

# Tygodnik ekonomiczny

10 – 16 maja 2010

Miniony tydzień przyniósł silny wzrost awersji do ryzyka pod wpływem obaw o problemy zadłużeniowe Grecji i innych krajów południa strefy euro. Wspólna waluta wyraźnie straciła do dolara, a przez światowe rynki przetoczyła się fala przeceny na rynkach kredytowych i rynkach akcji oraz walut rynków wschodzących. Silnie rosły stawki CDS, głównie dla krajów południa strefy euro (dla Grecji do ok. 1000 pb). Oliwy do ognia dołączyła agencja Moody's, umieszczając w środę rating Portugalii na liście obserwacyjnej i ostrzegając przed wystąpieniem na rynkach efektu zarażania. Kulminacja pogorszenia nastrojów nastąpiła jednak w czwartek, gdy uczestników rynku rozczarował wynik posiedzenia EBC (brak działań i jedynie werbalne zapewnienia, że bankructwo Grecji nie wchodzi w grę, a sytuacja Portugalii i Hiszpanii jest dużo lepsza) oraz wystraszyły protesty w Atenach. Indeksy giełdowe w USA zanotowały wówczas najsilniejszy spadek w trakcie sesji od 1987 r., choć w części mogło być to wynikiem błędnych zleceń. W piątek nastroje uległy poprawie dzięki zatwierdzeniu pomocy dla Grecji przez niemiecki parlament oraz lepszym od prognoz danym o zatrudnieniu w USA.

W tym tygodniu dla rynków nadal kluczowy będzie rozwój sytuacji w odniesieniu do kryzysu zadłużeniowego krajów południa strefy euro (spotkanie Eurogrupy w poniedziałek). Zakładamy, że po zatwierdzeniu pakietu pomocy dla Grecji przez niemiecki parlament i MFW emocje na rynkach nieco opadną i nastroje ulegną poprawie. W takiej sytuacji trochę większego znaczenia mogą nabierać dane makro. Ostatnie publikacje były w większości pozytywne i może to sprzyjać odbudowie apetytu na ryzyko. Ważne będą jednak kolejne dane, a z nich w tym tygodniu w centrum uwagi będzie piątkowa publikacja danych o sprzedaży detalicznej z USA. Zupełnie w cieniu powinny być krajowe dane, szczególnie, że z ważnych wskaźników poznamy tylko inflację CPI za kwiecień. Ważniejszy będzie wynik środowej aukcji pięciolatek. Zakładając spadek awersji do ryzyka, spodziewamy się umocnienia złotego i obligacji.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

