

# Tygodnik ekonomiczny

13 – 19 lutego 2006

W nadchodzącym tygodniu poznamy szereg informacji kluczowych zarówno dla rynku finansowego jak i dla RPP, choć trzeba przyznać, że pomimo braku istotnych informacji w minionym tygodniu na rynku działo się sporo – znaczące umocnienie złotego pod koniec tygodnia, oraz spadek rentowności pod wpływem sytuacji na rynkach zagranicznych, nadwyżki budżetu w styczniu i wypowiedzi jednego z członków Rady. Profesor Andrzej Sławiński, który wydaje się reprezentować punkt widzenia większości w Radzie, utożsamia bowiem swój pogląd na perspektywy inflacji z optymistyczną projekcją NBP. Pozwala nam to podtrzymać oczekiwania mówiące o możliwości obniżki stóp procentowych już w tym miesiącu, choć ostateczne potwierdzenie takiego poglądu otrzymamy po publikacji najbliższych danych ekonomicznych. Najważniejsze publikacje będą miały miejsce w środę, gdyż poznamy wtedy poziom styczniowej inflacji oraz dane z rynku pracy, na które tak dużą uwagę zwracała ostatnio tzw. jastrzębia frakcja, będąca w Radzie w mniejszości. Jednakże, lektura opublikowanego w czwartek raportu NBP na temat koniunktury wskazuje, że pomimo oczekiwań na wzrost zatrudnienia (i ogólnie pozytywnej oceny sytuacji ekonomicznej), presja inflacyjna (zarówno ze strony wzrostu płac, jak i wysokich cen surowców) jest pod kontrolą.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (13 lutego)</b>							
16:00	POL	Deficyt handlowy (GUS) (U)	Dec	mIn €	-535	-700	-539
<b>WTOREK (14 lutego)</b>							
16:00	POL	Podaż pieniądza (U)	I	% r/r	10,7	10,4	10,3
11:00	GER	Indeks ZEW (W)	II	% r/r	71,0	-	71,0
11:00	EMU	Wstępny PKB (U)	IV kw.	% r/r	1,7	-	1,6
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (W)	I	% m/m	0,6	-	0,7
<b>ŚRODA (15 lutego)</b>							
11:00	POL	Aukcja obligacji 5-letnich DS1110 1,8-2,8 mld zł (W)					
16:00	POL	Wstępny CPI (W)	I	% r/r	0,9	0,9	0,7
16:00	POL	Płace (W)	I	% r/r	4,0	3,4	1,5
16:00	POL	Zatrudnienie (W)	I	% r/r	1,9	1,8	0,2
15:00	USA	Przepływy kapitałowe netto (W)	XII	mld \$		-	89,1
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (W)	I	%	80,8	-	80,7
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (W)	I	% m/m	0,3	-	0,6
<b>CZWARTEK (16 lutego)</b>							
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (W)	I	mIn	2,066	-	2,075
14:30	USA	Liczba nowych budów (W)	I	mIn	2,0	-	1,933
14:30	USA	Ceny w handlu zagranicznym (import) (W)	I	%	0,8	-	-0,2
<b>PIĄTEK (17 lutego)</b>							
16:00	POL	PPI (W)	I	% r/r	0,6	0,5	0,5
16:00	POL	Produkcja przemysłowa (W)	I	% r/r	9,3	10,3	9,2
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa (U)	XII	% r/r	1,9	-	2,6
14:30	USA	PPI (W)	I	% m/m	0,1	-	0,9
15:45	USA	Wstępny indeks Michigan (W)	II	pkt		-	91,2

