

# Tygodnik ekonomiczny

14 lutego – 20 lutego 2005

Polski rynek finansowy był ostatnio wrażliwy na informacje polityczne (wypowiedź marszałka Sejmu o wciąż możliwym skróceniu kadencji Sejmu na początku maja i odejście wicepremiera Hausnera z SLD). Nadchodzące dni przyniosą natomiast publikacje bardzo ważnych danych ekonomicznych, które wpłyną na notowania obligacji i złotego. Dane o styczniowych wskaźnikach inflacji oraz płacach w sektorze przedsiębiorstw pokażą na ile silna jest presja cenowa na początku roku, a dane o produkcji wskażą na ile grudniowe spowolnienie wpłynie na prognozy wzrostu gospodarczego w tym roku. Jeśli dane okażą się w zgodzie z naszymi prognozami (wyższe w porównaniu z konsensusem rynkowym), można oczekiwać pewnego osłabienia na rynku długu (i złotego). Z pewnością jednak dane te przyniosą zwiększoną zmienność ze względu na dużą rozbieżność prognoz. Pod koniec tygodnia można się również spodziewać, że Rada EcoFin opublikuje swoją opinię na temat polskiego Programu Konwergencji, która najprawdopodobniej zawierać będzie krytykę założeń budżetowych do 2007 r., zgodnie z niedawną oceną Komisji Europejskiej. Krytyka ta pokazuje, że problem nie leży tylko w klasyfikacji OFE 16 lutego ma być zaprezentowany plan B na wypadek niekorzystnej dla Polski decyzji UE o klasyfikacji OFE w sektorze publicznym.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (14 lutego)</b>							
11:00	POL	Aukcja 52-tyg. bonów skarbowych – 900 mln zł (U)					
16:00	POL	Podaż pieniądza (U)	I	% r/r	8,6	7,8	8,0
<b>WTOREK (15 lutego)</b>							
16:00	POL	Ceny konsumenta (W)	I	% r/r	4,6	4,7	4,4
16:00	POL	Płace w przedsiębiorstwach (W)	I	% r/r	4,1	4,8	3,2
16:00	POL	Zatrudnienie w przedsiębiorstwach (U)	I	% r/r	0,2	0,2	0,2
11:00	EMU	PKB (W)	IV kw.	% kw/kw	0,4	-	0,3
11:00	GER	Indeks ZEW (W)	II	-	32,5	-	26,90
15:00	US	Napływ kapitału netto (W)	XII	mld \$	-	-	81,00
<b>ŚRODA (16 lutego)</b>							
11:00	POL	Aukcja 5-letnich obligacji (PS0310) – 2,5-3,5 mld zł (W)					
15:15	US	Produkcja przemysłowa (W)	I	% m/m	0,3	-	0,8
15:15	US	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (W)	I	%	79,40	-	79,20
15:00	US	Przemówienie Alana Greenspana przed Senacką Komisją Bankowości					
<b>CZWARTEK (17 lutego)</b>							
16:00	POL	Produkcja przemysłowa (W)	I	% r/r	4,2	5,6	6,4
16:00	POL	Ceny producenta (U)	I	% r/r	5,0	5,2	5,6
14:30	US	Ceny dóbr importowanych (U)	I	%	0,7	-	-1,3
<b>PIĄTEK (18 lutego)</b>							
14:30	US	Ceny producenta (U)	I	% m/m	0,3	-	-0,7
15:45	US	Wstępny indeks Michigan (U)	II	-	95,50	-	95,50
<b>W CIĄGU TYGODNIA</b>							
	POL	Wykonanie budżetu (U)	I	mld zł	-2,3	-2,2	-

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

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

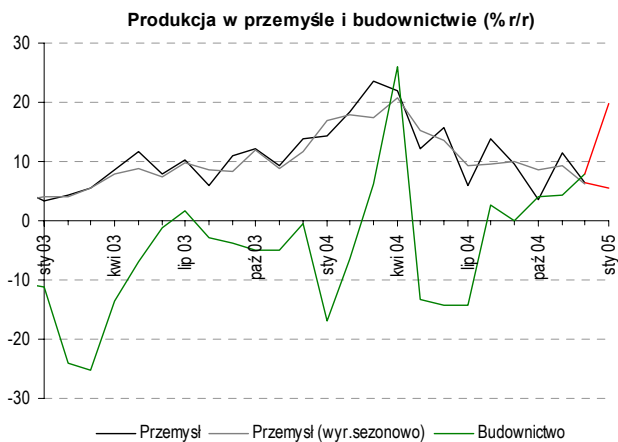
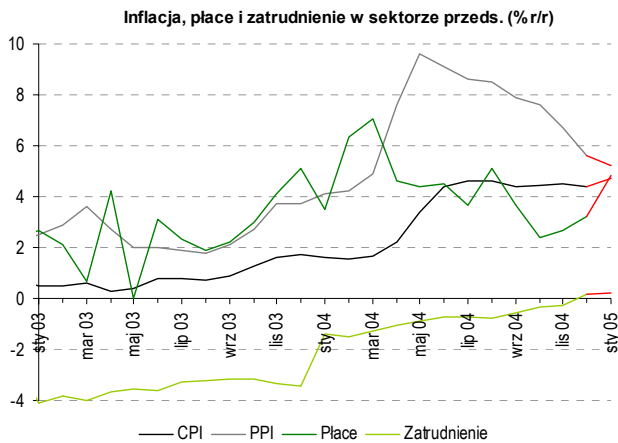
**Piotr Bielski** (22) 586 8333

