

**WBK****Bank Zachodni WBK**

Codziennik – przegląd wiadomości

Spokojny tydzień do piątku?

21 lutego 2005

W ubiegłym tygodniu, po publikacji znacznie niższych niż oczekiwano danych o CPI, część członków RPP zaczęła sugerować możliwość dość szybkiego rozluźnienia polityki pieniężnej, wskazując jednak równocześnie, że oczekiwania rynku finansowego co do skali obniżek są nadmierne. W tym kontekście, interesujący będzie komunikat RPP po posiedzeniu, które odbędzie się w czwartek i piątek. Oczekujemy, że nastawienie polityki pieniężnej ulegnie zmianie na neutralne (tego spodziewają się wszyscy analitycy), ale RPP będzie próbowała podkreślić znaczenie wszystkich trzech nastawień, starając się ostudzić oczekiwania rynku na obniżki w najbliższych miesiącach.

Przed spotkaniem RPP poznamy kolejne dane makroekonomiczne. Dzisiaj GUS opublikuje wskaźniki koniunktury za luty, a w środę pojawią się dane o sprzedaży detalicznej i bezrobociu.

W sobotnim wydaniu New York Times pojawiła się informacja, że prezes NBP Leszek Balcerowicz jest jednym z głównych kandydatów na szefa Banku Światowego. Informacja ta może spowodować nerwowość na polskim rynku finansowym w przypadku gdyby nie została zdementowana.

Gorące wydarzenia nowego tygodnia

**Posiedzenie RPP dopiero w
czwartek i piątek**

Wydarzeniem tego tygodnia będzie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, które odbędzie się w czwartek i piątek. W tygodniu, w którym członkowie RPP dyskutują o parametrach polityki pieniężnej, rynek finansowy zwykle zastyga w bezruchu, jednak tym razem ogłoszenie decyzji nastąpi dopiero w piątek, a przedtem nastąpi publikacja danych ekonomicznych oraz odbędzie się przetarg zamiany obligacji.

**Powszechnie oczekuje się zmiany
nastawienia na neutralne i rynek
mocno wycenia szybkie obniżki
stóp**

Zaskakująco niska inflacja wzmocniła polski rynek stopy procentowej (choć był on i tak dość mocny), który wycenia obecnie obniżki o ponad 100pb w tym roku. Co więcej, FRA 3x6 antycypuje obniżkę o ponad 50pb. Aby ten scenariusz mógł się zmaterializować, RPP musiałaby wprowadzić neutralne nastawienie polityki pieniężnej w lutym, łagodne nastawienie w marcu, a następnie obniżyć stopy (o 50pb) w kwietniu. Wydaje się to raczej mało prawdopodobne w tej chwili. Oczekujemy, że Rada zmieni nastawienie na neutralne w tym tygodniu, ale naszym zdaniem ta decyzja zostałaby podjęta niezależnie od poziomu inflacji w styczniu, za sprawą poprawiającego się bilansu ryzyka dla inflacji w średnim terminie. Co ciekawe, po opublikowaniu styczniowej inflacji niektórzy uczestnicy rynku nie wykluczają możliwości, że RPP zmieni nastawienie z restrykcyjnego od razu na łagodne. Naszym zdaniem taki scenariusz jest niezwykle mało prawdopodobny. Uważamy, że RPP będzie raczej chciała podkreślić znaczenie trzech różnych nastawień w polityce pieniężnej.

**Jak RPP zareaguje na przesadzone
oczekiwania obniżek stóp?**

Rynek z pewnością uważnie prześledzi komunikat i wypowiedzi RPP po posiedzeniu. W szczególności, że ostatnie komentarze członków RPP były dalekie od jednomyślności. Czy oznacza to ponowny podział w Radzie po ostatnim okresie względnie dużej zgodności poglądów? A może to czas

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

... i jak odniesie się do nowej projekcji inflacji?

W środę dane o sprzedaży detalicznej i rejestrowanym bezrobociu

udzielania wypowiedzi miał kluczowe znaczenie (przed lub po publikacji CPI)? Tak czy inaczej, wypowiedzi szefa NBP i członków RPP mogą ograniczyć oczekiwania rynku co do skali przyszłych obniżek stóp (bo raczej trudno spodziewać się jeszcze szybszych i głębszych cięć niż wyceniane obecnie przez rynek). Co ważne, tym razem RPP odniesie się do nowej projekcji inflacji, której publikacja jest zaplanowana na 28 lutego (powinniśmy poznać więcej wskazówek co do perspektyw polityki pieniężnej).