\* - poziom ważności: (W)ysoki, (U)miarkowany; Źródło: Parkiet, Reuters, BZ WBK

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

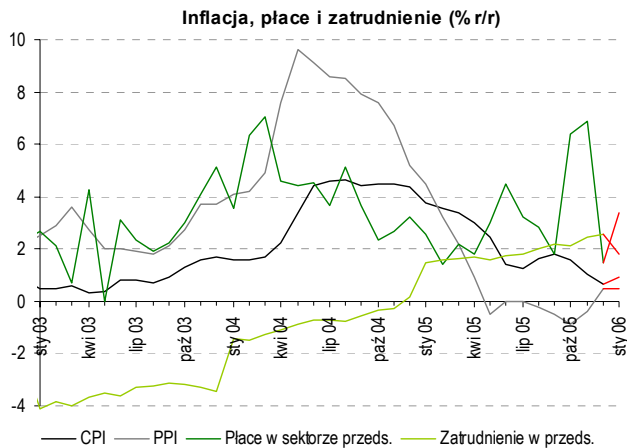
**Piotr Bielski** 022 586 8333

**Piotr Bujak** 022 586 8341

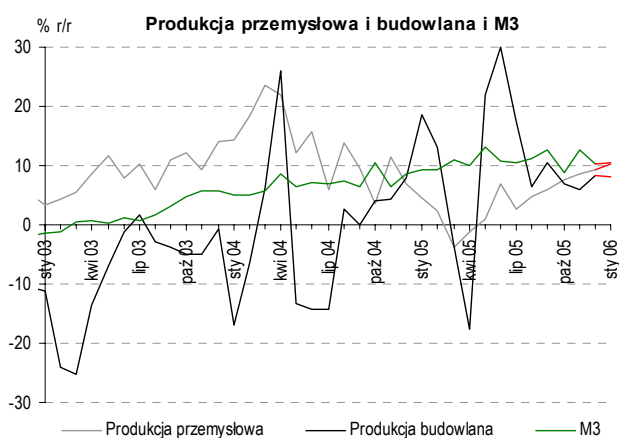
**Cezary Chrapek** 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Publikacja danych kluczowych dla decyzji Rady



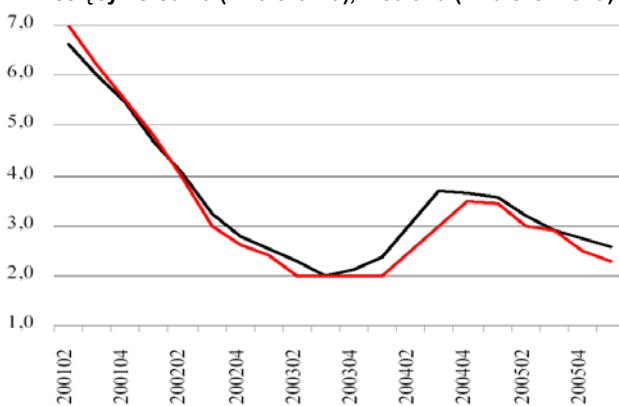
- Najbliższy tydzień przyniesie dane ekonomiczne, po których uczestnicy rynku będą mogli z większą pewnością ocenić kolejny ruch Rady Polityki Pieniężnej.
- Najważniejsze z nich zostaną opublikowane w środę i o ile oczekujemy takiego samego wzrostu inflacji jak konsensus rynkowy (do 0,9% z 0,7% r/r), to w przypadku danych z rynku pracy jesteśmy nieco poniżej konsensusu.
- Choć rzeczywiście istnieje szansa na szybszy wzrost zatrudnienia (szczególnie, że GUS dokona zapewne corocznej rewizji bazy danych dużych firm), to podtrzymujemy naszą opinię, że jest duża szansa na kolejną obniżkę stóp procentowych już w tym miesiącu.
- Dodatkowo, należy pamiętać, że dane o inflacji będą wstępne i będą przedmiotem rewizji w marcu, po uwzględnieniu nowego koszyka, który po raz pierwszy będzie zawierał usługi telefonii mobilnej. Może to obniżyć stopę inflacji nawet o 0,2-0,3 pkt proc.



- Dodatkowymi informacjami będą dane o podaży pieniądza (na początku tygodnia) i dane z sektora przemysłowego (na koniec tygodnia).
- O ile dane o M3 powinny być neutralne dla rynku, dane o produkcji wskażą na ile ożywienie aktywności ekonomicznej jest kontynuowane w tym roku. Spodziewamy się dwucyfrowego wzrostu produkcji (nieco wyżej niż oczekiwania rynku), choć trzeba przyznać, że istnieje ryzyko mniejszego wzrostu ze względu na silne mrozy na początku tego roku. Ten czynnik będzie zapewne bardziej istotny dla produkcji budowlano-montażowej.
- Również w piątek poznamy dane o cenach producenta, które uzupełnią obraz coraz szybciej rozwijającej się polskiej gospodarki bez objaw znaczącej presji na ceny. Oczekujemy, że roczna inflacja PPI pozostanie na niskim poziomie sprzed miesiąca (0,5%).

## Miniony tydzień w gospodarce – Szybszy wzrost z umiarkowaną presją inflacyjną

**Oczekiwania inflacji przedsiębiorstw CPI w ciągu najbliższych 12 miesięcy - średnia (linia czarna), mediana (linia czerwona)**



- Raport NBP nt. koniunktury w I kwartale 2006 wskazuje na kontynuację szybkiego rozwoju gospodarczego, ale presja inflacyjna pozostaje pod kontrolą.
- Następuje poprawa oceny sytuacji gospodarczej i sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz formułowane przez przedsiębiorstwa oceny popytu.
- Pomimo jednak, że oczekiwany jest wzrost zatrudnienia, mniejszy odsetek przedsiębiorstw planuje podwyższyć płace, a skala planowanych podwyżek płac jest niższa niż rok wcześniej. Oznaczać to może umiarkowaną presję inflacyjną nawet przy kontynuacji wzrostu zatrudnienia,
- Co więcej, prognozowany wzrost cen jest mniejszy niż rok wcześniej, a wzrost cen paliw ma niewielkie przełożenie na ceny towarów detalicznych.
- Eksport radzi sobie dobrze mimo umocnienia złotego.

