

# Tygodnik ekonomiczny

21 lutego – 27 lutego 2005

Zaskakująco niska inflacja wzmocniła (i tak dość mocny) polski rynek stopy procentowej, wyceniający obecnie obniżkę stóp oficjalnych w skali ponad 100pb w tym roku. Co więcej, w kontrakty FRA 3x6 wkalkulowana jest obniżka o ponad 50pb. Aby taki scenariusz się zmaterializował, RPP musiałaby zmienić nastawienie na neutralne w lutym, na łagodne w marcu i obniżyć stopy (o 50 pb) w kwietniu. Nie wydaje się nam to prawdopodobne.

Dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej nie sygnalizują, że polska gospodarka wchodzi w okres spowolnienia wyraźniejszy niżby wynikało z efektu bazy statystycznej. W tym tygodniu opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej, które naszym zdaniem potwierdzą ten obraz. Jednakże, niektórzy członkowie RPP są najwyraźniej coraz bardziej zaniepokojeni spowolnieniem gospodarczym, co sugeruje, że kolejne dane ekonomiczne mogą postawić ich pod dużą presją na obniżki stóp procentowych. Po publikacji inflacji wypowiedzieli się jednak tylko członkowie o najbardziej „gołębich” poglądach (wypowiedzi pozostałych były „jastrzębie”, ale miały miejsce przed inflacją). Dlatego też istotne znaczenie będzie miał komunikat całej Rady po posiedzeniu 24-25 lutego. Oczekujemy, że zmienione zostanie nastawienie na neutralne, a RPP będzie chciała podkreślić istotność trzech nastawień w polityce pieniężnej, przez co wycena obniżek stóp przez rynek w najbliższych miesiącach może się okazać zbyt agresywna. Więcej wskazówek dotyczących perspektywy polityki pieniężnej w tym roku poznamy 28 lutego podczas publikacji projekcji inflacji. A w międzyczasie, oddala się perspektywa wejścia do strefy euro.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA			OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (21 lutego)</b>							
11:00	POL	Aukcja 52-tyg. bonów skarbowych – 800 mln zł (U)					
16:00	POL	Koniunktura (U)	II	-			
<b>WTOREK (22 lutego)</b>							
08:00	GER	PKB (U)	IV kw.	% kw/kw	-	-	0,1
10:00	EMU	Saldo na rachunku obrotów bieżących ECB (U)	XII	Mld €	2,3	-	3,2
16:00	USA	Zaufanie konsumentów (W)	II	-	103,0	-	103,4
<b>ŚRODA (23 lutego)</b>							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna (W)	I	% r/r	4,4	7,4	2,8
10:00	POL	Bezrobocie (U)	I	%	19,4	19,6	19,1
10:00	GER	Indeks IFO (W)	II	-	96,75	-	96,40
14:30	USA	Ceny konsumenta (W)	I	% m/m	0,2	-	-0,1
	USA	Sprawozdanie z posiedzenia Fed (W)	2 II 2005	-	-	-	-
<b>CZWARTEK (24 lutego)</b>							
11:00	POL	Aukcja zamiany (W)	-	-			
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe (W)	I	%	0,4	-	1,1
<b>PIĄTEK (25 lutego)</b>							
	POL	Posiedzenie RPP - decyzja (W)	-	%	6,5	6,5	6,5
10:00	EMU	Podaż pieniądza (U)	I	% r/r	6,5	-	6,4
16:00	USA	Sprzedaż domów (U)	I	Mln	6,75	-	6,69

