

# Tygodnik ekonomiczny

27 kwietnia – 3 maja 2009

Nowe dane, które poznaliśmy w minionym tygodniu zwiększyły prawdopodobieństwo pauzy na posiedzeniu RPP w tym tygodniu, co teraz jest naszym bazowym scenariuszem. Niemniej średnioterminowe perspektywy gospodarki oraz inflacji nie zmieniły się znacząco i dlatego nadal spodziewamy się spadku stopy referencyjnej do 3% w trakcie roku. Zmniejszone szanse na obniżkę stóp w kwietniu przełożyły się na wzrost stawek FRA i IRS przy stabilnych rentownościach obligacji. Złoty uległ wyraźnej korekcie, mimo że indeksy akcyjne na świecie odrobiły straty z początku tygodnia, a inne waluty w regionie delikatnie się umocniły. Czynnikiem sprzyjającym osłabieniu złotego były negatywne informacje o sytuacji finansów publicznych oraz wcześniejsze relatywnie mocne zachowanie złotego po informacji o linii kredytowej z MFV. W tym tygodniu istotne dla krajowego rynku będzie, oprócz posiedzenia RPP i Fed oraz publikacji kolejnych danych w kraju i za granicą, przyjęcie przez rząd na wtorkowym posiedzeniu i opublikowanie dokumentu określającego warunki wejścia do ERM2.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

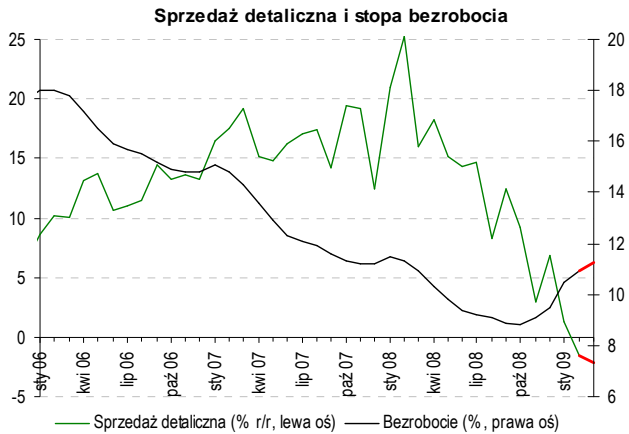
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (27 kwietnia)</b>							
08:00	DE	Indeks Gfk	V	pkt.	2,3	-	2,4
11:00	PL	Przetarg 1,0-1,5 mld zł 52-tyg. bonów skarbowych					
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna	III	% r/r	0,2	-2,1	-1,6
14:00	PL	Bezrobocie	III	% r/r	11,1	11,2	10,9
<b>WTOREK (28 kwietnia)</b>							
15:00	US	Raport Case/Shiller	II	% r/r	-18,8	-	-19,0
16:00	US	Zaufanie konsumentów	IV	pkt.	30,0	-	26,0
<b>ŚRODA (29 kwietnia)</b>							
-	JP	Dzień wolny					
10:00	EZ	Podaż pieniądza M3	III	% r/r	5,7	-	5,9
11:00	EZ	Indeks nastrojów gospodarczych	IV	pkt.	65,2	-	64,6
-	PL	Spotkanie RPP – decyzja	-	%	3,75	3,75	3,75
14:30	US	Bazowy PCE	I kw.	%	-1,3	-	-4,9
14:30	US	Wstępny PKB	I kw.	%	-5,0	-	-6,3
14:30	US	Deflator PKB	I kw.	%	0,8	-	0,6
20:15	US	Spotkanie Fed – decyzja	-	%	0,125	0,125	0,125
<b>CZWARTEK (30 kwietnia)</b>							
-	JP	Spotkanie Banku Japonii – decyzja					
11:00	EZ	Wstępny HICP	IV	% r/r	0,6	-	0,6
14:30	US	Bazowy PCE	III	% m/m	0,2	-	0,2
14:30	US	Dochody osobiste	III	% m/m	0,2	-	0,2
14:30	US	Wydatki osobiste	III	% m/m	-0,1	-	0,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tydzień	tys.	640,0	-	640,0
15:45	US	Chicago PMI	IV	pkt.	34,6	-	31,4
<b>PIĄTEK (1 maja)</b>							
-	PL, DE	Święto Pracy	-	-	-	-	-
15:55	US	Finalny Michigan	IV	pkt.	61,9	-	57,3
16:00	US	Zamówienia w przemyśle	III	% m/m	-0,5	-	1,8
16:00	US	ISM - sektor przetwórczy	IV	pkt.	38,0	-	36,3

