

# Tygodnik ekonomiczny

10 stycznia – 16 stycznia 2005

W tym tygodniu ponownie liczba istotnych wydarzeń ekonomicznych oraz publikacji danych statystycznych w Polsce będzie bardzo ograniczona. Piątkowe dane o podaży pieniądza nie powinny wpłynąć na rynek, który będzie oczekiwał na ważniejsze z punktu widzenia polityki pieniężnej informacje o grudniowym poziomie inflacji, zatrudnienia i płac (zaplanowane na 17 stycznia). Oczekujemy, że podaż pieniądza M3 wzrosła w grudniu o 6,8% r/r (konsensus rynkowy wynosi 6,5%).

W minionym tygodniu najciekawszą informacją na polskim rynku był komunikat o wykupie długu Klubu Paryskiego. Według agencji ratingowych operacja ta nie wpłynie na ocenę wiarygodności polskiej gospodarki.

Dane o zatrudnieniu w sektorze pozarolniczym w USA za grudzień były nieco niższe od oczekiwań, ale wyniki za poprzednie dwa miesiące zostały zrewidowane w górę w sumie o 34 tysiące. Dane były neutralne dla rynku, a w ubiegłym tygodniu euro kontynuowało spadek wartości w stosunku do dolara z rekordowo wysokich poziomów odnotowanych w grudniu. Możliwe jest, że wspólna waluta nadal pozostanie w najbliższym czasie pod presją.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (10 stycznia)</b>							
11:00	POL	Aukcja 52- oraz 13 tyg. bonów skarbowych – 600 mln zł oraz 100 mln zł (U)					
16:00	USA	Zapasy hurtowe (U)	XI	%	0,7	-	1,1
<b>WTOREK (11 stycznia)</b>							
08:45	FRA	Bilans handlowy (U)	XI	mld €	-	-	-0,21
08:50	FRA	Produkcja przemysłowa (U)	XI	% m/m	-	-	-0,7
11:00	GER	ZEW (W)	I	-	20,00	-	14,40
12:00	GER	Produkcja przemysłowa (W)	XI	% m/m	-	-	0,5
<b>ŚRODA (12 stycznia)</b>							
11:00	POL	Aukcja obligacji 10-letnich – 2,6 mld zł (W) Spotkanie Klubu Paryskiego (W)					
14:30	USA	Handel zagraniczny (W)	XI	mld \$	-53,45	-	-55,46
20:00	USA	Miesięczne sprawozdanie budżetu (W)	XII	mld \$	-22,00	-	-17,64
<b>CZWARTEK (13 stycznia)</b>							
13:45	EMU	Posiedzenie EBC (W)		%	2,00	2,00	2,00
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (U)	XII	% m/m	0,5	-	0,1
14:30	USA	Ceny importowe (U)	XII	%	-0,1	-	0,2
<b>PIĄTEK (14 stycznia)</b>							
16:00	POL	Podaż pieniądza (U)	XII	% r/r	6,5	6,8	6,4
14:30	USA	Ceny producenta (U)	XII	% m/m	0,2	-	0,5
14:30	USA	Zapasy w firmach (U)	XI	%	0,6	-	0,2
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (U)	XII	% m/m	0,3	-	0,2
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (U)	XII	%	78,7	-	78,7