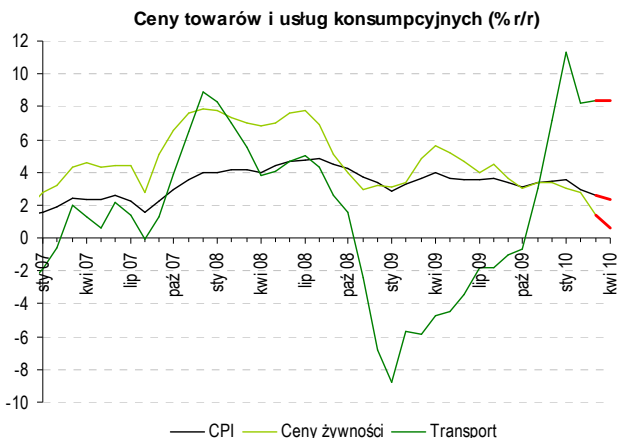
| CZAS<br>W-WA                  | KRAJ | WSKAŹNIK  | OKRES | PROGNOZA |       | OSTATNIA<br>WARTOŚĆ |
|-------------------------------|------|---|-------|----------|-------|---------------------|
|                               |      |   |       | RYNEK    | BZWBK |                     |
| <b>PONIEDZIAŁEK (10 maja)</b> |      |   |       |          |       |                     |
| 11:00                         | PL   | Przetarg 52-tyg. bonów skarbowych o wartości 400-500 mln zł |       |          |       |                     |
| 13:00                         | GB   | Spotkanie BoE – decyzja                                     |       | %        | 0,5   | 0,5                 |
| <b>WTOREK (11 maja)</b>       |      |   |       |          |       |                     |
| 16:00                         | US   | Zapasy hurtowe  | III   | % m/m    | 0,5   | -                   |
| <b>ŚRODA (12 maja)</b>        |      |   |       |          |       |                     |
| 11:00                         | PL   | Aukcja 5-letnich obligacji PS0415                           |       |          |       |                     |
| 11:00                         | EZ   | Wstępny PKB   | III   | % r/r    | 0,5   | -                   |
| 11:00                         | EZ   | Produkcja przemysłu   | III   | % r/r    | 6,1   | -                   |
| 14:30                         | US   | Bilans handlowy   | III   | mld \$   | -40,0 | -                   |
| <b>CZWARTEK (13 maja)</b>     |      |   |       |          |       |                     |
| 14:30                         | US   | Ceny w imporcie   | IV    | % m/m    | 0,8   | -                   |
| 14:30                         | US   | Liczba nowych bezrobotnych                                  | tyg.  | tys.     | 440,0 | -                   |
| <b>PIĄTEK (14 maja)</b>       |      |   |       |          |       |                     |
| 14:00                         | PL   | CPI   | IV    | % r/r    | 2,2   | 2,3                 |
| 14:00                         | PL   | Podaż pieniądza   | IV    | % r/r    | 6,7   | 6,2                 |
| 14:30                         | US   | Sprzedaż detaliczna   | IV    | % m/m    | 0,2   | -                   |
| 15:15                         | US   | Produkcja przemysłu   | IV    | % m/m    | 0,6   | -                   |
| 15:15                         | US   | Wykorzystanie mocy produkcyjnych                            | IV    | %        | 73,7  | -                   |
| 15:55                         | US   | Wstępny Michigan  | V     | pkt.     | 73,3  | -                   |

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet;

|                       |                    |              |
|-----------------------|--------------------|--------------|
| <b>Maciej Reluga</b>  | Główny Ekonomista  | 022 586 8363 |
| <b>Piotr Bujak</b>    | Starszy Ekonomista | 022 586 8341 |
| <b>Piotr Bielski</b>  | Ekonomista         | 022 586 8333 |
| <b>Cezary Chrapek</b> | Analityk           | 022 586 8342 |

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

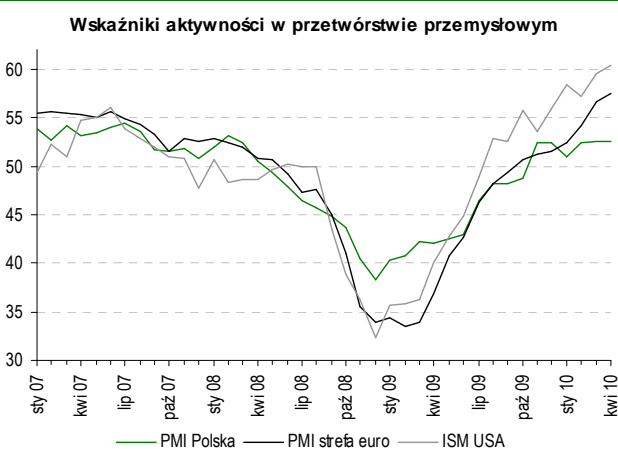
## Wydarzenia nowego tygodnia – Nowe dane makro na tle kryzysu zadłużenia



W tym tygodniu kluczowy dla rynków będzie dalszy rozwój sytuacji w odniesieniu do kryzysu zadłużeniowego krajów południa strefy euro. Zakładając jednak stopniowe zmniejszenie obaw o sytuację fiskalną na peryferiach strefy euro (m.in. dzięki zatwierdzeniu pakietu pomocy dla Grecji przez niemiecki parlament i MFW), trochę większego znaczenia mogą nabrać dane makro. Najważniejsze z nich będą wskaźniki produkcji przemysłowej ze strefy euro i USA oraz sprzedaż detaliczna z USA.