**Piotr Bujak** (22) 586 8341

**Tomasz Terelak** (22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Mnóstwo istotnych danych



- Wzrost inflacji może ograniczyć oczekiwania rynku (naszym zdaniem nadmierne) na obniżki stóp procentowych. Nawet jeden z najbardziej „gołębi” członków RPP powiedział ostatnio, że stopy nie spadną gdy inflacja rośnie.

- Od stycznia 2005 GUS zaprzestał podawanie wstępnych danych o cenach żywności, co utrudniło prognozowanie inflacji. Wynika z tego, oraz z niepewnego efektu wzrostu cen administrowanych, duża rozpiętość prognoz (4,4-4,8%). Reakcja rynku na te dane może być silniejsza niż zwykle.

- Tego samego dnia GUS poda dane o rynku pracy – płacach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw. Płace będą istotne z punktu widzenia polityki pieniężnej (choć ważniejsze są dane o płacach dla całej gospodarki, które w IV kw. 2004 ponownie pokazały wzrost powyżej stopy inflacji), podczas gdy zatrudnienie powinno po raz drugi miesiąc z rzędu wykazać wzrost w ujęciu rocznym.

- Kontynuacja danych inflacyjnych nastąpi w czwartek. Dane o inflacji producenta PPI wskażą ponownie na spadek w ujęciu rocznym. Jego skala zależeć będzie od wzrostu cen administrowanych wpływających na ten indeks.

- Dużo ważniejsze będą jednak dane o produkcji, szczególnie w kontekście jej znacznego spowolnienia w grudniu (do 6,4%). Pierwszy kwartał pokaże zapewne jeszcze niższy wzrost, co będzie związane z efektem wysokiej bazy statystycznej. Jeśli jednak produkcja ponownie zaskoczy *in minus* to może dojść do rewizji prognoz wzrostu gospodarczego.

- Z drugiej strony, oczekujemy kontynuacji pozytywnego trendu w budownictwie (wzrost dwucyfrowy) – sprzyjający efekt bazy statystycznej oraz warunki atmosferyczne w styczniu.

- W ciągu tygodnia poznamy dane o wykonaniu budżetu w styczniu. Wcześniej podane szacunki zdefiniowały oczekiwania.

## Miniony tydzień w gospodarce – Z dużej chmury mały deszcz

### Fragmety komunikatu po spotkaniu przedstawicieli rządu z RPP

Dla spełnienia tych kryteriów [Maastricht] jest niezbędna pełna realizacja Programu Konwergencji, którego aktualizacja została przyjęta przez Radę Ministrów w dniu 30 listopada 2004 r. Osiągnięciu tego celu będzie sprzyjać odpowiednia koordynacja polityki fiskalnej i pieniężnej.

Kluczowym elementem w realizacji Programu Konwergencji jest doprowadzenie do obniżenia deficytu fiskalnego do poziomu poniżej 3% PKB i utrzymanie go na tym poziomie. (...) Trwale, wysokie tempo wzrostu niekolidujące z przyjętym celem inflacyjnym sprzyjałoby realizacji Programu Konwergencji. Byłoby również pożądane, aby przy ocenie spełnienia kryteriów zbieżności w odpowiedni sposób uwzględniono krótkoterminowe koszty wynikające z wprowadzenia reformy emerytalnej, która w dłuższym okresie ogranicza dług publiczny.

Uczestnictwo Polski w systemie ERM II, poprzedzające wejście do strefy euro, nie powinno trwać dłużej niż wymagane minimum. Decyzja o przystąpieniu do tego systemu powinna być podjęta wtedy, gdy z wysokim prawdopodobieństwem można będzie stwierdzić, że przeprowadzane reformy i rozwój sytuacji makroekonomicznej pozwolą na spełnienie w tym okresie pozostałych kryteriów zbieżności.

Rząd i RPP są zgodne co do tego, że pożądana byłaby (...) taka interpretacja kryterium stabilności kursu, która eliminowałaby niepotrzebne ryzyko makroekonomiczne.