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

**Maciej Reluga** Główny ekonomista (22) 586 8363

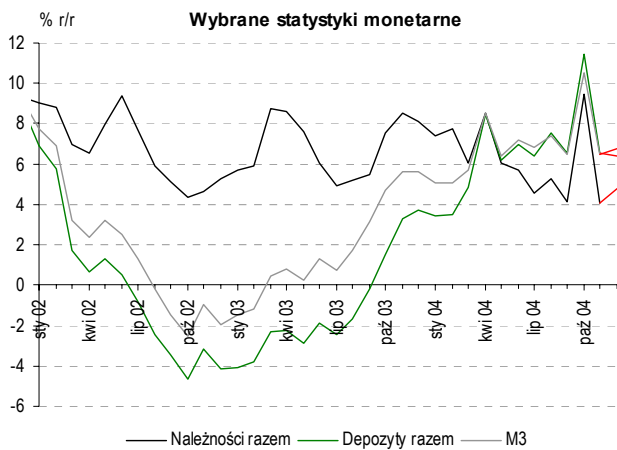
**Piotr Bielski** (22) 586 8333

**Piotr Bujak** (22) 586 8341

**Tomasz Terelak** (22) 586 8342

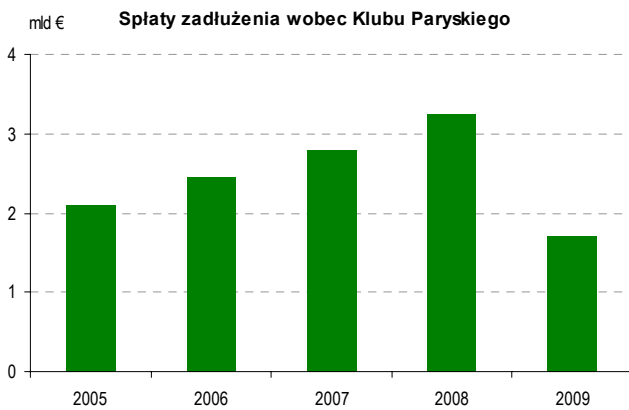
Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

**Wydarzenia nowego tygodnia – W piątek dane o podaży pieniądza**

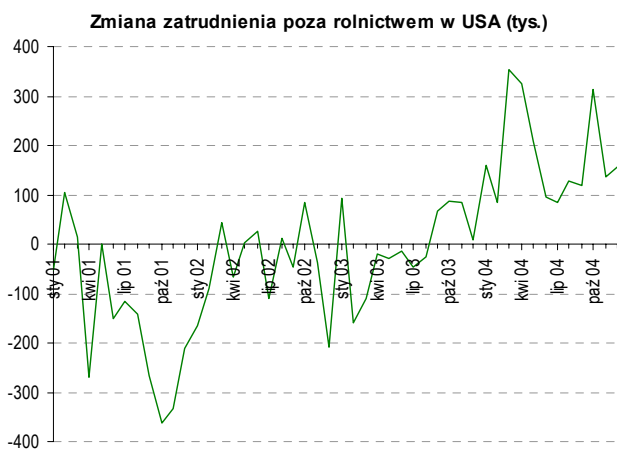


- W tym tygodniu liczba istotnych wydarzeń ekonomicznych oraz publikacji danych statystycznych w Polsce będzie ponownie bardzo ograniczona.
- W piątek o 16-tej opublikowane zostaną dane o podaży pieniądza, ale nie powinny one wpłynąć na rynek, który będzie już wypatrywał grudniowych danych o poziomie inflacji, zatrudnieniu i płacach (publikacja 17 stycznia).
- Oczekujemy, że podaż pieniądza M3 wzrosła w grudniu o 1,4% m/m i 6,8% r/r (konsensus rynkowy 6,5%), co wciąż może być postrzegane jako bardzo umiarkowany wzrost biorąc pod uwagę wzrost PKB o ok. 5% i inflację 4,5%.
- Przewidujemy, że kredyty wzrosły o 4,8% r/r, a depozyty o 6,4% r/r (w listopadzie odpowiednio 4,1% i 6,5%).
- Nastąpi również kilka publikacji danych w Stanach Zjednoczonych, które mogą wpłynąć na rynek euro-dolara i na oczekiwania odnośnie stóp procentowych za granicą.

**Miniony tydzień w gospodarce – Spłata długu Klubu Paryskiego; dane z rynku pracy w USA**



- Polska zamierza dokonać w roku bieżącym wcześniejszej spłaty długu wobec Klubu Paryskiego. Pozostająca do wykupu wartość długu wynosi 12,3 mld €, a jego zapadalność koncentruje się w latach 2005-2009 (wykres obok), w latach 2010-14 pozostaje do spłaty tylko 70 mln €.
- Klub Paryski zajmie się tym na spotkaniu 12 stycznia, a „rozmowy (z Polską) są bardzo zaawansowane”.
- Operacja ma być finansowana emisją euroobligacji. Jednak pozostaje pytanie, czy ministerstwo nie będzie kupować walut na rynku w scenariuszu znacznego wzmocnienia złotego (którego, *nota bene*, nie oczekujemy).
- Wbrew oczekiwaniom Ministerstwa Finansów, jest mało prawdopodobne, aby wykup długu Klubu Paryskiego doprowadził do zmiany ocen ratingowych Polski.
- ... trudno się spodziewać jakichkolwiek zmian stanowiska agencji ratingowych przed wyborami parlamentarnymi.