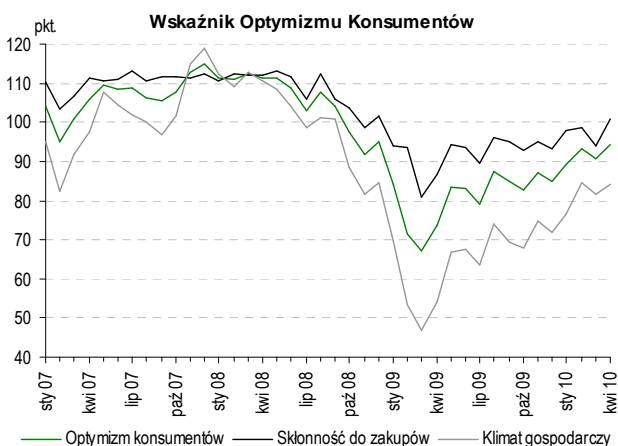
Krajowe dane zejdą na dalszy plan, szczególnie, że z ważnych wskaźników poznamy tylko inflację CPI za kwiecień. Prognozujemy spadek rocznej inflacji do 2,3% z 2,6% w marcu. Na takim samym poziomie jest szacunek MinFin, a konsensus rynkowy wynosi 2,2%. Dla statystyk pieniężnych oczekujemy odbicia dynamiki podaży pieniądza, m.in. za sprawą niskiej bazy w depozytach firm.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Pozytywne wskaźniki makro w cieniu awersji do ryzyka



PMI dla przemysłu wyniósł w kwietniu bez zmian 52,5, czyli najwięcej od ponad 2 lat. Rynek oczekiwał jednak wzrostu do 53,2, a wynik rozczarował szczególnie w kontekście silnego wzrostu PMI dla przemysłu strefy euro (do 57,5 z 56,6 w marcu). Trzeba jednak pamiętać, że podobna sytuacja była w kilku poprzednich miesiącach, ale jednocześnie to w Polsce silniej rosła produkcja przemysłowa, przekraczając oczekiwania rynkowe.

Szczegółowe dane pokazały, że kolejny miesiąc z rzędu rosły produkcja oraz liczba nowych zamówień krajowych i eksportowych, ale tempo tego wzrostu w każdym przypadku osłabło (odpowiednie indeksy pozostały powyżej 50,0, ale obniżyły się), szczególnie w przypadku zamówień eksportowych (indeks najniższy od 6 miesięcy). Wskazuje to, że aprecjacja złotego z początku roku osłabiła konkurencyjność polskich firm.



Badanie nastrojów konsumentów przez instytut Ipsos pokazało kontynuację wzrostu optymizmu obserwowanego od kwietnia 2009. Kwiecień br. przyniósł poprawę ogólnego optymizmu konsumentów (w tym wskaźnika bieżącego i wskaźnika oczekiwań) oraz oceny klimatu gospodarczego i skłonności do zakupów (powyżej 100 pkt po raz pierwszy od grudnia 2008). Poprawa wskaźników jest wg badań głównie wynikiem poprawy ocen sytuacji materialnej gospodarstw domowych, co dobrze wroży perspektywom konsumpcji.

Badania NBP pokazały, że w I kw. br. tendencja do wyraźnego zaostrzenia polityki kredytowej utrzymała się tylko w segmencie kredytów konsumpcyjnych. Kryteria udzielania kredytów dla firm zostały nieznacznie złagodzone drugi kwartał z rzędu. Łączna zmiana kryteriów przyznawania kredytów mieszkaniowych była nieznaczna, choć poszczególne kryteria uległy znacznym i różnym zmianom.

