

# Tygodnik ekonomiczny

28 lutego – 6 marca 2005

W poprzednim tygodniu napisaliśmy, że trudno oczekiwać, aby decyzja RPP i jej uzasadnienie mogły doprowadzić do wzmocnienia oczekiwań rynkowych na obniżki stóp procentowych. Okazało się jednak, że RPP udało się do tego doprowadzić. Zmiana nastawienia w polityce pieniężnej bezpośrednio z restrykcyjnego na łagodne z pominięciem neutralnego utwierdzi zapewne graczy rynkowych w przekonaniu, że słusznie oczekiwali znacznych obniżek stóp procentowych w tym roku. Zapewnienia RPP, że zmiana nastawienia na łagodne nie oznacza automatycznie szybkich obniżek stóp procentowych zostaną prawdopodobnie zignorowane przez rynek, który wycenił będzie jeszcze większą skalę obniżek stóp niż dotychczas. Napływ kapitału z tym związany doprowadzić może do dalszego umocnienia złotego, a to z kolei będzie jednym z argumentów za poluzowaniem monetarnym. Rada Polityki Pieniężnej przyjęła więc zaproszenie rynków finansowych do dość ryzykownej gry rynkowej. W poniedziałek bank centralny opublikuje projekcję inflacji. Jest ona przygotowywana przy założeniu stałych stóp procentowych NBP, jednak najciekawsza będzie odpowiedź na pytanie: „czy cel inflacyjny byłby zagrożony gdyby skala obniżek odpowiadała obecnej wycenie rynkowej?”

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA			OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	BZWBK		
<b>PONIEDZIAŁEK (28 lutego)</b>							
09:00	POL	Publikacja Raportu o inflacji	IV kw. 04				
11:00	POL	Aukcja 52-tyg. bonów skarbowych – 800 mln zł (U)					
16:00	POL	Saldo na rachunku bieżącym (U)	XII	mld €	-469	-570	31
11:00	EMU	Ceny konsumenta (W)	I	% r/r	-	-	2,4
16:00	USA	Chicago PMI (W)	II	-	61,00	-	62,40
<b>WTOREK (1 marca)</b>							
10:00	EMU	PMI (W)	II	-	-	-	51,9
16:00	USA	ISM w przemyśle (W)	II	-	56,5	-	56,4
<b>ŚRODA (2 marca)</b>							
11:00	POL	Aukcja obligacji dwuletnich OK0407 – 1,5-2,5 mld zł (W)					
11:00	EMU	Ceny producenta (U)	I	% r/r	-	-	3,6
11:00	EMU	PKB (U)	IV kw	% kw/kw	-	-	0,3
	USA	Wystąpienie szefa Fed przed komisją budżetową					
<b>CZWARTEK (3 marca)</b>							
13:45	EMU	Decyzja ECB (W)		%	2,0	-	2,0
14:30	USA	Produktywność (W)	IV kw	%	1,3	-	0,8
16:00	USA	ISM poza przemysłem (U)	II	-	60,0	-	59,2
<b>PIĄTEK (4 marca)</b>							
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna (U)	I	% r/r	-	-	0,5
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (W)	II	000	200	-	146
15:45	USA	Finalny Michigan (W)	II	-	94,70	-	95,50
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle (W)	I	%	0,3	-	0,3

