

# Tygodnik ekonomiczny

9 – 15 sierpnia 2010

Informacje z ostatniego tygodnia dały niejednoznaczne wskazówki nt. tempa ożywienia krajowej gospodarki, z jednej strony pokazując spadek indeksu PMI w polskim przemyśle, mimo wyraźnego wzrostu tego wskaźnika w strefie euro, z drugiej kontynuację poprawy sytuacji na rynku pracy i dalszy spadek stopy bezrobocia. Wciąż nie znamy pełnej treści Wieloletniego Planu Finansowego, zatwierdzonego przez rząd we wtorek. Planowane zmiany stawek VAT przyczynią się w sumie do wzrostu inflacji w dość umiarkowanej skali (nie wiadomo jaka część podwyżki podatków zostanie przeniesiona na konsumenta, ale nawet przy założeniu, że całość, to CPI może wzrosnąć o ok. 0,6 pp). Ich wpływ na tempo wzrostu gospodarczego w przyszłym roku również nie powinien być znaczny. Nie zmienia to faktu, że podwyżki podatków nie są sposobem na uzdrowienie polskich finansów publicznych i w celu trwałej redukcji deficytu należałoby podjąć bardziej zdecydowane działania w kierunku reformy wydatków państwa.

Na krajowym rynku walutowym trwa stabilizacja kursu EURPLN w pobliżu poziomu 4.0. Oczekujemy, że w tym tygodniu złoty osłabi się przejściowo, w czym może pomóc spory wzrost deficytu obrotów bieżących w czerwcu i niższa od konsensusu rynkowego lipcowa inflacja (nasza prognoza 2,0%). Niska inflacja i ostatnie gołębie wypowiedzi Prezesa NBP powinny sprzyjać krajowemu rynkowi długu w krótkim okresie, osłabiając rynkowe oczekiwania podwyżek stóp procentowych.

Najważniejszymi wydarzeniami za granicą będą w tym tygodniu posiedzenie Fed i dane nt. wzrostu PKB w strefie euro, ale pojawi się też kilka innych ważnych publikacji w USA (m.in. CPI, sprzedaż detaliczna).

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

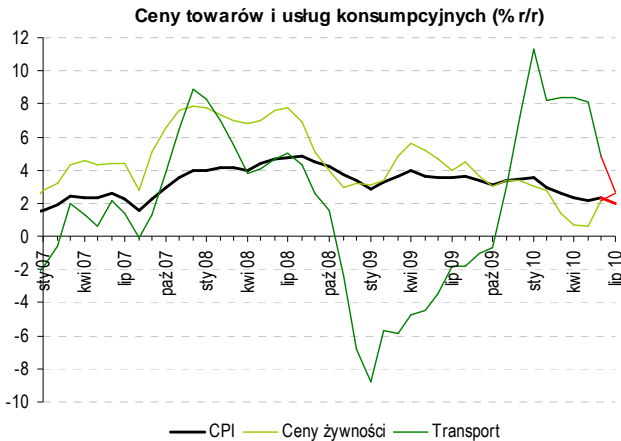
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (9 sierpnia)</b>							
11:00	PL	Przetarg 52-tyg. bonów skarbowych o wartości 1,0-1,5 mld zł					
<b>WTOREK (10 sierpnia)</b>							
	JP	Decyzja banku Japonii		%	0,1	-	0,1
16:00	US	Zapasy hurtowe	VI	% m/m	0,4	-	0,5
20:15	US	Decyzja Fed		%	0,0-0,25	-	0,0-0,25
<b>ŚRODA (11 sierpnia)</b>							
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VI	mld €	-752	-745	-268
14:30	US	Bilans handlowy	VI	mld \$	-42,0	-	-42,27
<b>CZWARTEK (12 sierpnia)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VI	% r/r	9,3	-	9,4
14:30	US	Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	tyg.	tys.	465,0	-	479,0
14:30	US	Ceny importu	VII	% m/m	0,3	-	-1,3
<b>PIĄTEK (13 sierpnia)</b>							
14:00	PL	CPI	VII	% r/r	2,2	2,0	2,3
14:00	PL	Podaż pieniądza	VII	% r/r	7,8	7,6	7,1
8:00	DE	Wstępny PKB	II kw.	% k/k	1,3	-	0,2
11:00	EZ	Wstępny PKB	II kw.	% k/k	0,7	-	0,2
14:30	US	CPI	VII	% m/m	0,2	-	-0,1
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	VII	% m/m	0,5	-	-0,5
15:55	US	Wstępny Michigan	VIII	pkt	68,9	-	67,8

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363  
**Piotr Bujak** Starszy Ekonomista 022 586 8341  
**Piotr Bielski** Ekonomista 022 586 8333

