

# Tygodnik ekonomiczny

22 – 28 czerwca 2009

Miniony tydzień przyniósł początkowo pogorszenie nastrojów na globalnych rynkach pod wpływem pierwszych od pewnego czasu wyraźnie rozczarowujących danych (indeks New York Fed), ale informacje w dalszej części tygodnia sprzyjały poprawie nastrojów (dobre tygodniowe statystyki z rynku pracy w USA oraz silny wzrost indeksu Philly Fed). Spora dawka krajowych danych miała w sumie „gołębi” wydźwięk, głównie za sprawą głębszego od oczekiwań spadku inflacji CPI i PPI oraz dynamiki płac, a mimo wyższej dynamiki produkcji przemysłu. Przyjęte przez rząd wstępne założenia do budżetu 2010 (wzrost PKB o 0,5% i inflacja 1%) należy ocenić jako konserwatywne. Zmiany EURUSD następowały w wąskim przedziale, rynki bazowe osłabły po przejściowym umocnieniu, złoty uległ umiarkowanej deprecjacji, a krajowa krzywa dochodowości wystromiła się. W tym tygodniu kierunek globalnym rynkom wyznaczy wynik posiedzenia Fed oraz kolejne ważne dane ze strefy euro i USA. Istotna będzie też środowowa publikacja raportu nt. globalnej gospodarki przez OECD. Na krajowym podwórku kluczowa będzie decyzja RPP.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

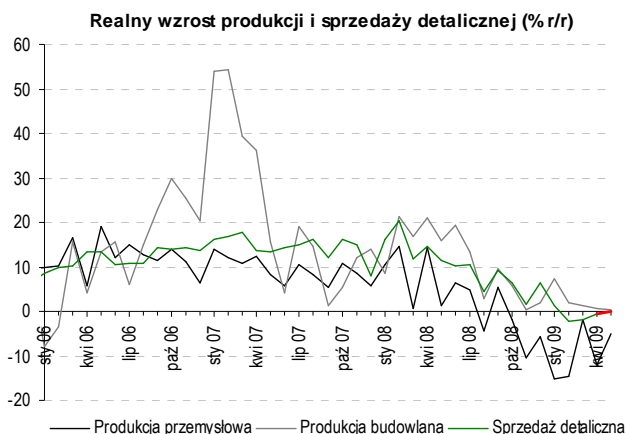
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (22 czerwca)</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	VI	pkt.	85,2	-	84,2
11:00	PL	Aukcja 0,8-1,0 mld zł 52-tyg. bonów skarbowych					
14:00	PL	Inflacja bazowa (CPI bez żywności i energii)	V	% r/r	2,7	2,7	2,6
14:00	PL	Wskaźniki koniunktury	VI	pkt.	-	-	-
<b>WTOREK (23 czerwca)</b>							
8:00	DE	Indeks Gfk	VII	pkt.	2,5	-	2,5
9:58	EZ	Wstępny PMI - sektor przetwórczy	VI	pkt.	42,3	-	40,7
9:58	EZ	Wstępny PMI - sektor usług	VI	pkt.	45,8	-	44,8
16:00	US	Sprzedaż domów	V	mln	4,83	-	4,68
16:00	US	Ceny domów	IV	% r/r	-	-	-7,3
16:00	US	Richmond Fed index	VI	pkt.	-	-	4,0
<b>ŚRODA (24 czerwca)</b>							
-	PL	Decyzja RPP	-	%	3,50	3,50	3,75
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	V	%	-0,8	-	1,7
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	V	mln	0,36	-	0,352
20:15	US	Decyzja Fed	-	%	0-0,25	0-0,25	0-0,25
<b>CZWARTEK (25 czerwca)</b>							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	V	% r/r	0,8	1,4	1,0
10:00	PL	Stopa bezrobocia rejestrowanego	V	%	10,9	10,8	11,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	600,0	-	608,0
14:30	US	Finalny PKB	I kw.	%	-5,7	-	-5,7
14:30	US	Bazowy PCE	I kw.	%	1,5	-	1,5
14:30	US	Deflator PKB	I kw.	%	2,8	-	2,8
<b>PIĄTEK (26 czerwca)</b>							
14:30	US	Bazowy PCE	V	% m/m	0,1	-	0,3
14:30	US	Dochody osobiste	V	%	0,3	-	0,5
14:30	US	Wydatki konsumpcyjne	V	%	0,3	-	-0,1
15:55	US	Finalny Michigan	VI	pkt.	65,4	-	68,7

