

# Tygodnik ekonomiczny

6 czerwca – 12 czerwca 2005

W minionym tygodniu złoty był relatywnie mocny, a rentowności obligacji zanotowały znaczne spadki. Mocnemu złotemu towarzyszyło znaczące osłabienie euro wobec dolara (poniżej poziomu 1,22), gdyż wspólna waluta pozostała pod presją wyraźnego „Nie” w referendach konstytucyjnych we Francji oraz Holandii, a także wypowiedzi o rozpadzie EMU oraz słabych danych ze strefy euro. Na rynku stopy procentowej pozytywny sentyment wywołany został przez wzrost cen za granicą (słabe dane i komentarze Fischera z Fed o możliwym zbliżaniu się do końca cyklu podwyżek stóp) oraz kiepskie dane o polskim wzroście gospodarczym (a zwłaszcza niskim wzroście inwestycji) w I kwartale br. Po danych o wzroście PKB polska krzywa wycenia 75 pkt bazowych obniżek stóp do końca roku oraz 50 pb już na posiedzeniu w tym miesiącu. Uważamy jednak, że biorąc pod uwagę trudności z interpretacją danych GUS-u bardziej prawdopodobne jest cięcie stóp w czerwcu o 25 pb.

Istnieje jedna nierozwiązana kwestia jeśli chodzi o wydarzenia krajowe – los ministra finansów. Partie opozycyjne zagroziły wnioskiem o wotum nieufności wobec Mirosława Gronickiego jeśli nie wycofa się on z podwyżki akcyzy na olej opałowy. Pozostaje pytanie, czy minister finansów będzie czekał na to, aż posłowie zadecydują o jego przyszłości, czy raczej sam poda się wcześniej do dymisji. W miniony weekend premier Marek Belka zdecydował o opóźnieniu wprowadzenia w życie podwyżki akcyzy (z 15 czerwca na 1 sierpnia), a sejmowa komisja finansów publicznych przygotowała projekt ustawy, która w ogóle blokuje tę podwyżkę. Do pewnego stopnia obniży to presję na ministra finansów. Ewentualna dymisja ministra jest raczej kwestią nadchodzących tygodni, a nie dni.

Na ten tydzień nie zaplanowano ważnych publikacji danych w Polsce. Kalendarz wydarzeń za granicą również nie jest obfity. Kluczowym wydarzeniem dla rynków finansowych, w szczególności dla rynków walutowych, będą piątkowe dane o handlu zagranicznym w USA. Dla najważniejszych światowych rynków stopy procentowej, duże znaczenie może mieć wystąpienie Greenspana w czwartek.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

ZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (6 czerwca)</b>						
11:00	POL	Aukcja bonów skarbowych 52-tyg. – 600 mln zł (U)				
<b>ŚRODA (8 czerwca)</b>						
11:00	POL	Aukcja obligacji o zmiennym oprocentowaniu (WZ) –0,5-2,0 mld zł (U)				
16:00	USA	Zapasy hurtowe (U)	IV	%	0,4	- 0,4
<b>CZWARTEK (9 czerwca)</b>						
13:00	GB	Posiedzenie BoE – decyzja (W)	-	%	4,75	- 4,75
17:00	US	Wystąpienie Greenspana przed Kongresem (W)				
<b>PIĄTEK (10 czerwca)</b>						
14:30	USA	Ceny importowe (W)	V	%	-0,1	- 0,8
14:30	USA	Handel zagraniczny (W)	IV	mld \$	-58,00	- -54,99
20:00	USA	Wykonanie budżetu (U)	V	mld \$	-57,15	- -62,46

