

# Tygodnik ekonomiczny

17 stycznia – 23 stycznia 2005

W tym tygodniu nastąpią pierwsze w tym roku publikacje naprawdę ważnych dla rynku danych o polskiej gospodarce. Najwięcej uwagi gracze rynkowi poświęcą oczywiście wskaźnikowi inflacji CPI. Jeśli inflacja w grudniu przynajmniej utrzyma się na poziomie 4,5% r/r zanotowanym w poprzednich dwóch miesiącach, to może być kontynuowany wzrost rentowności na krótkim końcu krzywej dochodowości. Dla segmentu papierów 5-letnich kluczowym wydarzeniem będzie aukcja nowego benchmarku PS0310. Złoty radził sobie w minionym tygodniu nieco lepiej niż oczekiwaliśmy i w tym tygodniu powinien ustabilizować się na mocnych poziomach. Wsparciem dla niego mogą być dane o relatywnie wysokiej inflacji i oczekiwane dobre dane o produkcji.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (17 stycznia)</b>							
11:00	POL	Aukcja 52- oraz 13 tyg. bonów skarbowych – 600 mln zł oraz 100 mln zł (U)					
16:00	POL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (W)	XII	% r/r	-0,2	-0,1	-0,3
16:00	POL	Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw (W)	XII	% r/r	3,0	3,5	2,7
16:00	POL	Ceny konsumenta (W)	XII	% r/r	4,5	4,6	4,5
<b>WTOREK (18 stycznia)</b>							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa (U)	XI	% m/m	-0,5	-	-0,5
15:00	USA	Napływ kapitału netto (W)	XI	mld \$	-	-	48,10
15:00	USA	Zagraniczne udziały Treasuries (W)	XI	mld \$	-	-	18,30
14:30	USA	New York Fed (U)	I	-	27,0	-	29,9
<b>ŚRODA (19 stycznia)</b>							
11:00	POL	Aukcja obligacji 5-letnich 2,5 mld zł (W)					
14:30	USA	Ceny konsumenta (W)	XII	% m/m	0,0	-	0,2
14:30	USA	Nowe budowy (U)	XII	mld \$	1,90	-	1,77
20:00	USA	Beżowa księga (W)					
<b>CZWARTEK (20 stycznia)</b>							
16:00	POL	Ceny producenta (W)	XII	% r/r	6,3	6,3	6,7
16:00	POL	Produkcja przemysłowa (W)	XII	% r/r	12,5	10,2	11,3
10:00	EMU	Bilans handlowy Eurostat (U)	XI	mld €	-	-	5,5
11:00	EMU	Finalny HICP (W)	XII	% m/m	0,4	-	-0,1
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające (U)	XII	%	0,1	-	0,2
18:00	USA	Philadelphia Fed (U)	I	-	27,0	-	25,4
<b>PIĄTEK (21 stycznia)</b>							
16:00	POL	Koniunktura (U)	XII	-	-	-	-
15:45	USA	Wstępny indeks Michigan (W)	I	-	97,10	-	98,00
<b>W CIĄGU TYGODNIA</b>							
	POL	Wykonanie budżetu (U)	I-XII	mld zł	40,8	40,8	33,8