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

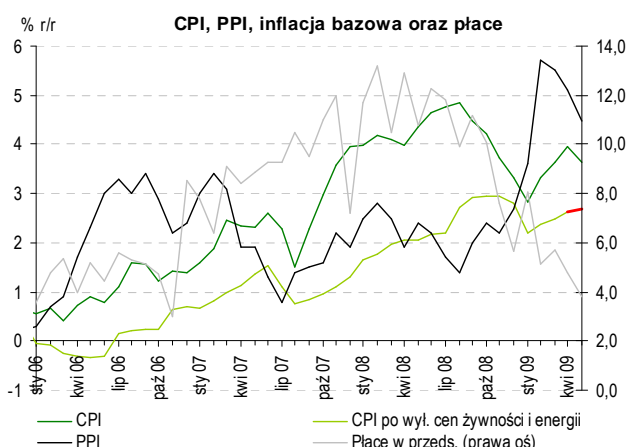
## Wydarzenia nowego tygodnia – Wiele ważnych danych oraz decyzje RPP i Fed



■ W centrum uwagi krajowego rynku będzie w tym tygodniu decyzja RPP, a dla globalnych rynków kluczowy będzie wynik posiedzenia Fed. W przypadku RPP istotne będzie nie tylko rozstrzygnięcie co do poziomu stóp, ale także w sprawie ewentualnej zmiany nastawienia na neutralne. Ostatnie dane (patrz niżej) zwiększyły prawdopodobieństwo oczekiwanej przez nas kolejnej obniżki stóp o 25 pb i wg nas wskazują również, że jest zbyt wcześnie na zmianę łagodnego nastawienia.

■ Publikowane w tym tygodniu krajowe dane będą miały relatywnie małe znaczenie, bo inflacja bazowa po publikacji CPI już mocno nie zaskoczy, natomiast majowe dane o sprzedaży detalicznej i bezrobociu pojawią się dopiero po posiedzeniu RPP. Ważne będą za to liczne dane za granicą, w tym szczególnie wskaźniki aktywności ze strefy euro (Ifo, PMI) oraz dane z rynku nieruchomości USA.

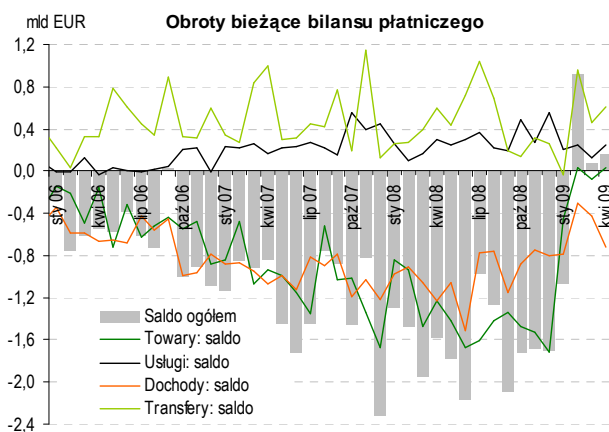
## Miniony tydzień w gospodarce – Gołębi zestaw danych



■ Inflacja CPI spadła w maju do 3,6% z 4% w kwietniu. Tym samym, rozpoczął się trend spadkowy inflacji, który w naszym przekonaniu będzie obserwowany w najbliższych miesiącach, a nawet kwartałach, co powinno zostać potwierdzone przez nową projekcję inflacji NBP, którą poznamy w szczegółach po posiedzeniu RPP.

