

# Tygodnik ekonomiczny

12 – 18 marca 2007

Po niezbyt udanym poniedziałku (zarówno dla giełd jak i walut rynków rozwijających się), dalsza część tygodnia przyniosła znaczną poprawę nastrojów. Złoty umocnił się do głównych walut, pozostając w oczekiwanych przez nas przedziałach i wciąż wydaje nam się, że w przypadku kursu EURPLN w dłuższej perspektywie bardziej prawdopodobne jest przebicie poziomu 3,85 w dół niż 3,95 w górę, choć zapewne nie nastąpił jeszcze koniec fali chwilowych przecen spowodowanych większą awersją do ryzyka. Złotemu wciąż pomagają dobre fundamenty gospodarcze, czego przykładem będzie publikacja bilansu płatniczego za styczeń – niski deficyt obrotów bieżących (na poziomie ok. 2% PKB), z ponowne przyspieszeniem eksportu.

W tym tygodniu na rynku krajowym opublikowane będą informacje kluczowe dla rynku obligacji – inflacja (za luty oraz rewizja styczniowej) oraz dane z rynku pracy. Dane te nabierają szczególnego znaczenia, po tym jak Rada próbowała wysłać bardziej „jastrzębie” sygnały w ostatnich miesiącach. O ile nie do końca udało jej się to w komunikatach, wydaje nam się, że należy się spodziewać bardziej „jastrzębich” komentarzy członków Rady w mediach. I to nie tylko od tych członków, którzy za podwyżkami stóp głosowali już w zeszłym roku. Byłoby tak tym bardziej, jeśli dane w nadchodzącym tygodniu zaskoczyłyby na rzecz wyższej inflacji (bieżącej i przyszłej). Wzrost inflacji oraz utrzymanie szybkiego tempa wzrostu płac w lutym mogą więc wpłynąć negatywnie na rynek obligacji.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Czas W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (12 marca)</b>							
19:00	USA	Budżet Fed	II	mld \$	-119,5	-	-119,2
<b>WTOREK (13 marca)</b>							
11:00	GER	Indeks ZEW	III	pkt	3,3	-	2,9
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	0,3	-	0,0
<b>ŚRODA (14 marca)</b>							
11:00	POL	Aukcja 1-2 mld zł obligacji 20-letnich WS0922					
14:00	POL	CPI	I i II	% r/r	1,9	1,9	1,7
14:00	POL	Podaż pieniądza	II	% r/r	18,7	17,5	19,4
14:00	POL	Deficyt obrotów bieżących	I	€ m	-305	-196	-915
13:30	USA	Ceny w handlu zagranicznym	II	%	0,8	-	-1,2
<b>CZWARTEK (15 marca)</b>							
14:00	POL	Płace	II	% r/r	6,7	6,5	7,8
14:00	POL	Zatrudnienie	II	% r/r	3,9	3,8	3,8
11:00	EMU	Finalny HICP	II	% r/r	1,8		1,8
13:30	USA	PPI	II	% m/m	0,5	-	-0,6
14:00	USA	Napływ kapitału netto	I	mld \$	-	-	-11,0
17:00	USA	Indeks Philadelphia Fed	III	pkt	4,0	-	0,6
<b>PIĄTEK (16 marca)</b>							
13:30	USA	CPI	II	% m/m	0,3	-	0,2
14:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	II	%	81,3	-	81,2
14:15	USA	Produkcja przemysłowa	II	% m/m	0,2	-	-0,5
15:00	USA	Wstępny Michigan	III	pkt	90,0	-	91,3

