

## Makroekonomia

### Inflacja w lutym zgodna z oczekiwaniami

*Inflacja w lutym wyniosła 1,9% r/r, przy inflacji netto na poziomie 1,7%*

*Ze względu na rosnące ceny paliw wskaźnik CPI może wzrosnąć w marcu do 2,2-2,3%*

Według danych GUS ceny towarów konsumpcyjnych i usług wzrosły w lutym o 0,3% wobec stycznia, co dało roczny wskaźnik CPI na poziomie 1,9% (BRE=1,9%, k=1,9%). Jednocześnie GUS na podstawie nowych wag towarów w koszyku inflacji skorygował roczny wskaźnik CPI za styczeń z 1,7% do 1,6%. Według naszych wstępnych szacunków inflacja netto wyniosła w styczniu 1,6%, a w lutym 1,7% r/r. Warto przy tym zwrócić uwagę, że w przypadku większości kategorii wchodzących w skład koszyka inflacji netto ceny rosły szybciej niż w analogicznym miesiącu zeszłego roku. Z kolei w kategorii „odzież i obuwie”, w której deflacyjny efekt globalizacji jest najbardziej widoczny tempo spadku było mniejsze niż w lutym zeszłego roku.

**Opublikowane dane potwierdzają, że presja inflacyjna w gospodarce stopniowo narasta, choć tempo wzrostu cen jest cały czas bardzo wolne.** Gdyby nie korzystne efekty bazy w kwietniu i lipcu, inflacja netto przy obecnym tempie wzrostu mogłaby na koniec roku osiągnąć poziom 2,3%, natomiast ze względu na wspomniane efekty będzie równa najprawdopodobniej ok. 1,7-1,8%. **Z uwagi na rosnące ceny paliw i żywności inflacja CPI będzie w najbliższych miesiącach kształtowała się wyżej niż inflacja netto.** Według naszej prognozy roczny CPI w marcu może wynieść 2,2-2,3%, w kwietniu 1,9%, a w maju 1,7-1,8%. Na koniec roku CPI powinien ukształtować się na poziomie ok. 2,3%.

**Wczorajsze komentarze członków RPP można uznać za zgodne z ocenami przedstawianymi wcześniej.** H. Wasilewska-Trenkner sądzi, że bilans ryzyk dla inflacji jest bardzo asymetryczny a na koniec roku inflacja może wzrosnąć do 2,5%. Nie zgadza się z tym M. Pietrewicz, który twierdzi, że poziom 2,5% w tym roku nie zostanie osiągnięty a bieżące zawirowania na rynkach finansowych mają charakter krótkotrwały i nie będą miały istotnego znaczenia dla inflacji. J. Czekaj natomiast uznał, że wczorajsze dane nie zmieniają w żadnym stopniu perspektyw inflacyjnych a lepsza ocena tych perspektyw, w tym stopień przełożenia wysokiego wzrostu gospodarczego na presję inflacyjną, będzie możliwa w kwietniu, po przygotowaniu kolejnej projekcji inflacyjnej.

Sądzimy, że RPP weźmie pod uwagę fakt, iż wzrost inflacji wynika głównie z czynników o charakterze podażowym i uwzględniając niski poziom inflacji netto nie zdecyduje się na podwyżki stóp w tym roku.

### Wysoki deficyt C/A w styczniu

Według danych NBP deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł w styczniu 678 mln EUR (k=-300 mln, prognoza BRE = -136 mln EUR). Oznacza to, że w relacji do PKB deficyt na rachunku obrotów bieżących wzrósł do 2,2%. **Ukształtowanie się salda C/A drugi**

*Wysoki deficyt handlowy w styczniu wynikał ze słabszych wyników eksportu*

miesiąc z rzędu na tak niskim poziomie jest związane z wysokim deficytem handlowym 387 mln euro i zwiększeniem ujemnego salda dochodów do -771 mln euro. Wysoki deficyt handlowy jest związany ze słabszymi wynikami eksportu (roczna dynamika 15,5%) i zachowaniem wysokiej dynamiki importu (21,3%). Jak wskazuje NBP na wysokość ujemnego salda dochodów w styczniu 2007 r. wpłynęły przede wszystkim dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich z tytułu ich zaangażowania kapitałowego w polskich podmiotach w wysokości 650 mln EUR, (w tym: wypłacone dywidendy - 306 mln EUR, reinwestowane zyski - 304 mln EUR i odsetki zapłacone od kredytów otrzymanych - 40 mln EUR). W styczniu 2007 r. saldo transferów z Unią Europejską było dodatnie i wyniosło 116 mln EUR.