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

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

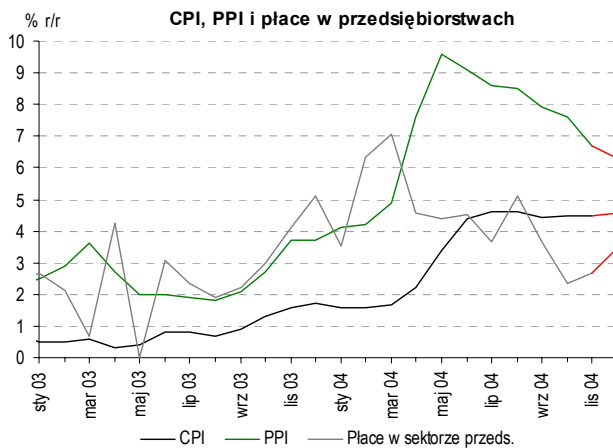
**Piotr Bielski** (22) 586 8333

**Piotr Bujak** (22) 586 8341

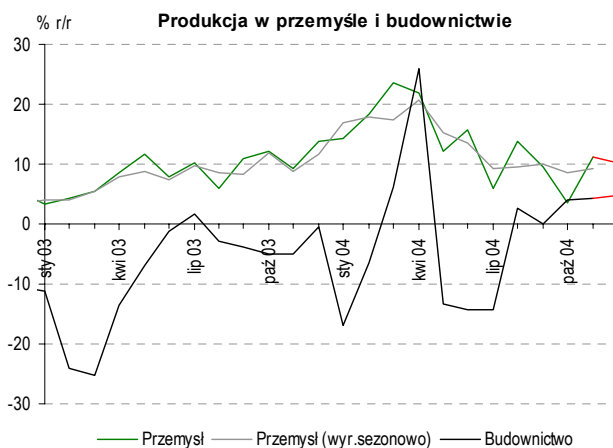
**Tomasz Terelak** (22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Duża porcja ważnych danych

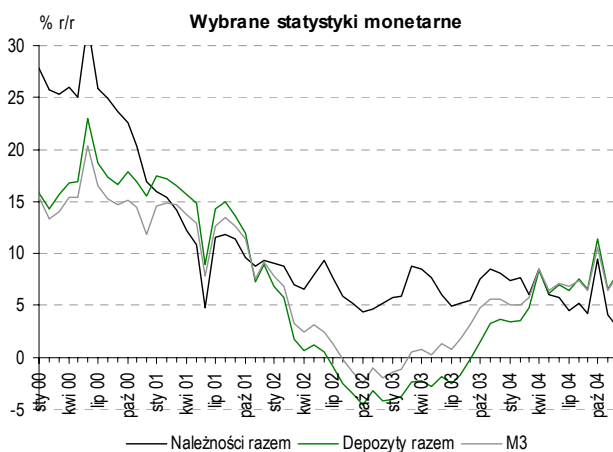


- W tym tygodniu nastąpi publikacja kilku bardzo ważnych wskaźników makroekonomicznych. Najwięcej uwagi gracze rynkowi poświęcą z pewnością wskaźnikowi inflacji CPI.
- Podobnie jak w kilku poprzednich miesiącach, nasza prognoza inflacji (4,6% r/r) jest najbardziej pesymistyczna na rynku (inne prognozy wahają się od 4,3% do 4,5% r/r).
- Jeśli ponownie będziemy bliżsi rzeczywistości niż konsensus rynkowy, to można się spodziewać dalszego osłabienia na krótkim końcu krzywej dochodowości.
- W kontekście danych o inflacji istotne będą dane o płacach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw. Spodziewamy się, że wzrost płac będzie nadal bardzo umiarkowany (3,5% r/r, rynek oczekuje o 3% r/r), a dynamika zatrudnienia będzie na minimalnym minusie (-0,1% r/r; rynek prognozuje -0,2% r/r).
- PPI prawdopodobnie spadł w grudniu, ale nadal jest bardzo wysoki, tworząc ryzyko dla cen konsumpcyjnych.



- W tym tygodniu podane zostaną również dane o wykonaniu budżetu na koniec 2004 r. Nie należy się spodziewać żadnych niespodzianek – oczekujemy potwierdzenia optymistycznych zapowiedzi przedstawicieli Ministerstwa Finansów.
- Grudniowe dane na temat produkcji w przemyśle i budownictwie powinny potwierdzić, że gospodarka pozostaje na ścieżce silnej ekspansji.
- Przewidujemy, że dynamika produkcji przemysłowej pozostała w stabilnym trendzie wzrostowym obserwowanym w poprzednich miesiącach.
- Ważną wskazówką odnośnie kształtowania się popytu krajowego będą dane o wzroście produkcji budowlanej. Oczekujemy, że w grudniu nastąpiło dalsze przyspieszenie.
- Potwierdzenie poprawy perspektyw dla budownictwa powinny przynieść styczniowe wyniki badań koniunktury.

## Miniony tydzień w gospodarce – Pieniądza przybyło więcej niż oczekiwano



- Wzrost podaży pieniądza w grudniu okazał się wyższy niż oczekiwano i wyniósł 8% r/r w porównaniu z medianą prognoz rynkowych na poziomie 6,5% i naszymi oczekiwaniami wynoszącymi 6,8%.
- W identycznej skali, jak podaż pieniądza, zwiększyły się depozyty ogółem. Wynikało to głównie z przyrostu depozytów firm, które nadal unikały silniejszego zaangażowania w inwestycje. Roczna dynamika depozytów ludności była bliska zeru, ale należy odnotować miesięczny wzrost depozytów w grudniu o 4,6 mld zł.
- Nadal dość silnie zwiększały się kredyty dla gospodarstw domowych (głównie kredyty mieszkaniowe), podczas gdy kredyty dla firm nadal spadają, potwierdzając że aktywność inwestycyjna pozostaje poniżej możliwości.
- W sumie grudniowe statystyki pieniężne nie wskazały na istotne ryzyka dla perspektyw inflacji.