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 – Kolejne dane, decyzja RPP i długi weekend

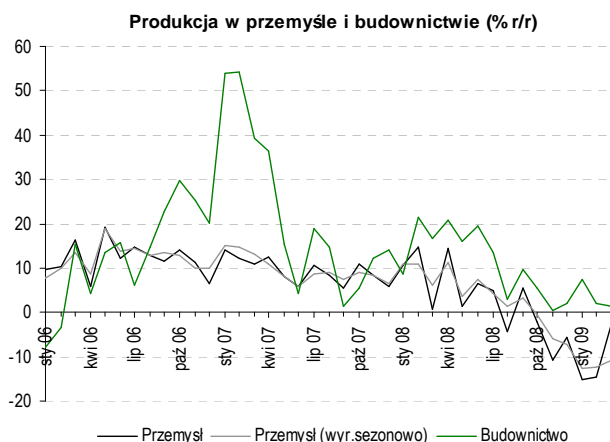


■ Po wyższych od prognoz danych o inflacji CPI, produkcji przemysłu, płacach, deficycie fiskalnym, a także biorąc pod uwagę osłabienie złotego w ostatnich dniach, sądzimy że na posiedzeniu w tym tygodniu RPP może wstrzymać się z obniżką stóp. Przed posiedzeniem Rady poznamy jeszcze istotne dane o sprzedaży detalicznej, ale chociaż nasza prognoza jest niższa od konsensusu, to nie na tyle, aby jej realizacja zniwelowała efekt innych czynników.

■ Z krajowych wydarzeń oczekiwana w tym tygodniu jest też publikacja przez MinFin dokumentu nt. uwarunkowań wejścia do ERM2. Ostatnie wypowiedzi ministra Koteckiego wskazują, że wejście do ERM2 w I połowie br. będzie trudne, bo potrzeba kilku miesięcy stabilności na rynku FX.

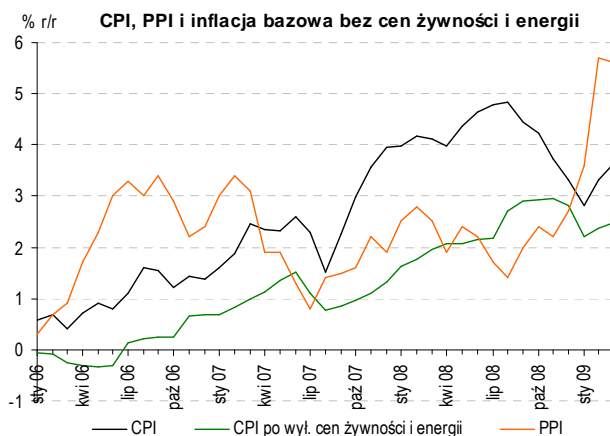
■ Tydzień przyniesie też wiele danych za granicą. Rynki będą też czekać na wyniki stress testów amerykańskich banków publikowane 4 maja po długim weekendzie.

