

# Tygodnik ekonomiczny

7 – 13 marca 2011

W minionym tygodniu najważniejszymi wątkami na globalnym rynku były sytuacja na Bliskim Wschodzie i konferencja po posiedzeniu EBC. Zapowiedź możliwości rozpoczęcia mediacji w Libii oraz wypowiedź Bernanke, że obecne ceny ropy nie są zagrożeniem dla gospodarki USA sprawiły, że po początkowym pogorszeniu, w dalszej części tygodnia nastrój na rynku był całkiem dobry. Sprzyjały temu też dobre dane makro ze świata (Chicago PMI, ISM, rynek pracy w USA). Euro wyraźnie zyskiwało wobec dolara, ponieważ w swoim przemówieniu przed Kongresem Ben Bernanke był bardzo „gołębi”, natomiast ton komunikatu EBC oraz Trichet na konferencji byli bardziej „jastrzębi” niż oczekiwano. Prezes EBC zasugerował nawet, że podwyżka stóp może nastąpić już w kwietniu. Krajowy rynek był głównie pod wpływem decyzji RPP. Tak jak oczekiwaliśmy stóp nie zmieniono, ale reakcja rynku długu była skromniejsza niż zakładaliśmy. Brak podwyżki stóp przez RPP i umocnienie euro wobec walut na świecie sprawiły, że złoty znalazł się pod presją w ostatnich dniach tygodnia. Na rynek nie wpłynął zaskakujący spadek krajowego indeksu PMI dla przemysłu. W szczegółach indeksu niepokój budzi utrzymanie się wskaźników cenowych na podwyższonym poziomie.

Spośród danych publikowanych w tym tygodniu za granicą kluczowe będą piątkowe informacje z USA nt. sprzedaży detalicznej i nastrojów konsumentów. Ciekaw będzie też jaką decyzję podejmie Bank Anglii. Wzrost oczekiwań na podwyżkę stóp przez EBC może zwiększyć oczekiwania, że polska RPP, podkreślająca znaczenie decyzji głównych banków centralnych, może już na kwietniowym posiedzeniu zacieśnić politykę pieniężną. Jest to potencjalny czynnik, który może działać w stronę umocnienia złotego i wzrostu rentowności na rynku długu w tym tygodniu (i miesiącu). Poza tym, w poniedziałek NBP opublikuje *Raport o inflacji*, a ponadto w tygodniu po posiedzeniu Rady bardzo możliwe, że pojawią się wypowiedzi jej członków. Impulsem dla krajowego rynku mogą być dane o inflacji w Czechach i na Węgrzech publikowane w środę i piątek. Początek tygodnia będzie naszym zdaniem spokojny.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (7 marca)</b>							
9:00	PL	Raport o inflacji NBP					
10:30	EZ	Indeks Sentix	III	pkt	15,5	-	16,7
11:00	PL	Przetarg bonów 51-tyg. wartych 0,5-0,9 mld zł					
<b>WTOREK (8 marca)</b>							
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	2,2	-	-3,4
<b>ŚRODA (9 marca)</b>							
11:00	PL	Aukcja obligacji OK0113					
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	1,7	-	-1,5
16:00	US	Zapasy hurtowników	I	% m/m	0,9	-	1,0
<b>CZWARTEK (10 marca)</b>							
3:00	CN	Bilans handlowy	II	mld \$	4,9	-	6,5
8:00	DE	Eksport	I	% m/m	0,7	-	0,5
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii		%	0,5	-	0,5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	373	-	368
14:30	US	Bilans handlowy	I	mld \$	-41,3	-	-40,6
<b>PIĄTEK (11 marca)</b>							
3:00	CN	CPI	II	% r/r	4,8	-	4,9
3:00	CN	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	13,0	-	13,5
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wyłączeniu samochodów	II	% m/m	0,6	-	0,3
15:55	US	Wstępny indeks Michigan	III	pkt	76,8	-	77,5