## Cytat tygodnia – Taka pieredyszka wcale nie jest zła

**Witold Koziański, wiceprezes NBP, Reuters, 6 V**

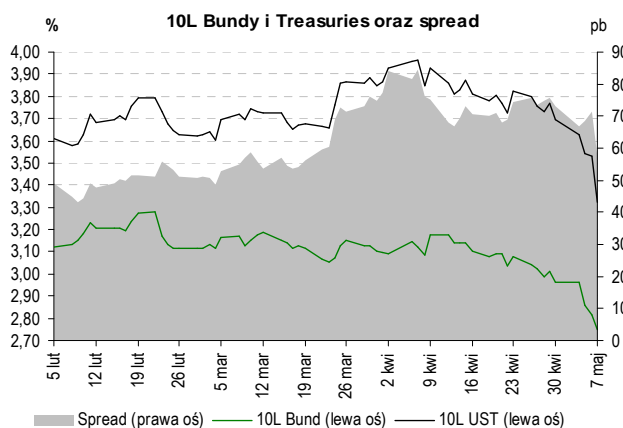
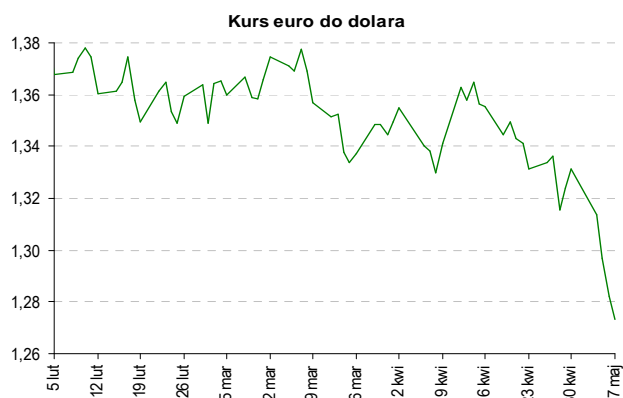
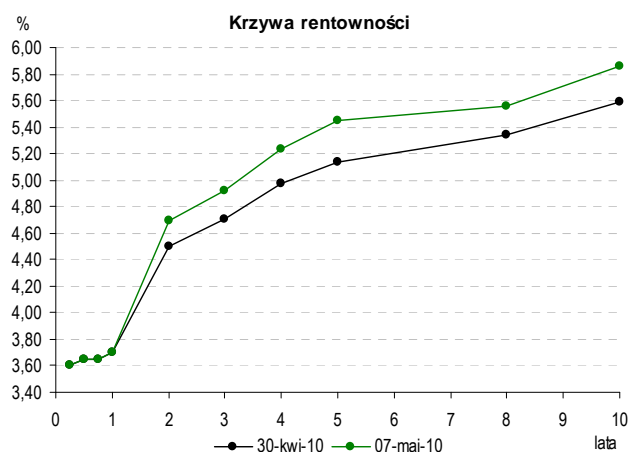
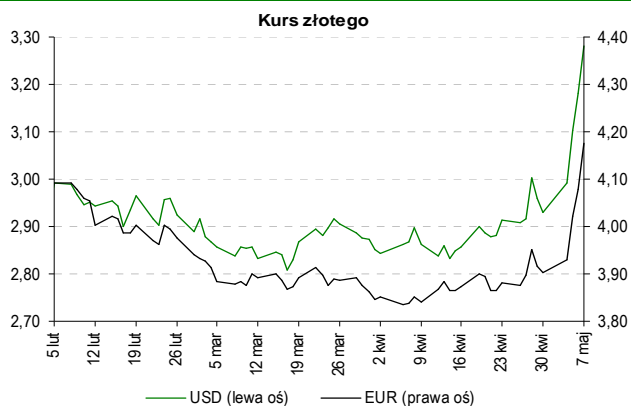
*Nie obawiam się [dalszego osłabienia złotego], ponieważ niedawno obawialiśmy się zbyt szybkiego wzrostu wartości polskiej waluty. (...) Taka pieredyszka [oddech] wcale nie jest taka zła.*

**Anna Zielińska-Głębocka, członek RPP, PAP, 5 V**

*W sytuacji płynnego kursu i w warunkach stabilnej gospodarki takie wahnięcia nie są groźnymi wahnięciami, tym bardziej, że są instrumenty, w tym możliwość interwencji - na co jest zgoda NBP i MF. [Czy NBP będzie interweniował, aby zahamować osłabienie złotego?] Nie. Nie ma jeszcze powodu. To są wahnięcia rynkowe, a jeśli się okaże, że jest konieczna, to nie będzie żadnych wyprzedzających informacji.*

Wypowiedzi polskich bankierów centralnych w sprawie gwałtownego osłabienia złotego w minionym tygodniu wskazują, że nie należy oczekiwać po NBP żadnych nerwowych ruchów. Naszym zdaniem wiceprezes Koziański słusznie zwraca uwagę, że jeszcze niedawno obawialiśmy się skutków zbyt szybkiej aprecjacji złotego. Z tego punktu widzenia osłabienie złotego pod wpływem wzrostu globalnej awersji do ryzyka daje polskiemu sektorowi eksportowemu chwilę oddechu. Niekorzystna byłaby jednak dalsza, niekontrolowana deprecjacja złotego (prowadząc m.in. do wzrostu relacji długu publicznego do PKB). Hamowanie ewentualnej dalszej znaczącej deprecjacji złotego powinno wg nas następować poprzez sprzedaż walut przez BGK ze środków unijnych, a nie poprzez interwencje NBP.

