

# Tygodnik ekonomiczny

13 – 19 kwietnia 2009

Tydzień przedświąteczny, mimo niewielkiej liczby publikacji danych, był okresem dużej zmienności na rynku finansowym i znacznych wahań nastrojów. Przy ograniczonej płynności, poprawa apetytu na ryzyko i powiew optymizmu na giełdach tuż przed Wielkanocą spowodowały gwałtowne umocnienie walut w regionie. Jego trwałość będzie zależała od tego, w jakim kierunku zmienią się nastroje inwestorów po świętach, w reakcji na nadchodzący, dość obfity zastrzyk nowych informacji. W kalendarzu na najbliższe dni znajdują się zarówno liczne publikacje danych makroekonomicznych w kraju i na rynkach bazowych, jak też informacje o wynikach finansowych kolejnych spółek giełdowych za oceanem, które mogą być kluczowe dla oceny szans na przezwycięzenie kryzysu.

Przewidujemy pogłębienie załamania w obrotach handlu zagranicznego w lutym, w skali zbliżonej do konsensusu rynkowego. Deficyt obrotów bieżących powinien się jednak wyraźnie zmniejszyć, m.in. dzięki sporej nadwyżce w transferach bieżących. Marcowa inflacja CPI i wzrost podaży pieniądza powinny być wg naszych prognoz nieco poniżej mediany oczekiwań rynkowych, a spowolnienie wzrostu płac i spadek zatrudnienia prognozujemy zgodnie z konsensusem. W sumie, dane nie powinny dać nowych argumentów przeciwko kontynuacji obniżek stóp procentowych, ponieważ słabe perspektywy wzrostu gospodarczego oznaczają osłabienie presji inflacyjnej w średnim okresie. Niewykluczone, że publikacje nowych danych staną się okazją dla członków RPP do wyrażenia swoich poglądów nt. perspektyw gospodarki i polityki pieniężnej.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

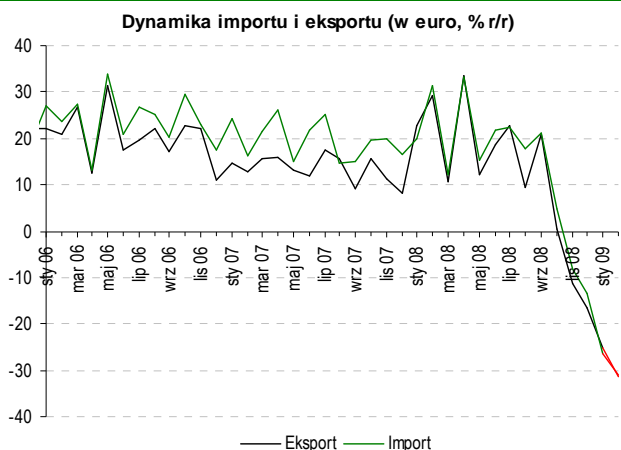
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>WTOREK (14 kwietnia)</b>							
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	II	mIn €	-650	-610	-1078
14:00	PL	Podaż pieniądza	III	% r/r	17,4	17,1	17,4
14:30	US	PPI	III	% m/m	0,0	-	0,1
14:40	US	Sprzedaż detaliczna	III	% m/m	0,4	-	-0,1
<b>ŚRODA (15 kwietnia)</b>							
11:00	PL	Przetarg zamiany					
14:00	PL	CPI	III	% r/r	3,4	3,2	3,3
14:30	US	CPI	III	% m/m	0,1	-	0,2
14:30	US	Indeks NY Fed	IV	pkt.	-35,0	-	-38,23
15:15	US	Przepływy kapitału	II	mld \$	-	-	-
15:15	US	Produkcja przemysłu	III	% m/m	-0,1	-	-1,5
<b>CZWARTEK (16 kwietnia)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłu	II	% r/r	-17,5	-	-17,3
11:00	EZ	Finalny HICP	III	% r/r	0,6	-	1,2
14:30	US	Liczba nowych budów domów	III	mln	0,55	-	0,583
14:30	US	Liczba pozwoleń na budowę	III	mln	0,55	-	0,564
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	655	-	654
16:00	US	Indeks Philadelphia Fed	IV	pkt.	-32,0	-	-35,0
<b>PIĄTEK (17 kwietnia)</b>							
14:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	III	% r/r	4,2	4,2	5,1
14:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	III	% r/r	-0,8	-0,8	-0,2
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	IV	pkt.	58,5	-	57,3

