

# Tygodnik ekonomiczny

6 marca – 12 marca 2006

Po wyjątkowo długiej dyskusji, RPP podjęła w lutym decyzję zgodną z naszymi oczekiwaniami – stopę referencyjną obniżono o 25 pb do nowego rekordowo niskiego poziomu 4,0%. Rekordowa długość posiedzenia i przebieg konferencji prasowej wskazywały na wyraźne różnice poglądów w Radzie, przy czym sam wynik posiedzenia wskazuje, że układ sił w RPP pozostaje na razie bez zmian. Naszym zdaniem bilans czynników wpływających w średnim terminie na wzrost i inflację jest obecnie dość zrównoważony, i o ile rynek częściowo wycenia kolejną redukcję o 25 pb w niedługim czasie, my oczekujemy, że po dwóch obniżkach dokonanych na początku tego roku (i łącznie o 250 pb w ciągu roku) stopy powinny pozostać bez zmian przez jakiś czas, chyba że scenariusz przyszłej sytuacji gospodarczej zmieni się pod wpływem napływających nowych danych.

Dane o PKB w IV kwartale 2005 nie przyniosły dużego zaskoczenia, pokazując wzrost gospodarczy przyspieszający do 4,2% przy wzroście inwestycji o prawie 10% i konsumpcji o ponad 3%. Nie zmienia to naszej oceny sytuacji.

Najbliższy tydzień powinien upłynąć w stosunkowo spokojnej atmosferze. W kraju nie są zaplanowane żadne istotne publikacje danych statystycznych, w związku z czym rynek finansowy będzie miał czas na spokojną ocenę sytuacji i będzie zapewne większą uwagę zwracał na tendencje za granicą. Jednak na głównych rynkach światowych również kalendarz publikacji ekonomicznych nie będzie zbyt bogaty. Kluczowy będzie raport o zatrudnieniu w USA poza rolnictwem, ale pojawi się on dopiero w piątek. Wcześniej poznamy dane o zamówieniach w amerykańskim przemyśle i deficycie handlowym w USA, które mogą mieć wpływ na kurs euro wobec dolara.

Rozpoczynające się w środę posiedzenie Sejmu może być okazją do nowych wydarzeń w polityce, tym bardziej, że trwałość tzw. paktu stabilizacyjnego może dla niektórych budzić wątpliwości po ostatnich wypowiedziach liderów Samoobrony i LPR. Z pewnością inwestorzy będą też niecierpliwie czekać na pierwsze wywiady z członkami RPP po lutowej obniżce, które mogłyby ukierunkować oczekiwania na temat dalszych ruchów w polityce pieniężnej, jednak nie sposób przewidzieć, czy takowe się pojawią w tym tygodniu.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (6 marca)</b>							
11:00	POL	Aukcja 1,0 mld zł 52-tyg bonów skarbowych (U)					
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle (W)	I	%	-5,0	-	1,1
<b>WTOREK (7 marca)</b>							
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy (W)	IV kw.	%	3,1	-	3,5
14:30	USA	Produktywność pracy (W)	IV kw.	%	-0,3	-	-0,6
<b>ŚRODA (8 marca)</b>							
11:00	POL	Aukcja 1,0-2,0 mld zł obligacji 20-letnich WS0922 (W)					
<b>CZWARTEK (9 marca)</b>							
14:30	USA	Bilans handlowy (W)	IV kw.	mld \$	-66,5	-	-65,68
<b>PIĄTEK (10 marca)</b>							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (W)	II	'000	200	-	193
14:30	USA	Bezrobocie (U)	I	%	4,8	-	4,7
16:00	USA	Zapasy hurtowe (U)	II	%	0,5	-	1,0
20:00	USA	Deficyt budżetowy (U)	II	mld \$	-120,0	-	-113,94

