

# Tygodnik ekonomiczny

30 marca – 5 kwietnia 2009

Miniony tydzień w kraju przyniósł kolejne dane (wzrost bezrobocia, załamanie nastrojów konsumentów i pierwszy od kilku lat roczny spadek sprzedaży detalicznej), które potwierdziły spowolnienie gospodarki i dołączyły do listy argumentów na rzecz kontynuacji obniżek stóp procentowych. W reakcji na trwające pogorszenie sytuacji gospodarczej RPP dokonała na marcowym posiedzeniu kolejnej obniżki stóp procentowych o 25 pb, zgodnie z oczekiwaniami. Największy wpływ na zachowanie krajowego rynku miały jednak zmiany nastrojów na globalnych rynkach (wzrosty indeksów giełdowych przez większą część tygodnia i spadki w piątek). Istotne były też informacje z regionu, tzn. negatywny wpływ zamieszania politycznego na Węgrzech i w Czechach, a pozytywny informacji o pomocy MFW dla krajów regionu – korzystniejsze zasady udzielania pomocy wiarygodnym *emerging markets* i pakiety pomocy dla Rumunii oraz Serbii. Na koniec tygodnia przeważały negatywne nastroje. Wzrost awersji do ryzyka wyraźnie osłabił złotego i krajowe obligacje. Gdyby pogorszenie nastrojów trwało w tym tygodniu, to złoty może nadal tracić, ale być może poprawę nastrojów na rynkach wywoła spotkanie G20. Ważny będzie też wynik posiedzenia EBC oraz dane o zatrudnieniu w USA. W kraju istotna będzie publikacja PMI i prognozy inflacji MinFin oraz aukcje papierów skarbowych.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

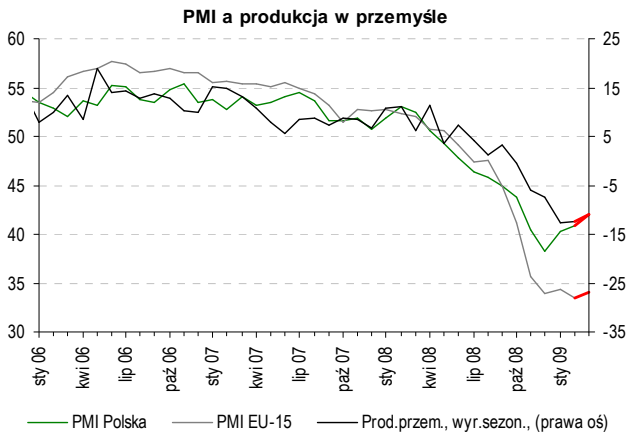
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (30 marca)</b>							
11:00	PL	<b>Aukcja bonów skarbowych 26-tyg. (300-500 mln zł) i 52-tyg. (0,8-1,0 mld zł)</b>					
11:00	EZ	Indeks nastrojów gospodarczych	III	pkt.	65,5	-	65,4
<b>WTOREK (31 marca)</b>							
11:00	EZ	Wstępny HICP	III	% r/r	0,9	-	1,2
14:00	PL	<b>Bilans płatniczy</b>	<b>IV kw.</b>	-	-	-	-
15:00	US	Raport Case/Shiller	I	% r/r	-18,6	-	-18,5
15:45	US	Chicago PMI	III	pkt.	35,0	-	34,2
16:00	US	Zaufanie konsumentów	III	pkt.	27,5	-	25,0
<b>ŚRODA (1 kwietnia)</b>							
9:00	PL	<b>PMI dla przemysłu</b>	III	<b>pkt.</b>	-	<b>42,1</b>	<b>40,8</b>
9:58	EZ	PMI dla przemysłu	III	pkt.	34,0	-	33,5
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	II	%	8,3	-	8,2
11:00	PL	<b>Przetarg obligacji skarbowych OK0711 i/lub PS0414</b>					
14:15	US	Raport ADP	III	tys.	-660,0	-	-697,0
16:00	US	ISM - sektor przetwórczy	III	pkt.	36,0	-	35,8
16:00	US	Niezakończone transakcje sprzedaży domów	II	% m/m	2,0	-	-7,7
<b>CZWARTEK (2 kwietnia)</b>							
-	GB	Spotkanie G20	-	-	-	-	-
13:45	EZ	Spotkanie EBC – decyzja	-	%	1,0	1,0	1,5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	650,0	-	652,0
16:00	US	Zamówienia w przemyśle	II	% m/m	1,5	-	-1,9
<b>PIĄTEK (3 kwietnia)</b>							
9:58	EZ	PMI dla usług	III	pkt.	40,1	-	39,2
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	III	k	-654,0	-	-651,0
14:30	US	Stopa bezrobocia	III	%	8,5	-	8,1
16:00	US	ISM - sektor usług	III	pkt.	42,0	-	41,6