- Dla uczestników rynku oczekujących na tym spotkaniu decyzji zmierzających do osłabienia złotego, mogło być ono rozczarowujące.

- Jednak, stwierdzenia zawarte w komunikacie (ramka obok) musiały mieć duży stopień ogólności.

- Jeśli przewidywane są jakiegokolwiek działania w przypadku kontynuacji umocnienia złotego (zakup walut na rynku przez rząd bądź interwencje NBP), to z zasady takie rozważania powinny być poufne, aby działania były skuteczne.

- Jeśli chodzi o dalszą perspektywę, to trudno oczekiwać aby decyzje podejmował odchodzący rząd. Redukcji deficytu budżetowego będzie musiał dokonać nowy rząd wyłoniony po wyborach. Dlatego też do komunikatu rynek nie powinien przywiązywać zbyt dużej wagi.

- Być może krytyka Komisji Europejskiej i Rady EcoFin zmobilizuje nowy rząd do reform już w 2006 roku.

## Cytat tygodnia – Moc złotego dziś nie mówi jak będzie jutro

### Dariusz Filar, członek RPP

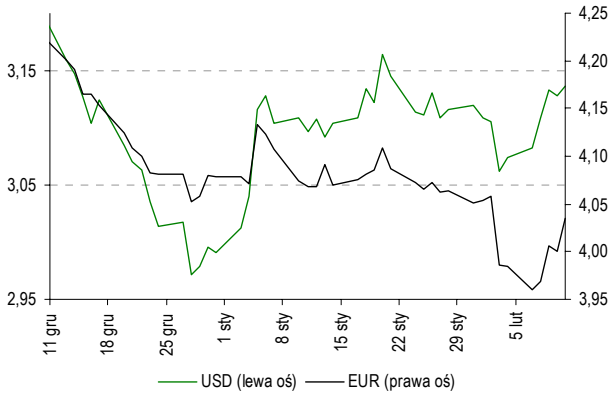
(Radio Tok FM, 8 lutego)

*Fakt, że złoty jest mocny dzisiaj nie stanowi żadnej gwarancji, że będzie mocny za kilka miesięcy. (...) Patrząc historycznie, możemy pokazać, że w Polsce wszystkie momenty przesileni politycznych bardzo silnie wpływały na osłabienie złotego i takich doświadczeń mamy za sobą kilka. Nie wiemy jak ocenią inwestorzy ryzyko, które będzie towarzyszyło okresowi wyborczemu. (...) Jeśli przyszła ścieżka inflacji z naszego punktu widzenia wyglądała korzystnie, to zmiana nastawienia na neutralne, jest niewykluczona.*

Wypowiedzi profesora Filara sugerują, że zamiast obniżania stóp procentowych w reakcji na silnego złotego, NBP może pozostać w polityce pieniężnej ostrożny, gdyż wzmocnienie złotego, napędzane w dużym stopniu przez napływ krótkoterminowego kapitału („powody umocnienia złotego leżą w dużym stopniu za granicą”), może doprowadzić do szybkiego osłabienia w przyszłości. Filar zwrócił również uwagę, że ostatnie obniżki stóp w Czechach były nieskuteczne w osłabieniu korony.

**Monitor rynku**

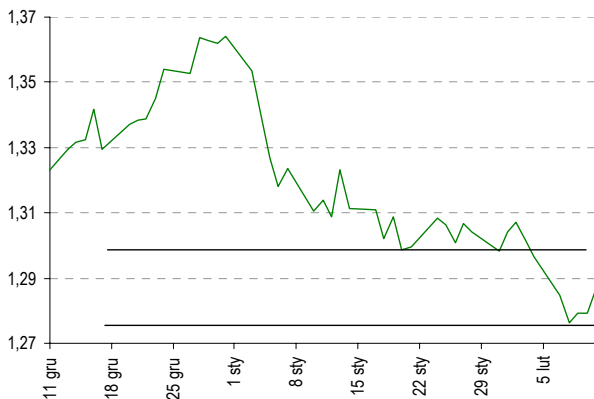
**Kurs złotego**



**Polityka daje o sobie znać**

- Złoty oddał w minionym tygodniu zyski z początków lutego. Osłabił się o 2,03% do dolara oraz 1,26% do euro.
- Inwestorzy wykorzystali, w naszej ocenie neutralny, fakt odejścia wicepremiera Hausnera z SLD jako dogodny moment do realizacji zysków. Dodatkowo w drugiej części tygodnia złoty potaniał na skutek zamieszania wokół terminu wyborów oraz poparcia dla przyszłej koalicji.
- Wybicia z przedziałów, jakie przedstawiliśmy w poprzednim tygodniu nastąpiły z powodów politycznych, jednak warto zauważyć, że były one krótkoterminowe.
- W tym tygodniu spodziewamy się, że złoty będzie się wahał w przedziałach 3,98-4,07 do euro oraz 3,08-3,15 do dolara. Większy zakres wahań do euro wynika z założenia o podobnej zmienności obu kursów.