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

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

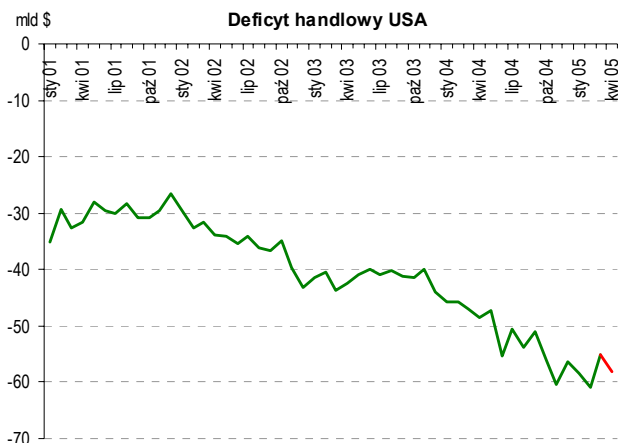
**Piotr Bielski** (22) 586 8333

**Piotr Bujak** (22) 586 8341

**Tomasz Terelak** (22) 586 8342

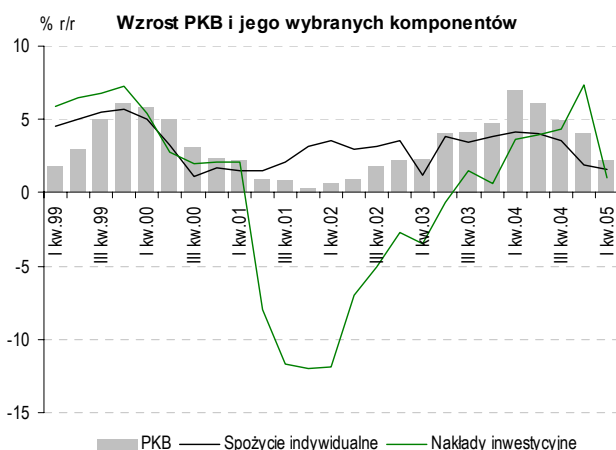
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

## Wydarzenia nowego tygodnia – Istotne dane w USA w piątek

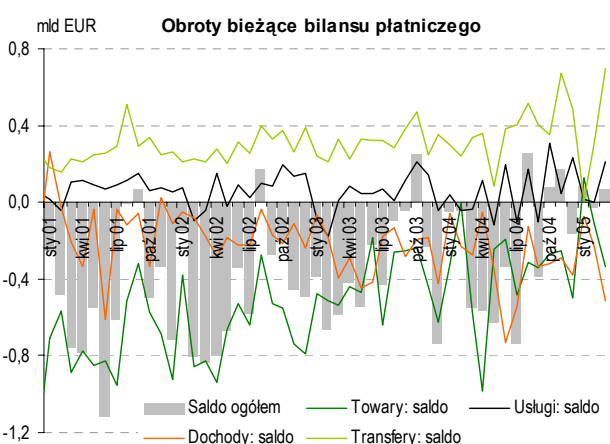


- W tym tygodniu w Polsce nie zaplanowano publikacji ważnych danych, ani wydarzeń ekonomicznych, w związku z czym krajowy rynek finansowy będzie pozostawał przede wszystkim pod wpływem nastrojów na rynkach międzynarodowych.
- Nad rynkami „wisieć” będzie ryzyko odejścia ministra finansów, choć w tym tygodniu nie należy się spodziewać żadnych rozstrzygnięć.
- Na rynkach międzynarodowych euro może pozostać pod presją. Dane istotne dla kursu EURUSD obejmują handel zagraniczny oraz wykonanie budżetu w USA (w piątek).
- Jeśli chodzi o rynki stopy procentowej, kalendarz nie wskazuje na wiele istotnych wydarzeń, ale czwartkowe wystąpienie Greenspana, jak również komentarze innych przedstawicieli Fed, powinny przyciągnąć sporo uwagi.

## Miniony tydzień w gospodarce – Kiepskie dane o PKB oznaczają niższe stopy



- Spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego było powszechnie oczekiwane, ale jego skala przekroczyła oczekiwania i wzrost PKB osiągnął zaledwie 2,1% wobec średniej prognozy rynku (i naszej) na poziomie 3%.
- Największe rozczarowanie dotyczyło dynamiki inwestycji, która spadła znacznie do 1% z 7,4% osiągniętych w ostatnim kwartale 2004. Trudno znaleźć dobre wyjaśnienie tego zjawiska.
- Prywatna konsumpcja również była stosunkowo słaba, rosnąc w tempie 1,7% po 1,9% w IV kw. 2004.
- Popyt krajowy jako całość wzrósł jedynie o 0,1% r/r, co jest najsłabszym wynikiem od III kw. 2003, kiedy gospodarka była w fazie głębokiego spowolnienia gospodarczego.
- Dodatni udział eksportu netto wyniósł ok. 1 pkt proc.