Źródło: Parkiet, Reuters, BZ WBK

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

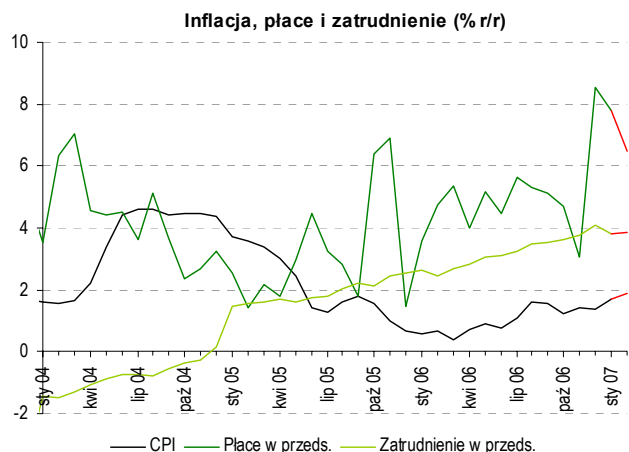
**Piotr Bielski** 022 586 8333

**Piotr Bujak** 022 586 8341

**Cezary Chrapek** 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

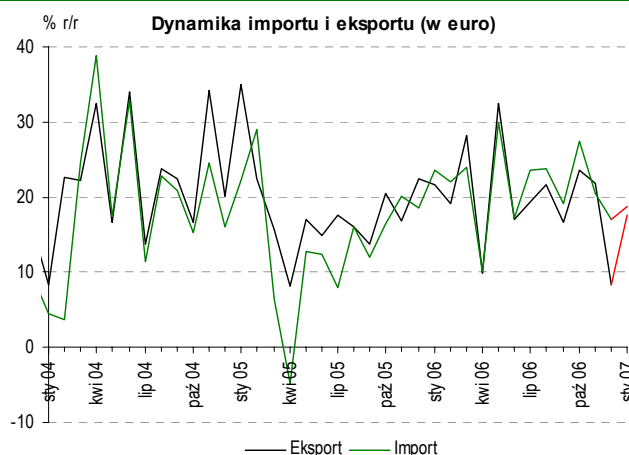
## Wydarzenia nowego tygodnia – Porcja danych ważna dla Rady i rynku



▪ W tym tygodniu kluczowa dla polskiego rynku obligacji, a przez to i dla złotego, będzie środa, kiedy GUS opublikuje dane o inflacji za luty oraz zrewidowane dane za styczeń. Jednakże, biorąc pod uwagę, że Rada podkreślała wielokrotnie istotność danych z rynku pracy dla jej przyszłych decyzji, czwartkowe informacje o zatrudnieniu i płacach również wymagają wzmożonej uwagi.

▪ Zakładając, że po uwzględnieniu nowego systemu wag w koszyku inflacyjnym, inflacja styczniowa pozostanie bez zmian na poziomie 1,7%, prognozujemy jej wzrost w lutym do 1,9%. Będzie to, naszym zdaniem, wynikało w dużej mierze z szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu cen żywności i paliw. Choć nie tylko, bo prognozujemy również wzrost inflacji netto do 1,7% z 1,6% w styczniu.

▪ Czy taki wzrost presji inflacyjnej jest wystarczający, aby przekonać Radę do podwyżki stóp procentowych?

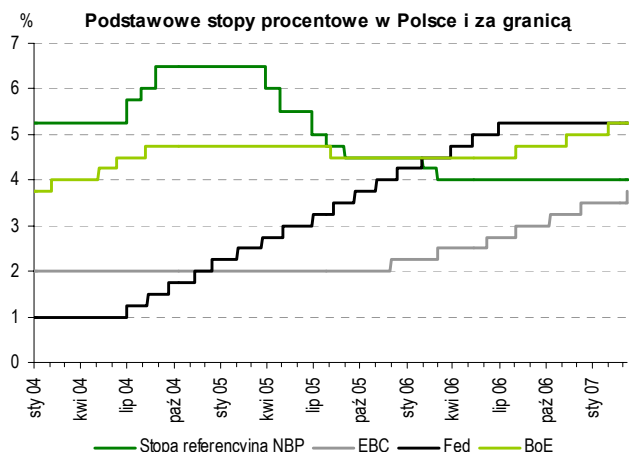


▪ Zależy to w dużym stopniu od pozostałych elementów ekonomicznej układanki, a w szczególności od danych z rynku pracy. Po spowolnieniu jednostkowych kosztów pracy w IV kw. 2006 r. spodziewamy się ich przyspieszenia w tym roku. Pozostaje tylko pytanie w jakiej skali.

▪ Częstokwątową odpowiedź dają miesięczne dane z sektora przedsiębiorstw. W poprzednich miesiącach statystyki dotyczące wynagrodzeń były zaburzane jednorazowymi czynnikami (głównie w sektorze górniczym), jednak po ich uwzględnieniu widać było stopniowe przyspieszenie płac (z 5,2% w październiku do 6,5% w styczniu). Dlatego też, choć spodziewamy się utrzymania styczniowej dynamiki, to istnieje ryzyko szybszego wzrostu. Z drugiej strony, wzrost zatrudnienia o ok. 4% gwarantuje znaczny wzrost wydajności (przy wzroście PKB o prawie 7% w I kw.).

▪ Wzrost eksportu powinien ponownie przyspieszyć.

## Miniony tydzień w gospodarce – Podwyżka stóp w strefie euro... i przyjdą kolejne



▪ EBC zgodnie z oczekiwaniami podwyższył główną stopę procentową o 25 pb do 3,75%. Według bankierów centralnych strefy euro stopy procentowe w EU13 są obecnie na „umiarkowanym” poziomie.

▪ W poprzednich komunikatach i wypowiedziach szefa EBC Jean Claude Trichet’a poziom stóp procentowych w strefie euro określany był jako „niski”. Taka zmiana retoryki może oznaczać, że EBC wciąż myśli o podwyżkach stóp, ale cykl zacieśniania polityki pieniężnej w strefie euro może zbliżać się do końca.