*Relacja C/A do PKB może się powoli pogarszać*

**W kolejnych miesiącach spodziewamy się kontynuacji wysokich dynamik importu, co związane będzie z ożywieniem gospodarczym i wysoką importochłonnością inwestycji** oraz zachowania „przyzwoitych” wzrostów eksportu. Wypadkową tego procesu może być umiarkowane pogorszenie relacji deficytu obrotów bieżących do PKB.

## **Podaż pieniądza w lutym**

Podaż pieniądza (M3) na koniec lutego wynosiła 490,5 mld PLN i była o 17,9% wyższa niż przed rokiem. Wzrost jest niższy od oczekiwań (prognoza BRE 19,3%; konsensus 18,7%) oraz od wzrostu w styczniu (19,4%). **W najważniejszych kategoriach – depozyty i kredyty gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw nie widać jednak oznak spowolnienia – roczne dynamiki w tych 4 kategoriach były wyższe niż w styczniu.** Niższy wzrost łącznej podaży pieniądza jest związany z wolniejszym wzrostem w mniej istotnych kategoriach – m.in. depozytów niemonetarnych instytucji finansowych, czy pozostałych składników M3.

**Nadal rośnie dynamika kredytów dla gospodarstw domowych** – w lutym wyniosła ona 38% (wzrost zadłużenia o 3,1 mld w ciągu miesiąca). **Towarzyszą temu stopniowo rosące depozyty (12,0% r/r), co zważywszy na oczekiwany wzrost dochodów gospodarstw domowych można uznać za trwałą tendencję.** Odwrotna sytuacja ma miejsce w przypadku przedsiębiorstw – roczna dynamika depozytów wzrosła już do 30,5% (depozyty przedsiębiorstw wynoszą już 126,1 mld PLN), jednocześnie zwiększa się akcja kredytowa dla przedsiębiorstw (15,1% r/r), co po raz kolejny potwierdza utrzymującą się doskonałą kondycję finansową przedsiębiorstw oraz wysoką aktywność inwestycyjną.

## **Dziś dane z rynku pracy**

O 14.00 GUS opublikuje dane o przeciętnym wynagrodzeniu i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw w lutym. **Wg naszej prognozy płace wzrosły w lutym o 4,8% r/r, wyraźnie poniżej konsensusu (6,5%)** – wynika to z wysokiej bazy za ub. rok. W lutym 2006 r. wypłacano wysokie premie w górnictwie, **sądzimy, że wzrost wynagrodzeń oczyszczony z tego efektu był zbliżony do trendu z poprzednich miesięcy i wyniósł ok. 6,5%.** Wzrost zatrudnienia natomiast wyniósł wg nas 3,9% r/r, co jest zgodne z medianą oczekiwań.

## Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,9031	2,9583

**Dzisiejsze poziomy otwarcia:** EUR/USD 1,3216, EUR/PLN 3,8874 USD/PLN 2,9413 (-19,13% wzg. koszyka).

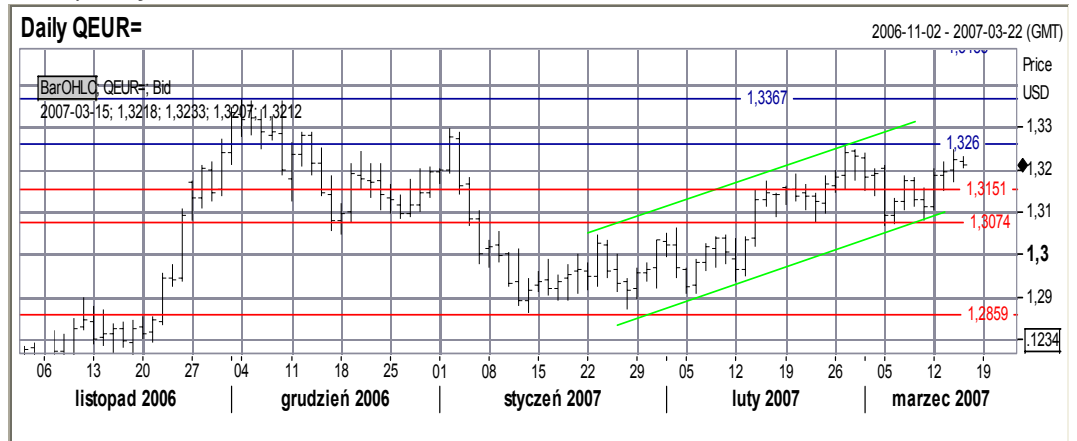
*Dolar nieznacznie mocniejszy wobec jena na poziomie 117,03. Powód umocnienia to spekulacyjne zakupy dolara powodowane danymi o zapasach w Stanach i zmniejszeniem prawdopodobieństwa rychłych obniżek stóp. Nadal jednak brak wyraźnego kierunku na nadchodzące dni. Prawdopodobny trading w przedziale 116-118. Inwestorzy oczekują na dane o PPI dla Stanów. Niepewna jest jednak interpretacja wysokiego wskaźnika. Skłaniamy się ku stwierdzeniu, że wyższy PPI zadziała w tym przypadku przeciw dolarowi zwiększając szansę na odbicie inflacji i powodując spadek cen akcji.*