## Miniony tydzień w gospodarce – Nowe dane sugerują przerwę w obniżkach stóp



■ Roczna dynamika produkcji przemysłu w marcu wyniosła -2% wobec prognozy -6%. Poprawa w porównaniu z lutym (-14,6%) i styczniem (-15,3%) wynikała w dużym stopniu z większej niż przed rokiem liczby dni roboczych. Po odsezonowaniu roczny spadek produkcji był mniejszy niż w poprzednich miesiącach, ale niewiele (-10,8% wobec -12,4% w lutym i -12,7% w styczniu) i trudno to na razie uznać za objaw wychodzenia gospodarki z dołka. Szczególnie, że wolniejszy wzrost zanotowano w budownictwie, o 1,2% r/r wobec 1,9% w lutym i prognozy 2,9%.

■ Wskaźniki GUS dla koniunktury przedsiębiorstw dość wyraźnie wzrosły w kwietniu wobec marca, ale nadal pozostają na minusie, wskazując, że wśród firm dominuje pesymizm. Podobnie zachowały się w kwietniu wskaźniki Ipsos dla nastrojów konsumentów – poprawa, ale nadal dominuje pesymizm.



■ Inflacja PPI w marcu delikatnie spadła do 5,6% r/r po mocnym przyspieszeniu do 5,7% r/r w lutym. W marcu nadal rosły ceny surowców oraz związane z dostawą wody. W przetwórstwie przemysłowym ceny przestały rosnać (0,0% m/m i 3,3% r/r) wraz ze stabilizacją średniego w miesiącu kursu złotego. Można oczekiwać, że przy aprecjacji złotego w kolejnych miesiącach wzrost cen produkcji na początku roku może się przynajmniej częściowo odwrócić.

■ Inflacja CPI bez cen żywności i energii wzrosła w marcu do 2,5% r/r z 2,4% w lutym wobec konsensusu (przed danymi o CPI) na poziomie 2,3% i naszej zaktualizowanej prognozy 2,4%. Pozostałe miary inflacji bazowej również wzrosły.

■ W sumie, po publikacji ostatnich danych Jan Czekaj z RPP nie wykluczył, że w kwietniu dojdzie do przerwy w obniżkach stóp, twierdząc, że być może nadszedł czas, by zobaczyć konsekwencje wcześniejszych obniżek.

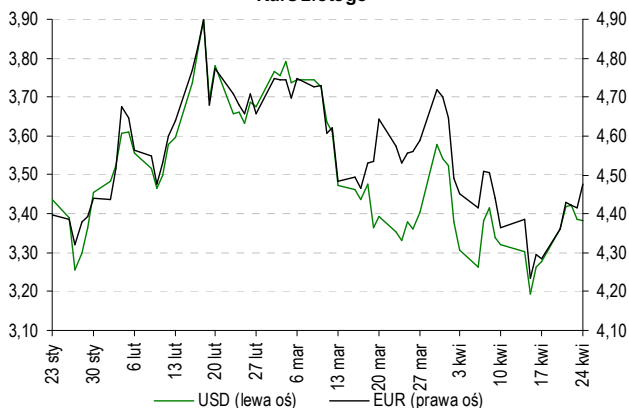
## Cytat tygodnia – Wyższy od oczekiwań deficyt fiskalny

**Michał Boni, minister w Kancelarii Premiera, PAP, 23 kwietnia**  
*Prognoza wysokości deficytu sektora finansów publicznych na rok 2009 [4,6% po 3,9% w 2008 r.] jest prognozą statyczną. Nie zakłada, nie bierze pod uwagę szeregu działań, które są i będą podejmowane przez rząd w celu obniżania poziomu deficytu, by był tak niski, jak to tylko możliwe. Prognoza dynamiczna zakładać będzie niższy poziom deficytu w 2009 r., nie będzie się on znacząco różnił od zesłorocznego. Jest to wstępna, szacunkowa prognoza, przesłana do Eurostatu, oparta na wiedzy historycznej. Po publikacji danych GUS [deficyt general government w 2008 r. wyniósł 3,9% PKB wobec zakładanych przez rząd 2,7%], stało się rzeczą raczej oczywistą, że deficyt sektora finansów w 2009 roku będzie wyższy niż w 2008 r.*