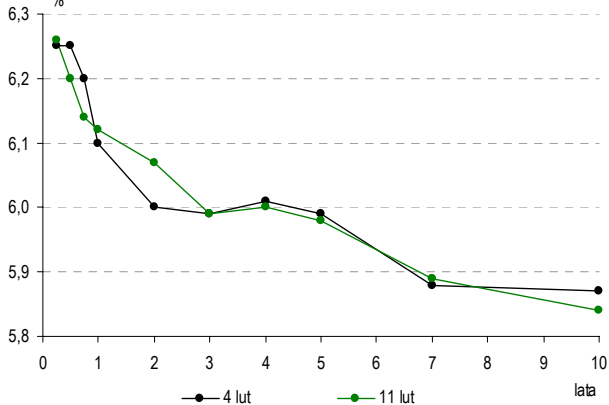
**Kurs euro do dolara**



**Czy Ameryka wciąż przyciąga kapitał?**

- Początek minionego tygodnia przyniósł dalszy spadek kursu euro w następstwie wypowiedzi Greenspana (w tym tygodniu będzie przemawiał w środę) i zapowiedzi zmniejszenia niedoboru w budżecie. Mimo dobrych danych o handlu, choć oczekiwanych, euro odrobiło większość strat. Ostatecznie, w ciągu tygodnia euro osłabiło się do dolara o 0,75%.
- Silne odbicie od 1,2730, które jest istotną techniczną granicą wskazuje, że rynkowi ciężko będzie przebić ten poziom. We wtorek zostanie opublikowany kolejny raport o napływie kapitału do USA, który pokaże, czy deficyt w handlu zagranicznym znajduje pokrycie w inwestycjach zagranicznych. Uważamy, że euro może osiągnąć techniczną granicę 1,2940, jednak wiele zależy od danych.

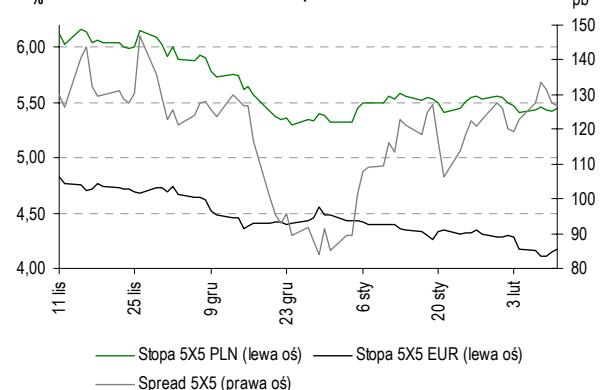
**Krzywa rentowności**



**Inflacja i aukcja kluczowe dla rynku długu**

- Krzywa rentowności przesunęła się w minionym tygodniu jedynie nieznacznie sankcjonując wysokimi obrotami niższe poziomy stóp rynkowych. Rynek kontraktów FRA 6x9 ustabilizował się na poziomie dyskontującym 75 pb obniżki stóp.
- Odbył się jedynie przetarg obligacji indeksowanych do inflacji, które ze względu na specyfikę i wielkość aukcji nie stanowiły czynnika, który mógłby ustalić trend na rynku.
- W środę odbędzie się druga aukcja nowego 5-letniego benchmarku. Ze względu na ryzyko wyższych danych o inflacji przed aukcją ministerstwo prawdopodobnie pokaże podaż max. 3,0 mld zł. Rynek wydaje się wyceniać łagodny wzrost inflacji w I kw., więc jej wyraźny skok mógłby spowodować zmniejszenie zainteresowania obligacjami poniżej 6%.

**Wartość spreadu 5X5**



**Spready trochę szerzej**

- W minionym tygodniu spread 5/5L między Polską a strefą euro rozszerzył się ze 123 do 130 pb. Nastąpiło to na skutek krajowych czynników politycznych i wypłaszczenia krzywej euro. Oczekujemy, że spread utrzyma się powyżej 120 pb. O ile naszym zdaniem wartość 130 pb odzwierciedla już szereg ryzyk, to przed wyborami może on wzrosnąć nawet do 150 pb.
- Spread między 10L obligacjami w Niemczech i USA delikatnie wzrósł do 62 bp, jednak odbyło się to przy pewnej zmienności wywołanej nieudaną aukcją 10-latek amerykańskich. W najbliższym tygodniu nie dostrzegamy czynników, które mogłyby raptownie zmienić pozytywny sentyment na rynkach bazowych. Dane z przyszłego tygodnia będą wywierać wpływ głównie na kurs EURUSD.

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