

# Tygodnik ekonomiczny

8 – 14 marca 2010

W minionym tygodniu doszło do poprawy nastrojów na światowych rynkach, do czego przyczyniło się zmniejszenie obaw o sytuację fiskalną w Grecji po tym jak uchwaliła ona dodatkowy pakiet oszczędnościowy oraz w reakcji na lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy. Ponadto ton komentarzy prezesa EBC zasugerował, że stopy procentowe nie zostaną prędko podwyższone, a naszym zdaniem taka decyzja może zostać odłożona nawet do 2011 r. W zupełnie innym tonie utrzymane były wypowiedzi członków polskiej RPP, szczególnie prezesa NBP, który nie był dotychczas uważany za osobę skłoną do szybkich podwyżek stóp. Być może jastrzębi ton Rady wynika z chęci uzyskania „antyinflacyjnej” reputacji. Nie zmieniamy jednak zdania, że do podwyżek stóp powinno dojść pod koniec roku. Obok lepszych nastrojów na świecie to komentarze członków RPP miały kluczowy wpływ na krajowy rynek w tym tygodniu i przyczyniły się do silnej aprecjacji złotego (EURPLN poniżej 3,88 – najniższej do 15 miesięcy) oraz wzrostu stóp rynkowych, szczególnie na krótkim końcu. Dane o PKB za IV kw. nie zaskoczyły, z kolei indeks PMI za luty był pozytywną niespodzianką, wpływając korzystnie na ocenę perspektyw sektora przemysłowego.

W tym tygodniu rozpocznie się pierwsze dane z krajowej gospodarki za kolejny miesiąc, które powinny pokazać obniżenie deficytu obrotów bieżących za sprawą poprawy bilansu handlowego oraz dalszy spadek dynamiki podaży pieniądza. Oczekujemy, że choć początek tygodnia może być pod wpływem dobrych danych o zatrudnieniu w USA to dalsze dni mogą doprowadzić do korekty na rynku walutowym i realizacji zysków, czemu mogą sprzyjać oczekiwania na słabe dane dotyczące zachowań amerykańskich konsumentów publikowane pod koniec tygodnia. Ewentualne dalsze jastrzębie komentarze z RPP i słabszy złoty mogłyby negatywnie wpłynąć na rynek stopy.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

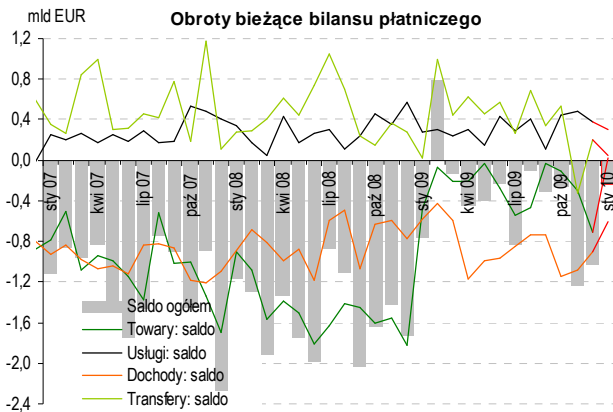
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (8 marca)</b>							
11:00	PL	Przetarg 52-tygodniowych bonów skarbowych o wartości 0,7-1 mld zł					
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	1,0	-	-2,6
<b>ŚRODA (10 marca)</b>							
8:00	DE	Eksport		% m/m	0,8	-	3,0
11:00	GB	Produkcja przemysłowa		% r/r	-3,0	-	-5,6
11:00	PL	Przetarg obligacji 2-letnich OK0712					
16:00	US	Zapasy hurtowe	I	%	0,2	-	-0,8
<b>CZWARTEK (11 marca)</b>							
14:00	CH	Spotkanie SNB – decyzja		%	0,25	-	0,25
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	I	tys.	454	-	469
14:30	US	Bilans handlowy	I	mld \$	-41	-	-40,18
<b>PIĄTEK (12 marca)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłu	I	% r/r	-1,9	-	-5,0
14:00	PL	Podaż pieniądza	II	% r/r	5,6	5,6	6,2
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	I	mIn €	-614	-232	-1034
14:00	PL	Eksport	I	mIn €	8443	8499	7978
14:00	PL	Import	I	mIn €	8481	8481	8689
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	-0,1	-	0,5
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	III	pkt	73,5	-	73,6

Źródło: BZ WBK, Dow Jones, Parkiet, Reuters

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363  
**Piotr Bujak** Starszy Ekonomista 022 586 8341  
**Piotr Bielski** Ekonomista 022 586 8333  
**Cezary Chrapek** Analityk 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