## Cytat tygodnia – Projekcja przedstawia najbardziej prawdopodobny scenariusz

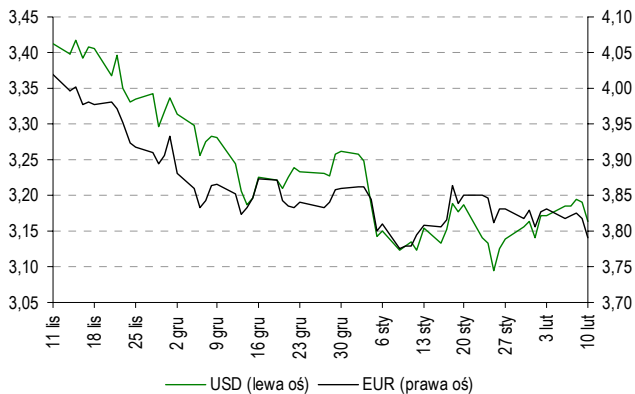
**Andrzej Sławiński, członek RPP; PAP, Reuters, 10 lutego**

*Najbardziej prawdopodobnie wchodzimy w okres, na który od jakiegoś czasu wszyscy czekali, mianowicie w okres względnie szybkiego wzrostu i niskiej inflacji. Z punktu widzenia banku centralnego sytuacja w gospodarce przedstawia się korzystnie. Po styczniowej obniżce stóp projekcja inflacji nadal przedstawia najbardziej prawdopodobny scenariusz inflacyjny. Polityka pieniężna polega na dostosowywaniu poziomu stóp procentowych do najbardziej prawdopodobnego biegu zdarzeń.*

W dwóch wywiadach jeden z członków RPP przedstawił pogląd, którego zabrakło nam w styczniowym komunikacie Rady. Mianowicie odniósł się on do projekcji NBP, która pokazała optymistyczną ścieżkę inflacji i stwierdził, że to jest właśnie najbardziej prawdopodobny (nawet po styczniowej obniżce) scenariusz, na który Rada powinna reagować. Oznaczać to może, że według niego czynniki niepewności wymieniane przez Radę neutralizują się i nie zmieniają znacząco ścieżki inflacji w porównaniu z projekcją. Profesor Sławiński dodał, że kluczowe dla dalszej oceny sytuacji będą dane o inflacji bazowej i wydajności.

## Monitor rynku

Kurs złotego

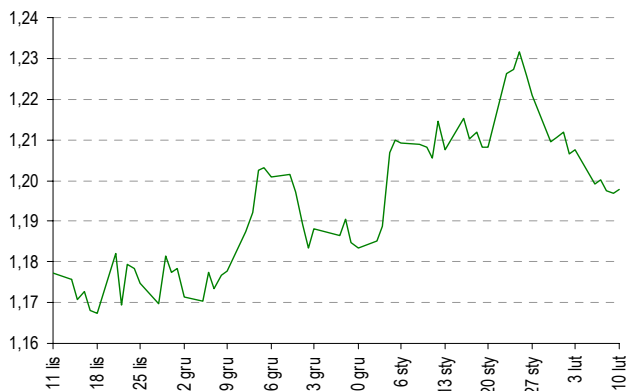


## Złoty znów poniżej 3,80

Przez większość minionego tygodnia złoty oscylował w wąskim przedziale, gdyż na rynku nie były publikowane żadne istotne informacje, które wpłynęłyby na decyzje inwestorów. Jednak pod koniec tygodnia złoty znacząco się umocnił i przełamał kluczowy poziom techniczny 3,80 wobec euro. W ciągu tygodnia polska waluta zyskała ok. 1% do euro oraz 0,3% do dolara.

Przyszły tydzień przyniesie wiele kluczowych informacji. Ważne z punktu widzenia rynku walutowego będą dane wpływające na zwiększenie oczekiwań odnośnie dalszych obniżek stóp procentowych, co może zwiększyć popyt na obligacje i przyczynić się do umocnienia złotego. Szacujemy, że złoty będzie oscylował w przedziale 3,74-3,84 wobec euro oraz 3,10-3,20 wobec dolara.

