

Tygodnik ekonomiczny

14 – 20 września 2009

Miniony tydzień na krajowym rynku finansowym stał pod znakiem negatywnych informacji nt. budżetu 2010, co znacznie osłabiło złotego (EURPLN blisko 4,20) i spowodowało wyraźny wzrost rentowności obligacji. Nastąpiło to mimo wzrostu apetytu na ryzyko na globalnych rynkach, odzwierciedlonego we wzroście EURUSD do najwyższego poziomu w tym roku (ponad 1,46) oraz spadku cen na bazowych rynkach długu. W piątek negatywnym czynnikiem dla złotego był dodatkowo deficyt na rachunku obrotów bieżących na poziomie 0,5 mld €, podczas gdy oczekiwano nadwyżki 0,2 mld €. Było to spowodowane deficytem handlowym 0,5 mld €, wysokim deficytem dochodów (głównie z powodu wypłaty dywidend) oraz niskiej nadwyżki w transferach bieżących (niewielkie środki z UE). Eksport spadł bardziej niż oczekiwano, ale import był na nieco wyższym poziomie niż w poprzednich miesiącach.

W tym tygodniu złoty może wg nas nadal tracić w reakcji na informacje budżetowe (EURPLN powyżej 4,20), chociaż utrzymanie apetytu na ryzyko na świecie może temu zapobiec. Rentowności obligacji nadal będą rosły, choć wsparciem dla krótkiego końca mogą być słabsze od oczekiwań rynku (w świetle naszych prognoz) krajowe dane makro.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

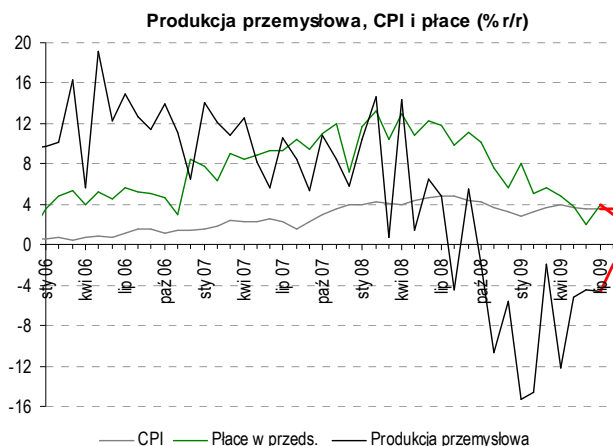
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (14 września)							
11:00	PL	Przetarg 0,8-1,0 mld zł 52-tyg. bonów skarbowych					
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VII	% r/r	-16,6	-	-17,0
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	VIII	% r/r	10,1	10,2	11,7
WTOREK (15 września)							
11:00	DE	Indeks ZEW	IX	pkt.	60,0	-	56,1
14:00	PL	CPI	VIII	% r/r	3,6	3,6	3,6
14:30	US	PPI	VIII	% r/r	-5,3	-	-6,8
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	VIII	% m/m	1,9	-	-0,1
14:30	US	Indeks NY Fed	IX	pkt.	15,0	-	12,08
ŚRODA (16 września)							
11:00	EZ	Finalny HICP	VIII	% r/r	-0,2	-	-0,7
14:00	PL	Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds.	VIII	% r/r	3,2	2,9	3,9
14:00	PL	Przeciętne zatrudnienie w sekt. przeds.	VIII	% r/r	-2,3	-2,3	-2,2
14:30	US	CPI	VIII	% r/r	-1,7	-	-2,1
15:00	US	Raport o przepływach kapitałowych	VII	mld \$	-	-	90,7
15:15	US	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	VIII	%	69,0	-	68,5
15:15	US	Produkcja przemysłu	VIII	% m/m	0,6	-	0,5
CZWARTEK (17 września)							
-	JP	Decyzja BoJ	-	%	0,1	-	0,1
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	0,3	-1,9	-4,6
14:00	PL	Produkcja budowlana	VIII	% r/r	9,6	6,3	10,7
14:00	PL	PPI	VIII	% r/r	2,7	2,1	3,0
14:00	CH	Decyzja SNB	-	%	0,25	0,25	0,25
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	w/e	k	545,0	-	550,0
14:30	US	Liczba nowych budów domów	VIII	mln	0,60	-	0,581
14:30	US	Liczba pozwoleń na budowę	VIII	mln	0,58	-	0,564
16:00	US	Indeks Philadelphia Fed	IX	pkt.	8,0	-	4,2

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 – Duża porcja danych w kraju i za granicą



▪ Przewidywana przez nas stabilizacja inflacji CPI w sierpniu na poziomie 3,6% r/r byłaby neutralna dla rynku (konsensus taki sam), który wycenia już podwyżki stóp procentowych na początku 2010. To czy rzeczywiście one nastąpią będzie zależało od tego, czy i w jakiej skali dojdzie do spadku inflacji na początku 2010. W tym kontekście pewną wskazówką mogą być dane o płacach.