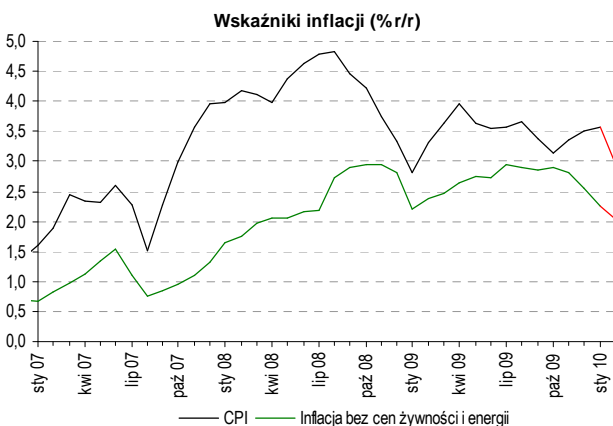
## Wydarzenia nowego tygodnia – Nowe dane z kraju



W tym tygodniu rozpocznie się seria publikacji danych z krajowej gospodarki za kolejny miesiąc. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym za styczeń pokażą spadek deficytu obrotów bieżących do ok. 230 mln €. Na to złoży się przede wszystkim wyraźna poprawa w handlu zagranicznym (lekko dodatnie saldo) przy silnym wzroście eksportu (15% r/r), co sugerują dobre dane o produkcji przemysłowej w styczniu, oraz sporym odreagowaniu dynamiki rocznej importu (ok. 8% r/r). Ponadto oczekujemy niewielkiego dodatniego salda transferów i poprawy salda dochodów.

Spodziewamy się także dalszego spadku dynamiki podaży pieniądza za sprawą wysokiej bazy w ub.r. będącej pod wpływem wycofywania środków z rynku akcji i lokowania środków przez gospodarstwa domowe na lokatach, czemu towarzyszyła wojna depozytowa banków.

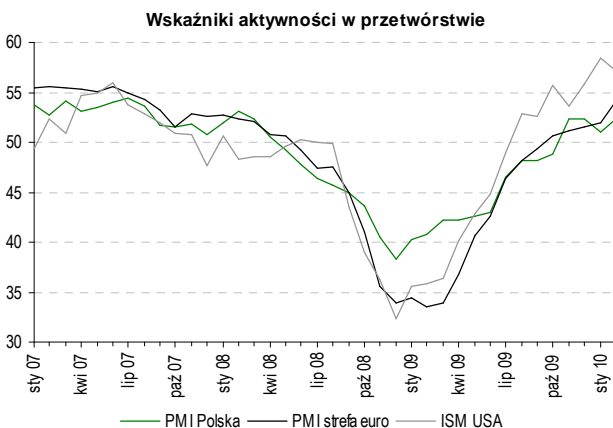
## Ostatni tydzień w gospodarce – Prognoza CPI MinFin i PKB za IV kw. nie zaskoczyły, odbicie PMI



MinFin podał, że przewiduje spadek inflacji w lutym do 3,0% r/r (0,3% m/m). Jest to zgodne z konsensem rynkowym i z naszą prognozą, chociaż różnimy się co do struktury wzrostu cen. Ceny użytkownika mieszkań i nośników energii wzrosły wg MinFin o 0,8% m/m (nasz szacunek 1%), a ceny obuwi i odzieży spadły o 1,1% m/m (nasz szacunek -1,7%). Na uwagę zasługuje także niewielki wzrost cen żywności o 0,1% m/m (nasz szacunek 0,4%), co implikowałoby dosyć wysoki poziom inflacji bazowej po wykluczeniu cen żywności i paliw.

Szacunki inflacji za luty są obciążone ryzykiem wynikającym ze zmiany struktury koszyka inflacyjnego, którą w połowie marca przeprowadzi GUS.

Zdaniem MinFin inflacja spadnie w marcu do 2,5%, a w lecie będzie poniżej 2%, co też pokrywa się z naszymi oczekiwaniami.



Indeks PMI dla polskiego sektora przetwórczego wyniósł w lutym 52,4 pkt (nasza prognoza: 51,9, konsensus: 51,5), powracając do poziomu z listopada i grudnia po jednorazowym spadku do 51 w styczniu. Poprawę zanotowały wszystkie komponenty indeksu, wskazując m.in. na wzrost produkcji oraz zamówień. Badanie wskazało też na malejącą skalę zwolnień w przedsiębiorstwach. Dane o PMI stwarzają ryzyko w górę dla naszej prognozy produkcji na luty (7% r/r).

Krajowe dane o wzroście PKB w IV kw. 2009 roku okazały się bardzo bliskie naszym szacunkom. Wzrost PKB w ostatnim kwartale minionego roku przyspieszył do 3,1 r/r z 1,7% w III kw. Wzrost inwestycji wyniósł 1,6% r/r, a wzrost konsumpcji prywatnej 2% r/r. Kontrybucja eksportu netto wyniosła 2,2 pp. Wkład zmiany zapasów wyniósł -0,2 pp. Dane za poprzednie kwartały nie zostały zrewidowane.

