

# Tygodnik ekonomiczny

5 – 11 kwietnia 2010

W minionym tygodniu na krajowym rynku finansowym doszło do dalszego umocnienia złotego do euro oraz wyraźnego umocnienia krótkoterminowych obligacji przy silnym spadku stóp FRA częściowo wynikającego z dalszego obniżenia się stóp WIBOR. Do spadku stóp rynkowych mógł przyczynić się dużo niższy od oczekiwań wzrost indeksu PMI. Na marcowym posiedzeniu zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy bez zmian utrzymując nieformalne neutralne nastawienie, a wydany komunikat nie wpłynął istotnie na perspektywy polityki pieniężnej, choć jego wydźwięk mógł zostać odebrany jako nieznacznie gołębi. Na pierwszy plan w trakcie posiedzenia Rady wysunął się za to konflikt RPP z zarządem NBP dotyczący sposobu naliczania rezerwy na ryzyko kursowe.

Na euro wciąż cięży kwestia potencjalnych problemów z finansowaniem Grecji, choć koniec kwartału przyniósł częściowe zamknięcia krótkich pozycji w euro, a dodatkowo wspólnej walucie pomogła interwencja Narodowego Banku Szwajcarii osłabiająca franka. Dosyć dobre dane o zatrudnieniu w USA pomogły dolarowi pod koniec tygodnia i zapewne razem z danymi o aktywności w usługach będą analizowane na początku tego tygodnia przez inwestorów amerykańskich nieobecnych w piątek. Mimo to świąteczny poniedziałek powinien upłynąć spokojnie wobec zamkniętych dużych europejskich rynków. Przy braku publikacji danych w kraju najistotniejszy będzie środowy przetarg obligacji 2-letnich, a Ministerstwo Finansów nie powinno mieć problemów z zainteresowaniem inwestorów. W dalszej części tygodnia inwestorzy skupią uwagę na minutes Fed i wystąpieniu Bena Bernanke oraz na posiedzeniu EBC i danych ze strefy euro.

Życzymy Naszym Czytelnikom Wesołych Świąt Wielkanocnych!

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

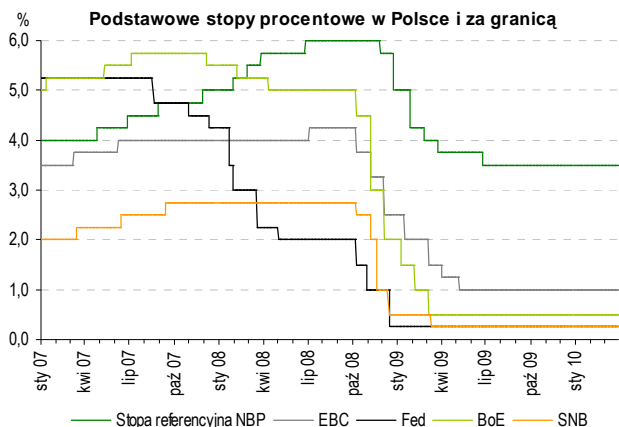
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (5 kwietnia)</b>							
	DE, GB, CH	Dzień wolny					
<b>11:00</b>	<b>PL</b>	<b>Poniedziałek Wielkanocny</b>					
16:00	US	Liczba niezakończonych transakcji sprzedaży domów	II	%	-0,1	-	-7,6
16:00	US	ISM – sektor usług	II	pkt	54,0	-	53,0
<b>ŚRODA (7 kwietnia)</b>							
		Decyzja Banku Japonii		%			
9:58	EZ	Indeks PMI – sektor usług	III	pkt	53,7	-	51,8
<b>11:00</b>	<b>PL</b>	<b>Aukcja 2,5-3 mld zł 2-letnich obligacji OK1012</b>					
11:00	EZ	Finalny PKB	IV kw.	%	-2,1	-	-4,1
11:00	EZ	PPI	II	% r/r	-0,4	-	-1,0
<b>CZWARTEK (8 kwietnia)</b>							
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	II	% r/r	-0,4	-	-1,3
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii		%	0,5	-	0,5
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	1,0	-	1,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	434	-	439
<b>PIĄTEK (9 kwietnia)</b>							
8:00	DE	Eksport	II	% m/m	3,8	-	-6,3
16:00	US	Zamówienia hurtowe	II	%	0,5	-	1,2

Źródło: BZ WBK, 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 – Brak danych w kraju, spotkanie EBC, minutes Fed