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Fed, inflacja, bilans płatniczy

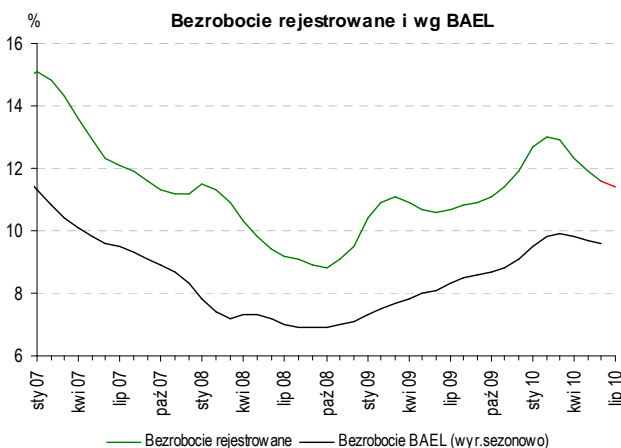


- Publikacje i wydarzenia w tym tygodniu będą niezbyt liczne, ale istotne. Na początku tygodnia uwaga skupi się na posiedzeniu Fed i komunikacie, w którym inwestorzy będą poszukiwać wskazówek nt. perspektyw ożywienia gospodarki.
- Dane nt. bilansu płatniczego pokażą spory deficyt obrotów bieżących w czerwcu (niskie transfery z UE) przy nadal bardzo wysokim wzroście obrotów handlowych.
- Spodziewamy się spadku inflacji w lipcu do 2,0%, Ministerstwo Finansów zakłada spadek do 2,1%, ale sporo prognoz rynkowych jest powyżej (2,2%), tak więc realizacja naszej prognozy byłaby pozytywnym impulsem dla rynku długu. Kluczowe ponownie będą ceny żywności, które wg nas obniżyły się o ok. 1% m/m. Panika na światowych rynkach pszenicy może negatywnie wpływać na ceny żywności inflację w kolejnych miesiącach.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Słabszy wzrost aktywności w przemyśle



- Krajowy indeks PMI w przemyśle nieoczekiwanie spadł w lipcu do 52,1 pkt. z 53,3 w czerwcu, mimo kontynuacji wzrostu PMI w strefie euro (do 56,7). Indeks pozostał jednak powyżej 50 pkt. i powyżej trendu długoterminowego, co wskazuje na kontynuację wzrostu aktywności w przemyśle. Tempo wzrostu produkcji przemysłowej było wg raportu najwolniejsze od stycznia, nieznacznie spadło zatrudnienie. Mimo osłabienia napływu zamówień ogółem, utrzymał się silny wzrost zamówień eksportowych.
- Mimo przyjęcia Wieloletniego Planu Finansowego przez rząd, treść dokumentu nadal nie została opublikowana. Zmiany VAT mają mieć nieco inny kształt niż sugerowano w ub. tyg. Stawka na żywność nieprzetworzoną wzrosła z 3% do 5%, a stawka na żywność przetworzoną spadła z 7% do 5%. Stawki na pozostałe towary i usługi wzrosną o 1 pp (preferencyjna do 8%, a standardowa do 23%).



- Wyniki ankiety NBP pokazały, że w II kw. br. kontynuowane było stopniowe łagodzenie polityki kredytowej w segmencie kredytów dla przedsiębiorstw i kredytów mieszkaniowych, czemu towarzyszyło zaostrzenie kryteriów dla kredytów konsumpcyjnych. Banki odnotowały wzrost popytu na większość rodzajów kredytów (za wyjątkiem kredytów długoterminowych dla dużych przedsiębiorstw).
- Według szacunków MPiPS w lipcu stopa bezrobocia rejestrowanego spadła do 11,4% wobec 11,6% w czerwcu. Wskazuje to, że poprawa na polskim rynku pracy jest kontynuowana. Pozytywne tendencje potwierdzają również dane wg metodologii BAEL publikowane przez Eurostat, wg których sezonowo wyrównana stopa bezrobocia w Polsce spadła w czerwcu trzeci miesiąc z rzędu, do 9,6%.