## Cytat tygodnia – Członkowie RPP przygotowują rynek na zmianę nastawienia?

## Sławomir Skrzypek, prezes NBP, Reuters, 3 III

RPP powinna zacząć myśleć o zacieśnianiu polityki pieniężnej patrząc na koniec horyzontu projekcji. Złoty ma wszelkie podstawy ekonomiczne, żeby być walutą stabilną i tak powinno pozostać.

## Anna Zielińska-Głębocka, członek RPP, PAP, 4 III

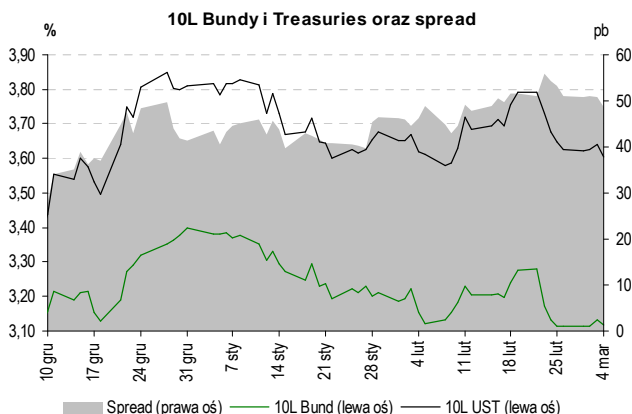
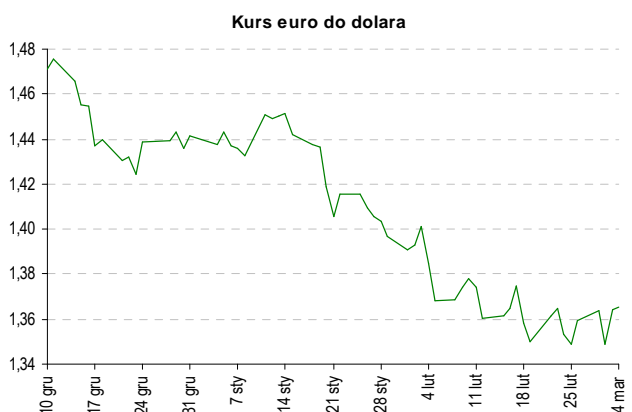
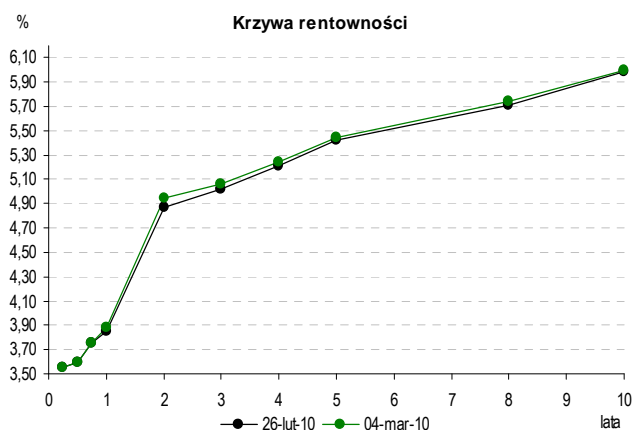
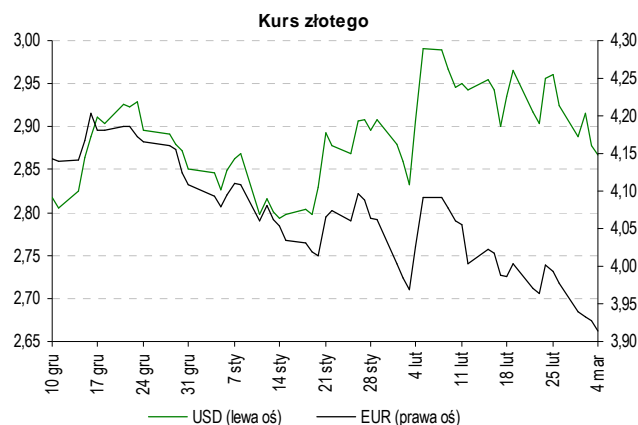
(...) osobiście zastanawiam się nad pozostawieniem decyzji o zapowiedzi zacieśnienia polityki monetarnej jeszcze miesiąc, dwa (...) to mogłyby być dwie niewielkie podwyżki, w II poł., czy w końcu roku.

## Adam Glapiński, członek RPP, PAP, 2 III

Trzeba pamiętać, że podwyżka stóp procentowych nie musi być poprzedzona zmianą nastawienia w polityce monetarnej. Już nie jestem tak przekonany jak byłem do niedawna, że z zacieśnieniem polityki monetarnej można poczekać do końca roku.