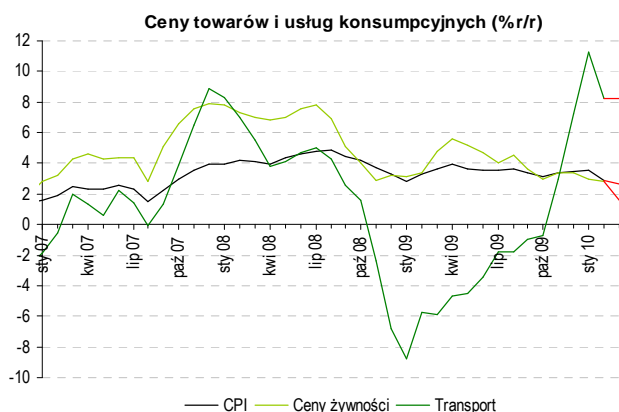


- Na ten tydzień nie zaplanowano publikacji żadnych istotnych danych krajowych. Najistotniejszym wydarzeniem będzie aukcja obligacji 2-letnich.
- Liczba publikacji danych za granicą również jest ograniczona. Najważniejsze będą wskaźniki aktywności w sektorze usług w strefie euro oraz w USA, które powinny wzrosnąć po raz kolejny.
- Początek tygodnia powinien być spokojny w związku z dniem wolnym w Europie, a inwestorzy z USA będą mogli przetrwać piątkowy raport o zatrudnieniu w oczekiwaniu na wtorkowe minutes Fed środowe wystąpienie B. Bernanke
- W dalszej części tygodnia uwagę inwestorów przykują posiedzenia głównych banków centralnych: EBC oraz Banku Anglii. Rynki nie oczekują zmian stóp i i spodziewają się potwierdzenia, że stopy w strefie euro pozostaną niskie przed długi czas.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Stopy bez zmian, komunikat nie zaskoczył, niewielki wzrost PMI



- Indeks PMI dla Polski wyniósł w marcu 52,5 wobec 52,4 w lutym i był znacznie niższy od naszej prognozy (53,9) i konsensusu rynkowego (53,3), chociaż powyżej poziomu 50 pkt, co wskazuje na dalszy wzrost aktywności w przemyśle. Wg badania w marcu kontynuowany był wzrost zamówień krajowych i zagranicznych oraz „wyraźny” wzrost produkcji, przy słabnącym spadku zatrudnienia. Jednocześnie, zanotowano wyraźny spadek zapasów wyrobów gotowych, głównie w wyniku rosnącej sprzedaży. Mimo tego, że główny indeks jest słabszy niż oczekiwaliśmy, szczegółowe wyniki badania skłaniają nas do utrzymania prognozy wzrostu produkcji na marzec na poziomie 11,9% r/r.
- Ministerstwo Finansów podało, że oczekuje spadku inflacji w marcu do 2,6% r/r, przy wzroście cen o 0,4% m/m. Jest to zgodne z naszą prognozą i konsensem rynkowym.



- Według Ministerstwa Finansów Polska sfinansowała potrzeby pożyczkowe w ok. 39%. Według opublikowanego planu podaży na II kw. MF zaoferuje w kwietniu na 3 przetargach obligacje za 6,5-9,5 mld zł oraz na 5 przetargach bony skarbowe za 3,5-5 mld zł. W całym II kwartale MF zaoferuje SPW za 17-26 mld zł, obligacje na rzecz KFD (5,5 mld zł), dług w dolarze (5-letnie obligacje prawdopodobnie w kwietniu) i jenie (w I poł. roku). Pod koniec roku możliwa jest emisja w euro (ok. 1 mld €).
- Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie przyniosło istotnych informacji, jeśli chodzi o perspektywę stóp procentowych. Rada nie zmieniła poziomu stóp i utrzymała neutralne nastawienie w polityce pieniężnej. Oczekujemy podobnych decyzji w najbliższych miesiącach z pierwszą podwyżką w IV kwartale i zmianą nastawienia na restrykcyjne najwcześniej w czerwcu.

## Cytat tygodnia – Jest wojna ... RPP z zarządem NBP

### Sławomir Skrzypek, prezes NBP, Reuters, PAP, 31 III

(...) treść tej uchwały obciążona jest bardzo poważnymi wadami prawnymi.(...) Uchwała nie respektuje zasady, że prawo nie działa wstecz.