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

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

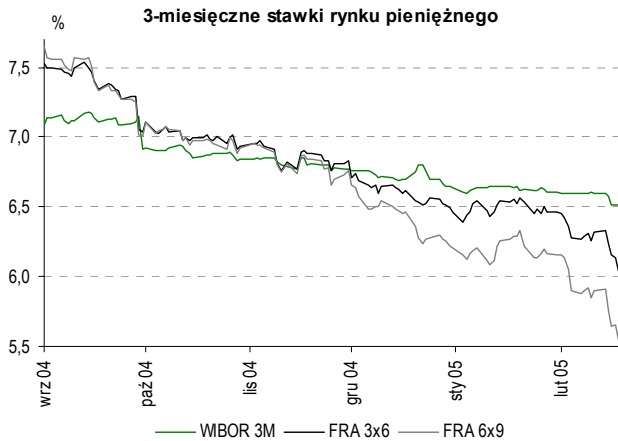
**Piotr Bielski** (22) 586 8333

**Piotr Bujak** (22) 586 8341

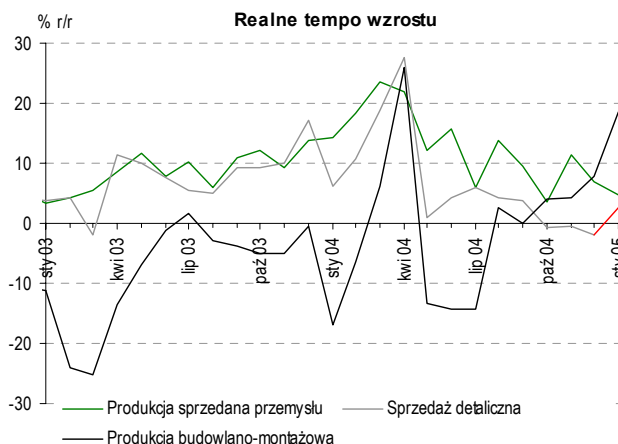
**Tomasz Terelak** (22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Neutralne nastawienie i kilka danych

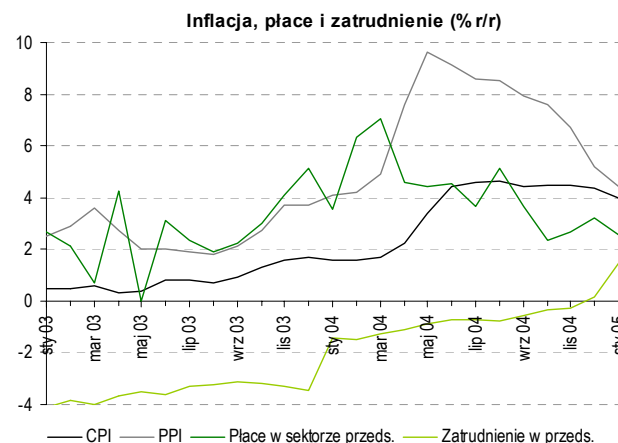


- Po danych o inflacji nastąpiło wzmocnienie oczekiwań na obniżki stóp procentowych w br. (patrz wykres). Powszechnie oczekiwana jest zmiana nastawienia na neutralne w lutym.
- Naszym zdaniem zmiana nastawienia nastąpiłaby niezależnie od poziomu styczniowej inflacji, w reakcji na poprawę bilansu ryzyk dla inflacji w średnim terminie.
- Wypowiedzi członków RPP w ostatnim czasie były dość zróżnicowane. Czyżby na nowo miały zaistnieć podziały w Radzie? A może po prostu moment wypowiedzi był kluczowy (przed lub po publikacji danych o inflacji)?
- Dlatego też dla rynku istotny będzie komunikat i wypowiedzi członków RPP po posiedzeniu. Mogą one ograniczyć oczekiwania rynku co do skali obniżek stóp (trudno aby je wzmocniły biorąc pod uwagę dzisiejsze notowania).
- Rada odniesie się w piątek do nowej projekcji inflacji, której publikacja zaplanowana jest na 28-go lutego.



- Przed posiedzeniem RPP odbędzie się konferencja GUS i publikacja danych o sprzedaży detalicznej i bezrobociu.
- Oczekujemy wzrostu sprzedaży detalicznej (nominalnie) powyżej średniej oczekiwań rynkowych. W ujęciu realnym jest szansa na pierwszy wzrost od kilku miesięcy (patrz wykres).
- Sprzedaż detaliczna potwierdzi, naszym zdaniem, że spowolnienie wzrostu gospodarczego do poniżej 4% nie jest silniejsze niż wynika to z efektu bazy, który w kolejnych miesiącach będzie działał z jeszcze większą mocą.
- Dotyczy to również produkcji przemysłowej, której wzrost styczniowy o 4,7% r/r postrzegamy jako całkiem przyzwoity, biorąc pod uwagę, że produkcja przetwórcza (w dużej mierze na eksport) wzrosła o 5,6%, a mocno spowolnił sektor górniczy.
- ... a produkcja budowlana odnotowała prawie 20% wzrost.
- Stopa bezrobocia wzrosła sezonowo do ok. 19,5%.

## Miniony tydzień w gospodarce – Szokujące styczniowe dane zmieniają ścieżkę inflacji



- Stopa inflacji w styczniu spadła do 4,0% z 4,4% w grudniu. Była to szokująca wiadomość dla rynku, ponieważ nikt nie oczekiwał spadku, a mediana prognoz wynosiła 4,6% r/r (nasza prognoza 4,7% r/r).
- Dane zmieniły oczekiwaną ścieżkę inflacyjną. W I kw. utrzymanie poziomu ok. 4%, w II kw. spadek do poniżej 2% i stabilizacja na tym poziomie do końca roku.
- Warto jednak zauważyć, że obniżenie inflacji spowodowane było przez spadające ceny żywności i ceny paliw. Według naszych szacunków inflacja netto wzrosła o 0,1pp do 2,4%. Dlatego też dane styczniowe nie zmieniają średnioterminowych perspektyw inflacji. Czy powinny więc zmienić podejście RPP?
- W styczniu nie pojawiła się część efektu wzrostu cen administrowanych, co oznacza możliwy wzrost inflacji w lutym.
- Styczniowe PPI i płace również niskie, ale nastąpił wzrost zatrudnienia o 1,4% r/r dając szanse wzrost płac w przyszłości.