▪ Najistotniejsze dla oceny perspektyw polityki pieniężnej wydają się jednak teraz oczekiwania co do tempa ożywienia gospodarczego, a więc dane ze sfery realnej. Nasza prognoza produkcji przemysłu wskazuje na roczny spadek w sierpniu, ale widzimy dla niej nieznaczne ryzyko w górę po nieco lepszym od prognoz PMI za sierpień.

▪ Za granicą poznamy wiele ważnych danych (zarówno wskaźniki inflacji, jak i aktywności gospodarczej oraz dane z rynku nieruchomości w USA).

Miniony tydzień w gospodarce – Planowany deficyt budżetu 2010 znacznie wyższy od oczekiwań

Podstawowe założenia makroekonomiczne na lata 2009-2013 wg projektu ustawy budżetowej na 2010 r.

średniorocznie	2009	2010	2011	2012	2013
Wzrost PKB	0,9	1,2	2,8	3,0	3,4
Konsumpcja indywidualna	2,2	0,9	2,2	3,5	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	-2,5	0,3	4,6	4,1	7,0
Eksport	-8,0	2,8	6,2	8,5	4,5
Import	-11,9	3,2	6,7	9,1	5,4
EURPLN	4,37	4,08	3,85	3,61	3,50
Inflacja CPI	3,6	1,0	1,8	2,3	2,5
Krótkookresowe stopy procentowe	3,8	3,5	4,1	4,3	4,5

▪ Deficyt budżetu krajowego 2010 ma wynieść 52,2 mld zł. Do tego trzeba doliczyć deficyt budżetu środków unijnych w kwocie 15,3 mld zł. W sumie, w porównywalnym ujęciu deficyt 2010 wyniesie więc 67,5 mld zł, a więc 3 razy więcej niż planowane wykonanie 2009, tj. 22,5 mld zł.

▪ Założenia makro wydają się ostrożne, szczególnie dla inflacji. Wyższy niż założony wzrost PKB oraz inflacji umożliwiłyby zmniejszenie deficytu. Podobnie ewentualna wpłata zysku NBP, której nie uwzględniono w dochodach. Ponadto, rząd przyjął dość ostrożnie dochody z dywidend (zapewne brak założenia możliwej wpłaty z zysków PZU).

▪ Z drugiej strony, założenia dotyczące wzrostu dochodów podatkowych wydają się nieco zbyt optymistyczne. Niemniej, deficyt 2010 może okazać się niższy od planu.

▪ Deficyt całego sektora finansów publicznych w 2010 r. jest szacowany przez rząd na 7% PKB wobec 6% w br.

Planowane dochody i wydatki budżetu krajowego (bez budżetu środków unijnych) – wybrane elementy

Wyszczególnienie	2009 mld zł	2010 mld zł	2010 % r/r
Dochody podatkowe i niepodatkowe	235,86	245,50	4,1
Dochody podatkowe	210,60	223,14	6,0
VAT	97,50	106,20	8,9
akcyza	52,70	53,07	0,7
CIT	24,00	26,30	9,6
PIT	34,86	36,00	3,3
Dochody niepodatkowe	25,26	22,36	-11,5
Dywidendy	7,65	4,22	-44,8
Wydatki	273,5	297,7	8,9

▪ Negatywnie na ocenę planu finansów państwa wpływa brak istotnych zmian w wydatkach (wysoki wzrost wydatków ogółem o niemal 9%) oraz planowany transfer 7,5 mld zł z Funduszu Rezerwy Demograficznej do FUS.

▪ Potrzeby pożyczkowe netto zwiększą się z 52 mld zł w tym roku do 82 mld zł w 2010 r., z czego prawie 61 mld zł przypadnie na finansowanie krajowe, a niemal 21 mld zł na finansowanie zagraniczne.

▪ Potrzeby pożyczkowe brutto wzrosną do ok. 203 mld zł (po uwzględnieniu przychodów z prywatyzacji) ze 163 mld zł w br. Istotne z punktu widzenia rynku emisje rynkowych obligacji i bonów na rynku krajowym mają wynieść 169 mld zł (137 mld zł w 2009 r.). Oznacza to, że średnio w każdym miesiącu 2010 r. emisje rynkowych SPW na rynku krajowym o wartości 14 mld zł, co stwarza presję na rynek długu. W tej sytuacji kluczowa staje się realizacja planu prywatyzacji.

Cytat tygodnia – Październik dobrym momentem na zmianę nastawienia?