Źródło: BZ WBK, Parkiet, Reuters

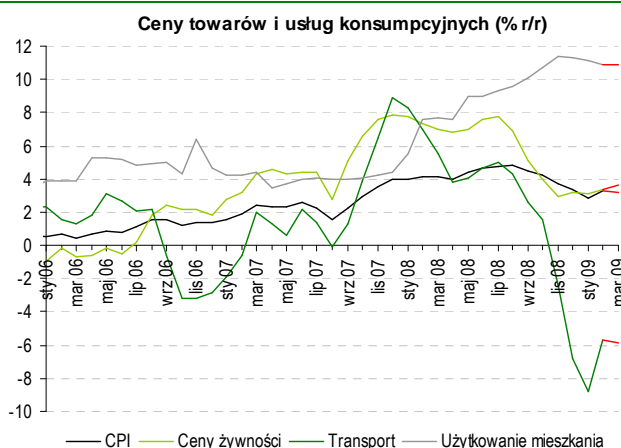
**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363  
**Piotr Bujak** Starszy Ekonomista 022 586 8341  
**Piotr Bielski** Ekonomista 022 586 8333  
**Cezary Chrapek** Analityk 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

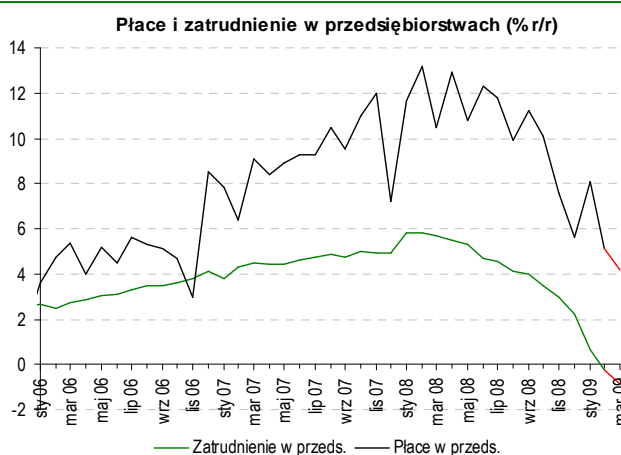
## Wydarzenia nowego tygodnia – Poświęteczna gorączka



- Po przerwie w publikacji danych makroekonomicznych, najbliższe dni będą intensywne dla rynków finansowych. Mimo skróconego tygodnia, pojawi się szereg kluczowych wskaźników w kraju i za granicą. Duży wpływ na nastroje będą też miały informacje ze spółek w rozpoczętym właśnie w USA sezonie wyników za I kwartał.
- Pierwszą z ważnych publikacji będą dane o bilansie płatniczym za luty, które pokażą co działo się w handlu zagranicznym po mocnym załamaniu obrotów na początku roku. Naszym zdaniem pozytywny efekt popytu Niemców na nowe samochody może być widoczny w eksporcie dopiero w marcu, a dane z lutego pokażą pogłębienie spadków eksportu i jeszcze bardziej importu. W lutym zanotowano bardzo duży napływ netto środków z UE, ale większość z tych środków dotyczyła przepływów kapitałowych. Deficyt obrotów bieżących powinien obniżyć się do ok. 5,3% PKB.



- Uwaga graczy na rynku krajowym będzie jak zwykle skierowana na dane o inflacji. Szacunek MF przewiduje wzrost CPI do 3,5% r/r (miesiąc temu ich dość wysoka prognoza się nie sprawdziła). Konsensus rynkowy zakłada wzrost do 3,4%, a nasze obliczenia wskazują na lekki spadek inflacji do 3,2% r/r. Największa skala niepewności dotyczy cen żywności, których zmienność na wiosnę potrafi zaskoczyć w różnych kierunkach.
- Naszym zdaniem nawet jeśli inflacja nie spadła w marcu lub lekko wzrosła (np. za sprawą cen żywności lub paliw), nie powinno to być kluczową przesłanką dla decyzji RPP, tym bardziej że Rada w ostatnim komunikacie napisała, że liczy się z możliwością przejściowego wzrostu CPI, ale średnioterminowe perspektywy inflacji pozostają korzystne.
- Statystyki pieniężne za marzec pokażą stopniowe hamowanie wzrostu M3, kredytów i depozytów.



- Istotną wskazówką nt. średnioterminowych perspektyw inflacji i sytuacji konsumentów będą dane z rynku pracy. Przewidujemy dalszy spadek zatrudnienia i osłabienie dynamiki płac w sektorze firm (w tej samej skali co konsensus rynkowy), co w efekcie zastępuje realny wzrost funduszu płac niemal do zera. Mniejszy wzrost dochodów i wyższa niepewność zatrudnienia będą poważnie osłabiały wzrost popytu konsumpcyjnego w tym roku.
- W ciągu tygodnia resort finansów poda dane nt. realizacji budżetu po I kwartale. Wg wstępnych szacunków deficyt wyniósł ok. 10 mld zł, czyli 55% planu rocznego.
- Bardzo duży wpływ na zachowanie rynków mogą mieć wyniki finansowe spółek w USA. Tuż przed świętami kilka nieco lepszych od prognoz publikacji wyników zdołało bardzo mocno poprawić apetyt na ryzyko. Nie wiadomo jednak czy kolejne informacje ze spółek będą również optymistyczne.

