

# Tygodnik ekonomiczny

20 – 26 kwietnia 2009

Polska wystąpiła do MFW z wnioskiem o przyznanie elastycznej linii kredytowej (FCL - Flexibility Credit Line), która jest przyznawana krajom o dobrych fundamentach gospodarczych, co zostało pozytywnie odebrane zarówno przez władze Funduszu jak i graczy rynkowych. To przyczyniło się sporego umocnienia złotego. Rynek obligacji był dosyć stabilny w ciągu tygodnia, pomimo tego, że opublikowane w minionym tygodniu dane z polskiej gospodarki dosyć mocno zaskoczyły rynek. Bilans płatniczy pokazał nadwyżkę w obrotach bieżących, a inflacja okazała się wyższa od prognoz wszystkich analityków i Ministerstwa Finansów. Płace także okazały się wyższe od rynkowego konsensusu. W sumie naszym zdaniem, dane te nie zmieniają znacząco obrazu sytuacji gospodarczej, co potwierdzają także w swoich komentarzach części członków RPP. Wciąż oczekujemy kontynuacji obniżek stóp procentowych, a o tym czy w kwietniu nastąpi przerwa zadecydują kolejne statystyki.

Dane o produkcji poznamy już na początku tego tygodnia i spodziewamy się dużo wyższej dynamiki w ujęciu rocznym w porównaniu do lutego, choć będzie to wynik przede wszystkim większej liczby dni roboczych. Dane o PPI i inflacji bazowej podobnie jak minutes RPP będą miały mniejsze znaczenie dla rynków, a interesujące z punktu widzenia sygnałów spowolnienia pogarszania się oceny sytuacji gospodarczej będą kwietniowe wskaźniki koniunktury publikowane przez GUS. Na rynku walutowym może dojść do realizacji zysków po tak znaczącym umocnieniu złotego, co może przełożyć się też na rynek długu. Kluczowe dla polskiego rynku finansowego będą wciąż nastroje na rynkach międzynarodowych, na które, poza niewielką liczbą publikacji danych makro za granicą, będą wpływać kolejne publikacje wyników zagranicznych spółek za I kw.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

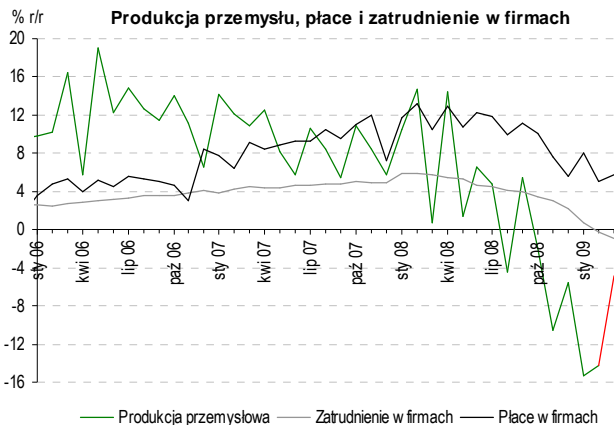
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (20 kwietnia)</b>							
11:00	PL	Przetarg 1,0-1,5 mld zł 52-tyg. bonów skarbowych					
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	III	% r/r	-5,9	-4,8	-14,3
14:00	PL	PPI	III	% r/r	5,8	5,7	5,4
16:00	US	Wskaźniki wyprzedzające	III	pkt	-0,2	-	-0,4
<b>WTOREK (21 kwietnia)</b>							
11:00	DE	Indeks ZEW	IV	pkt	1,0	-	-3,5
<b>ŚRODA (22 kwietnia)</b>							
14:00	PL	Wskaźniki koniunktury	IV				
14:00	PL	Inflacja bazowa netto	III	% r/r	2,3	2,4	2,4
<b>CZWARTEK (23 kwietnia)</b>							
9:58	EZ	Wstępny PMI dla sektora przetwórczego	IV	pkt	34,5	-	33,9
9:58	EZ	Wstępny PMI dla sektora usług	IV	pkt	41,0	-	40,9
14:00	PL	Minutes RPP	III				
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	III	tys.	630	-	610
16:00	US	Sprzedaż domów	III	mln	4,65	-	4,72
<b>PIĄTEK (24 kwietnia)</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	IV	pkt	82,3	-	82,1
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	III	%	-1,4	-	3,5
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	III	mln	0,34	-	0,337