## Cytat tygodnia – Wejście do strefy euro się oddala

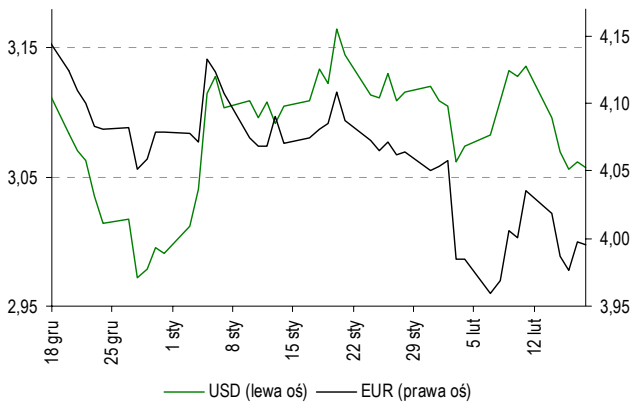
**Mirosław Gronicki, minister finansów**  
(PAP, 17 lutego)

2009 jest pierwszym rokiem, kiedy możliwe jest przystąpienie do strefy euro, ale większe prawdopodobieństwo jest w 2010 roku. Największe prawdopodobieństwo jest w 2011. (...) W 2007 roku teoretycznie mogą być konieczne dalsze cięcia dla obniżenia o 0,7 proc. deficytu budżetowego i zbliżenia go do 3 proc. PKB. (...) Nie ma oficjalnego celu [wejścia do strefy euro]. Cel będzie podany dopiero wtedy, gdy podamy go razem z NBP. To może być 2009, może być 2010 rok.

Coraz wyraźniej widać rosnące ryzyko opóźnienia polskiego wejścia do strefy euro poza rok 2009. Potwierdza to nawet wypowiedź ministra finansów, który zwykł być w tej kwestii bardzo optymistyczny. Krytyczna opinia strony unijnej na temat polskich średnioterminowych planów fiskalnych nie jest związana tylko i wyłącznie z klasyfikacją OFE. Komisja Europejska skrytykowała polskie plany za zbyt wysoką prognozę wzrostu na 2007 r. oraz brak zapowiadanych reform fiskalnych, co może podwyższyć deficyt.

**Monitor rynku**

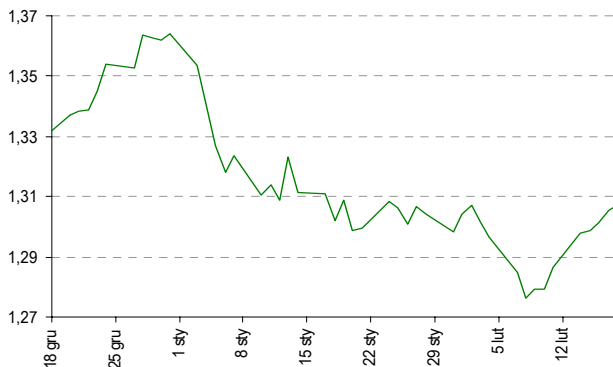
**Kurs złotego**



**Złoty ignoruje politykę**

- Złoty umocnił się do euro o 0,97%. Do dolara zyskał ponad 2,5%, który tracił przez cały tydzień wobec większości walut na świecie.
- Początkowo polska waluta podążała za rosnącym euro, wzmacniona dodatkowo przez napływ kapitału na aukcję obligacji. Gdy okazało się, że popyt był jedynie 1,73 razy wyższy niż podaż, złoty doznał korekty.
- Ponieważ wpływ polityki nieco osłabł w minionym tygodniu, kurs złotego wypadł poza wskazane przez nas w ubiegłym tygodniu zakresy wahań. Do dolara trwale, do euro zaś chwilowo, stabilizując się nieco powyżej dolnej granicy wahań.
- Uważamy, że w najbliższym tygodniu wahania kursu złotego mieścić się będą w przedziale 3,96-4,05 do euro oraz 3,03-3,11 do dolara, ze względu na utrzymywanie się kursu EURUSD w okolicach 1,30.