Wypowiedzi prezesa NBP Sławomira Skrzypka, który stwierdził, że RPP powinna myśleć o zacieśnianiu polityki pieniężnej, patrząc na dłuższy koniec horyzontu projekcji inflacji była już drugą tego typu w ostatnim okresie ze strony prezesa NBP, który nie był postrzegany jako zwolennik szybkich podwyżek stóp (podobnie jak Adam Glapiński, który również przedstawił podobną sugestię). Prezes NBP powiedział jednocześnie, że „złoty ma wszelkie podstawy ekonomiczne, żeby być walutą stabilną”. Tymczasem wzrost inflacji w projekcji NBP, na którą powołał się Skrzypek, wynika w dużym stopniu z założenia, że złoty będzie się osłabiał. Niewykluczone, że Rada celowo przyjęła taką strategię komunikacji, aby zapracować na „antyinflacyjną” reputację na początku kadencji. Jednak podejrzewamy, że jeśli aprecjacja złotego będzie kontynuowana, skłonność bankierów centralnych do szybkich podwyżek stóp może osłabnąć.

## Monitor rynku

**Złoty najmocniejszy od 15 miesięcy**

W minionym tygodniu doszło do silnego umocnienia złotego za sprawą jastrzębich komentarzy członków RPP (szczególnie prezesa NBP) i poprawy globalnych nastrojów po informacjach o działaniach oszczędnościowych w Grecji i dobrych danych z rynku pracy w USA. Kurs EURPLN pokonał istotny poziom wsparcia 3,90, a na koniec tygodnia spadł poniżej 3,87 wobec euro. W całym tygodniu złoty zyskał 1,8% do euro, najsilniej w regionie.

Choć złoty jest blisko wykupionych poziomów to przy jastrzębiej retoryce nowych członków RPP, korzystnej sytuacji fundamentalnej Polski, pozytywnych rekomendacjach dla złotego, wysoki poziom apetytu na ryzyko na świecie może opóźnić oczekiwaną przez nas korektę złotego w stronę 3,95-3,97. Wsparciem dla kursu EURPLN jest pasmo 3,85-3,87.

**Jastrzębia retoryka RPP podwyższa rynkowe stopy**

Po sporych spadkach rentowności w poprzednich tygodniach początek minionego przyniósł kontynuację tej tendencji, czemu sprzyjało dalsze umocnienie złotego. Jednak w reakcji na jastrzębi wydzwięk komentarzy członków RPP (szczególnie prezesa Skrzypka) doszło do osłabienia na krótkim końcu krzywej dochodowości, podczas gdy długi koniec krzywej pozostał dosyć stabilny. Z kolei stopy IRS wzrosły na całej krzywej. Doszło do dalszego obniżenia się poziomu spreadów asset swap na długim końcu.

Poprawa apetytu na ryzyko na świecie może wspierać długi koniec krzywej rentowności. W kierunku wzrostu stóp działałyby możliwa w niedługim czasie korekta złotego oraz dalsze jastrzębie komentarze członków RPP, które będą ważyć przede wszystkim na krótkim końcu krzywej.

**Dolar wciąż na mocnych poziomach wobec euro**

Na koniec tygodnia kurs EURUSD był jedynie nieznacznie niższy w porównaniu do poprzedniego piątku. W trakcie tygodnia doszło do sporych ruchów kursu w przedziale 1,344-1,374 wyznaczonym przez ważne techniczne poziomy. Początek tygodnia przyniósł osłabienie euro przy silnej wyprzedaży funta do dolara. Euro odreagowało po pozytywnych informacjach dot. Grecji. Koniec tygodnia to ponowne umocnienie dolara po komentarzach z EBC, sugerujących, że nie należy się spodziewać szybkich podwyżek stóp.

W tym tygodniu kurs EURUSD powinien pozostać we wspomnianym przedziale w obliczu niewielkiej liczby istotnych publikacji za granicą. Inwestorzy będą oczekiwać na dane o sprzedaży detalicznej i indeks Michigan w USA.

**Dosyć stabilnie na bazowych rynkach długu**

Na bazowych rynkach długu nie doszło do znaczących zmian w minionym tygodniu. Do niewielkiego wzrostu rentowności doszło w połowie tygodnia za sprawą zmniejszenia obaw o sytuację fiskalną w Grecji. Bundy traciły w absolutnym ujęciu i relatywnie do obligacji innych krajów strefy euro przy poprawie nastrojów na międzynarodowych rynkach. Dane o zatrudnieniu w USA przyczyniły się do dalszych spadków cen. W ciągu tygodnia rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów wzrosły do 3,68% i 3,17% z 3,62% i 3,11% tydzień wcześniej.

Po lepszych danych o zatrudnieniu w USA bazowe rynki długu mogą być pod presją na początku tygodnia. W kolejnych dniach rynki będą oczekiwały na dane z USA.