Najnowsze dane GUS pokazały, że deficyt *general government* w 2008 wzrósł aż do 3,9% PKB (z 1,9% w 2007), znacznie powyżej założeń MinFin z ostatniej aktualizacji programu konwergencji (2,7%) oraz powyżej kryterium fiskalnego z Maastricht (3%). Wg szacunków rządowych podanych przez ministra Boniego, deficyt *general government* w 2009 może wynieść 4,6% PKB, choć ten szacunek nie uwzględnia możliwych działań rządu i rzeczywisty deficyt nie będzie znacząco wyższy niż w 2008. Niemniej, fakt, że deficyt jest znacznie powyżej 3% już w 2008 i może być jeszcze wyższy w 2009 daje podstawę do wszczęcia procedury nadmiernego deficytu wobec Polski przez Komisję Europejską (decyzja w tej sprawie może zapaść po publikacji nowych prognoz ekonomicznych KE 4 maja). Przede wszystkim jednak tak wysoki deficyt i małe prawdopodobieństwo jego szybkiej redukcji poniżej 3% wydają się przekreślać szanse na realizację ścieżki szybkiego wejścia do strefy euro. Dług publiczny w 2008 wzrósł do 47,1% PKB (z 44,9% w 2007) i wg MinFin może wzrosnąć powyżej 50% w tym roku.

## Monitor rynku

Kurs złotego

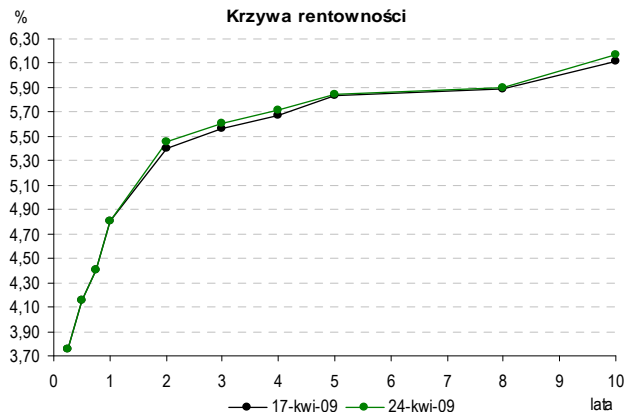


## Wyraźna korekta złotego

Miniony tydzień przyniósł wyraźną korektę kursu złotego, zapoczątkowaną już pod koniec poprzedniego tygodnia. Osłabienie złotego nastąpiło, mimo że indeksy akcyjne na świecie odrobiły straty z początku tygodnia, a inne waluty w regionie delikatnie się umocniły (czeska korona i forint o 0,2%). Relatywna słabość złotego wiąże się z odreagowaniem wcześniejszego relatywnie silniejszego umocnienia złotego po informacji o linii kredytowej z MFW. Czynnikiem sprzyjającym korekcie złotego były negatywne informacje o sytuacji finansów publicznych.

W tym tygodniu złoty może nadal tracić przy możliwej korekcie na rynkach akcji. Zmienność kursów może pozostać wysoka przy obniżonej płynności przed długim weekendem. Wsparciem dla EURPLN jest wg nas 4,40, a ważnym oporem strefa 4,55-58 i następnie poziom 4,65.