Kurs euro do dolara

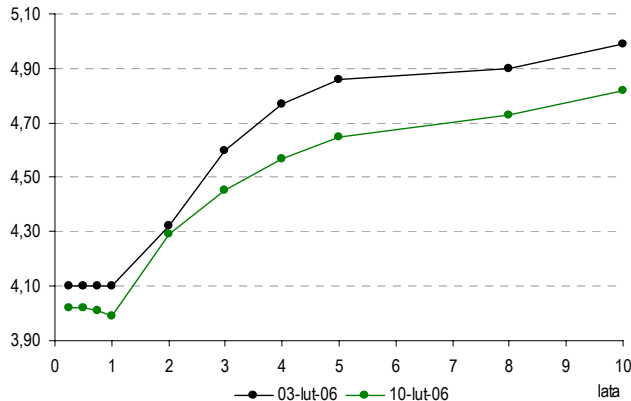


## Dolar najmocniejszy od 5 tygodni

A amerykańska waluta umocniła się o ok. 0,8% wobec euro do najmocniejszych poziomów od 5 tygodni w związku z większymi oczekiwaniami na kontynuację podwyżek stóp w USA oraz w obliczu dobrej sytuacji na rynku pracy. Pozytywny wpływ na wartość dolara miała też wypowiedź A. Greenspana odnośnie dobrych perspektyw gospodarki amerykańskiej. Wysoki deficyt handlowy okazał się zgodny z oczekiwaniami i spowodował korektę.

Po stabilizacji deficytu handlowego USA na wysokim poziomie istotne dla dolara będą dane o przepływach kapitałowych, a także ważne z punktu widzenia stóp procentowych i dalszego zacieśniania polityki pieniężnej dane o wykorzystaniu mocy produkcyjnych i produkcji przemysłowej oraz rynku nieruchomości.

Krzywa rentowności

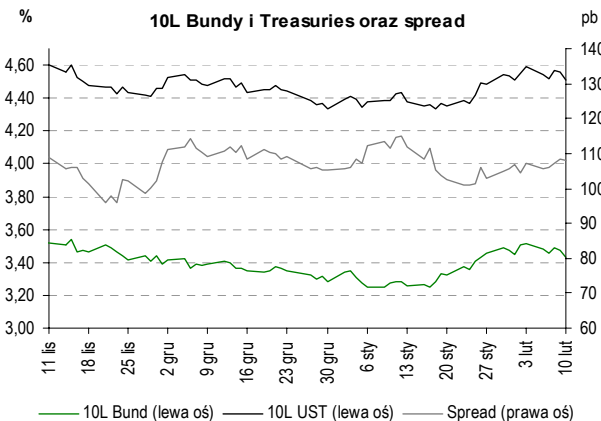


## Rynek obligacji coraz mocniejszy

W tym tygodniu rynek stopy procentowej pozostawał w dużym stopniu pod wpływem bazowych rynków obligacji. Polski dług umacniał się od początku tygodnia, i pomimo tymczasowej korekty rentowności spadły o ok. 8-15 pb, a krzywa spłaszczyła się na odcinku 2-5 lat, a lekko wystromiła dla 5-10 lat. Dodatkowo umocnienie przyniosła wypowiedź członka RPP Andrzeja Sławińskiego.

Kluczowa dla polskiego rynku długu w tym tygodniu będzie przede wszystkim inflacja CPI oraz dane z rynku pracy, a w dalszej kolejności produkcja przemysłowa. Jeśli dane okażą się zgodne z naszymi prognozami, to przy założeniu stabilizacji w polityce oczekiwania na obniżkę stóp już w lutym mogą wzrosnąć, a rentowności obligacji mogą wciąż spadać.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Lekkie umocnienie na rynkach bazowych

A amerykańskie Treasuries osłabiały się w tym tygodniu głównie przed przetargami obligacji w związku z wysoką ofertą, choć ich wyniki były pozytywne. W rezultacie 10-letnie rentowności były niższe o 4 pb na poziomie 4,51% w porównaniu do poprzedniego piątku. W obliczu braku publikacji istotnych danych w strefie euro rentowności Bundów podążały za rynkiem amerykańskim, a 10-letnie rentowność spadła o 5 pkt do 3,43%.

W tym tygodniu dla Fed oraz rynku stopy procentowej kluczowe będą dane o produkcji przemysłowej oraz z rynku nieruchomości, które mogą potwierdzić solidny wzrost amerykańskiej gospodarki. Indeks ZEW oraz dane o PKB za IV kw. będą ważne dla stóp w strefie euro.

---

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. 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. 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