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

# Tygodnik ekonomiczny

8 – 14 marca 2010

W minionym tygodniu doszło do poprawy nastrojów na światowych rynkach, do czego przyczyniło się zmniejszenie obaw o sytuację fiskalną w Grecji po tym jak uchwaliła ona dodatkowy pakiet oszczędnościowy oraz w reakcji na lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy. Ponadto ton komentarzy prezesa EBC zasugerował, że stopy procentowe nie zostaną prędko podwyższone, a naszym zdaniem taka decyzja może zostać odłożona nawet do 2011 r. W zupełnie innym tonie utrzymane były wypowiedzi członków polskiej RPP, szczególnie prezesa NBP, który nie był dotychczas uważany za osobę skłoną do szybkich podwyżek stóp. Być może jastrzębi ton Rady wynika z chęci uzyskania „antyinflacyjnej” reputacji. Nie zmieniamy jednak zdania, że do podwyżek stóp powinno dojść pod koniec roku. Obok lepszych nastrojów na świecie to komentarze członków RPP miały kluczowy wpływ na krajowy rynek w tym tygodniu i przyczyniły się do silnej aprecjacji złotego (EURPLN poniżej 3,88 – najniższej do 15 miesięcy) oraz wzrostu stóp rynkowych, szczególnie na krótkim końcu. Dane o PKB za IV kw. nie zaskoczyły, z kolei indeks PMI za luty był pozytywną niespodzianką, wpływając korzystnie na ocenę perspektyw sektora przemysłowego.

W tym tygodniu rozpocznie się pierwsze dane z krajowej gospodarki za kolejny miesiąc, które powinny pokazać obniżenie deficytu obrotów bieżących za sprawą poprawy bilansu handlowego oraz dalszy spadek dynamiki podaży pieniądza. Oczekujemy, że choć początek tygodnia może być pod wpływem dobrych danych o zatrudnieniu w USA to dalsze dni mogą doprowadzić do korekty na rynku walutowym i realizacji zysków, czemu mogą sprzyjać oczekiwania na słabe dane dotyczące zachowań amerykańskich konsumentów publikowane pod koniec tygodnia. Ewentualne dalsze jastrzębie komentarze z RPP i słabszy złoty mogłyby negatywnie wpłynąć na rynek stopy.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

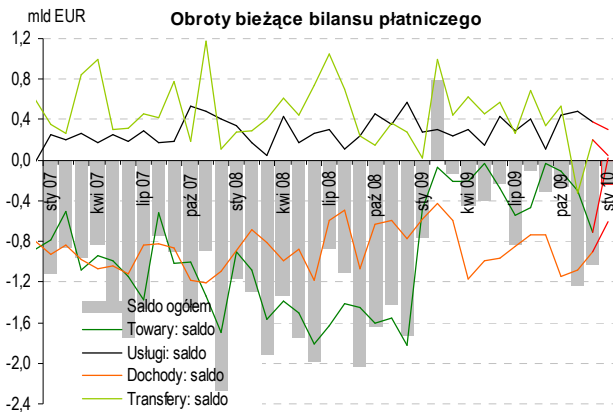
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (8 marca)</b>							
11:00	PL	Przetarg 52-tygodniowych bonów skarbowych o wartości 0,7-1 mld zł					
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	1,0	-	-2,6
<b>ŚRODA (10 marca)</b>							
8:00	DE	Eksport		% m/m	0,8	-	3,0
11:00	GB	Produkcja przemysłowa		% r/r	-3,0	-	-5,6
11:00	PL	Przetarg obligacji 2-letnich OK0712					
16:00	US	Zapasy hurtowe	I	%	0,2	-	-0,8
<b>CZWARTEK (11 marca)</b>							
14:00	CH	Spotkanie SNB – decyzja		%	0,25	-	0,25
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	I	tys.	454	-	469
14:30	US	Bilans handlowy	I	mld \$	-41	-	-40,18
<b>PIĄTEK (12 marca)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłu	I	% r/r	-1,9	-	-5,0
14:00	PL	Podaż pieniądza	II	% r/r	5,6	5,6	6,2
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	I	mIn €	-614	-232	-1034
14:00	PL	Eksport	I	mIn €	8443	8499	7978
14:00	PL	Import	I	mIn €	8481	8481	8689
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	-0,1	-	0,5
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	III	pkt	73,5	-	73,6