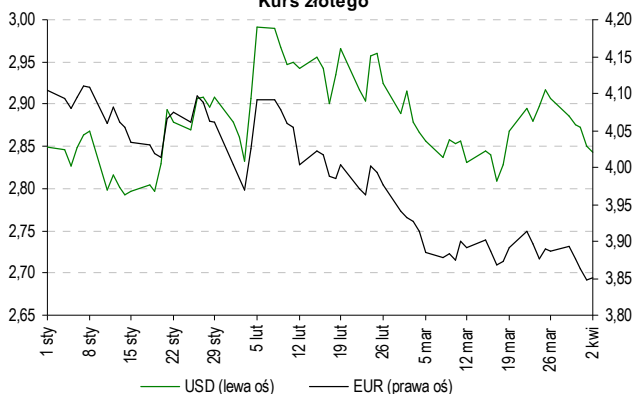
### Elżbieta Chojna-Duch, RPP, PAP, Gazeta, Wyborcza, 1 IV

Jest wojna (...) Rada zgodnie z ustawą o NBP uznaje za niedopuszczalne i niezgodne z prawem krytykowanie uchwał RPP przez zarząd banku centralnego. Zarząd według ustawy o NBP realizuje uchwały RPP. Roczne sprawozdanie finansowe jest przyjmowane przez RPP, a prezes NBP jedynie przekazuje je Radzie Ministrów, w terminie do 30 kwietnia. Zasady tworzenia i rozwiązywania rezerwy na ryzyko kursowe to wyłączne kompetencje RPP, nie zarządu NBP. (...) 6 osób głosowało za tą uchwałą.

Na marcowym spotkaniu Rada przyjęła uchwałę zmieniającą poprzednią uchwałę RPP w sprawie sposobu tworzenia rezerwy na ryzyko kursowe, natomiast Zarząd NBP uznał tę zmianę za obciążoną wadami prawnymi. Zarząd NBP przyjął sprawozdanie za 2009 rok, według którego zysk NBP wyniósł ok. 4,1 mld zł. W przypadku zastosowania uchwały RPP zysk byłby kilka miliardów wyższy. Linia podziału rysuje się między członkami wybranymi przez prezydenta oraz członkami wybranymi przez koalicję. Elżbieta Chojna-Duch powiedziała (ignorując wprowadzoną miesiąc wcześniej przez Radę regulę nie udzielania wywiadów przez dwa dni po posiedzeniu), że krytykowanie przez Zarząd NBP uchwał RPP jest niedopuszczalne i niezgodne z prawem. Co więcej, ujawniła, że za uchwałą RPP w sprawie zasad tworzenia rezerwy na ryzyko kursowe głosowało we wtorek 6 członków Rady, czym naraziła się na zarzut ujawnienia przebiegu posiedzenia i wyniku głosowania przed oficjalną publikacją.

## Monitor rynku

Kurs złotego



## Złoty najmocniejszy od 16 miesięcy

W minionym tygodniu nie osłabło zainteresowanie inwestorów polską walutą, a złoty stopniowo zyskiwał na wartości. Kilkutygodniowa konsolidacja kursu w przedziale 3,86-3,92 wytworzyła w ostatnim czasie miejsce do dalszego umocnienia złotego poniżej 3,84, czemu sprzyjała ogólna słabość euro na rynkach zagranicznych a zejście poniżej 3,86 mogło uruchomić zlecenia stop-loss.

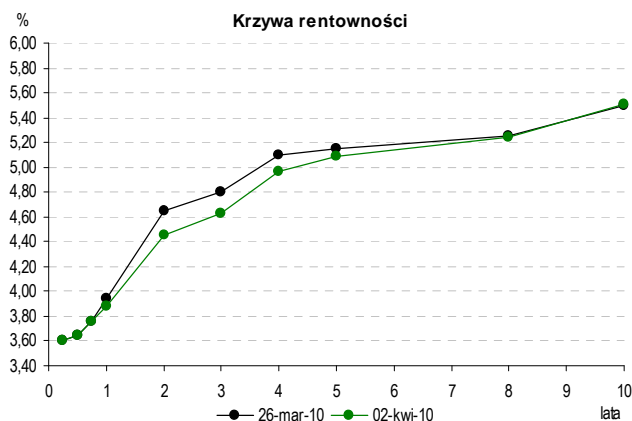
Zachowanie złotego będzie uzależnione od optymizmu odnośnie ożywienia w światowej gospodarce, który póki, co się utrzymuje. Nie wykluczamy dalszego spadku EURPLN nawet do ok. 3,80. Nadmiernej aprecjacji złotego może chcieć uniknąć RPP dając to do zrozumienia w swoich wypowiedziach, co może powstrzymać aprecjację złotego. Czynniki sprzyjającymi korekcie EURPLN w górę jest dywergencja kursu z MACD i niski poziom RSI.