## Cytat tygodnia – Czy dane przekonają do obniżki?

Jan Czekaj, członek RPP, Reuters, 9 kwietnia

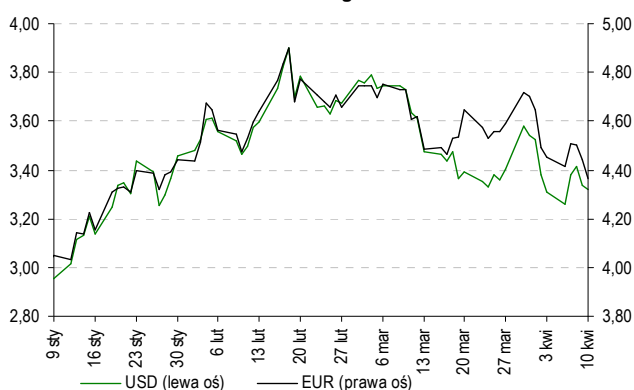
Porcja danych makroekonomicznych, które RPP niebawem otrzyma będzie ważna dla podjęcia decyzji dotyczących poziomu stóp procentowych. Sądzę, że nadal znajdujemy się w cyklu rozluźniania stóp, pytanie tylko czy mówimy o prawdopodobieństwie obniżek, czy też utrzymaniu obecnego poziomu.

Oslabienie kursu może być zbawienne dla gospodarki i osłabić skutki kryzysu. (...) Tak dobrego momentu na wejście do ERM-2 możemy nie mieć. Łatwiej byłoby teraz wynegocjować dobry kurs z EBC przy obecnym poziomie wymiany. (...) Poza tym słaby kurs oznacza, że nie ma tendencji na jego osłabienie. A dodatkowo wychodzenie z kryzysu poprawi efekt budżetowy. W 2011 roku będzie prezydencja Polska, co pozwoliłoby podjąć dobre decyzje dla Polski.

Jastrzębi członkowie RPP przekonywali w swoich ostatnich wypowiedziach, że obecnie należałoby się wstrzymać z dalszymi obniżkami stóp przynajmniej do czerwca (kiedy pojawi się nowa projekcja NBP). Wypowiedzi kluczowego dla decyzji RPP Jana Czekaja są podobne jak przed obniżką marcową, tj. nie wykluczają żadnej opcji, uzależniając decyzję od danych. Wprawdzie dane za marzec, z którymi Rada zapozna się przed najbliższym posiedzeniem będą – wg naszych prognoz – wyglądać mniej dramatycznie niż te z dwóch pierwszych miesięcy roku, jednak nie oznacza to, że perspektywy wzrostu gospodarczego się poprawiają. Przeciwnie, prognozy wzrostu PKB w strefie euro i w Polsce po raz kolejny się pogorszyły. Poprawia to perspektywy inflacji, co naszym zdaniem daje wystarczające przesłanki dla kontynuacji cięć. Oczywiście z każdą obniżką szanse na przerwę są wyższe, choć naszym zdaniem nie powinno to mieć miejsca w kwietniu.

## Monitor rynku

Kurs złotego

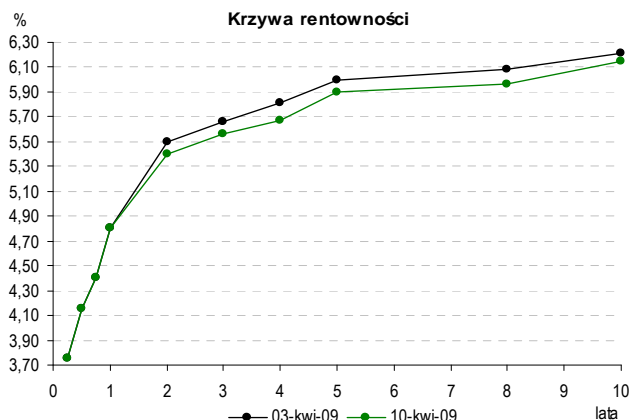


## Spore wahania w trendzie na umocnienie

▪ Nastroje na rynkach finansowych podlegały sporym wahaniom w ostatnim tygodniu i po fali wzrostu awersji do ryzyka nastąpił przyływ optymizmu oraz wiara inwestorów w początek końca kryzysu. W ślad za atmosferą na rynkach międzynarodowych podążał kurs EURPLN, który po przebicju 4,52, pod koniec tygodnia spadł wyraźnie poniżej poziomu 4,40.