## Monitor rynku



## Ostra przecena złotego

- Wzrost awersji do ryzyka doprowadził do silnej przeceny złotego w trakcie minionego tygodnia. Przy ograniczonej płynności z czwartku na piątek EURPLN wzrósł do 4,26 (wobec 3,92 na koniec poprzedniego tygodnia). Złoty był najsilniej tracącą walutą rynków wschodzących, choć wyraźnie traciły też inne waluty w regionie, czemu sprzyjała m.in. nieoczekiwana obniżka stóp o 25 pb przez czeski bank centralny. W piątek wraz z pewną poprawą nastrojów złoty odreagował i EURPLN zakończył tydzień na 4,17.
- Zakładamy, że po zatwierdzeniu pakietu pomocy dla Grecji przez niemiecki parlament i MFW, w tym tygodniu emocje na rynkach nieco opadną i nastroje ulegną poprawie, prowadząc do odreagowania złotego. Zmienność może jednak pozostać znaczna.

## Na krajowym rynku długu osłabienie, ale bez paniki

- Polski rynek długu, podobnie jak obligacje innych krajów w regionie, doświadczył wyraźnego osłabienia na fali wyprzedzący aktywów rynków wschodzących. Zachowanie krajowych obligacji była jednak relatywnie lepsze niż złotego (krzywa rentowności w górę o 20-30 pb), wskazując, że utrzymuje się duży popyt na polskie papiery dłużne. Mogła pomóc m.in. mniejsza rola automatycznych zleceń niż na rynku akcji i FX. MinFin sprzedał na aukcji 2-letnie papiery o wartości 3,7 mld zł przy popycie 5 mld zł i rentownościach niewiele wyższych niż na rynku wtórnym.
- W tym tygodniu ważnym testem dla krajowego rynku długu będzie kolejna aukcja, tym razem pięcioletnia. Przy złych warunkach rynkowych MinFin może odrzucić część ofert, korzystając z dużej płynności budżetu. Przy zakładanym przez nas spadku awersji do ryzyka, spodziewamy się umocnienia krajowych obligacji.

## Euro pogrążone przez problemy Grecji

- Problemy zadłużeniowe Grecji i obawa o rozlanie się ich na inne kraje południa strefy euro nasiliły presję na osłabienie wspólnej waluty. EURUSD przełamał w dół kilka istotnych poziomów wsparcia i osiągnął najniższy od 14 miesięcy poziom poniżej 1,26. Euro straciło również wyraźnie wobec szwajcarskiego franka, gdy SNB przestał interweniować po dotychczasowym poziomie EURCHF.
- Analiza techniczna wskazuje, że EURUSD znajduje się na wyraźnie wyprzedanych poziomach. Jeśli poprawi się ocena fundamentów strefy euro, tj. osłabną obawy o kondycję fiskalną jej peryferiów, można oczekiwać krótkookresowej odreagowania EURUSD w górę. Wzrost EURUSD może być jednak hamowany przez kontynuację napływu dobrych danych makro z USA.

## Treasuries i Bundy korzystają na awersji do ryzyka

- Na bazowych rynkach długu nastąpiło silne umocnienie, ponieważ inwestorzy przesuwali kapitał w stronę uważanych za bezpieczne aktywa amerykańskich i niemieckich obligacji. W szczytowym momencie wzrostu awersji do ryzyka rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów spadły odpowiednio do 3,29% i 2,73%. Przy poprawie nastrojów w piątek część umocnienia z wcześniejszej części tygodnia została zniwelowana i na koniec tygodnia rentowności wynosiły 3,45% i 2,81%. Jednocześnie silnie wzrosły stawki CDS, głównie dla krajów południa strefy euro (dla Grecji do niemal 1000pb).
- Ten tydzień powinien według nas przynieść korektę na bazowych rynkach długu. Pewna odbudowa apetytu na ryzyko przełoży się bowiem na przepływ kapitału w stronę bardziej ryzykownych aktywów niż Treasuries i Bundy.

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