Przed posiedzeniem RPP, w środę odbędzie się konferencja GUS, podczas której nastąpi publikacja danych o sprzedaży detalicznej i bezrobociu rejestrowanym. Naszym zdaniem, dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej opublikowane w ubiegłym tygodniu, nie sygnalizowały, że polska gospodarka wchodzi w okres spowolnienia wyraźniejszy niżby wynikało z efektu bazy statystycznej. Dane o sprzedaży detalicznej naszym zdaniem potwierdzą, że wzrost gospodarczy w pierwszym kwartale poniżej 4% będzie wynikała z efektu bazy statystycznej, która będzie działała w najbliższych miesiącach coraz silniej. Oczekujemy wzrostu sprzedaży detalicznej (nominalnie) o 7,4% r/r., co jest powyżej średniej oczekiwań rynkowych na poziomie 4,4%. W ujęciu realnym byłby to pierwszy wzrost od kilku miesięcy. Stopa bezrobocia wzrośnie w styczniu sezonowo do ok.19,5%, co potwierdzi kontynuację silnego spadkowego trendu w porównaniu rocznym (20,6% w styczniu 2004).

Konkluzja: *Podczas gdy niektórzy uczestnicy rynku nie wykluczają, że RPP zmieni nastawienie z restrykcyjnego bezpośrednio na łagodne, naszym zdaniem jest to bardzo mało realne i oczekujemy wprowadzenia nastawienia neutralnego. Komunikat RPP (w piątek) będzie kluczowym wydarzeniem dla rynku w tym tygodniu. Może on ograniczyć oczekiwania rynku na obniżki stóp procentowych (trudno aby zostały one zwiększone biorąc pod uwagę dzisiejsze poziomy).*

Gorące wydarzenia

Noga z RPP ponownie zabiera głos

Noga z RPP powtarza, że jest miejsce na obniżki stóp

... ale nie ma go zbyt wiele

Noga mniej zaniepokojony czynnikami ryzyka dla złotego niż inni członkowie RPP

Ostatnie dane gospodarcze, wskazujące na poprawę perspektyw inflacji, skłoniły członków RPP, zwłaszcza tych preferujących mniej restrykcyjną politykę pieniężną, do zabrania głosu. W piątek Marian Noga ponownie udzielił wywiadu agencji Reuters. Powtórzył, że jest miejsce na obniżki stóp w tym roku, jednak nie jest ono duże. Tym razem Noga dał dokładniejsze wskazówki zmian w polityce, mówiąc, że po przyjęciu neutralnego nastawienia w lutym, łagodne mogłoby być wprowadzone w lecie po spadku inflacji poniżej środka celu inflacyjnego (2,5%). Jednakże członek RPP dodał, że decyzja o stopach procentowych będzie w dużym stopniu zależeć od nadchodzących danych makroekonomicznych. W jego opinii, nie można wykluczyć obniżki stóp w maj, jeśli inflacja spadnie znacznie.

Noga był dosyć optymistyczny odnośnie perspektyw złotego i jego zdaniem złoty stał się odporny na politykę i dlatego nie powinien się znacznie osłabić w ciągu roku. „Jeśli nawet w tym roku trend aprecyjny zostanie zatrzymany, złoty powinien wejść w fazę konsolidacji. Nie powinien się osłabić.” Jesteśmy bardziej sceptyczni w odniesieniu do tego i podobnie jak

paru innych członków RPP cytowanych ostatnio (np. Dariusz Filar i Andrzej Wojtyła) przewidujemy, że złoty się osłabi przed wyborami. Deprecjacja złotego nie zmieniłaby jednak faktu, że rok 2005 skończyłby się z CPI poniżej 2,5%, ale mogłoby to popsuć nieco perspektywę inflacyjną w roku następnym.

Konkluzja: Jeden z najbardziej gołych członków RPP przewiduje wprowadzenie łagodnego nastawienia w lecie, ale sugeruje jednocześnie, że oczekiwania rynku są przesadzone. Z drugiej strony nie wykluczył obniżki stóp w maju, gdyby na taką możliwość wskazywały dane ekonomiczne.