Źródło: BZ WBK, Bloomberg, Reuters

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

**Piotr Bujak** Starszy Ekonomista 022 586 8341

**Piotr Bielski** Starszy Ekonomista 022 586 8333

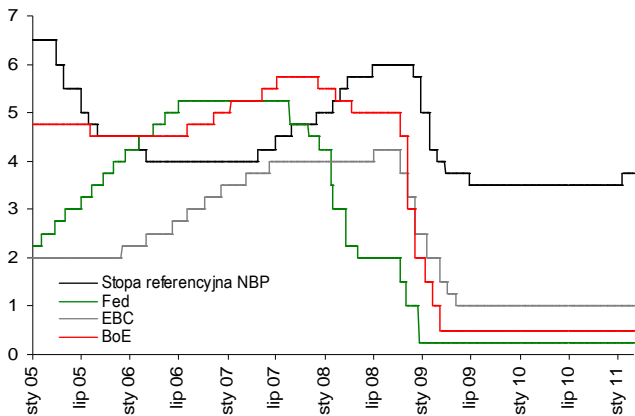
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

**Marcin Sulewski** Analityk 022 586 8342

**Marcin Luziński** Młodszy Analityk

## Wydarzenia nowego tygodnia – Dane z zagranicy

Stopy procentowe NBP, Fed, EBC i BoE



- W tym tygodniu nie poznamy nowych danych z krajowej gospodarki, a publikacje ważnych dla rynku danych za granicą kumulują się w drugiej części tygodnia. Decyzję o stopach podejmie Bank Anglii.
- Z krajowych wydarzeń warto zwrócić uwagę na poniedziałkową publikację Raportu o inflacji, który będzie zawierał szczegóły projekcji inflacji i wyniki głosowań z poprzednich posiedzeń. Można się też spodziewać wypowiedzi członków RPP, które będą ciekawe szczególnie w kontekście wyniku posiedzenia EBC.
- Spośród wszystkich dni tygodnia najbardziej ciekawie zapowiada się piątek, gdy poznamy dane o chińskiej inflacji i produkcji przemysłowej, które będą wskazówką co do decyzji tamtejszego banku centralnego, ale kluczowe dla globalnych rynków będą dane z USA nt. sprzedaży detalicznej i nastrojów konsumentów.

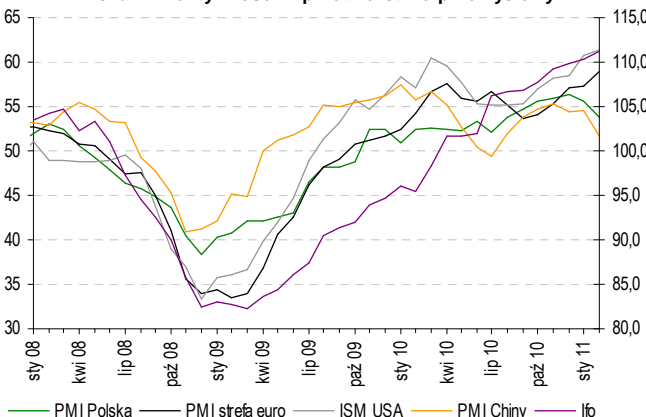
## Ostatni tydzień w gospodarce – PMI rozczarował, decyzja RPP zgodnie z oczekiwaniami

Projekcje NBP kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB			
	Lut 10	Cze 10	Paź 10	Lut 11
2011	1,8-4,0	3,3-5,9	3,3-5,5	3,3-5,1
2012	1,9-4,3	2,2-5,0	2,8-5,5	2,3-4,8
2013	-	-	-	1,7-4,4
	Inflacja CPI			
	Lut 10	Cze 10	Paź 10	Lut 11
2011	1,7-3,1	2,1-3,3	2,5-3,5	2,8-3,7
2012	2,6-4,6	2,2-3,7	2,4-3,7	2,2-3,4
2013	-	-	-	2,1-3,7