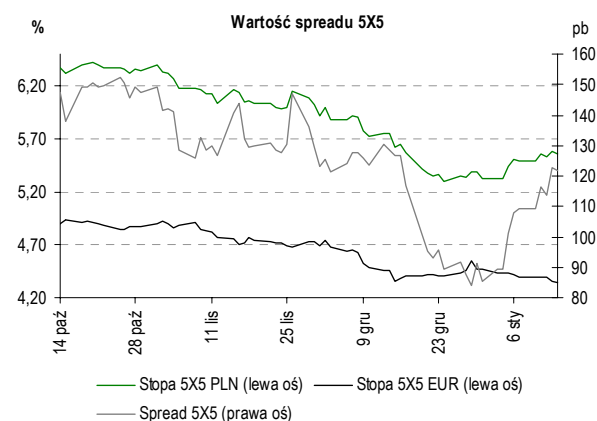
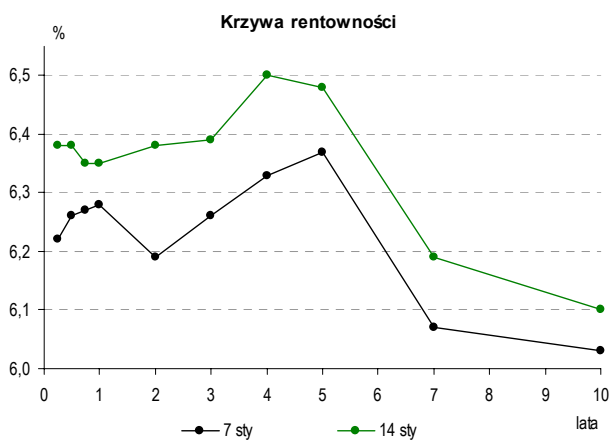
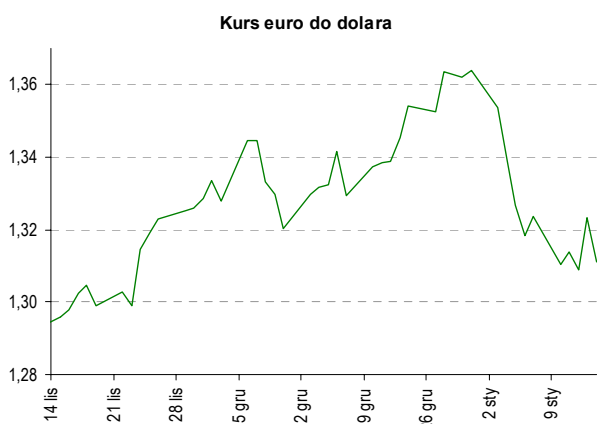
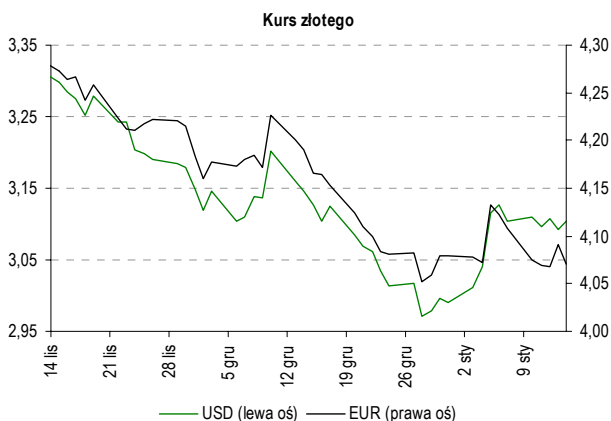
## Cytat tygodnia – Obniżki stóp? Mało prawdopodobne

**Halina Wasilewska-Trenkner, członkini RPP**  
(Bloomberg, PAP, 13 stycznia)

*Obniżki stóp w 2005 roku nie wyglądają prawdopodobnie. (...) Obniżki mogą nastąpić tylko jako reakcja na światową recesję. Jak długo nie mamy pewności, że inflacja osiągnęła trwale niski poziom, polityka monetarna nie powinna spieszyć się z obniżkami.*