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

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

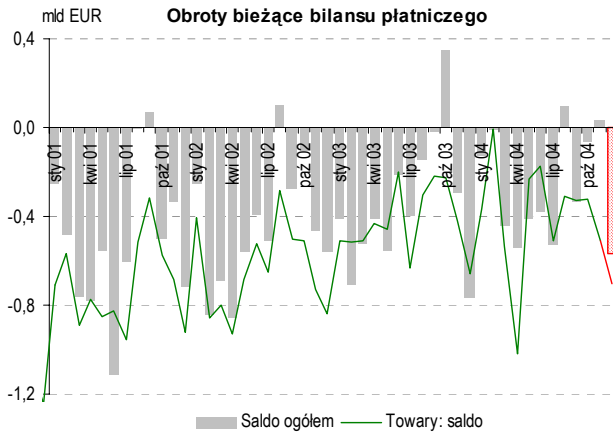
**Piotr Bielski** (22) 586 8333

**Piotr Bujak** (22) 586 8341

**Tomasz Terelak** (22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

**Wydarzenia nowego tygodnia – Mało danych, projekcja w centrum uwagi**



- W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem będzie prezentacja nowej projekcji inflacji. W jej cieniu nastąpi publikacja danych o bilansie płatniczym za grudzień.
- Oczekujemy, że w ostatnim miesiącu ub.r. eksport i import nadal silnie przyrastały (o blisko 20% r/r). Według naszych prognoz nastąpiło przy tym sezonowe pogłębienie deficytu handlowego i pogorszenie salda na rachunku bieżącym, ale skumulowany deficyt obrotów bieżących za 12 ostatnich miesięcy obniżył się do 1,7% PKB z 1,8% PKB po listopadzie.
- Małe rozmiary nierównowagi zewnętrznej to jeden z czynników fundamentalnych stojących za siłą złotego.
- Uczestnicy polskiego rynku będą czekać na dodatkowe wnioski z nowej projekcji inflacji oraz śledzić wydarzenia na rynkach zagranicznych (najważniejsze publikacje danych za granicą to wskaźnik ISM dla amerykańskiego przemysłu oraz miesięczny raport o sytuacji na rynku pracy w USA).

**Miniony tydzień w gospodarce – Bardzo zaskakująca decyzja RPP**

**Istotne fragmenty komunikatu RPP z dnia 25 lutego 2005**

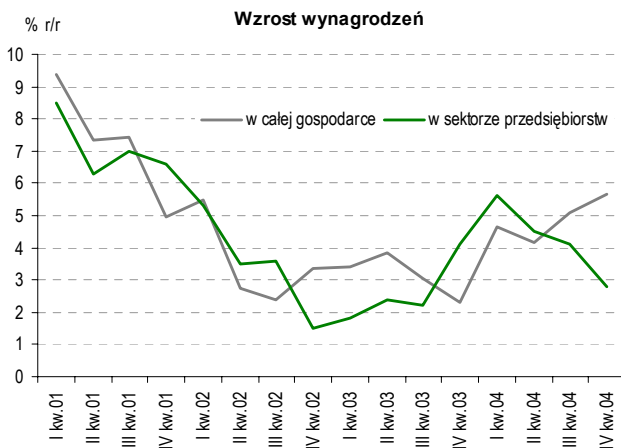
W ocenie Rady od kilku miesięcy następowała zmiana bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji, która doprowadziła do tego, że obecnie bilans ten może kształtować się korzystniej niż przedstawiono w lutowej projekcji. Dotychczasowa skala umocnienia złotego była bowiem większa niż uwzględniono w projekcji, a dynamika cen żywności może obniżyć się szybciej niż założono. Rada dostrzega jednak niepewność dotyczącą między innymi kształtowania się cen ropy i kursu złotego.

Zgodnie z lutową projekcją inflacji tempo wzrostu cen będzie niższe od oczekiwanego w listopadowym raporcie. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50% prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 1,2-4,0% w IV kw. 2005 (2,5-5,2% w poprzedniej projekcji), 0,4-4,2% w IV kw. 2006 (1,3-4,8% w poprzedniej projekcji) oraz 0,5-4,6% w IV kw. 2007.

Oczekuje się, że w 2005 r. tempo wzrostu PKB wyniesie 4,0%-4,5% i będzie nieco niższe niż oczekiwano w listopadowym raporcie, głównie na skutek przewidywanego obecnie niższego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

Silna aprecjacja złotego obniża inflację. Jednak tendencja aprecjacyjna może równocześnie przyczynić się do osłabienia wzrostu gospodarczego.

- Decyzja RPP o zmianie nastawienia bezpośrednio z restrykcyjnego na łagodne była całkowitym zaskoczeniem.
- Po przyjęciu łagodnego nastawienia pozostaje tylko pytanie o skalę obniżek stóp w tym roku. Projekcja inflacji może być pomocna w tej ocenie.
- Rada uzasadniła decyzję o zmianie nastawienia na łagodne tym, że w jej ocenie od kilku miesięcy następowała zmiana bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji. Dlaczego jednak w grudniu i styczniu RPP pisała, że bilans ryzyk nie ulegał zmianie?
- Taka niespójność ocen RPP świadczy o tym, że najwyraźniej zbyt długo utrzymywane było nastawienie restrykcyjne.
- Oczywiście istotna zmiana bilansu ryzyk nastąpiła w ciągu ostatniego miesiąca. RPP zwróciła uwagę przede wszystkim na umocnienie złotego. Rada zasugerowała, że może się ono przyczynić nie tylko do obniżenia inflacji, ale również do osłabienia wzrostu gospodarczego.