Źródło: BZ WBK, Dow Jones, Parkiet, Reuters

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363  
**Piotr Bujak** Starszy Ekonomista 022 586 8341  
**Piotr Bielski** Ekonomista 022 586 8333  
**Cezary Chrapek** Analityk 022 586 8342

e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

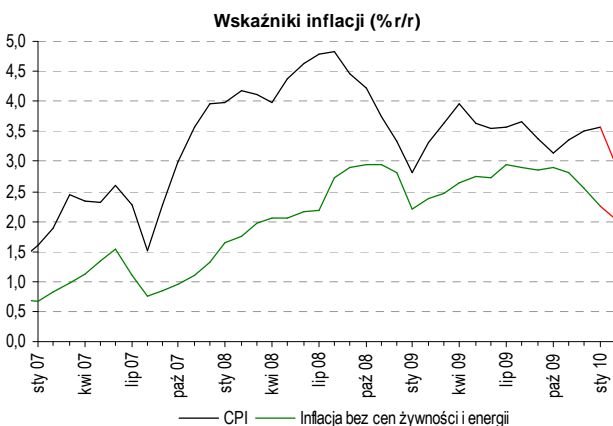
## Wydarzenia nowego tygodnia – Nowe dane z kraju



W tym tygodniu rozpocznie się seria publikacji danych z krajowej gospodarki za kolejny miesiąc. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym za styczeń pokażą spadek deficytu obrotów bieżących do ok. 230 mln €. Na to złoży się przede wszystkim wyraźna poprawa w handlu zagranicznym (lekko dodatnie saldo) przy silnym wzroście eksportu (15% r/r), co sugerują dobre dane o produkcji przemysłowej w styczniu, oraz sporym odreagowaniu dynamiki rocznej importu (ok. 8% r/r). Ponadto oczekujemy niewielkiego dodatniego salda transferów i poprawy salda dochodów.

Spodziewamy się także dalszego spadku dynamiki podaży pieniądza za sprawą wysokiej bazy w ub.r. będącej pod wpływem wycofywania środków z rynku akcji i lokowania środków przez gospodarstwa domowe na lokatach, czemu towarzyszyła wojna depozytowa banków.

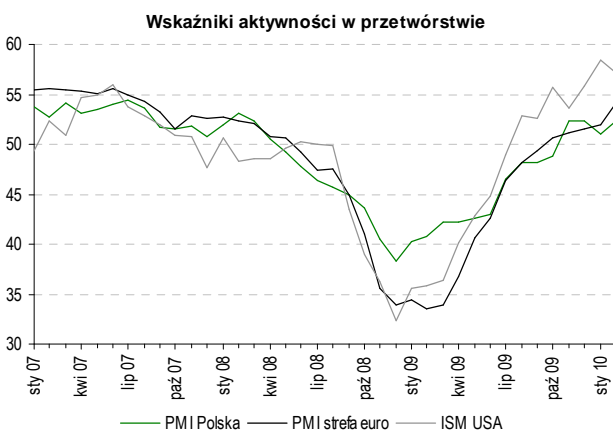
## Ostatni tydzień w gospodarce – Prognoza CPI MinFin i PKB za IV kw. nie zaskoczyły, odbicie PMI



MinFin podał, że przewiduje spadek inflacji w lutym do 3,0% r/r (0,3% m/m). Jest to zgodne z konsensem rynkowym i z naszą prognozą, chociaż różnimy się co do struktury wzrostu cen. Ceny użytkowania mieszkań i nośników energii wzrosły wg MinFin o 0,8% m/m (nasz szacunek 1%), a ceny obuwi i odzieży spadły o 1,1% m/m (nasz szacunek -1,7%). Na uwagę zasługuje także niewielki wzrost cen żywności o 0,1% m/m (nasz szacunek 0,4%), co implikowałoby dosyć wysoki poziom inflacji bazowej po wykluczeniu cen żywności i paliw.

Szacunki inflacji za luty są obciążone ryzykiem wynikającym ze zmiany struktury koszyka inflacyjnego, którą w połowie marca przeprowadzi GUS.

Zdaniem MinFin inflacja spadnie w marcu do 2,5%, a w lecie będzie poniżej 2%, co też pokrywa się z naszymi oczekiwaniami.



Indeks PMI dla polskiego sektora przetwórczego wyniósł w lutym 52,4 pkt (nasza prognoza: 51,9, konsensus: 51,5), powracając do poziomu z listopada i grudnia po jednorazowym spadku do 51 w styczniu. Poprawę zanotowały wszystkie komponenty indeksu, wskazując m.in. na wzrost produkcji oraz zamówień. Badanie wskazało też na malejącą skalę zwolnień w przedsiębiorstwach. Dane o PMI stwarzają ryzyko w górę dla naszej prognozy produkcji na luty (7% r/r).

Krajowe dane o wzroście PKB w IV kw. 2009 roku okazały się bardzo bliskie naszym szacunkom. Wzrost PKB w ostatnim kwartale minionego roku przyspieszył do 3,1 r/r z 1,7% w III kw. Wzrost inwestycji wyniósł 1,6% r/r, a wzrost konsumpcji prywatnej 2% r/r. Kontrybucja eksportu netto wyniosła 2,2 pp. Wkład zmiany zapasów wyniósł -0,2 pp. Dane za poprzednie kwartały nie zostały zrewidowane.