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

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

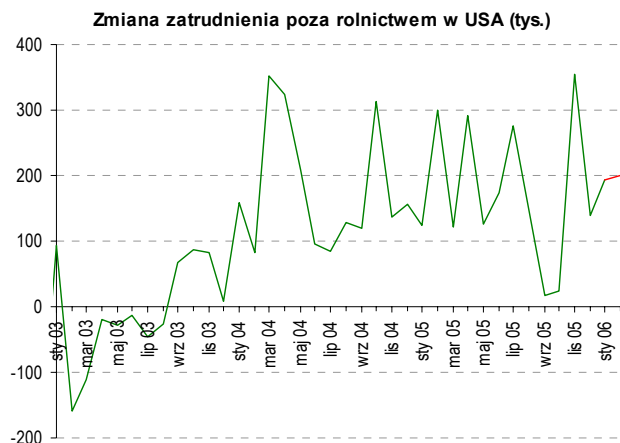
**Piotr Bielski** 022 586 8333

**Piotr Bujak** 022 586 8341

**Cezary Chrapek** 022 586 8342

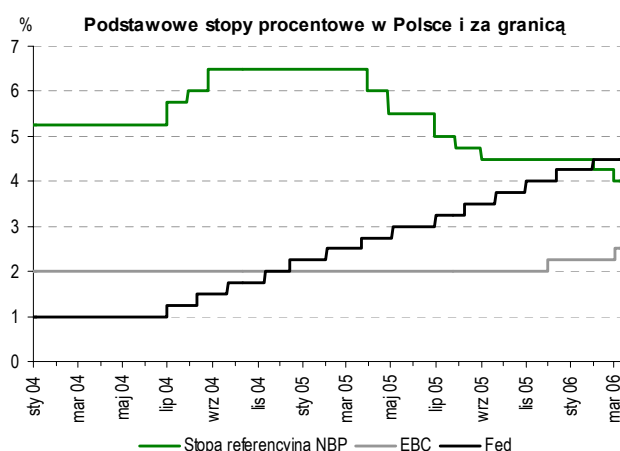
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Tydzień na przemysłenia

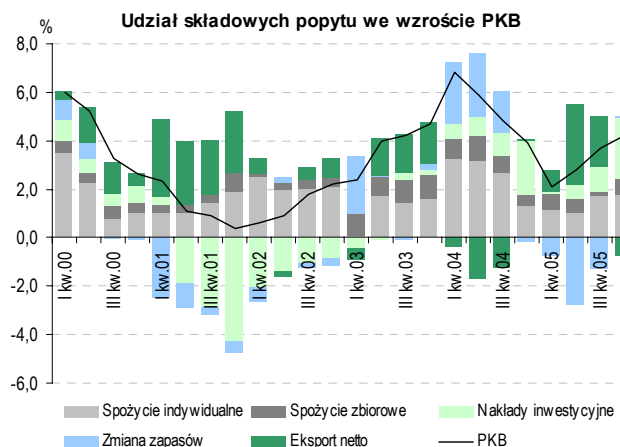


- W tym tygodniu w kraju nie są zaplanowane żadne istotne publikacje danych, w związku z czym rynek finansowy będzie miał czas na spokojną ocenę sytuacji i będzie zapewne większą uwagę zwracał na tendencje za granicą.
- Rozpoczynające się w środę posiedzenie Sejmu może być okazją do nowych wydarzeń w polityce, tym bardziej, że trwałość tzw. paktu stabilizacyjnego może budzić wątpliwości po ostatnich wypowiedziach liderów Samoobrony i LPR.
- Z pewnością inwestorzy będą niecierpliwie czekać na pierwsze wywiady z członkami RPP po lutowej obniżce, jednak nie sposób przewidzieć, czy takowe się pojawią w tym tygodniu.
- Za granicą również kalendarz publikacji ekonomicznych nie będzie zbyt bogaty. Kluczowy będzie raport o zatrudnieniu w USA poza rolnictwem, ale pojawi się on dopiero w piątek.

## Miniony tydzień w gospodarce – Szybszy wzrost gospodarczy nie przeszkodził obniżce



- W ostatnim dniu lutego RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb, zgodnie z naszą prognozą. Decyzję ogłoszono wyjątkowo późno, ponieważ poprzedziła ją wyjątkowo długa i „intensywna” (wg słów prezesa NBP) dyskusja.
- Najwyraźniej mocno zaznaczyły się różnice poglądów różnych członków Rady. Różnice te były też widoczne podczas konferencji prasowej, na której prezes Balcerowicz podkreślał te argumenty, które wskazują na możliwość wzrostu inflacji, a członek RPP Andrzej Sławiński zwracał uwagę na zmiany strukturalne, sprzyjające utrzymaniu niskiej inflacji w Polsce.
- Oczekujemy, że po dwóch obniżkach dokonanych na początku tego roku (i łącznie o 250 pb w ciągu roku) stopy pozostaną bez zmian przez jakiś czas, chyba że scenariusz przyszłej sytuacji gospodarczej zmieni się istotnie pod wpływem napływających nowych danych.