- Sprzedaż detaliczna w styczniu wzrosła nominalnie o 7,5% r/r (nasza prognoza 7,4%, konsensus rynkowy 4,4%), a realnie o 3,1% r/r. Chociaż wynik ten był nieco zawyżony przez jednorazowo wysoki sprzedaży samochodów, to pozwala on sądzić, że popyt konsumpcyjny nie słabnie i po ustąpieniu efektu wysokiej bazy, będzie silnie wzrastał w II połowie roku.
- Sprzyjać temu będzie systematyczna poprawa sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia w styczniu wzrosła sezonowo do 19,5%, ale jej roczny spadek pogłębił się do 1,1 pkt. proc.
- Coraz silniej rośnie zatrudnienie (w przemyśle o 1,9% r/r, w handlu i naprawach aż o 4,2% r/r), co może się przełożyć na wzrost płac. W całej gospodarce już teraz rosną one powyżej inflacji i dużo silniej niż w przedsiębiorstwach (patrz wykres).
- Potwierdzają to nastroje konsumentów, które co prawda uległy w lutym sezonowemu pogorszeniu wobec stycznia, ale w ujęciu rocznym po raz kolejny znacznie poprawiły się.

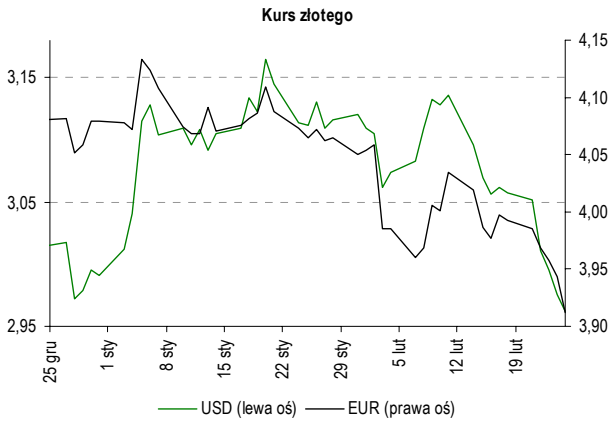
**Cytat tygodnia – Łagodne nastawienie nie oznacza łagodnej polityki?**

**Stanisław Nieckarz, członek RPP**  
(Reuters, 25 lutego)

*Nastawienie łagodne nie oznacza natychmiastowych obniżek stóp procentowych. Teoretycznie może się utrzymać (nastawienie łagodne bez obniżek stóp) dłuższy czas, nawet pół roku.*

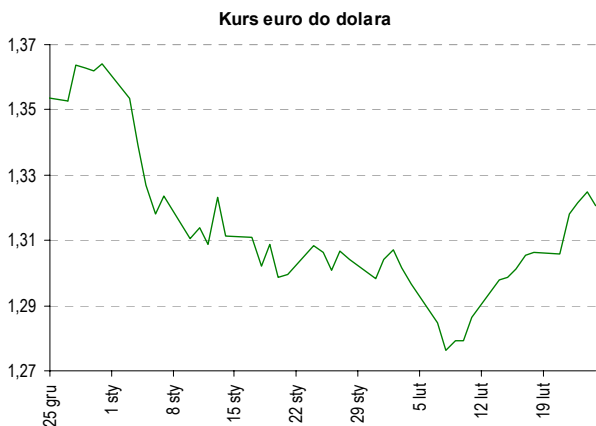
Członkowie RPP, w tym uważany za skrajnego gołębia Stanisław Nieckarz, starali się podkreślić na konferencji prasowej, że przyjęcie łagodnego nastawienia nie oznacza automatycznie szybkich obniżek stóp procentowych. Takie zapewnienia zostaną jednak zapewne zignorowane przez rynek, który po tej zaskakującej decyzji w jeszcze większym stopniu będzie wyceniał poluzowanie monetarne.