Mirosław Pietrewicz, członek RPP, PAP, 8 września

W październiku mamy projekcję inflacji. To będzie czas na ewentualną korektę tego nastawienia [nieformalnego łagodnego nastawienia RPP], jeśli będzie do niej podstawa. Jeśli projekcja zmieni na tyle istotnie perspektywę średniookresową, to będzie można uznać, że przejście z łagodnego nastawienia na neutralne jest zasadne.

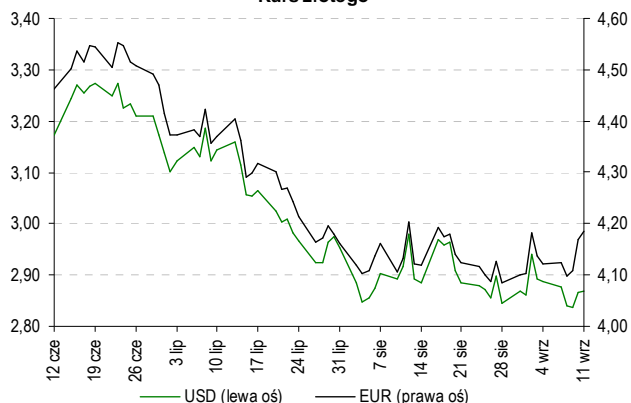
Sławomir Skrzypek, prezes NBP, PAP, 8 września

Te oceny [nt. wpływu informacji budżetowych na politykę pieniężną] są jeszcze przed nami. Nie zgodzę się jednak z opinią, że ten poziom polityki fiskalnej jest zupełnie neutralny dla polityki monetarnej.

Miniony tydzień przyniósł kolejne wypowiedzi członków RPP, wskazujące, że obniżki stóp uległy zakończeniu, a wkrótce należy spodziewać się zmiany nastawienia w polityce pieniężnej na neutralne. Wypowiedź zazwyczaj wyraźnie „gołębiego” Mirosława Pietrewicza sugeruje, że dobrym momentem na zmianę nastawienia mógłby być październik, gdy znana będzie nowa projekcja inflacji i PKB. Wypowiedź prezesa NBP Sławomira Skrzypka nt. wpływu perspektywy polityki fiskalnej na politykę pieniężną sugerują, że prawdopodobnie popiera pomysł zmiany nastawienia na neutralne w najbliższym czasie. Inni członkowie Rada również sugerowali, że nadchodzi dobry moment na zmianę nastawienia. Być może większość bankierów centralnych uzna, że nie ma sensu czekać z taką decyzją na październikową projekcję.

Monitor rynku

Kurs złotego



Deprecjacja złotego, mimo wzrostu apetytu na ryzyko

▪ Złoty wyraźnie osłabł w minionym tygodniu w reakcji na negatywne informacje budżetowe i dodatkowo nieoczekiwany, spory deficyt obrotów bieżących. W piątek EURPLN sięgnął ponad 4,19. Skala deprecjacji złotego mogłaby być większa, gdyby nie wyższy apetyt na ryzyko na globalnych rynkach – zwyżki rynków akcji i wyraźny wzrost EURUSD. Negatywną reakcją złotego na wiadomości fiskalne obrazuje fakt, że w ciągu tygodnia złoty osłabił się do euro o 1,9% podczas gdy forint był bez zmian, a czeska korona zyskała 0,1%.

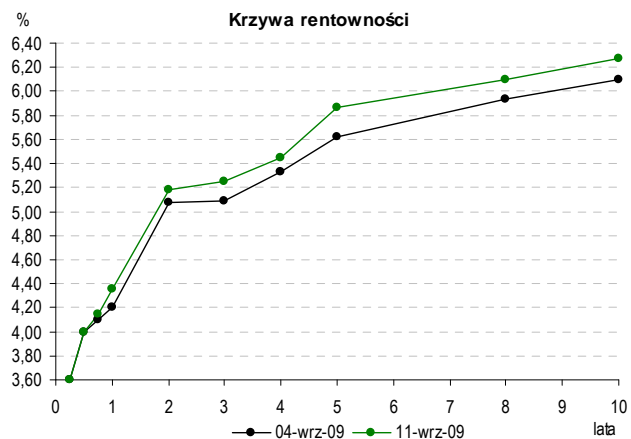
▪ W tym tygodniu złoty będzie nadal pod presją negatywnych informacji fiskalnych. W takiej sytuacji możliwy jest wg nas wzrost EURPLN powyżej 4,20, jeśli dojdzie do pogorszenia nastrojów na globalnych rynkach. Przy utrzymaniu apetytu na ryzyko EURPLN może utrzymać się poniżej 4,20.