▪ Naszym zdaniem do kolejnej podwyżki stóp EBC dojdzie w czerwcu, a później powinna nastąpić przerwa w zaostrzaniu polityki pieniężnej do ostatniego kwartału roku. Za wcześnie jest jednak mówić, że oficjalna stopa EBC zatrzyma się na poziomie 4%.

## Cytat tygodnia – A w Polsce niektórzy też chcieliby już podnieść

**Marian Noga, członek RPP; Reuters, 7 marca**

*Rada widzi zagrożenia i w moim przekonaniu powinna zacieśnić politykę monetarną już teraz, żeby nie dopuścić do wzrostu inflacji, do przebicia celu 2,5 procent, a co dopiero 3,5%. Takie zagrożenie istnieje i dlatego musimy działać już teraz. Wraz z upływem czasu rośnie ryzyko, że Rada spóźni się z zacieśnieniem polityki. (...) W moim przekonaniu rynki finansowe nie do końca dobrze odczytały przesłanie komunikatu.*

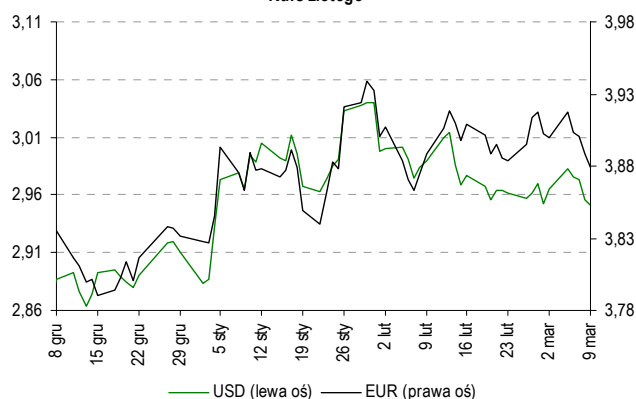
**Halina Wasilewska-Trenkner, członkini RPP; Reuters, 6 marca**

*Gdyby Rada czekała z decyzją (o podwyżce stóp) do drugiej połowy roku to mogłoby być już za późno i wtedy musielibyśmy gwałtowniej podwyższać stopy.*

Kilku członków Rady chciałoby podnieść stopy procentowe już teraz. Pamiętajmy jednak, że są to poglądy tych, którzy głosowali za podwyżkami już w czwartym kwartale, używając tej samej - czas pokazuje, że niezbyt przekonującej - argumentacji. Niemniej, mając to na uwadze, podkreślamy ponownie, że ryzyko podwyżki stóp ostatnio wzrosło, a Rada chciała dać temu wyraz w komunikacie, który rynek odebrał zbyt „gołębio”. Podkreślone to zostało ponownie w wypowiedzi członka RPP, tym razem Mariana Nogi. Naszym zdaniem, bardziej jastrzębiej retoryki w wywiadach prasowych można się spodziewać również od tych członków, którzy nie głosowali za podwyżką w IV kw.

## Monitor rynku

Kurs złotego

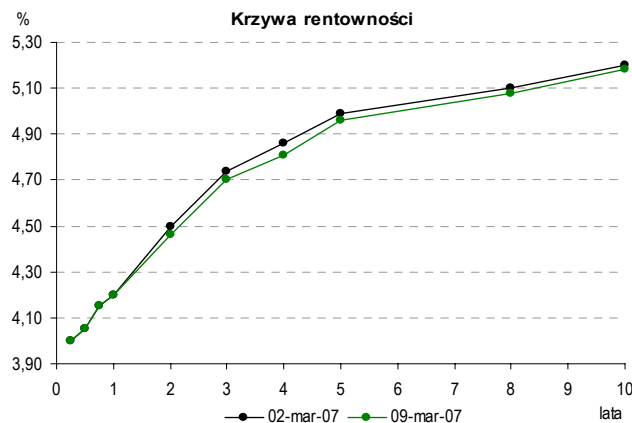


## Uspokojenie nastrojów na świecie sprzyja złotemu

■ Po wzroście nerwowości na światowych rynkach w poprzednim tygodniu, w minionym nastąpiła stabilizacja, zmniejszenie awersji do ryzyka, odreagowanie na światowych giełdach oraz ponowne lekkie osłabienie jena. W efekcie po chwilowym osłabieniu w poniedziałek, złoty umocnił się względem głównych walut. Kurs EURPLN spadł w ciągu tygodnia o 0,7%, a USDPLN o 0,5%.

■ Dla złotego jak zwykle kluczowa pozostaje sytuacja na rynkach światowych. Podtrzymujemy zdanie, że nawet w przypadku pogorszenia się nastawienia do rynków wschodzących złoty pozostanie względnie stabilny, wspierany przez bardzo dobre fundamenty. Utrzymujemy przedziały dla kursu EURPLN na poziomie 3,85-3,95, natomiast dla USDPLN 2,90-3,00.