## Cytat tygodnia – Gołębie serce prezesa NBP

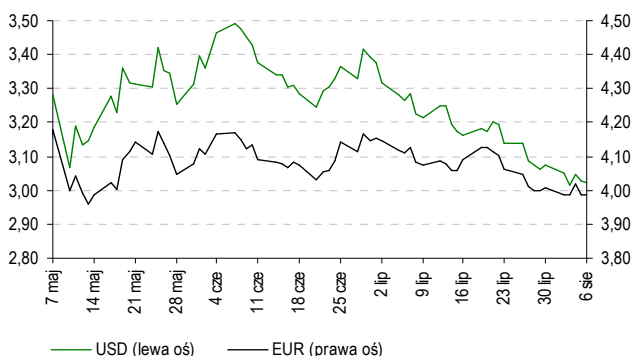
## Marek Belka, Prezes NBP, TVP3, 5 VIII

Wpływ tej podwyżki (VAT) na inflację będzie bardzo ograniczony (...) typu 0,3 proc. wzrost poziomu cen gdzieś na początku przyszłego roku. (...) Oczywiście lepiej byłoby znaleźć oszczędności w budżecie i ograniczyć wydatki, ale sam wiem, jak to jest trudno. (...) Inflacji raczej obawiać się nie należy, to jest daleka perspektywa. NBP stoi na straży, żeby się ona nigdy nie zmaterializowała. Stopy są, jakie są, kiedy będzie trzeba, będziemy je zmieniać, kiedy będzie można, to obniżać, a jeżeli nie przyjdzie nam nic innego do głowy, pozostawimy na tym samym poziomie. (...) Ostatnio takie czynniki jak wzmocnienie złotego oraz bardzo stabilna sytuacja na rynku pracy, czyli brak napięć płacowych, raczej w moim gołęmb sercu nasila bardziej gołębie nastawienie. Natomiast to, czy ten przysłowiowy jastrząb pokaże swoje pazury, to będzie zależało od tego, jak będzie w ostatecznym efekcie wyglądał plan budżetowy na rok przyszły.

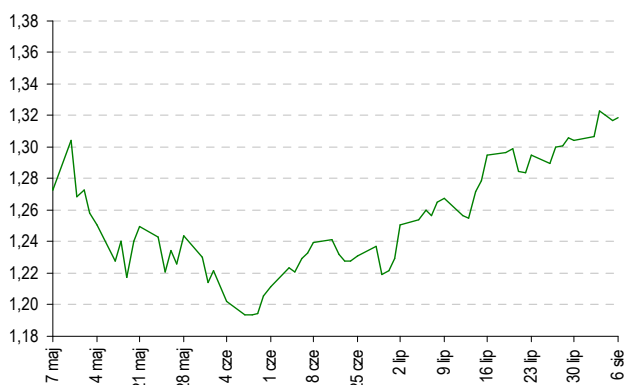
Po serii jastrzębich wypowiedzi przedstawicieli RPP (głównie tych z nominacji prezydenta), sugerujących możliwość przyspieszenia decyzji o podwyżkach stóp w związku z inflacyjnymi skutkami wzrostu VAT, ton ostatniego wywiadu Prezesa NBP jest zdecydowanie bardziej łagodny. Marek Belka nie obawia się o perspektywę inflacji, a w jego wypowiedzi pojawia się wręcz wzmianka o potencjalnych obniżkach stóp procentowych, co mocno kontrastuje z sygnałami napływającymi w ostatnim okresie od innych członków Rady. Z drugiej strony, warto pamiętać, że to właśnie po nominacji Belki na stanowisko Prezesa NBP ton komunikatu Rady uległ zaostrzeniu. Przypomina on też, że decyzja nt. zmian w polityce pieniężnej zależeć będzie w dużym stopniu od ostatecznego kształtu budżetu. Naszym zdaniem nadal należy się spodziewać pierwszej podwyżki stóp w IV kw.

