osłabienie będzie stanowiło ryzyko dla celu inflacyjnego. Andrzej Sławiński również dostrzega wpływ złotego na łagodzenie polityki pieniężnej. Także gołębi członkowie Rady S. Owsiak i M. Pietrewicz sugerują, że skala kolejnej obniżki stóp może być mniejsza. Głosu nie zabrał kluczowy dla decyzji o obniżce J. Czekaj.

Monitor rynku

**Złoty odreagował po zbliżeniu do historycznych minimów**

▪ Pierwsza część tygodnia była fatalna dla walut regionu, które wyraźnie traciły na wartości (EURPLN pokonał 4,70 i wzrósł blisko historycznego maksimum 4,93). Wpływ na waluty regionu miały m.in. negatywne oceny Moody's i S&P nt. banków w Europie Śr.-Wsch. i spadek euro do dolara. Po interwencjach werbalnych przedstawicieli władz w regionie (m.in. zapowiedź wejścia do ERM2 przez Polskę bez zmiany konstytucji) oraz wymianie środków unijnych MinFin na rynku doszło wyraźnego odreagowania złotego.

▪ W tym tygodniu złoty powinien być stosunkowo stabilny. W dalszym terminie, złoty będzie stopniowo zyskiwać w stronę 4,40 do euro. Jeśli doszłoby do znaczącej fali spadku apetytu na ryzyko kurs EURPLN może podążyć w stronę 5,0, a rynek może przetestować determinację rządu do obrony kursu oraz RPP do obniżek stóp.

Stopy rynkowe ponownie w górę

▪ Wbrew naszym oczekiwaniom słabe dane nie wpłynęły na rynek stopy w minionym tygodniu i doszło do dalszego wzrostu stóp rynkowych. Przyczyną był słaby złoty, który wpłynął na ograniczenie oczekiwań rynku odnośnie skali dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. W związku z tym wzrosły wyraźnie stopy FRA, krzywa IRS i krzywa długu, szczególnie na krótszym końcu (2-letnie obligacje blisko 6%), co doprowadziło do dalszego jej wypłaszczenia. Wraz z odreagowaniem złotego, doszło do korekty stóp w dół.

▪ Gracze rynkowi mogą zachowywać się dość wstrzemięźliwie przed wynikiem posiedzenia RPP. Naszym zdaniem po decyzji o obniżce stóp oraz komunikacie, który będzie sugerował kontynuację cyklu powinno dojść do spadku stóp rynkowych. Rynek będzie też pod wpływem złotego, nastawienia do regionu i awersji do ryzyka.

Dolar znów mocniej wobec euro

▪ Na kontynuację aprecjacji dolara wobec euro wpływ miał dalszy spadek apetytu na ryzyko, któremu towarzyszyły spadki indeksów akcyjnych na świecie. Negatywny wpływ na euro miały oceny agencji ratingowych dotyczące banków europejskich mających ekspozycję na region Europy Wschodniej i sugestie o możliwych obniżkach ratingów. Komentarze niemieckiego ministra finansów o wsparciu dla krajów strefy euro, które będą tego potrzebować pomogła odreagować europejskiej walucie, jednak koniec tygodnia przyniósł ponowny wzrost awersji do ryzyka i spadek kursu EURUSD do ok. 1,26.

▪ Oczekujemy, że w tym tygodniu może dojść do stabilizacji nastrojów oraz notowań rynkowych (bardzo mocny dolar, niskie poziomy indeksów akcji). W kolejnych tygodniach oczekujemy lekkiego odreagowania euro do 1,29.

Nieznaczne wahania na bazowych rynkach długu

▪ Wahania cen obligacji skarbowych w USA i w Niemczech były dosyć niewielkie. Początkowo doszło do wzrostów cen za sprawą wzrostu apetytu na bezpieczne aktywa. Później nastąpiła korekta w związku ze spadkiem awersji do ryzyka, lekkim odreagowaniem na światowych giełdach oraz nasileniem się obaw o podaż długu (aukcje obligacji w strefie euro; nowy plan Białego Domu 275 mld \$ wspierający kredytobiorców hipotecznych). Rentowności obligacji 10-letnich Treasuries i Bundów spadły do 2,78% i 3,02%.

▪ Obawy o podaż obligacji będą wciąż ciążyć na cenach papierów długoterminowych. O ile nie dojdzie do wzrostu awersji do ryzyka może dojść do wzrostów rentowności. Ważne dane dla strefy euro obejmują indeks Ifo i indeks nastrojów a w USA poznamy dane z rynku nieruchomości, nastroje konsumentów i zrewidowane dane o PKB.

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