Dolar słabszy wobec euro i ponownie handlowany powyżej 1,32. Należy jednak pamiętać, że relacja EUR/USD zeszała w ostatnim czasie na drugi plan i podlega raczej relacjom krzyżowym, podczas gdy o sil/słabości dolara decyduje trading na jenie. Czynniki które decydują o sile waluty amerykańskiej wobec jena to curry trades, globalna awersja do ryzyka itd. Te same czynniki będą w najbliższym czasie determinować kursy walut krajów rozwijających się, w tym polskiego złotego.

### Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Testowanie wsparcia na poziomie 1,307 mało prawdopodobne. Bardziej prawdopodobna kontynuacja osłabienia dolara i testowanie oporu na poziomie 1,326. Kierunek mogą nadać dane o PPI, później indeks FED Filadelfia.

wsparcie	opór
1,3074	1,326
1,2859	1,337
1,2685	1,348



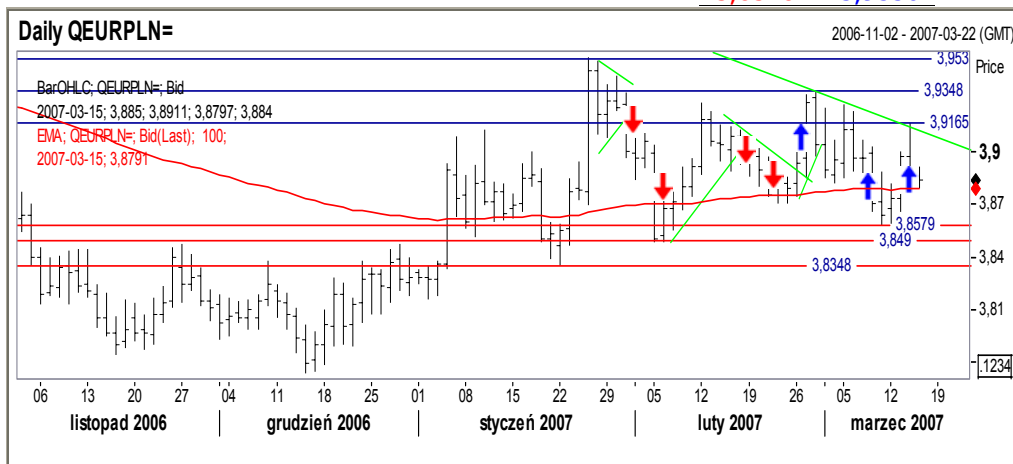
Źródło: Reuters

### Krótkoterminowe prognozy, Złoty

EURPLN		
SPOT	2,9399	2,9449
ATM		
BID		ASK
1 W	6,40	7,40
1 M	6,70	7,70
2 M	6,50	7,50
3 M	6,50	7,50
6 M	6,65	7,35
1 Y	6,65	7,35
DELTA = 25		
1 M		1 Y
RR	1,30	1,42
Fly	0,30	0,40

Złoty nie przełamał wczoraj oporu powyżej 3,916 i nadal znajduje się w dość płaskim trendzie aprecjacyjnym. Wsparcie dla złotego dopiero w okolicach 3,857. Opór powyżej 3,91.

wsparcie	opór
3,8579	3,9165
3,849	3,9318
3,8318	3,9530

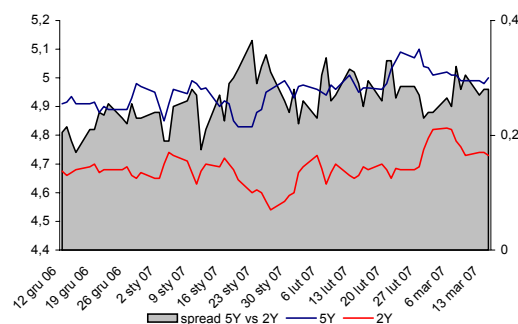
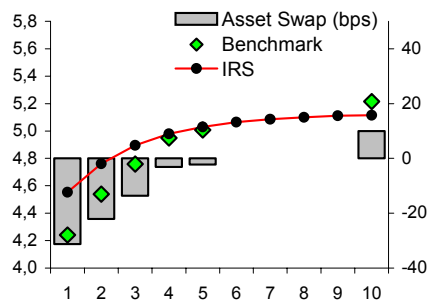