Wypowiedź członkini RPP z minionego tygodnia miała bardzo duży wpływ na rynek - coraz silniejsze ostatnio oczekiwania na szybkie obniżki stóp procentowych zostały mocno schłodzone. Najnowszy komentarz Wasilewskiej-Trenkner wpisuje się w ton jej poprzedniej wypowiedzi, w której zwróciła uwagę na konieczność zachowania przez bank centralny ostrożności w polityce pieniężnej, ponieważ spełnienie inflacyjnego kryterium wejścia do strefy euro może być bardziej wymagające niż realizacja obecnego celu inflacyjnego.

**Monitor rynku**



**Euroobligacje w roli głównej**

- Złoty w minionym tygodniu, przy wysokiej zmienności, wzmocnił się o 0,92% do euro, pozostając właściwie bez zmian do dolara.
- Wypadnięcie kursów poza przedziały wskazane w ubiegłym tygodniu spowodowane było przez wyjątkowo dobre przyjęcie nowej emisji euroobligacji oraz wypowiedzi członków RPP.
- Uważamy, że bieżąca siła złotego się utrzyma, dlatego też spodziewane przez nas pasmo wahań jest niższe niż w ubiegłym tygodniu - 4,03-4,10 do euro. Przedział dla dolara ustalamy na 3,07-3,15 z uwagi na jego obecną zmienność.
- Nieoczekiwane ruchy kursu euro są ryzykiem dla tego scenariusza.

**Wszyscy murem za dolarem**

- Przy sporej zmienności kursu euro wzmocniło się do dolara jedynie o 0,4%. Rekordowo wysoki deficyt handlowy nie zdołał utrzymać trwale kursu powyżej 1,32.
- Istotnymi czynnikami, który będą oddziaływać na kurs są zmiana retoryki Tricheta oraz zdecydowane wypowiedzi o zacieśnianiu polityki pieniężnej i fiskalnej w USA.
- W dalszym ciągu pozostaje aktualny nasz pogląd, że euro utrzyma się na wysokich poziomach, gdyż jak na razie administracja Busha nie podjęła żadnych wiążących decyzji odnośnie deficytu budżetowego. Jednak rynek obecnie wydaje się przywiązywać mniejszą wagę do danych z przeszłości, bazując głównie na oczekiwaniach. Rynek EURUSD skupi się na wtorkowych danych o napływie kapitału netto do USA.

**Tydzień pełen niespodzianek**

- Krzywa przesunęła się górę, zmniejszając pozytywne nachylenie w sektorze 2/5 lat do 10 pb. Kontakty FRA 6\*9 wyceniają obecnie 40 pb obniżki wobec 54 pb tydzień temu.
- Niski popyt na 10-latkę wynikał w dużej mierze ze znacznego zainteresowania euroobligacjami. Zmiana postrzegania przez rynek stanowiska członków RPP wywołała ruch krzywej przed publikacją danych o inflacji.
- Jeśli dynamika inflacji przynajmniej utrzyma się na poziomie 4,5%, spodziewamy się dalszego wzrostu rentowności na krótkim końcu krzywej. Nawet przy niższej podaży PS0310 (2,5 mld zł) rynek pozostanie pod presją do aukcji. Ewentualne odbicie nastąpić może dopiero po przetargu.

**Słowa Tricheta**

- Spread 5x5 między stopami w złotym i euro wypadł w ubiegłym tygodniu poza przedział 100-110 pb i wyniósł 122 pb. Stało się tak za sprawą wzmocnienia 10-letnich Bundów (3,57%), pomimo dużej podaży na przetargach po wystąpieniu szefa EBC oraz nieudanej aukcji polskich 10-latek.
- Zarówno pozytywny wpływ słów Tricheta na Bundy, jak i negatywny sentyment na polskim rynku obligacji powinny się utrzymywać w bieżącym tygodniu, co sugeruje, że spread zachowa poziomy powyżej 120 pb.
- Rynek obligacji amerykańskich (10-letnie 4,23%) będzie oczekiwał ogłoszenia danych o inflacji za grudzień oraz publikacji Beżowej Księgi 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, email: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), <http://www.bzwbk.pl>



Bank Zachodni WBK  
jest członkiem  
Allied Irish Banks Group