## Cytat tygodnia – Członkowie RPP przygotowują rynek na zmianę nastawienia?

## Sławomir Skrzypek, prezes NBP, Reuters, 3 III

RPP powinna zacząć myśleć o zacieśnianiu polityki pieniężnej patrząc na koniec horyzontu projekcji. Złoty ma wszelkie podstawy ekonomiczne, żeby być walutą stabilną i tak powinno pozostać.

## Anna Zielińska-Głębocka, członek RPP, PAP, 4 III

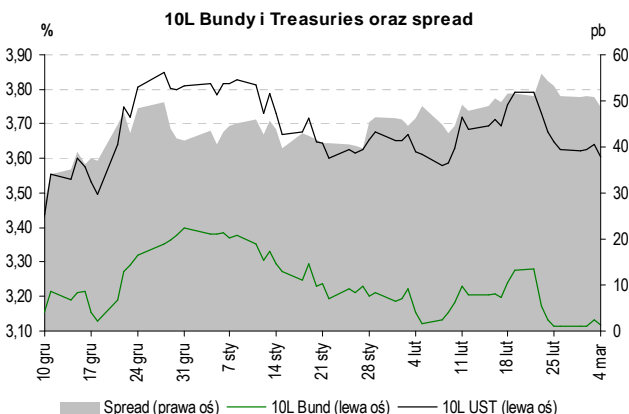
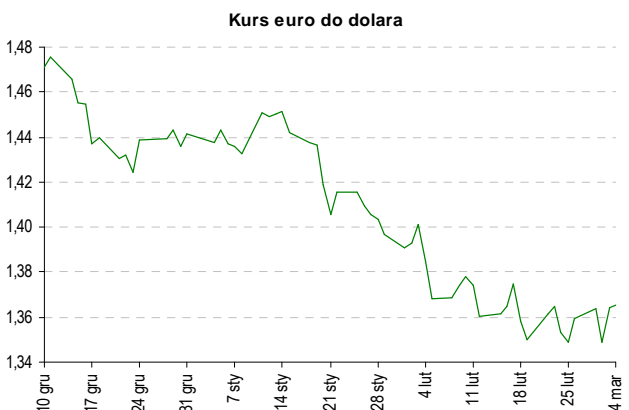
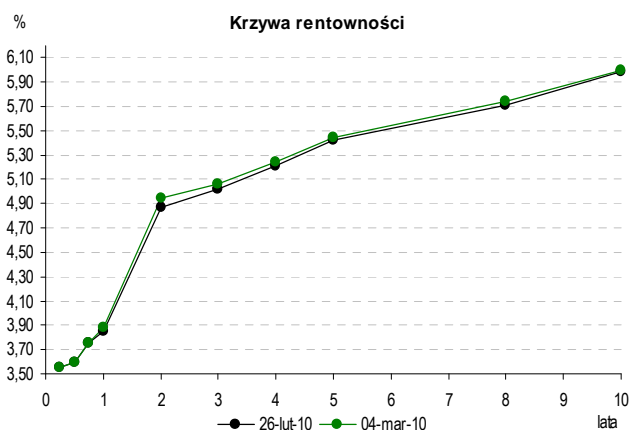
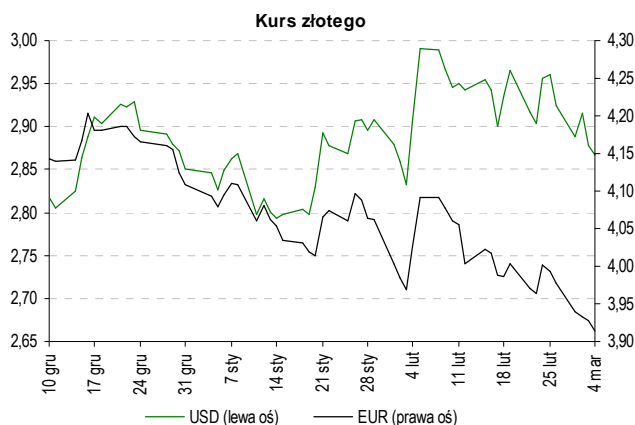
(...) osobiście zastanawiam się nad pozostawieniem decyzji o zapowiedzi zacieśnienia polityki monetarnej jeszcze miesiąc, dwa (...) to mogłyby być dwie niewielkie podwyżki, w II poł., czy w końcu roku.

## Adam Glapiński, członek RPP, PAP, 2 III

Trzeba pamiętać, że podwyżka stóp procentowych nie musi być poprzedzona zmianą nastawienia w polityce monetarnej. Już nie jestem tak przekonany jak byłem do niedawna, że z zacieśnieniem polityki monetarnej można poczekać do końca roku.