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

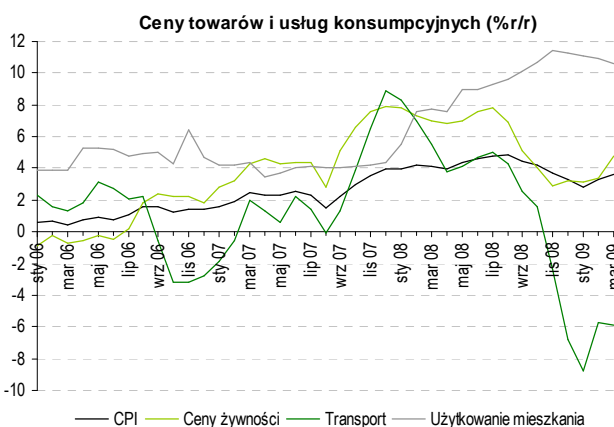
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Dane o produkcji, inflacja bazowa

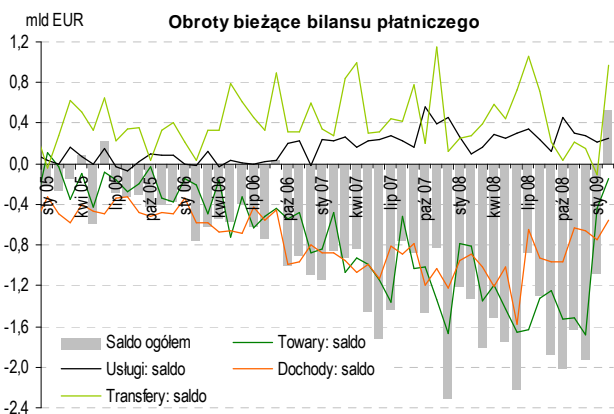


- W tym tygodniu nastąpi publikacja kluczowych dla decyzji RPP danych o produkcji. Nasza prognoza za przeciwnieństwo do szacunków Ministerstwa Finansów (-8% r/r) jest powyżej rynku, choć warto wspomnieć, że konsensus rynkowy wynika z prognoz sprzed publikacji indeksu PMI. Indeks aktywności w przemyśle wzrósł w marcu powyżej oczekiwań rynkowych (niemal zgodnie z naszą prognozą). Spadek produkcji dostosowany o liczbę dni roboczych pozostał zapewne dwucyfrowy.
- Oczekujemy także, że po silnych miesięcznych wzrostach cen producentów w styczniu i w lutym ich dynamika w marcu będzie dużo niższa (0.5% m/m).
- NBP opublikuje statystyki inflacji bazowej za marzec. Nasz szacunek inflacji bez cen żywności i energii podniósł się po danych o CPI z 2,2% r/r do 2,4% r/r. Ponadto NBP opublikuje minutes RPP z marcowego posiedzenia Rady.

## Miniony tydzień w gospodarce – CPI mocno w górę, nadwyżka w obrotach bieżących



- Poziom rocznej inflacji CPI w marcu okazał się wyższy nawet od najbardziej pesymistycznych szacunków i wyniósł 3,6% wobec 3,3% w lutym. Odpowiedzialny jest za to głównie znacznie większy od zakładanego wzrost cen żywności – w części efekt zmian regulacyjnych na rynkach unijnych, a w części efekt osłabienia złotego. Większość pozostałych kategorii dóbr i usług konsumpcyjnych również zdrożała w nieco większej skali niż zakładaliśmy, ale w nieznacznym stopniu.
- Miesięczne dane z rynku pracy za marzec pokazały wyższy od oczekiwań wzrost płac (5,7% r/r) i głębszą redukcję zatrudnienia (-0,9% r/r) w sektorze przedsiębiorstw. Jednak, fundusz płac kontynuuje tendencję spowolnienia obserwowaną od kilku miesięcy. Jego wzrost w ujęciu nominalnym wyniósł 4,7% r/r, a po uwzględnieniu inflacji był na poziomie ok. 1%.



- W lutym zamiast spodziewanego deficytu, na rachunku obrotów bieżących zanotowano nadwyżkę w wysokości 525 mln € za sprawą niewielkiego deficytu obrotów towarowych (-142 mln €, spadek eksportu o 28,2%, a importu o 33%) oraz nadwyżki na rachunku transferów bieżących (965 mln €). Nieco lepsze niż zakładaliśmy były też salda usług i dochodów. Skumulowany 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB obniżył się w lutym do 5% z 5,4% po styczniu.
- Dynamika podaży pieniądza spadła w marcu do 17,6% z 17,8% w lutym powyżej oczekiwanych przez rynek 17,4%. Dynamika depozytów gospodarstw domowych utrzymała się na wysokim poziomie (25,3%) a przedsiębiorstw lekko wzrosła (6,9%). W marcu dynamika kredytów ogółem obniżyła się do 34,4% r/r. Po eliminacji efektu kursowego kontynuowany jest trend spadkowy dynamiki rocznej (25,9%).