Monitor rynku

Notowania polskiej waluty niewiele się zmieniły w porównaniu do poprzedniego zamknięcia i odzwierciedlały jedynie ruchy kursu EURUSD. Na koniec dnia złoty zyskał an wartości o 0,2% do obu walut kończąc sesję w okolicach 3,9850 do euro i 3,05 do dolara.

Chociaż rynek niemiecki osłabił się znacznie, polskie obligacje wykazały się odpornością i wzmocniły się nawet do 5,63% na 5-letnim benchmarku za sprawą czwartkowych danych. Dopiero pogłębienie się strat za granicą po publikacji PPI w USA zdołały podbić rentowności do 5,68%.

Ministerstwo Finansów ogłosiło, że w poniedziałek na aukcji zaoferuje 800 mln zł rocznych bonów skarbowych.

Fakt, że sesja na polskim rynku finansowym upłynęła dosyć sennie, nie oznacza, że nie zmieniły się uwarunkowania wpływające na niego. Na skutek wysokiego PPI w USA oraz technicznej kontynuacji korekty w Europie, spread 5/5l zawężił się do poniżej 100 pb. Tym bardziej w tym miejscu zaznaczamy, że wartości te są nieuzasadnione i można je wytłumaczyć jedynie niechęcią inwestorów co otwierania krótkich pozycji po stratach, jakie ponieśli w wyniku ostatniego spadku rentowności oraz nie płynnością rynku finansowego w piątek po nerwowym tygodniu wzmocnioną dodatkowo przez perspektywę dnia wolnego w USA. Jako, że inwestorzy z Ameryki dostarczają sporą część płynności globalnym rynkom, należy się liczyć w poniedziałek ze znacznym spadkiem aktywności.

Konkluzja: Piątkowa sesja w Polsce była bardzo niemrawa, podczas gdy zagraniczne rynki stopy procentowej doznały znacznej przeceny. Początek nowego tygodnia nie przyniesie wielu wrażeń z powodu święta w USA.

Przegląd międzynarodowy

Wskaźnik PPI w USA wzrósł w styczniu o 0,3%. Ale indeks bazowy, który wyłącza zmienne ceny żywności i energii, wybił się do 0,8%, notując największy przyrost w ostatnich sześciu latach. Ekonomści oczekiwali wzrostu o 0,2% zarówno ogólnego jak i bazowego wskaźnika PPI. Dane te spowodowały gwałtowny wzrost rentowności 10-letnich obligacji o 5 pb do 4,25%.

Nastroje konsumentów spadły w lutym, gdyż wstępny wynik indeksu zaufania konsumentów Uniwersytetu Michigan za luty wyniósł 94,2, niższe niż

Notowania złotego (18.02.2005)

	Min	Max	Fixing
USD	3,0530	3,0770	3,0568
EUR	3,9810	3,9920	3,9925

Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

EURUSD	1,3052	CADPLN	2,4776
USDPLN	3,0535	DKKPLN	0,5353
EURPLN	3,9865	NOKPLN	0,4808
CHFPLN	2,5786	SEKPLN	0,4381
JPYPLN*	2,8882	CZKPLN	0,1336
GBPPLN	5,7798	HUFPLN*	1,6372

*100 jednostek

Rentowności na rynku wtórnym (18.02.2005)

Bony	Rentowność	Zmiana (pb)
3M	6,15	0
6M	6,05	0
9M	5,95	0
12M	5,85	0
Obligacje		
2L	5,67	-2
3L	5,68	2
4L	5,68	2
5L	5,68	3
8L	5,68	2
10L	5,66	3

Stawki WIBOR (18.02.2005)

Termin	Stawki	Zmiana (pb)
O/N	6,41	3
T/N	6,54	0
SW	6,55	-2
2W	6,55	-2
1M	6,55	-2
3M	6,51	0
6M	6,35	0
9M	6,20	0
1L	6,10	0

ostateczny wynik dla stycznia 95,5. Analitycy oczekiwali, że wynik dla lutego pozostanie bez zmian na poziomie 95,5 z poprzedniego miesiąca.

Dzisiaj nie przewidziano za granicą żadnych publikacji danych, m.in. z uwagi na dzień wolny od pracy 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, 586 8333, email: ekonomia@bzwbk.pl, <http://www.bzwbk.pl>



Bank Zachodni WBK jest członkiem Allied Irish Banks Group