- Dane o PKB za IV kw. 2005 były mniej więcej zgodne z szacunkami. Wzrost PKB wyniósł 4,2%, wzrost konsumpcji prywatnej 3,1%, a inwestycje przyspieszyły do 9,8% r/r. Szybki wzrost gospodarczy, w którym główną rolę odgrywają coraz lepsze wyniki popytu krajowego, oznaczać może domykanie się luki popytowej, co może ograniczać pole do dalszych obniżek stóp. Z drugiej strony, mocny wzrost inwestycji zwiększa produkt potencjalny, a zatem opóźnia moment kiedy luka popytowa będzie zamknięta. W sumie, dane były neutralne jeśli chodzi o oczekiwania co do dalszych decyzji Rady Polityki Pieniężnej.
- Oceniając polski raport konwergencji Komisja Europejska wezwała Polskę do szybszej redukcji deficytu fiskalnego i zapowiedziała dalsze kroki dyscyplinujące w procedurze nadmiernego deficytu. Patrząc realnie, wydaje się, że nałożenie sankcji na Polskę to kwestia wciąż dość odległa.

## Cytat tygodnia – Dziwne dementi z banku centralnego

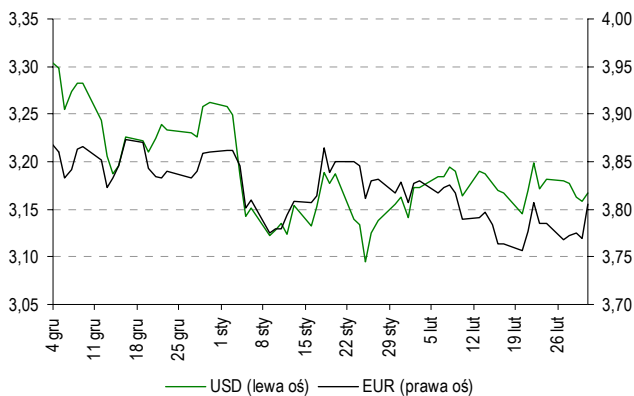
**Biuro Prasowe NBP;** www.nbp.pl, 2 marca

*Wyjaśnienie. Biuro Prasowe NBP informuje, że pojawiające się w mediach spekulacje, jakoby na lutowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej rozważano obniżkę stóp procentowych NBP o 0,5 pkt proc. nie są zgodne z prawdą.*

Wydaje się nam wyjątkowo dziwne, że służby prasowe banku centralnego ujawniają szczegóły dyskusji na posiedzeniu RPP. Tym bardziej, że dzień wcześniej prezes NBP miał poważne zastrzeżenia do jednego z członków Rady, czy aby nie zdradza przebiegu debaty w czasie konferencji prasowej. Czy to oznacza, że NBP zawsze będzie reagował na mało wiarygodne spekulacje w mediach? Naszym zdaniem zachęciłoby to media do tego, żeby jeszcze intensywniej spekulować w przyszłości.

## Monitor rynku

Kurs złotego

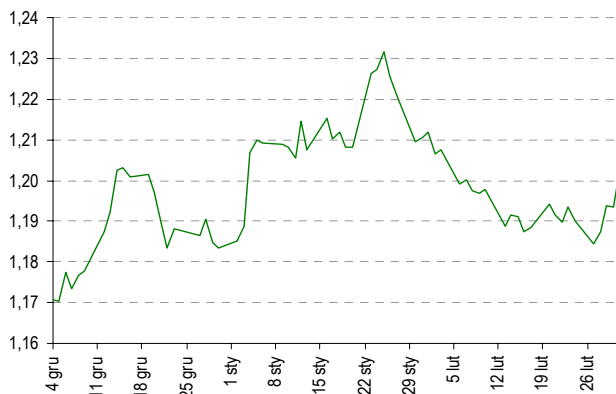


## Osłabienie złotego

▪ Początek minionego tygodnia był dosyć spokojny na rynku walutowym, gdyż inwestorzy oczekiwali decyzji RPP. Po chwilowym osłabieniu złoty znacząco zyskał w stosunku do euro, co szło w parze ze wzrostem indeksów na GPW oraz ze zwiększonymi zakupami obligacji. Polska waluta znalazła wsparcie także w umacniającej się słowackiej koronie. Pod koniec tygodnia nastąpiła wyprzedaż złotego m.in. po konferencji EBC oraz informacji o możliwych wcześniejszych wyborach. Ostatecznie złoty osłabił się w stosunku do euro ok. 0,7% oraz zyskał do dolara ok. 0,2%.

▪ W przyszłym tygodniu nie będzie publikacji istotnych danych, a inwestorzy mogą zwrócić ponownie uwagę na politykę. Oczekujemy, że złoty będzie oscylował w przedziale 3,75-3,85 wobec euro oraz 3,10-3,20 do dolara.