- Na marcowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian, co było zgodne z naszą prognozą.
- Zaznaczono, że wzrost CPI wyraźnie powyżej celu NBP wynikał z działania czynników egzogenicznych, ale odnotowano też wzrost inflacji bazowej (wg wstępnych szacunków) oraz podwyższenie oczekiwań inflacyjnych.
- RPP nie dała wskazówek, kiedy można spodziewać się kolejnego zacieśnienia polityki pieniężnej. W ciągu tego miesiąca nie zmniejszy się niepewność dotycząca popytu konsumpcyjnego i inwestycji, a publikowane dane z rynku pracy pokażą naszym zdaniem lekkie obniżenie dynamiki płac. Wciąż prognozujemy jeszcze trzy podwyżki stóp procentowych po 25 pb, kolejną w II kw., może nawet już w kwietniu, zwłaszcza przy wzroście inflacji i w kontekście spodziewanej podwyżki przez EBC.

Wskaźniki aktywności w przetwórstwie przemysłowym



- PMI dla polskiego przemysłu spadł niespodziewanie w lutym do 53,8 pkt., co stwarza ryzyko, że lutowa produkcja przemysłowa może być niższa od naszej prognozy 11,2% r/r. Drugi z rzędu spadek wynika z niższego tempa wzrostu nowych zamówień i dalszego spadku dynamiki produkcji przemysłowej. Wzrost zatrudnienia pozwolił ograniczyć zaległości produkcyjne. Dane wspierają naszą prognozę spadku stopy bezrobocia i odbicia w inwestycjach. Silnie wzrósł wskaźnik dynamiki cen wyrobów gotowych (do najwyższego poziomu od maja 2004 r.) Wskaźnik kosztów produkcji utrzymał się blisko styczniowego rekordu.
- Dane o PKB za IV kw. 2010 r. były bliskie naszym szacunkom opartym o wstępne dane za cały 2010. PKB wzrósł o 4,4 r/r, niewiele mniej niż szacowaliśmy. GUS nie dokonał rewizji danych za poprzednie kwartały. Dane nie zmieniają naszych prognoz dla PKB w tym roku.

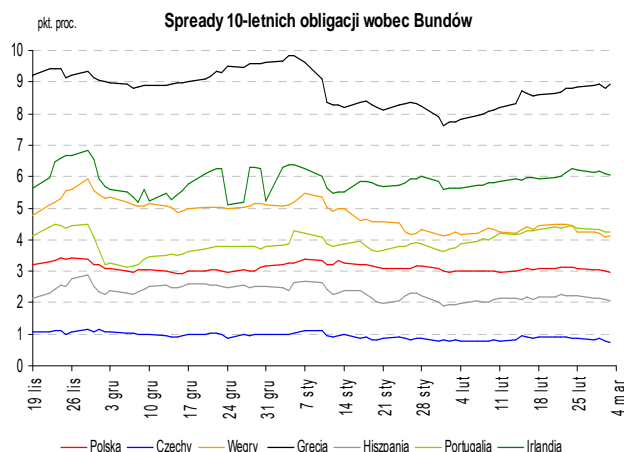
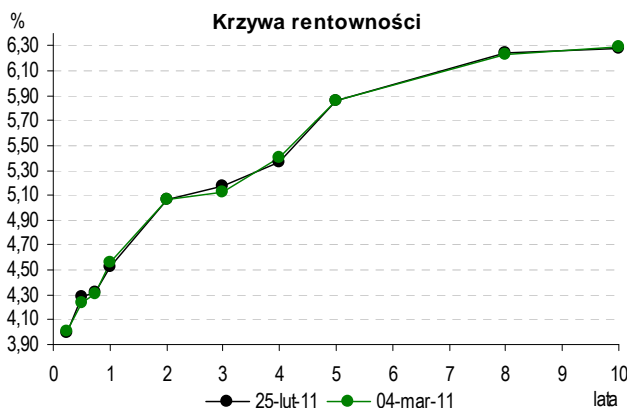
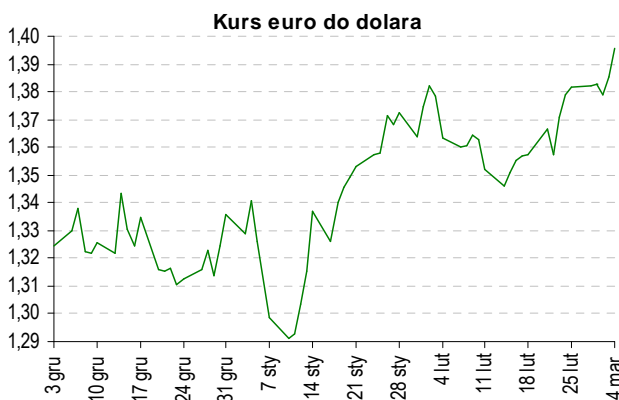
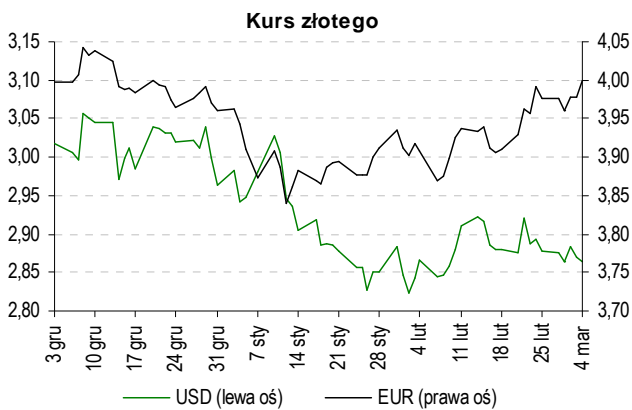
## Cytat tygodnia – Czy komunikat RPP jest aktualny po posiedzeniu EBC?