Krzywa rentowności

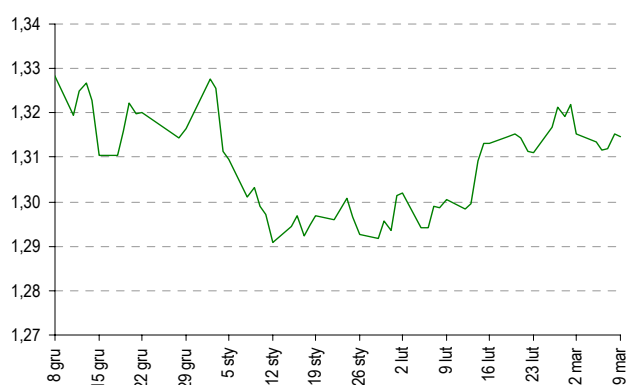


## Obligacje wciąż stabilne

■ Wobec braku publikacji danych w kraju rynek obligacji pozostawał pod wpływem sytuacji na rynkach bazowych. Tam panowała spokojna atmosfera, co przy zmniejszeniu nerwowości na rynkach wschodzących sprzyjało niewielkim wahaniom cen na polskim rynku. Dopiero w piątek na koniec dnia rentowności spadły po danych o zatrudnieniu w USA, które zmniejszyły ogólną awersję do ryzyka.

■ Rynek w pierwszych dniach tygodnia powinien pozycjonować się przed publikacją danych o CPI. Wzrost inflacji może spowodować zwiększenie obaw o rychłą podwyżkę stóp. Jednak być może ważniejsze będą dane z rynku pracy. Wysoki wzrost płac i zatrudnienia może przyczynić się do większej presji inflacyjnej. Ważne będzie też zachowanie rynków bazowych w obliczu publikacji istotnych danych.

Kurs euro do dolara

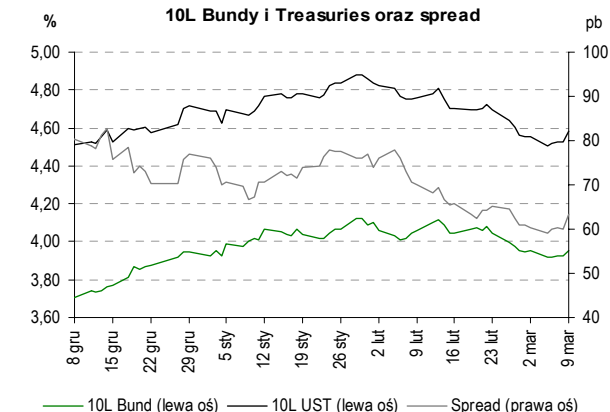


## Ponowne umocnienie dolara na koniec tygodnia

■ Na początku minionego tygodnia dolar umocnił się wobec wspólnej waluty z 1,32 do 1,31 wobec utrzymującej się awersji do ryzyka. Przez dalszą część tygodnia kurs EURUSD powrócił do trendu wzrostowego m.in. po słabym raporcie ADP z amerykańskiego rynku pracy. W piątek, po dobrych danych o zatrudnieniu i niższym od oczekiwań bilansie handlowym dolar umocnił się ponownie do 1,31.

■ W tym tygodniu sporo istotnych danych dla kursu EURUSD. Niemiecki indeks ZEW może umocnić euro, jednak ważniejsze będą dane o sprzedaży detalicznej oraz późniejsze dane o inflacji (PPI, CPI) jak również wskaźnik Philadelphia Fed. Ciekawe mogą być również dane o napływie kapitału w USA (poprzednio znacznie poniżej deficytu handlowego).

10L Bundy i Treasuries oraz spread



## Wzrost rentowności w USA po danych z rynku pracy

■ Spadek nerwowości na rynkach międzynarodowych przyczynił się do stabilizacji długoterminowych rentowności obligacji w USA i w strefie euro. W ciągu tygodnia rentowności 10-letnich Treasuries spadły nawet do 4,49% po raporcie ADP, jednak lepsze nastroje na rynkach akcji i dobre dane o zatrudnieniu w USA w piątek doprowadziły do wyprzedzenia obligacji. Rentowności 10-letnich Treasuries wzrosły z 4,54% do 4,59%, a Bundów z 3,94% do 3,96%.

■ Dane o sprzedaży detalicznej pokażą czy słabsze dane styczniowe powtórzą się w kolejnym miesiącu. Natomiast równie istotne będą wskaźniki inflacji bazowej CPI (także PPI), które pokażą zasadność obaw o utrzymanie podwyższonej inflacji bazowej, szczególnie że presja inflacyjna wciąż pozostaje zmartwieniem dla Fed.

---

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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group