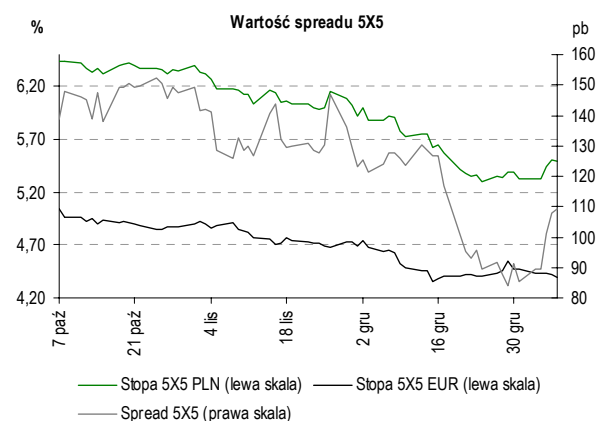
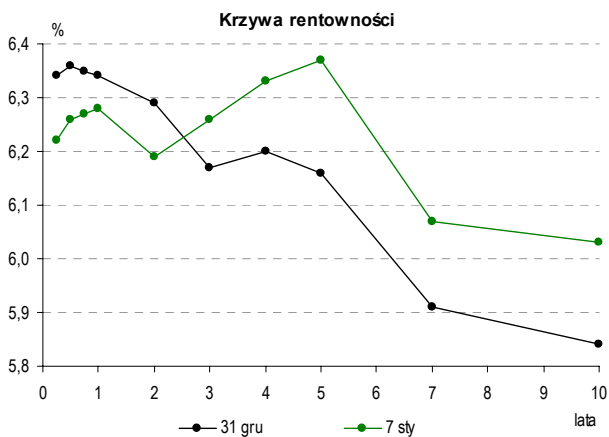
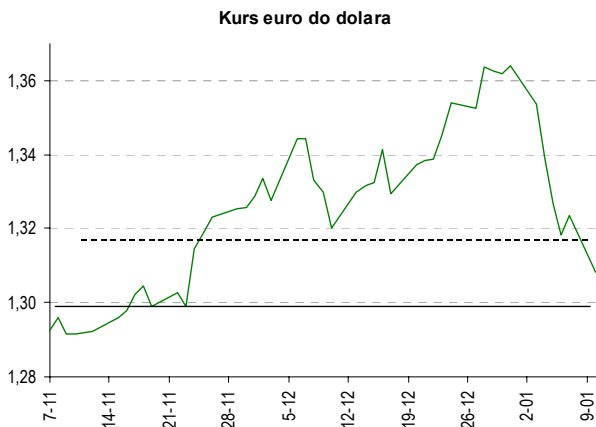
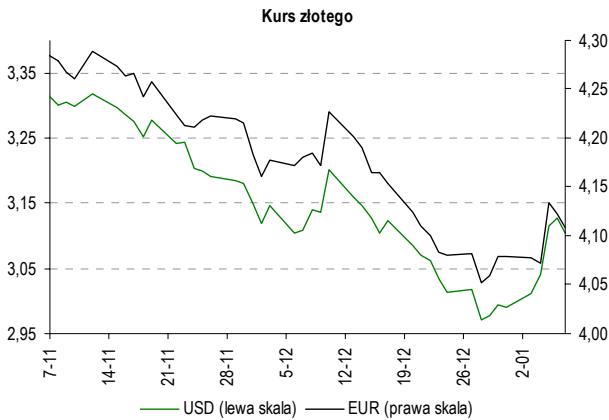
- Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym w Stanach Zjednoczonych wzrosło w grudniu o 157 tysięcy wobec oczekiwań na poziomie 175 tys.
- Należy jednak zwrócić uwagę, że po publikacji kilku wskaźników koniunktury (zawierających komponenty dotyczące rynku pracy) uczestnicy rynku zdawali sobie sprawę, że istnieje ryzyko odchylenia się danych w dół od oczekiwań.
- Ponadto, dane za poprzednie dwa miesiące zostały zrewidowane w górę, łącznie o 34 tysiące.
- W sumie, dane o zatrudnieniu były neutralne dla notowań na zagranicznych rynkach finansowych, nie wpływając istotnie na oczekiwania odnośnie polityki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych.