Źródło: Reuters

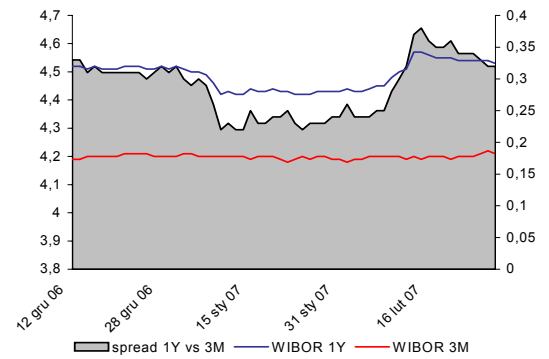
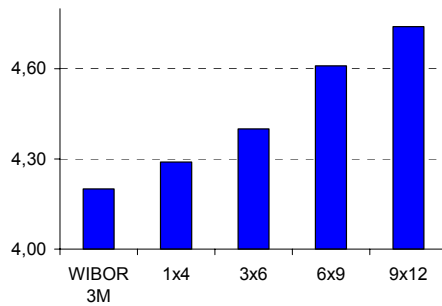
USDPLN		
SPOT	3,8856	3,8907
ATM		
BID		ASK
1 W	8,40	9,40
1 M	8,40	9,40
2 M	8,40	9,40
3 M	8,40	9,40
6 M	8,55	9,25
1 Y	8,55	9,25
DELTA = 25		
1 M		1 Y
RR	1,30	1,35
Fly	0,40	0,65

### Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	4,50	4,60
2Y	4,71	4,81
3Y	4,85	4,95
4Y	4,93	5,03
5Y	4,98	5,08
6Y	5,02	5,12
7Y	5,04	5,14
8Y	5,05	5,15
9Y	5,06	5,16
10Y	5,07	5,17



depo	BID	ASK
ON	3,94	4,10
1M	3,98	4,11
3M	4,02	4,20
FRA	BID	ASK
1x2	4,13	4,18
1x4	4,23	4,29
3x6	4,34	4,40
6x9	4,55	4,61
9x12	4,68	4,74



**Najważniejsze wydarzenia i publikacje danych makroekonomicznych czwartek, 15 marca 2007**

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPZEDNIO
EMU	11:00	Inflacja r/r	Luty	-	1,8%	1,8%
USA	13:30	Ceny produkcji	Luty	-	0,5%	-0,6%
USA	13:30	Liczba nowych bezrobotnych	10 marca	-	330 tys.	328 tys.
Polska	14:00	Wynagrodzenia w przeds.	Luty	<b>4,8%</b>	6,5%	7,8%
Polska	14:00	Zatrudnienie w przeds.	Luty	<b>3,9%</b>	3,9%	3,8%
Szwajcaria	14:00	Decyzja SNB	-	<b>2,25%</b>	2,25%	2,0%
USA	17:00	Indeks Fed z Filadelfii	Marzec	-	4,0	0,6
USA	17:30	Wystąpienie byłego prezesa FED, Alana Greenspana				

**UWAGA!**

*NINIEJSZE OPRACOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW POPARTEJ INFORMACJAMI Z KOMPETENTNYCH RYNKOWYCH ŹRÓDEŁ, JEDNAKŻE NIE MOŻEMY GWARANTOWAĆ ICH PEŁNEJ WIARYGODNOŚCI I KOMPLETNOŚCI. WSZELKIE OCENY ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE WYRAŻAJĄ NASZE OPINIE W DNIU WYDANIA RAPORTU. BANK NIE PONOSI ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SKUTKI DECYZJI PODJĘTYCH NA PODSTAWIE POWYŻSZEGO OPRACOWANIA I ZAWARTYCH W NIM TREŚCI. KWOTOWANIA ZAWARTE W DOKUMENCIE SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY, NIE SĄ ZATEM OFERTĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY WYMIENIONYCH W NIM INSTRUMENTÓW ANI TEŻ PROPOZYCJĄ DOKONANIA JAKIEJKOLWIEK INWESTYCJI. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIĄ ZGODĄ AUTORÓW.*