■ Wyraźnie silniej od prognoz spadła w maju inflacja PPI, do 3,7% r/r z 5,1% r/r w kwietniu przy konsensusie 4,5% r/r.

■ Wzrost płac w firmach był w maju wyraźnie mniejszy niż oczekiwano i spowolnił do 3,8% r/r, a tempo redukcji zatrudnienia przyspieszyło do 1,7% r/r. Nasilenie negatywnych tendencji na rynku pracy pogarsza sytuację gospodarstw domowych i negatywnie wpływa na dynamikę konsumpcji. Równocześnie, wyraźne osłabienie presji kosztowej w firmach, co jest kolejnym istotnym wskazującym, że perspektywy inflacji są bezpieczne.



■ Spadek produkcji przemysłu w maju okazał się słabszy od prognoz (-5,2% r/r vs. konsensus ok. -7%), ale jednocześnie nieco rozczarowała dynamiki produkcji budowlanej. Choć spadek produkcji przemysłu w II kw. może być mniejszy niż w I kw., to nadal szacujemy, że dynamika PKB jeszcze się obniży (choć ma szansę pozostać powyżej zera), głównie na skutek spowolnienia w usługach.

■ Saldo obrotów bieżących w kwietniu było trzeci miesiąc z rzędu dodatnie (deficyt za 12M obniżył się do z 4,3% do 3,9% PKB). Potwierdzenie trwałości silnego dostosowania w obrotach bieżących widocznego w poprzednich miesiącach stanowi wsparcie dla złotego w średnim terminie. Obroty handlowe obniżyły się bardziej niż oczekiwaliśmy, co negatywnie świadczy o aktywności gospodarczej. Niemniej, głębsze załamanie importu niż eksportu pozytywnie wpływa na szacunek wkładu eksportu netto do PKB w II kw.