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

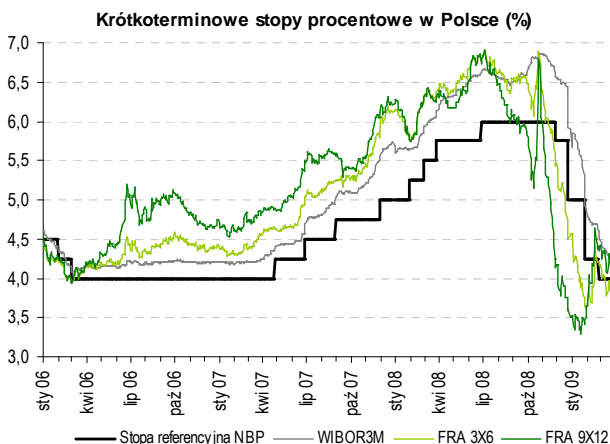
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Nowe dane i decyzja EBC

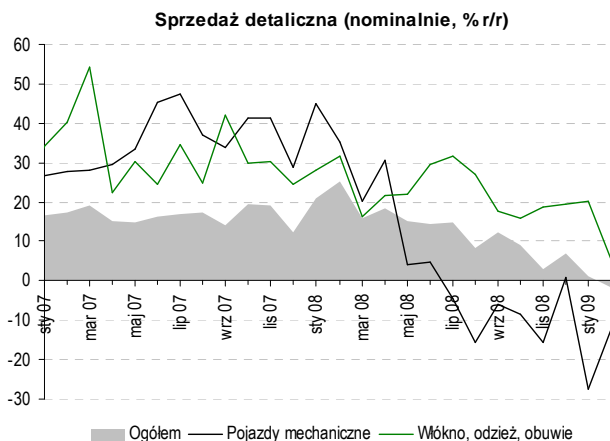


- W tym tygodniu, jak zwykle na początku miesiąca, nastąpią dwie istotne dla polskiego rynku publikacje krajowych informacji – poznamy marcowy PMI dla przemysłu i prognozę inflacji MinFin za ten miesiąc.
- PMI pokaże wg nas dalsze odbicie, ale w bardzo niewielkiej skali, co stanowi podstawę naszej prognozy zakładającej bardzo nieznaczną poprawę dostosowanej sezonowo dynamiki produkcji przemysłowej w marcu (bardziej wyraźne odreagowanie zanotuje wskaźnik bez odsezonowania ze względu na pozytywny efekt większej liczby dni roboczych, ale nadal będzie na minusie).
- Trudno ocenić, co wskaże prognoza inflacji MinFin, ale wg naszych szacunków inflacja w marcu nieznacznie spadła.
- Z wydarzeń za granicą ważne będą wyniki spotkania G20 i posiedzenia EBC oraz dane o zatrudnieniu w USA.

## Miniony tydzień w gospodarce – Kolejne słabe dane i obniżka stóp przez RPP



- Podobnie jak w lutym, na marcowym posiedzeniu RPP obniżyła stopy o 25 pb, referencyjną do 3,75%, czyli najniższego poziomu w historii. Było to zgodne z oczekiwaniami. Naszym zdaniem na najbliższych posiedzeniach może dojść do kolejnych obniżek stóp w tej samej skali. Wciąż utrzymujemy prognozę, że stopa referencyjna zostanie w tym roku obniżona do 3%.
- Nasza opinia znajduje potwierdzenie w wydzwieku komunikatu, który był bardzo podobny jak przed miesiącem, czyli „gołębi”. Utrzymane zostało łagodne nastawienie w polityce pieniężnej, a liczba argumentów na rzecz tego nawet się zwiększyła w stosunku do poprzedniego posiedzenia (pogorszenie sytuacji na rynku pracy i sytuacji finansowej przedsiębiorstw). Oczekiwania na dalsze obniżki potwierdziły też wypowiedzi kluczowych dla wyników głosowań członków Rady (Czekaj i Skrzypek).



- Dane o sprzedaży detalicznej za luty okazały się nieco słabsze od oczekiwań (-1,6% r/r przy medianie prognoz -1,3%), po raz pierwszy od wielu lat pokazując spadek w ujęciu rocznym zarówno nominalnie, jak i realnie (-2,3% r/r).
- Potwierdziły się też wstępne szacunki wskazujące na dalszy wzrost bezrobocia rejestrowanego w lutym (do 10,9% z 10,5% w styczniu). Wskaźniki koniunktury konsumpcyjnej GUS za marzec pokazały natomiast dalsze pogorszenie nastrojów konsumentów. Potwierdziły to również wskaźniki nastrojów gospodarstw domowych wg Ipsos.
- W sumie, dane z ostatniego tygodnia potwierdziły spowolnienie konsumpcji indywidualnej w I kw. Lutowy wynik sprzedaży jest gorszy od naszych oczekiwań, ale nie na tyle, aby przed zapoznaniem się z danymi za marzec zmienić nasze szacunki na I kw. dla wzrostu konsumpcji (ok. 3,5% r/r z 5,2% r/r w IV kw. 2008) i dynamiki PKB ogółem (0-1%).