**Monitor rynku**



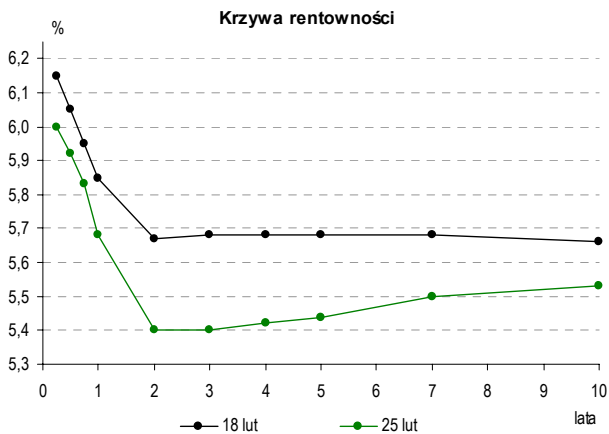
**Kapitał płynie do Polski**

- Złoty w minionym tygodniu zanotował znaczny wzrost, odpowiednio o 3,08% do dolara oraz o 2,01% do euro.
- Umocnienie nastąpiło wskutek silnego napływu kapitału zagranicznego do krajów naszego regionu. Dodatkowy impuls wytworzyły plany redukcji deficytu budżetowego w latach 2006-2007. Zmiana nastawienia na łagodne nie wywołała dużych zmian kursu złotego, jednak może się ona przyczynić do dalszej gry na umocnienie złotego do momentu zrealizowania się obniżek stóp.
- Powróciła silna korelacja między złotym a euro, zatem w najbliższym tygodniu istotne dla naszej waluty będą wahania EURUSD, zwłaszcza, że kalendarz nie przewiduje ważnych krajowych publikacji.
- Oczekujemy, że najbliższym tygodniu złoty będzie się wahał między 3,87-3,97 do euro oraz 2,92-3,00 do dolara.



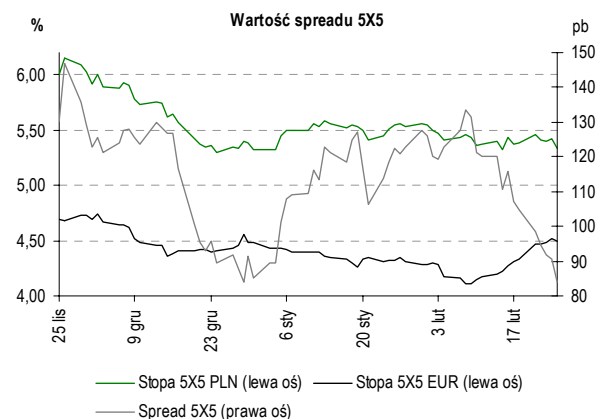
**Wzmianki o dywersyfikacji rezerw**

- W minionym tygodniu euro wzmocniło się do dolara o prawie 2%. Bezpośrednią przyczyną wybicia się kursu powyżej 1,31 było oświadczenie banku centralnego Korei, choć później zdementowane, o potencjalnej dywersyfikacji rezerw. Wymowa sprawozdania FOMC z ostatniego posiedzenia była także negatywna dla dolara, co pozwoliło utrzymać kurs na poziomie 1,32.
- Publikowane w najbliższym tygodniu wskaźniki nastrojów w USA nie powinny mocno wpłynąć na kurs EURUSD. Dopiero wystąpienie szefa Fed, decyzja EBC oraz piątkowy raport z rynku pracy tradycyjnie mają szansę wyznaczyć tendencję na rynku (tygodniowe dane o liczbie nowych bezrobotnych wskazują na wysoki wynik). Do tego czasu jednak euro będzie się wahało w granicach 1,31-1,33.



**Zaskoczenie rynku**

- Na skutek zmiany nastawienia na łagodne rentowności spadły wzdłuż całej krzywej o 7-17 pb. Największy spadek zanotował sektor 2 lat, który osiągnął na koniec tygodnia 5,40%. Krzywa zmieniła nachylenie w sektorze 5/10 lat na pozytywne. Kontrakty FRA wyceniają ponad 125 pb w całym roku.
- Przetarg 2-letnich obligacji przy oczekiwaniach obniżek stóp procentowych zapewne przyciągnie znaczny popyt, jednak nie można wykluczyć realizacji zysków przed aukcją po sporym przesunięciu rynku. Ponadto wpływ na polski rynek stopy procentowej będą miały rynki bazowe. Najbardziej śledzone będą decyzja EBC, dane o zatrudnieniu w USA. Przy mocnych danych nie można wykluczyć negatywnego wpływu na długi koniec krzywej.



**Powrót gry na konwergencję?**

- Dalszy wzrost rentowności w Niemczech oraz ich znaczny spadek w Polsce zawęził spread 5/5l do 84 pb. Dopóki złoty będzie umacniał, dopóty inwestorzy ignorować będą spadek relatywnej atrakcyjności polskiej krzywej.
- 10-letnie Bundy spadły mocniej niż 10-latki w USA, bo w ich przypadku silniej zadziałały czynniki techniczne (Bundy przebiły silny trend, US Treasuries poruszają się zakresie wahań). Spread z 60 pb obniżył się do 52 pb.
- Rynki stopy procentowej czeka porcja wskaźników nastrojów (ISM, PMI), decyzja EBC oraz wystąpienie szefa Fed. Tydzień zostanie zwieńczony danymi o zatrudnieniu w USA. Wciąż uważamy, że spread między rynkami w USA i Europie może się rozszerzać z uwagi na sygnały potwierdzające wzrost gospodarczy w USA.

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