## Cytat tygodnia – Mamy przestrzeń do obniżek stóp

### Jan Czekaj, członek RPP, PAP, 15 czerwca

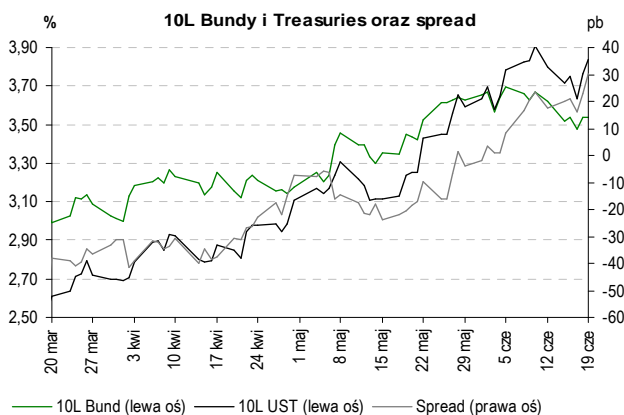
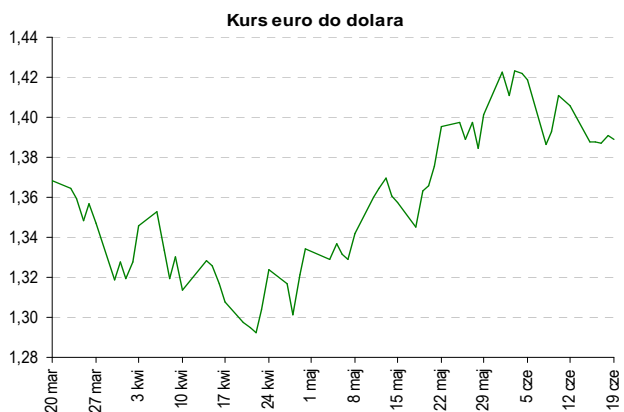
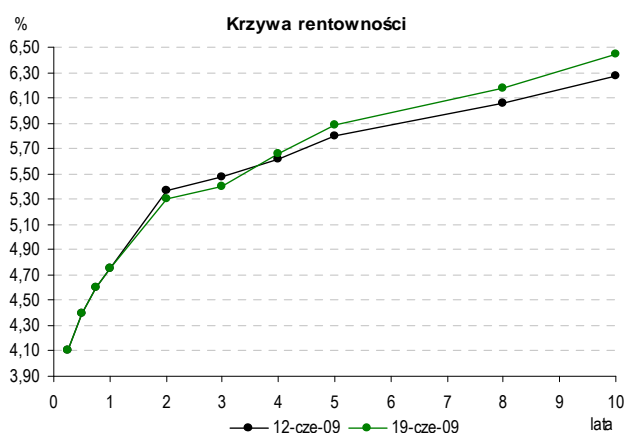
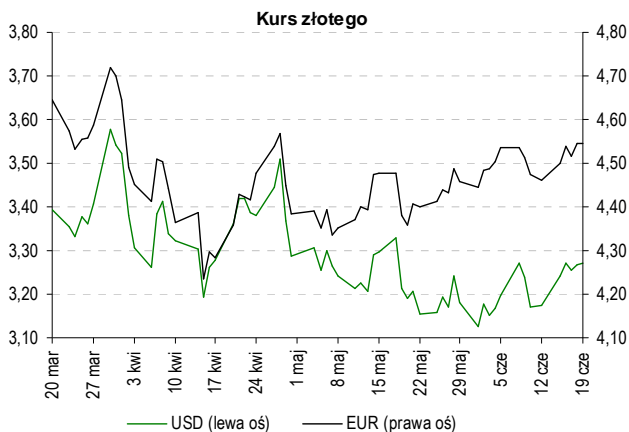
Gospodarka jest w stanie wolnorodną, w związku z tym presja inflacyjna nie ma się skąd za bardzo brać. Tego oczekiwaliśmy, że inflacja będzie spadać, tak się dzieje. Będziemy patrzeć, w jakim tempie. Zobaczymy, co powie projekcja. Ona określi oczekiwaną ścieżkę inflacji i wzrostu PKB. Będziemy mieli projekcję, bieżące dane i będziemy mogli podjąć decyzję.

### Marian Noga, członek RPP, TVN CNBC, 15 czerwca

Myślę, że przestrzeń do obniżek stóp mamy, to nie ulega wątpliwości, z tego względu, że inflacja jest pod kontrolą. Chcemy, żeby PKB wrócił na ścieżkę zrównoważonego wzrostu, żeby zmierzał do tego potencjalnego PKB, który wynosi w Polsce gdzieś około 4,5%. To jest daleka droga oczywiście. Jeżeli jest jakiś hamulec obniżki stóp proc., to słaby kurs złotego. My się ciągle obawiamy. Ten kanał kursowy działa.

Komentarze członków RPP z ostatniego tygodnia potwierdziły, że szanse na obniżkę stóp w czerwcu są spore. Skrajnie „gołębi” Mirosław Pietrewicz powiedział, że niższa od prognoz inflacja tworzy przestrzeń do obniżek, choć wcześniej uważał, że to pole się zawężilo. Podobne zdanie wyraził również „jastrzębi” zazwyczaj Marian Noga, który dodał, że jedynym hamulcem dla RPP może być słabość złotego. Kluczowy dla wyników wielu głosowań RPP Jan Czekaj wyraził przekonanie, że presja inflacyjna nie ma się skąd się brać, ale należy analizować w jakim tempie i wskazał, że ważna dla decyzji Rady będzie nowa projekcja NBP (wagę tego dokumentu potwierdziły też opublikowane w czwartek *minutes* z majowego posiedzenia Rady). Również istotny dla wyników głosowań prezes NBP Sławomir Skrzypek powtórzył w ciągu tygodnia kilkakrotnie, że polityka pieniężna jest nadal w łagodnym nastawieniu.