## Cytat tygodnia – Jak rząd przekona do ERM2 bez zmian w konstytucji?

Jan Czekaj, członek RPP, PAP, 26 marca

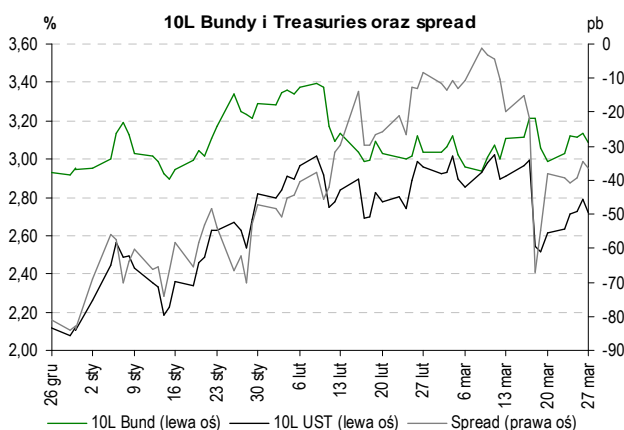
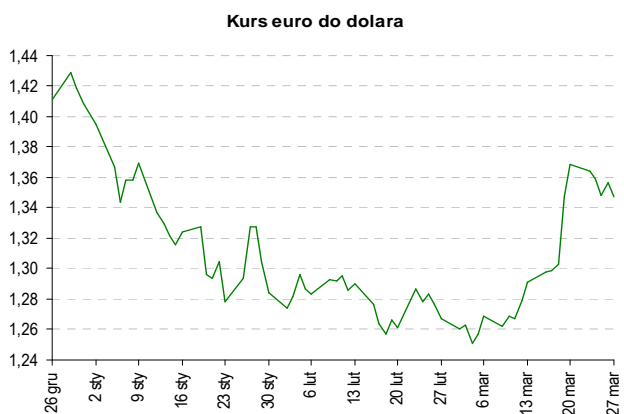
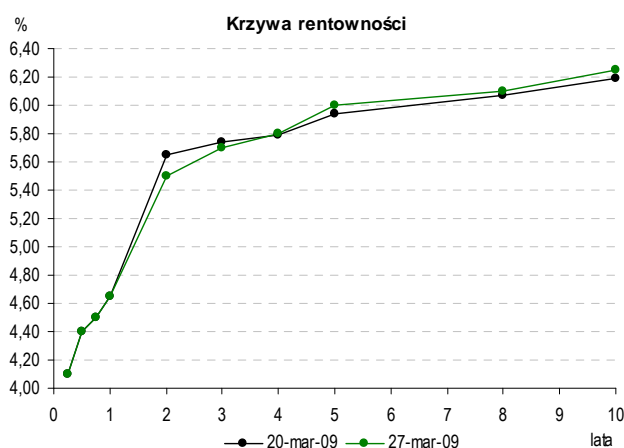
Na spotkaniu ustaliliśmy z panem premierem, że warunkiem wejścia do ERM II będzie zmiana konstytucji. Ten warunek jest w komunikacie powtarzany dlatego, że nie ustaliliśmy z rządem nowych warunków. Sądzę, że takie stanowisko Rada będzie prezentować dopóty, dopóki nie zostaną uzgodnione nowe warunki. Rada, jako całość, raczej jest za w miarę szybkim przystąpieniem do strefy euro. Jeżeli jest sensowny plan wejścia do ERM II bez zmiany konstytucji, to sądzę, że Rada będzie skłonna to poprzeć. Jednakże na nas też spoczywa odpowiedzialność, w związku z czym musimy mieć szansę oceny realności takiego wariantu.

Dariusz Filar, członek RPP, PAP, 27 marca

Porozumienie takie musiałyby być na tyle wiarygodne, by móc je traktować jako faktycznie prowadzące do zmiany Konstytucji. (...) W obecnych warunkach politycznych takie wyrażenie poparcia politycznego wydaje się mało prawdopodobne.