- W ujęciu dostosowanym sezonowo, PKB wzrosło w I kwartale o 1,2% kw/kw, co było najwyższym wzrostem od I kw. 2004 (1,7%) i pokazuje kontynuację ekspansji.
- Jednak inwestycje spadły (o 0,4% kw/kw) nawet po odsezonowaniu, po 7 kwartałach stabilnego wzrostu.
- Tempo wzrostu PKB powinno się poprawić w dalszej części roku, ale będzie bardzo trudno osiągnąć średni wzrost w 2005 roku powyżej 4% z tak niskim punktem wyjściowym.
- Również NBP podkreślał ważność punktu startowego dla projekcji wzrostu PKB oraz inflacji w kolejnych kwartałach.
- W marcu na rachunku obrotów bieżących w Polsce zanotowano nadwyżkę 67 mln €, a saldo obrotów handlowych zamknęło się deficytem 334 mln €.
- Eksport (wyrażony w euro) zwiększył się w marcu o 10,1% r/r, a import o 5,3% r/r.

## Cytat tygodnia – NBP też zaskoczony danymi o PKB

## Krzysztof Rybiński, wiceprezes NBP

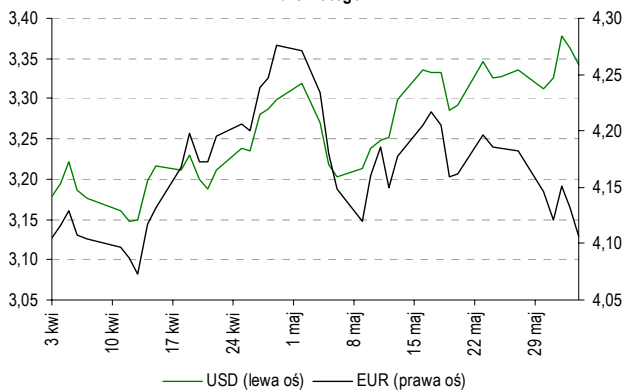
PAP, 2 czerwca

*Staramy się teraz zrozumieć, czy mamy do czynienia z jakimś chwilowym odchyleniem od ścieżki przez nas wcześniej oczekiwanej, czy jest to może głębsza zmiana strukturalna, która może spowodować, że wizja gospodarki może być inna. (...) Za wcześnie wyrokować.*

Dane o wzroście PKB w I kw. były również zaskoczeniem dla ekonomistów NBP. Jak na razie NBP podtrzymuje prognozę wzrostu PKB w całym roku na poziomie 4%, co zakłada, że w każdym kolejnym kwartale br. wzrost gospodarczy będzie coraz szybszy, a II poł. roku będzie wyraźnie lepsza niż pierwsza. Wiceprezes NBP dodał jednak, że bardziej miarodajna ocena procesów zachodzących w gospodarce będzie dostępna za 2-3 tygodnie.

## Monitor rynku

Kurs złotego

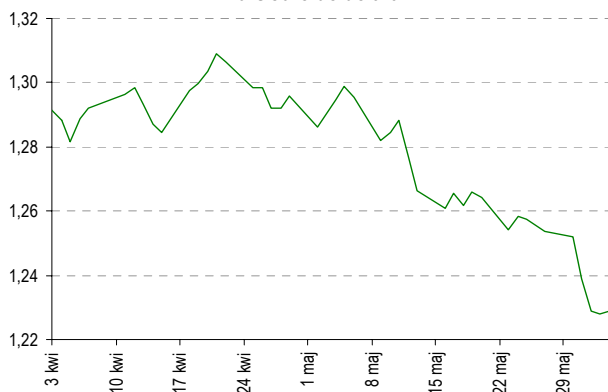


## Powrót polityki?

W minionym tygodniu złoty umocnił się do euro o 1,7%, a do dolara jego notowania nie uległy praktycznie zmianom. Początkowe osłabienie polskiej waluty wywołane przez słabe dane o PKB zostało przewyższone przez jej znaczny wzrost w wyniku kiepskich danych z rynku pracy w USA. Porażka referendum we Francji i Holandii doprowadziła jedynie do zmian wahań kursów w ramach koszyka, bez znaczącego wpływu na ogólną kondycję złotego.

W tym tygodniu w związku z możliwym uspokojeniem się sytuacji na rynku EURUSD oraz brakiem danych, rynek walutowy może większą uwagę przykładac do spraw krajowych, głównie do planów odwołania ministra finansów. Zatem oczekujemy, że złoty będzie wahał w przedziale 4,06-4,16 do euro oraz 3,28-3,38 do dolara.