## Fragment komunikatu z posiedzenia RPP

Utrzymaniu relatywnie wysokiej dynamiki wzrostu gospodarczego sprzyjało szybkie tempo wzrostu konsumpcji. Było ono wspierane przez wzrost zatrudnienia i przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń w gospodarce. Podwyższało je także przesuwanie części zakupów przez gospodarstwa domowe w celu uniknięcia wyższych stawek VAT od stycznia br. Na niskim poziomie pozostał natomiast wzrost inwestycji. (...) Rada uznała jednak, że dokonane w styczniu podwyższenie stóp procentowych wraz z niepewnością dotyczącą trwałości przyspieszenia popytu konsumpcyjnego oraz brakiem sygnałów wyraźnego ożywienia inwestycji, a także utrzymująca się umiarkowana presja płacowa w sektorze przedsiębiorstw i dalszy wzrost bezrobocia zmniejszają ryzyko utrwalenia się inflacji powyżej celu inflacyjnego w średnim okresie. W związku z tym, Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie.

Na konferencji prasowej prezes NBP, Marek Belka, ponownie podkreślił, że choć styczniowa podwyżka była początkiem cyklu, to częstotliwość kolejnych kroków w kierunku zacieśnienia polityki pieniężnej nie jest zdefiniowana. Zmiana tonu EBC sprawia, że bardziej prawdopodobna jest podwyżka już na kwietniowym posiedzeniu RPP. Warto przypomnieć fragment opisu dyskusji na styczniowym posiedzeniu Rady. Większość członków uważała wówczas, że styczniowa podwyżka była początkiem cyklu, którego skala i tempo będą uzależnione od danych. Natomiast zdaniem niektórych członków trudno było ocenić czy konieczne będzie dalsze zacieśnienia i powinno się w decyzjach uwzględnić politykę pieniężną EBC, który „może rozpocząć podwyższenie stóp dopiero w drugiej połowie 2011 r.”. Ten ostatni fragment wydaje się już nieaktualny.