## Umocnienie na krótkim końcu krzywej

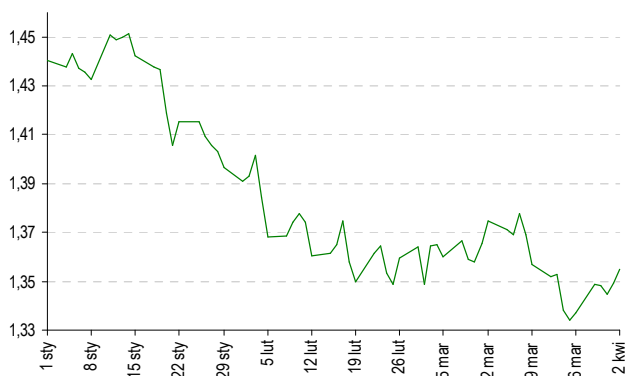
W ostatnim tygodniu doszło do stabilizacji notowań długoterminowych obligacji. Początek tygodnia cechowały także niewielkie ruchy na krótszym końcu, jednak kolejne dni przyniosły spadek rentowności (szczególnie 2-latek o 20 pb, 5-latek o 6 pb). Obniżyła się cała krzywa IRS. Mogły się do tego przyczynić niższy od prognoz wzrost PMI, delikatnie gołębi komunikat RPP i dalszy spadek stóp rynku pieniężnego. Stopa FRA9x12 obniżyła się o 22 pb (co częściowo wynikało z dalszego spadku WIBOR 3M o 8 pb), co powoduje, że rynek wycenia już tylko jedną podwyżkę do końca roku.

Ten tydzień powinien przynieść stabilizację na rynku stopy procentowej. Po spokojnym początku tygodnia najważniejszym wydarzeniem dla rynku będzie aukcja obligacji 2-letnich, ale naszym zdaniem Ministerstwo Finansów nie powinno mieć problemów ze sprzedażą.

Krzywa rentowności



Kurs euro do dolara

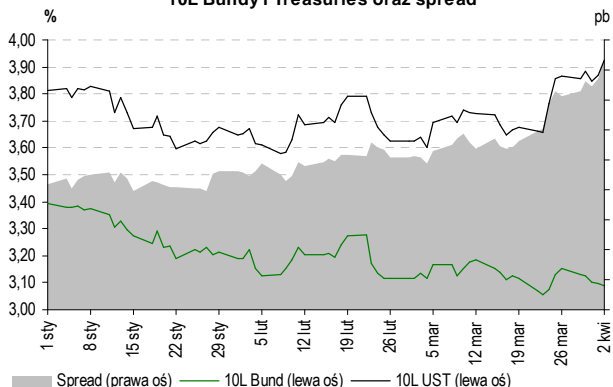


## Lekkie odreagowanie euro na koniec kwartału

Mimo sprzedaży całej puli obligacji 7-letnich przez Grecję, niski popyt oraz obawy o finansowanie kolejnej puli papierów zapadalnych w najbliższych tygodniach negatywnie wpływały na euro. Jednak koniec kwartału przyniósł zamykanie krótkich pozycji we wspólnej europejskiej walucie i spory wzrost kursu EURUSD. Sprzyjała też temu interwencja Banku Szwajcarii osłabiająca franka, która sprzyjała euro. Dane o zatrudnieniu w USA pomogły nieco dolarowi.

Problemy Grecji będą ciążyć na euro jeszcze przez kilka najbliższych tygodni. W tym czasie pozytywne dane z USA (w tym tygodniu ISM dla usług) mogą oddziaływać w kierunku umocnienia dolara. Poza tym kluczowy dla dolara mogą być minutes Fed, a dla euro komunikat EBC.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Bundy mocniej za sprawą Grecji, Treasuries słabiej

W ciągu tygodnia rentowności 10-letnich Bondów spadały w związku z negatywnym nastawieniem inwestorów do długu peryferyjnych krajów strefy euro (nie ustały obawy o dług Grecji mimo możliwej pomocy z UE i MFW). Rentowności 10-letnich Treasuries spadły chwilowo po słabym odczycie raportu ADP, jednak odbiły w górę w reakcji na wysoki wzrost indeksu PMI dla przemysłu i danych o zatrudnieniu w USA. 10-letnich Treasuries i Bunde zakończyły tydzień na poziomach 3,90% i 3,09%.

Po dosyć dobrych danych z rynku pracy rynki skupią uwagę na wtorkowych minutes Fed, w którym będą doszukiwać się sygnałów dot. momentu podwyżek stóp w USA.

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