## Cytat tygodnia – Główna stopa może spaść do poziomu 3-3,5%

Jan Czekaj, członek RPP, Rzeczpospolita, 16 kwietnia

Większych obniżek wykluczyć nie można, gdyby w gospodarce stało się coś niepokojącego, a np. złoty będzie się gwałtownie wzmacniał. Bardziej prawdopodobne jest jednak poruszanie się krokami po 25 punktów bazowych. Trudno jednoznacznie stwierdzić [do jakiego poziomu może spaść główna stopa procentowa], ale wydaje mi się, że będzie to gdzieś w przedziale 3-3,5%. To zależy od tego, co będzie się działo z inflacją, chcielibyśmy utrzymać stopy realne na dodatnim poziomie. Być może do takiej przerwy [w obniżkach stóp] dojdzie, ale tego dziś nie wiem.

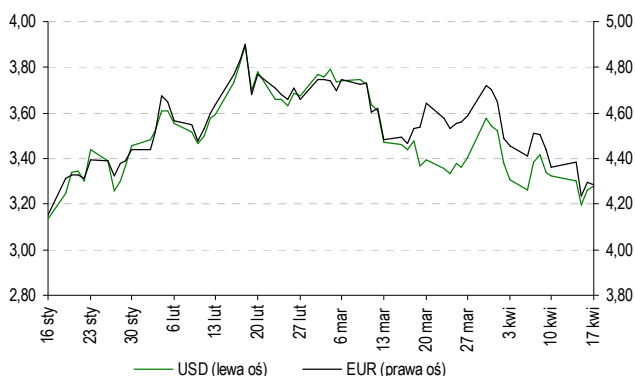
H. Wasilewska-Trenkner, członek RPP, Reuters, 16 kwietnia

Obecnie nie można powiedzieć, że należy skończyć z obniżkami stóp, ale niewątpliwie dobrze by było poczekać. Do kiedy, to trudno powiedzieć, bo rzeczywistość wokół nas jest chwiejna i zaskakująca.

Jastrzębi członkowie RPP opowiadają się za pauzą w obniżkach stóp procentowych w kwietniu, a D. Filar sugeruje, że należałoby by poczekać nawet do czerwcowej projekcji inflacji. Jednak nawet H. Wasilewska-Trenkner nie twierdzi, że należałoby już zakończyć cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Kluczowy dla decyzji Rady Jan Czekaj nie wyklucza, co prawda przerwy w obniżkach w kwietniu, jednak określił przedział docelowy dla stopy referencyjnej na poziomie 3-3,5% i byłby nawet skłonny do głębszego cięcia w przypadku niepokojących zdarzeń w gospodarce. J. Czekaj sugeruje, że RPP chciałaby utrzymać stopy realne na dodatnim poziomie. Naszym zdaniem inflacja na poziomie 3,6% r/r nie przeszkadza w kolejnej redukcji stóp, gdyż Rada powinna brać pod uwagę przede wszystkim oczekiwany poziom inflacji. Ponadto trzeba pamiętać o kolejnych rewizjach w dół prognoz PKB. Wpływ wyższej inflacji na decyzję Rady jest też niwelowany wg nas przez umocnienie złotego. Istnieje jednak ryzyko, że RPP wstrzymałaby się z kolejną redukcją stóp, gdyby produkcja i sprzedaż mocno zaskoczyły na plus.

## Monitor rynku

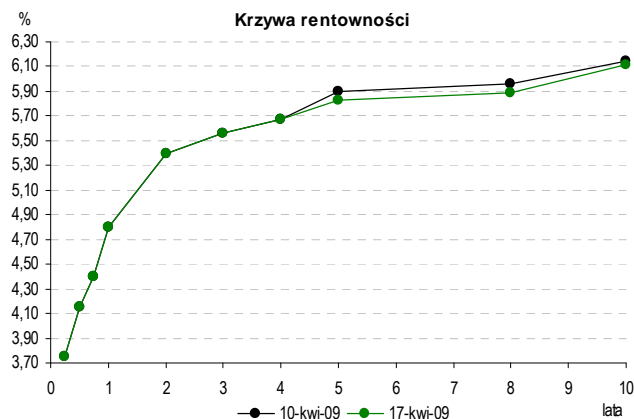
Kurs złotego



## Złoty mocniej po informacji o linii kredytowej MFW

- W minionym tygodniu trend aprecjacyjny złotego był kontynuowany. Głównym czynnikiem, który przyczynił się do gwałtownego umocnienia złotego wobec głównych walut była informacja o wystąpieniu Polski do MFW o udzielenie elastycznej linii kredytowej. Kurs EURPLN pokonał wówczas poziom 4,30 i spadł do ok. 4,23. W dalszej części tygodnia doszło do stopniowej realizacji zysków czemu sprzyjały słabsze nastroje na świecie i spadek EURUSD.
- Kluczowe dla dalszego zachowania kursu złotego pozostaną nastroje światowe, które będą pod wpływem dalszych publikacji wyników finansowych zagranicznych spółek za I kw. Po tak znaczącym umocnieniu powinno dojść do korekty kursu złotego. Ważnym poziomem oporu dla złotego wobec euro jest 4,20 a wsparciem 4,40.