Kurs euro do dolara

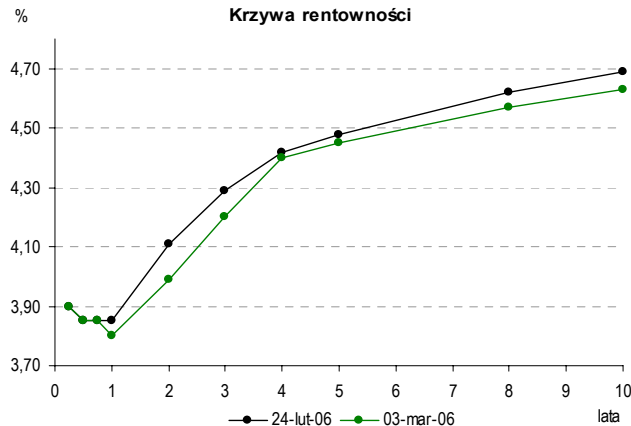


## Euro odrabia straty do dolara

▪ Poprzedni tydzień rozpoczął się od aprecjacji euro względem dolara po mocnym indeksie nastrojów w EMU, oraz po słabym indeksie Chicago PMI i danych o zaufaniu konsumentów w USA. Wyższy od oczekiwań indeks ISM dla sektora wytwórczego pomógł chwilowo dolarowi, jednak późniejsze globalne obawy inflacyjne (wyrażone przez EBC oraz związane z inflacją w Japonii) wsparły oczekiwania na dalszy wzrost stóp procentowych na świecie. W rezultacie euro zyskało ok. 1,0% do dolara w ciągu minionego tygodnia.

▪ W obliczu braku publikacji danych ze strefy euro w najbliższym tygodniu, na dalsze umacnianie się wspólnej waluty mogą mieć wpływ słabsze dane z USA. Kluczowe będą dane o zatrudnieniu poza rolnictwem.

Krzywa rentowności

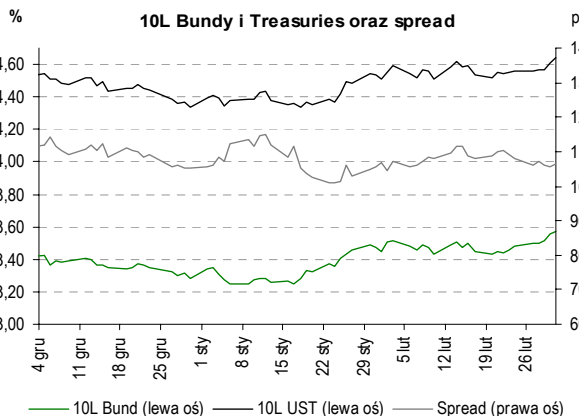


## Rady obcięła stopy; rentowności rekordowo nisko

▪ W ubiegłym tygodniu krzywa rentowności umocniła się do najniższych w historii poziomów. Po tym jak Rada obcięła główną stopę o 25 pb polski dług znacząco się umocnił. Pod koniec tygodnia rentowności polskich obligacji jednak wzrosły, po tym jak EBC podniósł stopy procentowe jak również prognozę inflacji na przyszły rok, co negatywnie wpłynęło na rynki bazowe i w rezultacie również na rynek polski. Ponadto wypowiedzi o możliwości rozwiązania parlamentu również przyczyniła się wzrostu rentowności.

▪ W nadchodzącym tygodniu nie będzie istotnych wydarzeń ani publikacji danych na rynku krajowym. W rezultacie polski rynek długu może podążać z biegiem wydarzeń na rynkach bazowych. Dosyć istotna może być również aukcja obligacji 20-letnich oraz rozwój wydarzeń w polityce.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Obawy inflacyjne osłabiają rynki bazowe

▪ Rentowności 10-letnich Treasuries oraz Bondów oscylowały wokół poziomów odpowiednio 4,56-4,58% oraz 3,49-3,51% prawie przez cały tydzień. EBC podniósł główną stopę procentową o 25 pb, natomiast jastrzębie wypowiedzi na konferencji oraz dane o inflacji w Japonii przyczyniły się wzrostu globalnych obaw inflacyjnych oraz skoku 10-letnich rentowności Bondów do najwyższego poziomu od kwietnia 2005 (3,57%), a 10-letnich Treasuries do 4,65%.

▪ W związku z brakiem istotnych informacji w strefie euro ceny papierów skarbowych mogą podążać za rynkiem amerykańskim. Kluczowe dla rentowności amerykańskich papierów skarbowych będą dane o zatrudnieniu, jak również kwartalne dane z rynku pracy.

---

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