Duży deficyt budżetu wyraźnie podwyższył rentowności

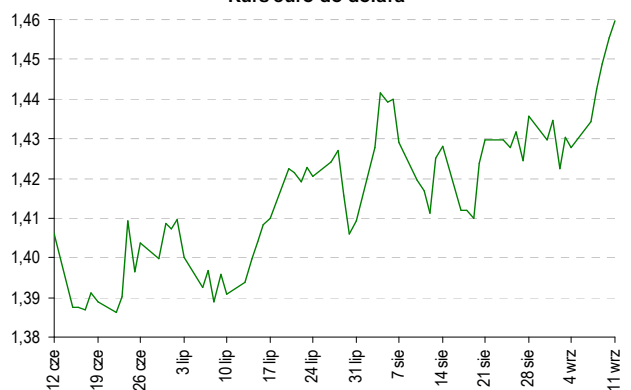
▪ Informacje budżetowe spowodowały wyraźny wzrost rentowności krajowych obligacji oraz rozszerzenie spreadu asset swap. Wzrost stawek FRA i IRS, mniejszy niż w przypadku obligacji, był związany z kolejnymi wypowiedziami bankierów centralnych, sugerującymi rychłą zmianą nastawienia polityki pieniężnej z łagodnego na neutralne.

▪ Na ten tydzień spodziewamy się utrzymania tendencji wzrostu rentowności po informacjach budżetowych. Publikacje danych, o ile będą zgodne z naszymi prognozami, które są nieco bardziej „gołębie” niż oczekuje rynek, powinny być lekkim wsparciem dla obligacji, przynajmniej na krótkim końcu. Na długim końcu krzywej słaby odczyt produkcji przemysłowej i/lub płac mógłby jednak spotęgować obawy o kondycję finansów publicznych, prowadząc do dalszego wzrostu spreadu asset swap.

Krzywa rentowności



Kurs euro do dolara

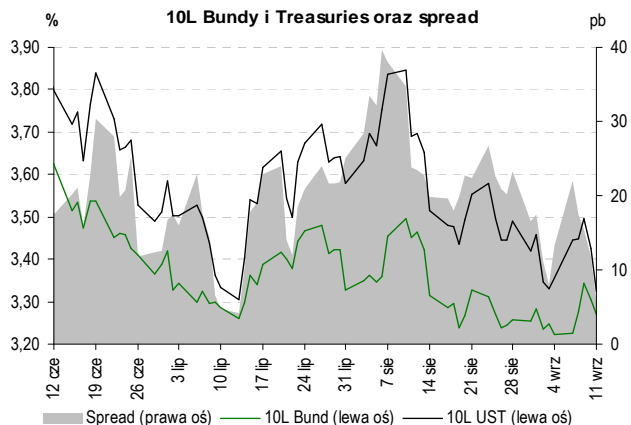


Znaczný wzrost EURUSD

▪ Dolar wyraźnie osłabł wobec euro w minionym tygodniu. Wzrostowi EURUSD do najwyższego poziomu w tym roku, tj. powyżej 1,46 sprzyjał wzrost apetytu na ryzyko na globalnych rynkach. Wynikał on z lepszych od prognoz danych z rynku pracy w USA, lepszych od prognoz danych o produkcji przemysłowej w Chinach, udanych aukcji amerykańskich obligacji, a także optymistycznych prognoz wyników finansowych spółek w USA.

▪ Ten tydzień powinien według nas przynieść korektę w dół kursu EURUSD. Dolarowi powinno pomóc oczekiwane przez nas ograniczenie apetytu na ryzyko na globalnych rynkach. Dane makro ze strefy euro i USA nie będą wystarczająco mocne, aby w krótkim terminie podtrzymać wzrostowy trend ryzykownych aktywów i kursu EURUSD.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



Słabiej na bazowych rynkach długu

▪ Wyższy apetyt na ryzyko na globalnych rynkach doprowadził do osłabienia na bazowych rynkach długu. Wzrost rentowności hamowany był jednak przez udane wyniki aukcji obligacji w USA. Był to na tyle istotny czynnik, że w czwartek po udanej aukcji 30-letnich obligacji, rentowności na bazowych rynkach długu spadły, mimo jednoczesnego wzrostu apetytu na ryzyko. Całej straty z poprzedniej części tygodnia nie zostały jednak odrobione. W piątek rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów wynosiły 3,34% i 3,28% wobec 3,32% i 3,22% tydzień wcześniej.

▪ W tym tygodniu spodziewamy się umocnienia na bazowych rynkach długu wraz z możliwym spadkiem zainteresowania ryzykowanymi aktywami oraz zmniejszeniem obaw o finansowanie potrzeb pożyczkowych USA po udanych aukcjach w minionym 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