Krzywa rentowności

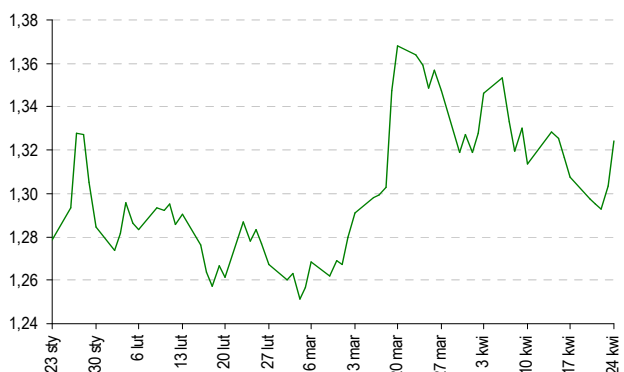


## Obligacje stabilnie, krzywa IRS w górę

Krajowa krzywa rentowności obligacji nie uległa w minionym tygodniu istotnym zmianom. Jednocześnie jednak wraz z osłabieniem złotego i lepszymi od prognoz danymi osłabieniu uległy oczekiwania na obniżki stóp, co przełożyło się na wzrost krzywej IRS. Tym samym nastąpił spadek spreadu asset swap, co odzwierciedla spadek ryzyka kredytowego kraju po podanej tydzień wcześniej informacji o linii kredytowej z MFW dla Polski i udanej aukcji zamiany obligacji. Nowe informacje nt. sytuacji fiskalnej działają jednak w kierunku wzrostu spreadu asset swap.

W tym tygodniu kluczowym wydarzeniem dla krajowego rynku stopy procentowej będzie wynik posiedzenia RPP. Na to nałoży się efekt zmian nastrojów na globalnych rynkach i związane z tym zachowanie złotego.

Kurs euro do dolara

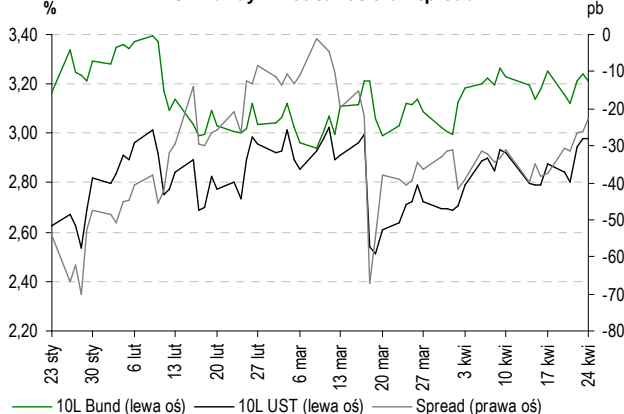


## Euro odrabia straty wobec dolara

W trakcie minionego tygodnia euro umocniło się wobec dolara. W poniedziałek przy wzroście awersji do ryzyka EURUSD spadł poniżej 1,29 i utrzymywał się w pobliżu tego poziomu do środy. Później jednak nastąpił ruch w górę wraz z lepszymi od prognoz danymi ze strefy euro (indeksy ZEW, PMI i Ifo) oraz wzrostem apetytu na ryzyko. Na koniec tygodnia EURUSD zbliżył się do 1,33.

W tym tygodniu istotnym czynnikiem dla EURUSD będzie posiedzenie Fed. Przy poziomie stóp obniżonym już praktycznie do zera, uwaga rynku skupi się na komunikacji i ewentualnych krokach zwiększających płynność w dolarach w ramach ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej. Istotne będą też liczne dane w USA i strefie euro, wskazujące relatywną siłę (słabość) obu gospodarek.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Spore zmiany na bazowych rynkach długu

Chociaż na początku minionego tygodnia doszło do spadku rentowności na rynkach bazowych (w większym stopniu w przypadku Bundów) ze względu na nasilenie awersji do ryzyka, to dalsza część tygodnia przyniosła osłabienie popytu na bezpieczne aktywa. Do ruchu w górę rentowności bazowych obligacji w drugiej części tygodnia przyczynił się także wzrost obaw o przyrost podaży obligacji w II kw. i duże emisje papierów dłużnych przez władze stanowe w USA. W sumie, na koniec tygodnia rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów wynosiły odpowiednio 2,98% i 3,21% wobec 2,88% i 3,25% tydzień wcześniej.

Bazowe rynki długu w tym tygodniu będą pod wpływem tych samych wydarzeń co kurs EURUSD. Ponadto, negatywnym czynnikiem dla Treasuries będą aukcje obligacji o wartości ponad 100 mld \$.

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