Wypowiedzi prezesa NBP Sławomira Skrzypka, który stwierdził, że RPP powinna myśleć o zacieśnianiu polityki pieniężnej, patrząc na dłuższy koniec horyzontu projekcji inflacji była już drugą tego typu w ostatnim okresie ze strony prezesa NBP, który nie był postrzegany jako zwolennik szybkich podwyżek stóp (podobnie jak Adam Glapiński, który również przedstawił podobną sugestię). Prezes NBP powiedział jednocześnie, że „złoty ma wszelkie podstawy ekonomiczne, żeby być walutą stabilną”. Tymczasem wzrost inflacji w projekcji NBP, na którą powołał się Skrzypek, wynika w dużym stopniu z założenia, że złoty będzie się osłabiał. Niewykluczone, że Rada celowo przyjęła taką strategię komunikacji, aby zapracować na „antyinflacyjną” reputację na początku kadencji. Jednak podejrzewamy, że jeśli aprecjacja złotego będzie kontynuowana, skłonność bankierów centralnych do szybkich podwyżek stóp może osłabnąć.

## Monitor rynku

**Złoty najmocniejszy od 15 miesięcy**

W minionym tygodniu doszło do silnego umocnienia złotego za sprawą jastrzębich komentarzy członków RPP (szczególnie prezesa NBP) i poprawy globalnych nastrojów po informacjach o działaniach oszczędnościowych w Grecji i dobrych danych z rynku pracy w USA. Kurs EURPLN pokonał istotny poziom wsparcia 3,90, a na koniec tygodnia spadł poniżej 3,87 wobec euro. W całym tygodniu złoty zyskał 1,8% do euro, najsilniej w regionie.

Choć złoty jest blisko wykupionych poziomów to przy jastrzębiej retoryce nowych członków RPP, korzystnej sytuacji fundamentalnej Polski, pozytywnych rekomendacjach dla złotego, wysoki poziom apetytu na ryzyko na świecie może opóźnić oczekiwaną przez nas korektę złotego w stronę 3,95-3,97. Wsparciem dla kursu EURPLN jest pasmo 3,85-3,87.

**Jastrzębia retoryka RPP podwyższa rynkowe stopy**

Po sporych spadkach rentowności w poprzednich tygodniach początek minionego przyniósł kontynuację tej tendencji, czemu sprzyjało dalsze umocnienie złotego. Jednak w reakcji na jastrzębi wydzwięk komentarzy członków RPP (szczególnie prezesa Skrzypka) doszło do osłabienia na krótkim końcu krzywej dochodowości, podczas gdy długi koniec krzywej pozostał dosyć stabilny. Z kolei stopy IRS wzrosły na całej krzywej. Doszło do dalszego obniżenia się poziomu spreadów asset swap na długim końcu.

Poprawa apetytu na ryzyko na świecie może wspierać długi koniec krzywej rentowności. W kierunku wzrostu stóp działałyby możliwa w niedługim czasie korekta złotego oraz dalsze jastrzębie komentarze członków RPP, które będą ważyć przede wszystkim na krótkim końcu krzywej.

**Dolar wciąż na mocnych poziomach wobec euro**

Na koniec tygodnia kurs EURUSD był jedynie nieznacznie niższy w porównaniu do poprzedniego piątku. W trakcie tygodnia doszło do sporych ruchów kursu w przedziale 1,344-1,374 wyznaczonym przez ważne techniczne poziomy. Początek tygodnia przyniósł osłabienie euro przy silnej wyprzedaży funta do dolara. Euro odreagowało po pozytywnych informacjach dot. Grecji. Koniec tygodnia to ponowne umocnienie dolara po komentarzach z EBC, sugerujących, że nie należy się spodziewać szybkich podwyżek stóp.

W tym tygodniu kurs EURUSD powinien pozostać we wspomnianym przedziale w obliczu niewielkiej liczby istotnych publikacji za granicą. Inwestorzy będą oczekiwać na dane o sprzedaży detalicznej i indeks Michigan w USA.

**Dosyć stabilnie na bazowych rynkach długu**

Na bazowych rynkach długu nie doszło do znaczących zmian w minionym tygodniu. Do niewielkiego wzrostu rentowności doszło w połowie tygodnia za sprawą zmniejszenia obaw o sytuację fiskalną w Grecji. Bundy traciły w absolutnym ujęciu i relatywnie do obligacji innych krajów strefy euro przy poprawie nastrojów na międzynarodowych rynkach. Dane o zatrudnieniu w USA przyczyniły się do dalszych spadków cen. W ciągu tygodnia rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów wzrosły do 3,68% i 3,17% z 3,62% i 3,11% tydzień wcześniej.

Po lepszych danych o zatrudnieniu w USA bazowe rynki długu mogą być pod presją na początku tygodnia. W kolejnych dniach rynki będą oczekiwały na dane z USA.

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