Z wypowiedzi Jana Czekaja wynika, że zmiana konstytucji jako warunek wejścia do ERM2 jest powtarzany w komunikatach RPP dlatego, że było to wynikiem ustaleń podczas spotkania z premierem na jesieni i od tamtej pory nie ustalono z rządem nowych warunków. Jednocześnie prof. Czekaj uważa, że „jeżeli jest sensowny plan wejścia do ERM II bez zmiany konstytucji”, to wg niego „Rada będzie skłonna to poprzeć”. Sugeruje to możliwość zmiany stanowiska przez RPP, choć Czekaj zwrócił uwagę na potrzebę zapewnienia realności alternatywnego planu. Wątpliwości co do tego wyraził inny członek Rady, Dariusz Filar. Nie widzi on szans na szerokie porozumienie polityczne w sprawie ERM2 i strefy euro, które mogłyby wystarczyć zamiast zmiany konstytucji. Jesteśmy ciekawi jakimi argumentami rząd mógłby przekonać RPP (oraz EBC i Komisję Europejską) do zmiany opinii w sprawie konieczności zmiany konstytucji przed ERM2.

## Monitor rynku

**Złoty słabiej**

- Na początku tygodnia złoty umocnił się za sprawą mocnych wzrostów na giełdach (Dow Jones w poniedziałek niemal 7% w górę), mimo zawirowań politycznych na Węgrzech. Później jednak upadek rządu w Czechach nasilił obawy o stabilność polityczną w regionie – złoty lekko stracił i ustabilizował się wokół 4,56 do euro. Decyzja RPP nie miała wpływu na złotego. W piątek złoty zaczął tracić (EURPLN powyżej 4,66) wraz ze wzrostem awersji do ryzyka i spadkiem EURUSD. W ciągu tygodnia złoty stracił do euro 0,8%, czyli mniej niż forint (0,9%) i korona (2,3%).
- W tym tygodniu, przy niewielu wydarzeniach w kraju, zachowanie złotego będzie zależeć głównie od apetytu na ryzyko i nastawienia do regionu. Przy kontynuacji korekty na giełdach, prawdopodobne jest dalsze osłabienia złotego.

**Obligacje na huśtawce**

- Na krajowym rynku obligacji miniony tydzień przyniósł spore wahania. W pierwszej części tygodnia polskie obligacje mocno zyskały wraz ze wzrostem apetytu na ryzyko na globalnych rynkach i oczekiwaniem na obniżkę stóp przez RPP. Po decyzji RPP nastąpił wzrost rentowności na fali realizacji zysków. Pod koniec tygodnia ruch rentowności w górę był kontynuowany wraz ze wzrostem awersji do ryzyka i osłabieniem złotego. W sumie, krzywa rentowności obligacji nie przesunęła się znacząco, choć nastąpiło jej lekkie wystromienie.
- W tym tygodniu krajowe dane będą naszym zdaniem neutralne dla krajowego rynku stopy (lekki spadek inflacji CPI i umiarkowany wzrost PMI). Rozstrzygające dla kierunku zmian rynkowych stóp będą więc zmiany nastrojów na globalnych rynkach i związane z tych zachowanie złotego.

**Dolar mocniej po konsolidacji**

- Przez większą część minionego tygodnia EURUSD konsolidował się w przedziale 1,34-1,37. Niewielkie wahania następowały wraz ze zmieniającą się oceną skutków planów pomocowych Fed i rządu USA oraz po zamieszaniu wywołanym wypowiedzią sekretarza skarbu USA nt. możliwości wzrostu jednostki rozliczeniowej MFW jako waluty rezerwowej kosztem dolara. Niemniej, dopiero w piątek, wraz ze spadkiem apetytu na ryzyko, dolar umocnił się wyraźnie wobec wspólnej waluty. W piątek EURUSD spadł poniżej 1,33 z 1,36 tydzień wcześniej.
- W tym tygodniu dla zachowania EURUSD kluczowe będą decyzje G20 i EBC oraz nowe dane. Zapowiedź przez EBC jakiegokolwiek formy ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej byłoby mocno negatywne dla euro.

**Korekta na bazowych rynkach długu**

- Spory wpływ na zachowanie rynków bazowych miał przebieg aukcji papierów skarbowych. Negatywnie na rynku wpłynęła w środę nieudana aukcja 5-letnich obligacji w USA i 30-letnich obligacji w Wielkiej Brytanii. Jednak już dzień później dobre okazały się wyniki aukcji 7-letnich obligacji w USA. W piątek bazowym rynkom długu pomógł wzrost awersji do ryzyka i druga faza zakupów obligacji rządowych przez Fed. W sumie, na koniec tygodnia rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów wzrosły odpowiednio do 2,72% i 3,08% z 2,61% i 2,99% tydzień wcześniej jako korekta wcześniejszego silnego spadku po decyzji Fed.
- Podobnie jak w przypadku dolara, zachowanie bazowych rynków długu w tym tygodniu zależeć będzie od postanowień G20 i EBC, a także kolejnych danych.

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