## Monitor rynku

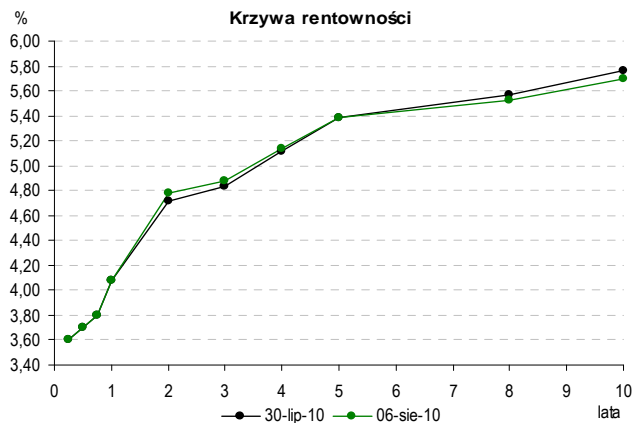
Kurs złotego



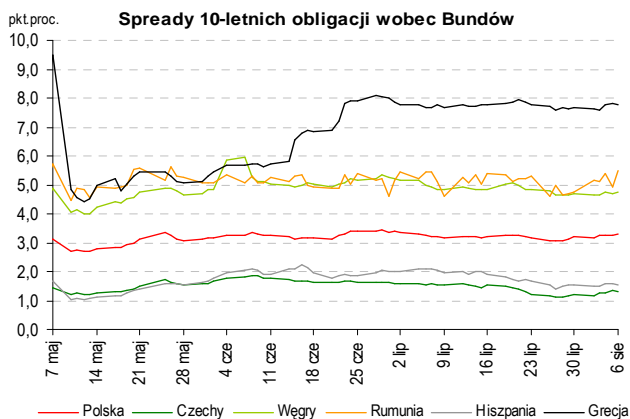
Kurs euro do dolara



Krzywa rentowności



Spready 10-letnich obligacji wobec Bundów



## Kurs EURPLN stabilny, EURUSD w trendzie wzrostowym

Złoty wyraźnie pozostaje poza zainteresowaniem globalnych inwestorów. W minionym tygodniu kurs poruszał się w kanale trendu bocznego 3,98-4,02, wyraźnie węższym od sugerowanego przez nas tydzień temu. Na kurs nie wpłynął nawet niższy od oczekiwań indeks PMI dla polskiego przemysłu, ani pozytywne informacje z regionu (akceptacja pomocy MFW dla Rumunii) oraz ogólna poprawa nastroju na europejskim rynku (np. niezłe dane ze strefy euro, udane emisje obligacji przez państwa peryferyjne). Jedynym wydarzeniem, które tymczasowo wzmocniło złotego (spadek z 4,02 do 4,0) była udana aukcja polskich obligacji. Kurs złotego przez ostatnie pięć sesji przebywał w okolicach linii trendu spadkowego. Oczekujemy, że w tym tygodniu EURPLN wzrośnie, nawet do 4,04.

Euro będąc wspierane pozytywnymi informacjami (lepszy PMI dla przemysłu strefy euro, udane aukcje obligacji portugalskich, hiszpańskich, zatwierdzona druga transza pomocy dla Grecji, optymistyczny komentarz EBC) kontynuowało trend aprecjacyjny względem dolara. Po drugiej stronie oceanu działo się nieco gorzej (rozczarowujące dane nt. amerykańskich konsumentów, słaby ISM dla przemysłu, gorsze od oczekiwań wyniki spółek), co na pewno nie pomogło dolarowi. Zgodnie z tym co zapowiadaliśmy, kurs zbliżył się wyraźnie do granicy 1,32, przebijając go po publikacji znacznie słabszych od prognoz danych o zatrudnieniu w USA. Obecna sytuacja na rynku EURUSD jest ciekawa, ponieważ kurs zmaga się ze strefą oporu na 1,335-1,34. Z dołu ogranicza go wsparcie na 1,32 oraz linia trendu wzrostowego.

## Rynek długu pod wpływem krajowych wydarzeń

Jastrzębie wypowiedzi członków RPP spowodowały w pierwszej części tygodnia wzrost rentowności, głównie w segmencie 2-5 lat. Długi koniec był relatywnie stabilny. Jednak w drugiej części tygodnia miało miejsce odreagowanie w związku ze środową aukcją (inwestorzy chcieli kupić obligacje taniej na rynku wobec oczekiwanego dużego popytu na przetargu). Rentowności obligacji 2-letnich były stabilne, a spadki rentowności dotknęły pozostałą część krzywej. W rezultacie cała krzywa rentowności wyraźnie się spłaszczyła. Ministerstwo sprzedało w środę rekordową kwotę 6 mld zł obligacji 2- i 5-letnich. Rynekowe oczekiwania na podwyżki stóp procentowych mogą w najbliższym czasie zostać ograniczone przez wypowiedź prezesa NBP, choć jej wpływ na rynek w piątek był ograniczony.

W ubiegłym tygodniu nastąpił spadek rentowności Bundów i Treasuries, co było widoczne głównie podczas sesji amerykańskich w odpowiedzi na słabe dane z USA. Rentowności 10-letnich Bundów i Treasuries spadły w ciągu tygodnia odpowiednio o 14 i 7 pb.

Na niezłych warunkach obligacje sprzedały Hiszpania oraz Portugalia. Hiszpania pozyskała z rynku 3,5 mld €, za co zapłaciła mniej niż na ostatniej aukcji w czerwcu. Portugalii z kolei udało się uplastować papiery warte 1,165 mld € (więcej niż pierwotnie planowała).

Wzrost apetytu na ryzykowne aktywa nie był widoczny w zmianach spreadów 10-letnich obligacji państw grupy PIIGS oraz Niemiec. Na początku minionego tygodnia spready spadały, jednak w dalszej części tygodnia zaczęły rosnąć. Wzrost spreadów wynikał jednak ze spadków rentowności Bundów, a nie wzrostów rentowności obligacji państw peryferyjnych strefy euro (tu zanotowano spadki).

---

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