Kurs euro do dolara

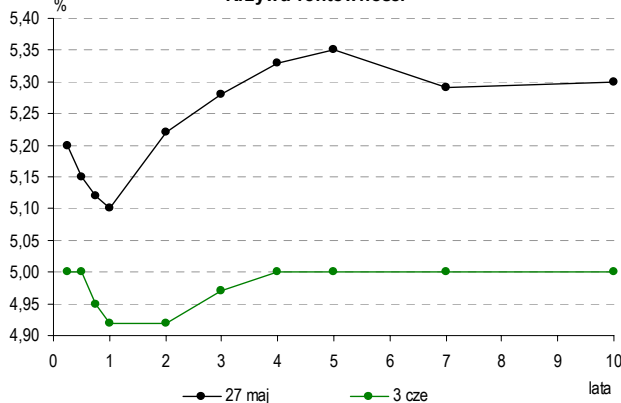


## Nowa nadzieja dla euro

Kurs EURUSD przez znaczną część minionego tygodnia osłabiał się na skutek porażek referendum we Francji i Holandii. Choć rynek był na to przygotowany, euro wybito się z kluczowej strefy technicznego wsparcia 1,245-1,25. Siła spadkowego trendu była tak silna, że gorsze od prognoz indeksy ISM, a zwłaszcza dane o zatrudnieniu w USA były w stanie jedynie powstrzymać dolara od dalszych wzrostów. Euro w ubiegłym tygodniu straciło ponad 2%.

Na początku tygodnia przy braku danych kurs EURUSD ma szansę się ustabilizować w granicach 1,22-1,23. W dalszej części tygodnia w miarę zbliżania się do publikacji danych o handlu zagranicznym w USA, które „tradycyjnie” są negatywne dla dolara, EURUSD może się stopniowo umacniać wspierany przez czynniki techniczne.

Krzywa rentowności

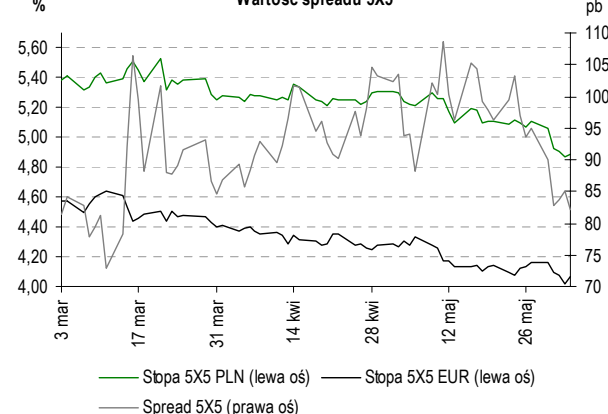


## Przed nami konsolidacja

Znaczący wzrost cen polskich obligacji był wynikiem słabych danych o PKB połączonych z umiarkowaną podażą papierów skarbowych na czerwiec. Sprzyjający nastrój wzmocniony został przez kolejne wzrosty cen obligacji zagranicznych. Rentowności spadły o ok. 30 pb wzdłuż całej krzywej dochodząc do poziomu 5%. Kontrakty FRA 6x9 osiągnęły poziom ok. 4,7%, wyceniając obniżki o kolejne 75 pb w ciągu pół roku.

Słaby początek tygodnia dla obligacji po spadku cen na krzywych bazowych wraz z pustym kalendarzem wydarzeń da graczom możliwość wythchnienia po nerwowym ubiegłym tygodniu oraz dostosowania pozycji przed sporą porcją danych za tydzień (faza konsolidacji). Czynnikiem ryzyka mogą być plany odwołania ministra Gronickiego.

Wartość spreadu 5X5



## Wcześniej wsparcie, teraz opór

Słabe wskaźniki ISM oraz niski przyrost zatrudnienia w USA doprowadziły do znacznego spadku rentowności na krzywych bazowych. Jednak na skutek silnego wykupienia rynku w piątek wieczorem miał miejsce gwałtowny wzrost rentowności z 3,81% do 3,98% w US oraz z 3,16% do 3,25% w Niemczech dla 10 lat.

Przy braku danych do piątku rynek skupi się na wskazaniach technicznych oraz wystąpieniu Greenspana. Wydaje się, że poziom 4% dla 10-latk w USA będzie teraz silnym oporem (wcześniej był technicznym wsparciem), przy którym gracze będą chętnie budować długie pozycje.

W wyniku silniejszego spadku rentowności w Polsce niż na krzywej euro spread 5/5I obniżył się z prawie 90 pb do 80 pb. W związku z zamieszaniem wokół ministra finansów w Polsce spread może ulec rozszerzeniu.

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, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group