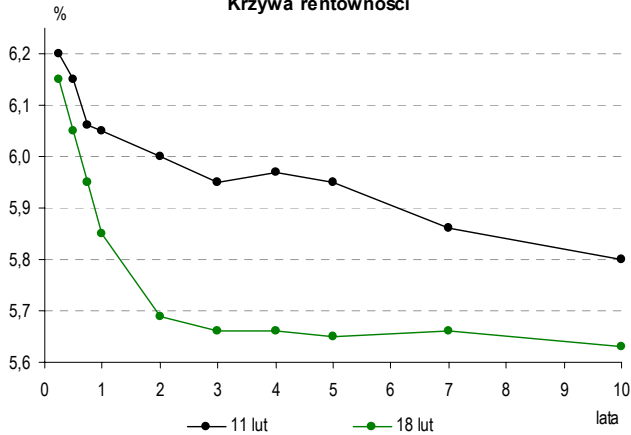
**Kurs euro do dolara**



**Co stało za ostatnią decyzją Fed?**

- Kurs EURUSD zyskał w minionym tygodniu ponad 2% w związku z obawami rynku o możliwość pokrycia wciąż dużego deficytu handlowego USA (ponad 56 mld \$). Niższe niż poprzednio, ale wciąż korzystne dane o napływie kapitału do USA, nie zdołały jednak odwrócić spadków dolara. Kurs EURUSD ponownie wpadł do styczniowego zakresu wahań 1,2960-1,31, wzmacniając jego techniczną istotność.
- W najbliższym tygodniu nie oczekujemy wybicia z tego korytarza, chyba że rynki zaskoczone zostaną przez sprawozdanie z ostatniego posiedzenia Fed. Jednak należy oczekiwać, że nie będzie się ono znacznie różniło od treści wystąpienia szefa Fed przed Senatem.

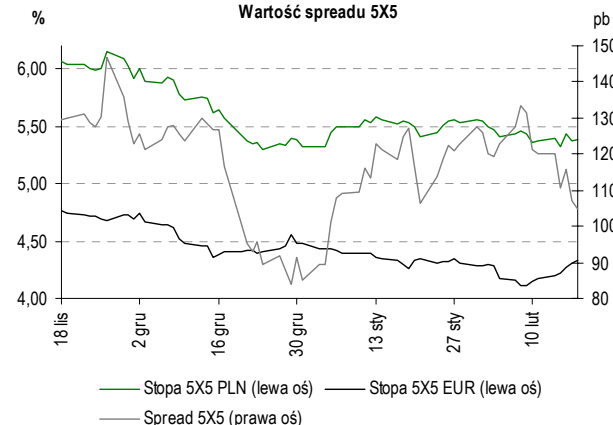
**Krzywa rentowności**



**Niewykluczona nerwowość aż do piątku**

- Na skutek zaskakująco niskiej inflacji rentowności mocno spadły dochodząc do poziomów 5,64% i 5,70% dla 5 i 2 lat (oba spadki po ok. 30 pb). Krzywa w sektorze 5-10 lat praktycznie zupełnie się spłaszczyła z uwagi na konieczność zachowania spreadu 5/5l do krzywej euro. W kontrakty FRA wkaalkulowana jest obniżka stóp NBP o ponad 100 pb, a FRA 3X6 uwzględnia ponad 50 pb. Udana aukcja przy sporej podaży potwierdziła niższe rentowności.
- Rynek zwykle zamiera w tygodniu, w którym obraduje Rada. Jednak tym razem decyzja zostanie ogłoszona w piątek, a przed nią nastąpi publikacja danych oraz przetarg zamiany. Znow ważny będzie komunikat RPP zwłaszcza po „szoku” niskiej inflacji. Rynek będzie pod wpływem krzywych bazowych, co utrzyma podwyższoną zmienność.

**Wartość spreadu 5X5**



**Greenspan w roli głównej**

- Na skutek silnego spadku rentowności w Polsce oraz ich wzrostu w Europie spread 5/5l zawężił się do 105pb z 130pb. Ryzyko polityczne oraz ryzyko opóźnienia wejścia Polski do strefy euro nie uzasadniają tego zjawiska. Uważamy, że w najbliższym czasie spread może rozszerzyć się do powyżej 120pb.
- W związku z tym, że szef Fed nie zasygnalizował zmiany tempa podwyżek stóp, spread między 10-latkami w USA i Niemczech pozostał na poziomie ok. 60 pb.
- Stwierdzenie szefa Fed, że stopy realne są dosyć niskie” podbiło rentowności w USA i Europie o 15-17 pb (odpowiednio do 4,20% i 3,60%). W środę, gdy nastąpi publikacja inflacji w USA, indeksu IFO oraz sprawozdania z ostatniego posiedzenia Fed, rynek przekona się, czy obligacje na świecie będą dalej słabnąć.

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