**Cytat tygodnia – Neutralne nie znaczą łagodne**

**Dariusz Filar, członek RPP (PAP, 5 stycznia)**  
*Nie lekceważyłbym roli projekcji w lutym, bo może ona przyspieszyć decyzję o zmianie nastawienia na neutralne (...) to nie wyklucza że następnym krokiem będzie podwyżka. Przejście do nastawienia łagodnego to jest jeszcze dość odległa perspektywa. Stopa referencyjna banku centralnego usytuowana na poziomie lekko powyżej 6% jest stopą zbliżoną do realizującej stopę naturalną, przy osiągnięciu celu inflacyjnego 2,5 proc Nie można polityki pieniężnej wiązać wyłącznie z ruchami kursu walutowego.*

Przyjęcie neutralnego nastawienia nie musi oznaczać przygotowań do obniżek stóp. Odzwierciedlałoby to raczej fakt, że prognozy inflacji powróciły w pobliże celu (głównie na skutek umocnienia złotego), jednak pozwalałoby to na ruchy stóp procentowych w obu kierunkach. Jeszcze minie jakiś czas zanim RPP przyjmie łagodne nastawienie oznaczające jasną skłonność do obniżek stóp. Zgadamy się w pełni z Filarem, co jest jedną z przyczyn, dla których w dalszym ciągu oczekujemy, że RPP nie obniży stóp w 2005 roku, nawet po zmianie nastawienia na neutralne.

## Monitor rynku



### Złoty podzielił los innych walut

- W ciągu minionego tygodnia złoty osłabił się o 5% do dolara oraz jedynie o 0,51% do euro. Tym razem siłą napędową rynku był dolar, który umacniał się w ubiegłym tygodniu wobec wszystkich walut.
- Przyczyn osłabienia złotego poza sytuacją na rynkach światowych należy upatrywać także w większych obrotach w pierwszym tygodniu stycznia. Do tego doszła jeszcze obawa, że środki na wykup długu wobec Klubu Paryskiego będą kupowane na krajowym rynku walutowym.
- Uważamy, że w nadchodzącym tygodniu z uwagi na brak istotnych danych rynek złotego będzie się poruszał w wąskim paśmie wahań 4,06-4,12 do euro oraz 3,08-3,15 do dolara, przy czym pozostanie wrażliwy na dane i notowania EUR/USD.

### Tydzień dolara

- W minionym tygodniu dolar umocnił się do euro o 4,25%. Stały za tym raport z ostatniego spotkania FOMC, sugerujący konieczność podwyżek stóp, niezłe dane ekonomiczne oraz piątkowa wypowiedź sekretarza Skarbu USA Johna Snowa o potrzebie zmniejszenia bliźniaczych deficytów.
- Euro po spadkach z początku tygodnia znalazło wsparcie na 1,3160 (grudniowe minimum), jednak wypowiedź Snowa popchnęła bez przeszkód kurs poniżej tej granicy. Dane z rynku pracy w USA, praktycznie nie miały wpływu na kurs.
- Euro pozostanie prawdopodobnie pod presją, co może przesunąć je nawet poniżej 1,30. Jednak uważamy, że nastąpiło zamykanie nadmiernych pozycji, a nie zmiana trendu. Przyczyny słabości dolara pozostają bez zmian.

### Krzywa zmienia kształt

- Rentowności na długim końcu krzywej podniosły się zgodnie z naszymi prognozami o 20 pkt. bazowych, dochodząc do poziomów sprzed świąt. Ponadto nastąpiła zmiana kształtu krzywej w sektorze 2 do 5 lat z nieco odwróconej (-7 pb) na normalną (+18 pb).
- Powodem tego była z jednej strony dobrze przyjęta przez inwestorów aukcja 2-letnich papierów, potwierdzająca nastawienie rynku na obniżki stóp, a z drugiej wysoka oferta długich papierów oraz osłabienie złotego.
- W tym tygodniu krzywa powinna pozostać stabilna z niewielkimi wahaniami. Inwestorzy „otrzymali” godziwą premię przed aukcją 10-latek, które powinny się dobrze sprzedać po ok. 6%. Rynek będzie czekał na dane o inflacji, które nastąpią dopiero w przyszły poniedziałek.

### Powrót do właściwej wyceny

- Różnica stóp procentowych 5/5 lat między Polską a strefą euro rozszerzyła się do oczekiwanych przez nas 100-110 pb za sprawą wzrostu rentowności w Polsce. Oczekujemy stabilizacji na tym poziomie do średniej aukcji.
- Pierwsze przetargi obligacji w Europie, choć ze sporymi wahaniami, zakończyły się sukcesem. 10-letni Bund zanotował spadek rentowności o 7 pb do 3,60%, pomimo wyraźnego osłabienia się euro. Amerykańska 10-latką właściwie nie zmieniła notowań, nawet po dość jastrzębim raporcie FOMC.
- Słabnące euro zmniejszyło presję na niższe rentowności w Europie. W przyszłym tygodniu kolejne kraje UGiW przeprowadzą aukcje długoterminowych obligacji, które zapewne spowodują niewielką przecenę.

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



Bank Zachodni WBK  
jest członkiem  
Allied Irish Banks Group