## Monitor rynku

**Nieznaczne osłabienie złotego**

W minionym tygodniu złoty zanotował umiarkowane osłabienie, które wiązało się początkowo z pogorszeniem nastrojów na globalnych rynkach (choć odwróciło się ono w czwartek po dobrych danych z USA), a także za sprawą trwającego pogorszenia nastawienia do regionu. Uspokajająco zadziałało jednak przyjęcie przez łotewski parlament cięć budżetowych, co otwiera drzwi dla wypłaty temu krajowi środków z MFW i UE oraz zmniejsza ryzyko dewaluacji. W ciągu całego tygodnia złoty osłabł do euro o 0,7%, forint o 0,4%, a czeska korona zyskała 1,4%.

W tym tygodniu zachowanie złotego będzie zależało nadal głównie od zmian nastrojów na globalnych rynkach, ale ważny będzie też rozwój wydarzeń na Łotwie (możliwa formalna decyzja o wsparciu MFW i UE) oraz decyzje RPP. Według nas EURPLN pozostanie w przedziale 4,40-4,60.

**Wystromienie krzywej dochodowości**

Krótki koniec krajowej krzywej dochodowości był w minionym tygodniu pod pozytywnym wpływem „gołębiej” wymowy krajowych danych, która ożywiła oczekiwania na obniżki stóp przez RPP. Długoterminowe obligacje były natomiast pod presją pogorszonego nastawienia do regionu (wzrost stawek CDS dla krajów regionu widoczny od maja) oraz niepewności związanej ze zbliżającą się nowelizacją budżetu. W efekcie nastąpiło wystromienie krzywej dochodowości i spread 2-10 na obligacjach przekroczył 100 pb po raz pierwszy od końca stycznia br.

W tym tygodniu kluczowe dla krajowego rynku stopy procentowej będzie posiedzenie RPP, przy czym wpływ spodziewanego przez nas wyniku (obniżka o 25 pb i nadal łagodne nastawienie) powinien być lekko pozytywny.

**EURUSD w wąskim przedziale**

Na początku minionego tygodnia dolar dość wyraźnie zyskał na wartości wobec euro za sprawą nasilenia awersji do ryzyka i kurs EURUSD osiągnął w poniedziałek tygodniowe minimum nieco poniżej 1,38. Później jednak euro stopniowo odrabiało straty dzięki poprawie nastrojów na rynkach, a także niskich danych inflacyjnych z USA, które osłabiły spekulacje, że Fed mógłby podwyższyć stopy już przed końcem tego roku. Mieszany wpływ na wahania EURUSD miały sprzeczne wypowiedzi na temat roli dolara jako waluty rezerwowej ze strony przedstawicieli Rosji przy okazji pierwszego formalnego szczytu krajów grupy BRIC.

W tym tygodniu kierunek dla EURUSD zostanie wyznaczony przez nowe dane z USA i strefy euro oraz wynik posiedzenia Fed.

**Huśtawka nastrojów na rynkach bazowych**

W ciągu minionego tygodnia następowały spore wahania na bazowych rynkach długu. Najpierw nastąpił dość silny spadek rentowności pod wpływem wzrostu awersji do ryzyka (Treasuries 10Y minimalnie 3,63%), ale późniejsze wzrosty na rynkach akcji zaszkodziły bazowemu rynkom długu. Osłabienie było jednak ograniczane przez zakupy Fed na rynku (papiery zapadające w okresie 3-4 lat oraz 7 i 10 lat), a także niższe od prognoz dane o CPI w USA. W sumie, na koniec tygodnia rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów wynosiły odpowiednio 3,86% i 3,55% wobec 3,80% i 3,62% tydzień wcześniej.

Treasuries mogą pozostać pod negatywną presją w najbliższych dniach ze względu na dużą podaż papierów (104 mld \$) na aukcjach w tym tygodniu.

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