Krzywa rentowności



## Niewielkie zmiany cen

- W ciągu ostatniego tygodnia zmiany cen obligacji były relatywnie niewielkie. Na początku tygodnia mimo aprecjacji złotego nie doszło do wyraźnego spadku rentowności obligacji. Po przetargu zamiany, po wyższej od oczekiwań inflacji oraz informacji Reutersa z rządowego źródła o tym, że deficyt może zostać zwiększony do maks. 21 mld zł doszło do osłabienia na rynku długu, jednak koniec tygodnia przyniósł odreagowanie. Krzywa IRS obniżała się przez większość tygodnia, a krótkoterminowe stopy FRA nieznacznie wzrosły.
- Spodziewana lekka korekta złotego może wpływać na wzrost stóp rynkowych. Poza tym gdyby produkcja zaskoczyła bardzo pozytywnie to mogłoby to zmniejszyć oczekiwania na obniżkę stóp w kwietniu i krótkoterminowo podwyższyć rynkowe stopy.

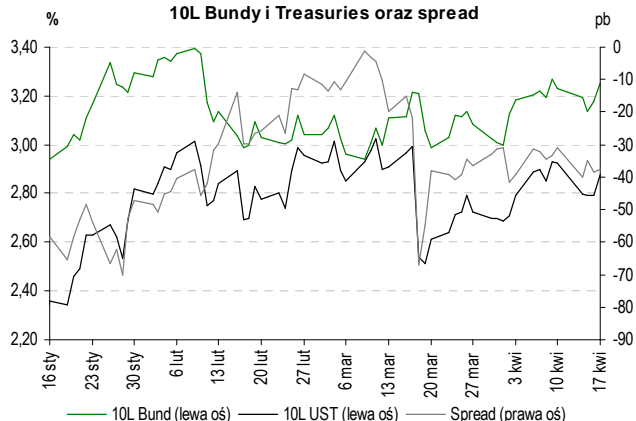
Kurs euro do dolara



## Stopniowe umocnienie dolara

- W trakcie całego tygodnia kurs EURUSD spadł o 0,5%. Kurs EURUSD wzrósł na początku tygodnia powyżej 1,33 przy dosyć niskiej płynności na rynkach światowych. Jednak w kolejnych dniach dolar odrabiał straty wobec wspólnej waluty europejskiej i na koniec tygodnia znalazł się na poziomie 1,305. Negatywnie na euro wpłynęły m.in. komentarze bankierów centralnych EBC o niestandardowych metodach łagodzenia polityki pieniężnej i polityce mocnego dolara. Na rzecz dolara działał spadek apetytu na ryzyko przy słabych danych o produkcji i sprzedaży w USA.
- W tym tygodniu kluczowe dla euro będą dane z Niemiec (indeksy ZEW, Ifo) i wstępne indeksy PMI za kwiecień. Dla dolara istotne będą dane z rynku nieruchomości i kolejne wyniki spółek za I kw.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Niewielkie zmiany cen na bazowych rynkach długu

- Pierwsza część tygodnia upłynęła pod znakiem umocnienia na rynkach bazowych długu po gorszych od prognoz danych z USA (sprzedaż, produkcja, CPI). Pod koniec tygodnia odbicie na rynkach akcji, aukcje obligacji w Hiszpanii i Francji przyczyniły się do spadków cen długu. Rentowności 10-letnich Treasuries spadły w ciągu tygodnia o 5 pb do 2,87%, a Bundów wzrosły o ok. 2 pb do 3,25%.
- W tym tygodniu liczba publikacji danych makroekonomicznych za granicą jest ograniczona. Dane z rynku nieruchomości w USA pokażą prawdopodobnie dalsze spadki sprzedaży domów. Rynek oczekuje też dalszego odreagowania indeksów aktywności w strefie euro, choć wciąż utrzymuje się one na niskich poziomach. Istotnym czynnikiem dla rynku długu będzie apetyt na ryzyko i oraz kolejne wyniki spółek za I kw.

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