▪ Skala zmienności kursów pozostanie wysoka w najbliższych dniach, szczególnie że tydzień wypełniony jest informacjami, które mogą ponownie rozchwiać nastroje. Kolejną ważną barierą dla złotego będzie 4,30 do euro. Naszym zdaniem w najbliższych dniach prawdopodobna jest jednak realizacja zysków, przy której górną granicą dla kursu będzie 4,55.

Krzywa rentowności

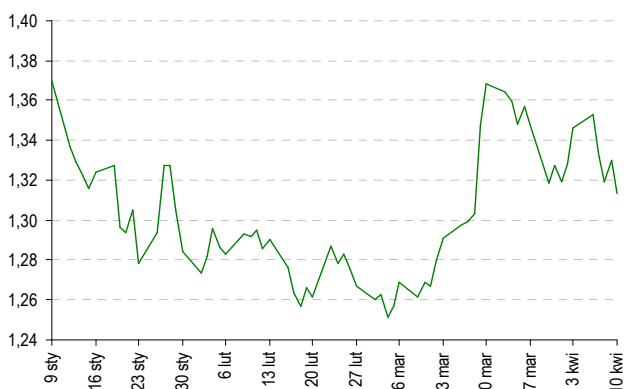


## Apetyt na ryzyko i złoty obniżają rentowności

▪ Na rynku stopy procentowej nastąpiło wyraźne umocnienie w ciągu tygodnia, na co wpływ miały najpierw bardzo dobre wyniki aukcji obligacji 10-letnich (które osłabiły negatywny wpływ pogorszenia nastrojów na świecie), a później spora skala aprecjacji złotego. Od ostatniego piątku rentowności obligacji oraz stawki IRS obniżyły się o ok. 10 pb.

▪ Wśród czynników krajowych kluczowe dla rentowności obligacji i stóp rynku pieniężnego będą w tym tygodniu dane o CPI oraz płacach i zatrudnieniu (oraz ewent. towarzyszące im komentarze członków RPP). Jednak w przypadku mocnych zmian nastrojów na rynkach globalnych, lokalne czynniki mogą zostać przyćmione.

Kurs euro do dolara

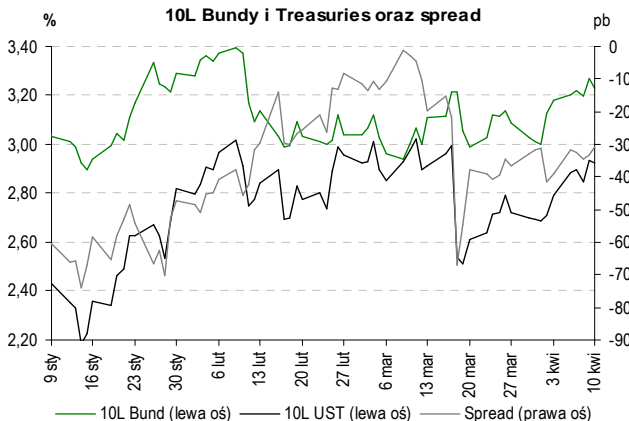


## Dolar mocniejszy dzięki nadziejom na ożywienie

▪ Dolar amerykański wyraźnie umocnił się w minionym tygodniu wobec euro – kurs EURUSD spadł z 1,342 na zakończenie poprzedniego tygodnia do 1,314 w piątek po południu (o ok. 2%), do czego przysłużył się wzrost apetytu na ryzyko, który narodził się w przedświątecznej atmosferze przy nieco lepszych od prognoz danych makro i mniej pesymistycznych niż się obawiano informacjom ze spółek.

▪ Oczekiwania odnośnie wyników finansowych spółek są na tyle słabe, że łatwo w nadchodzącym sezonie o pozytywne niespodzianki. Z drugiej strony, warto zdawać sobie sprawę, że to nie koniec złych informacji ze spółek i z gospodarki, a recesja w USA potrwa zapewne jeszcze przynajmniej kilka kwartałów, więc obecny optymizm może nie być trwały.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Giełdy w górę, bazowe obligacje słabiej

▪ Przyływ optymizmu na światowych rynkach finansowych, którego efektem był wzrost popytu na aktywa o wyższym stopniu ryzyka, przyczynił się do osłabienia na bazowych rynkach długu, głównie w USA. Rentowności 10-letnich Treasuries wzrosły w ciągu tygodnia o 13 pb, a Bundów o ok. 5 pb.

▪ Liczny zestaw danych nt. aktywności przemysłu, rynku nieruchomości, wskaźników wyprzedzających, a także publikacje wyników spółek będą wpływać na przewidywania odnośnie skali i długości recesji. Informacje sprzyjające utrwaleniu poprawy nastrojów będą sprzyjać wzrostowi rentowności, choć skalę zjawiska będzie ograniczać zapowiedziane przez Fed skupowanie papierów skarbowych.

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