## Monitor rynku



## Potencjał do umocnienia złotego

W minionym tygodniu złoty osłabił się do euro, a dzięki silnemu wzrostowi EURUSD umocnił się wobec dolara. Na wzrost kursu EURPLN wpływ miało rozczarowanie rynku spowodowane brakiem podwyżki stóp przez RPP i bardzo wyraźne umocnienie euro wobec głównych walut. Nie bez znaczenia był też czynnik regionalny. Rynek rozczarował się niskim poziomem szczegółowości węgierskiego planu reform fiskalnych obniżających jego wiarygodność. Słabnący forint pociągnął za sobą złotego. W tym tygodniu kluczowe dla krajowej waluty będą wydarzenia za granicą. Sądzymy, że kurs EURPLN nie przebieje testowanego poziomu oporu na ok. 3,99 i wobec oczekiwanego przez nas utrzymania się dobrego nastroju na rynku spadnie w kierunku 3,95. Poza tym, rynek może zwrócić uwagę, że wzrost prawdopodobieństwa podwyżki stóp przez EBC to także większe szanse na podwyżki w Polsce i może to zostać wyraźniej odzwierciedlone w notowaniach złotego. Istotnymi czynnikami ryzyka będą dane o CPI w Czechach i na Węgrzech oraz piątkowe spotkanie liderów strefy euro.

Kurs EURUSD wzrósł wyraźnie w minionym tygodniu. Na korzyść euro działały gołębie słowa Bena Bernanke, który nie wykluczył możliwości rozpoczęcia kolejnego programu stymulacji pieniężnej gospodarki USA oraz dużo bardziej jastrzębi niż oczekiwano komunikat EBC. Również prezes Trichet, który na konferencji prasowej powiedział, że w kwietniu może zostać podjęta decyzja o podniesieniu stóp procentowych przyczynił się do umocnienia wspólnej waluty. W piątek kurs dotarł do kolejnego oporu na ok. 1,40, ale po danych z USA nastąpiło odbicie i gwałtowny spadek do 1,395. Przedział wahań na ten tydzień to 1,375 – 1,40. Kolejny opór to 1,412.

## Krzywa rentowności w górę

W minionym tygodniu krajowa krzywa rentowności nie zmieniła się w znaczący sposób. Pierwsze dni przyniosły spadek rentowności na długim końcu, co było wynikiem podania przez MinFin planów emisji obligacji w marcu, w którym zabrakło papierów 10-letnich. Krótki koniec krzywej był stabilny do momentu ogłoszenia decyzji RPP. Brak podwyżki spowodował spadek rentowności o ok. 4-5 pb. W kolejnych dniach krajowy dług stracił wobec wzrostu rentowności za granicą w wyniku jastrzębiego tonu EBC. Jeśli w tym tygodniu pojawią się wypowiedzi członków RPP nawiązujące do wyników głosowania na ostatnim posiedzeniu oraz raportu o inflacji, to będą one raczej jastrzębie, stąd naszym zdaniem jest potencjał do wzrostu rentowności, głównie na krótkim końcu krzywej.

Rentowności na bazowych rynkach długu zanotowały wyraźny wzrost na przestrzeni minionego tygodnia. Było to wynikiem wycenienia wcześniejszych niż się dotychczas spodziewano podwyżek stóp w strefie euro. Rentowności Bundów wzrosły o 15 pb, a Treasuries podążając za obligacjami niemieckimi o 10 pb.

Spready obligacji państw grupy PIIGS do 10-letnich Bundów spadły wyraźnie w minionym tygodniu z powodu zdecydowanego wzrostu rentowności Bundów. Rynek był głównie skupiony na sytuacji na Bliskim Wschodzie i na posiedzeniu EBC, stąd mniejsze zainteresowanie tym co dzieje się na rynku długu peryferyjnej Europy. W piątek odbędzie się spotkanie liderów strefy euro i może to być pretekst do tego, aby inwestorzy zwrócili swoją uwagę na południe Europy. Grecja zaoferuje we wtorek 6-miesięczne bony skarbowe warte 1,25 mld €, a Portugalia spróbuje sprzedać w środę 2-letnie obligacje za 700-1000 mln €, po tym jak w minionym tygodniu osiągnęły one najwyższą rentowność od 10 miesięcy.

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