

Codziennik – przegląd wiadomości

RPP zdecyduje o skali

25 kwietnia 2005

Wydarzeniem tygodnia dla polskiego rynku finansowego będzie posiedzenie RPP, którego wynik poznamy w środę. Dane ekonomiczne, które poznaliśmy do tej pory (tj. niska inflacja, głębszy niż oczekiwano spadek produkcji) wzmocniły oczekiwania na kolejną obniżkę stóp, pozostaje tylko pytanie o skalę cięcia. Naszym zdaniem ostrożna redukcja o 25 pb jest nadal najbardziej prawdopodobna, jako kompromis akceptowalny dla większości członków RPP, którzy zwracają większą uwagę na średnioterminowe trendy w gospodarce niż na zmienne (i obciążone czynnikami jednorazowymi) wskaźniki miesięczne. O ile te ostatnie sugerowały znaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego i brak presji inflacyjnej, średnioterminowe perspektywy gospodarki wskazują, że środowisko dla inflacji może być mniej korzystne niż teraz. Wskaźniki inflacji bazowej opublikowane w piątek przez NBP pokazały, że źródła oczekiwanego spadku CPI znacznie poniżej celu mają głównie charakter egzogeniczny i nie będą zapewne trwać wiecznie. Tymczasem, wyniki koniunktury gospodarczej i nastroje konsumentów pokazują, że wzrost gospodarczy powinien ponownie nabrać tempa w drugim półroczu, czemu może towarzyszyć znacznie silniejszy popyt krajowy. W związku z tym, wierzymy, że RPP pozostanie ostrożna, szczególnie że nadal jest ryzyko (głównie jeśli chodzi o kurs złotego) związane z wyborami.

Na rynkach zagranicznych, przed istotnymi wydarzeniami na początku maja – decyzją Fed (3 maja) i danymi o zatrudnieniu (6 maja) – w tym tygodniu zobaczymy szereg publikacji danych, które mogą mieć wpływ na kurs dolara, wahający się pod wpływem sygnałów o spowolnieniu gospodarczym.

Gorące wydarzenia nowego tygodnia

Wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie RPP

W tym tygodniu posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, zaplanowane na środę, będzie najważniejszym wydarzeniem na polskim rynku finansowym. Ostatnio publikowane dane makroekonomiczne wskazywały na niższy wzrost gospodarczy w I kw. tego roku (znaczny spadek produkcji przemysłowej) oraz wzmocnione oczekiwania na spory spadek inflacji w nadchodzących miesiącach (niski CPI oraz PPI, jak również miary inflacji bazowej). Oczywiście wspierało to oczekiwania na obniżkę oficjalnych stóp procentowych. Innym pytaniem jest skala obniżki w tym tygodniu. Obecnie rynki finansowe nie w pełni wyceniają obniżkę o 50 pb, chociaż może to ulec zmianie po dzisiejszej publikacji sprzedaży detalicznej (patrz poniżej). Jednakże wciąż uważamy, że redukcja o 25 pb jest trochę bardziej prawdopodobna (ten pogląd podzielany jest przez większość uczestników rynku), jako kompromisowe rozwiązanie akceptowalne przez większość członków RPP.

Oczekiwania rynkowe znajdują się pomiędzy 25 oraz 50 pb

Nie ma wątpliwości, że RPP jest podzielona, jeśli chodzi o pożądaną skalę redukcji stóp w kwietniu. Uważamy, że będzie co najmniej trzech członków RPP (Jan Czekaj, Stanisław Nieckarz oraz Mirosław Pietrewicz) nalegających na obniżkę o 50 pb w kwietniu. Będą oni potrzebować trzech zwolenników więcej, aby agresywnie obciąć stopy. Naszym zdaniem, kluczowe będzie stanowisko Andrzeja Sławińskiego i Andrzeja Wojtyny, gdyż Leszek

...co odzwierciedla prawdopodobne podziały w Radzie

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

Naszym zdaniem bardziej prawdopodobna jest obniżka o 25 pb niż o 50 pb

...ze względu na istnienie wielu czynników ryzyka dla perspektyw inflacji

Redukcje o 25 pb i 50 pb miałyby różne konsekwencje dla rynku

Dziś o 10:00 dane o marcowej sprzedaży detalicznej

W piątek dane o bilansie płatniczym za luty

Balcerowicz, Dariusz Filar oraz Halina Wasilewska-Trenkner raczej nie wesprą obniżki większej niż 25 pb w tym miesiącu.

Duża niższa niż przewidywano inflacja CPI oraz produkcja zapewne przekona niektórych członków RPP do domagania się obniżki głębszej niż 25 pb. Naszym zdaniem jednak obniżka o 25 pb potwierdziłaby chęć RPP do poluzowania warunków monetarnych oraz tym samym odzwierciedliłaby ostrożność Rady. Czynniki ryzyka, które zapewne zostaną wzięte pod uwagę przez Radę obejmują wysokie ceny surowców oraz ostatnie osłabienie złotego. Jeśli chodzi o kurs walutowy, w poprzednim komunikacie RPP zauważyła „wzrost niepewności co do przyszłego przebiegu kursu walutowego”. Od tego czasu złoty osłabił się jeszcze mocniej i dlatego ten komunikat zostanie raczej powtórzony, chociaż dla RPP może być za wcześnie, aby to podkreślać (mówiąc, że kurs walutowy stwarza ryzyko dla perspektyw inflacji). Niewątpliwie bardzo ważnym elementem w dyskusji RPP będą perspektywy wzrostu gospodarczego w następnych kwartałach, po kolejnych rozczarowujących danych. Jednakże, że prognozy wzrostu PKB na 2005 banku centralnego (4,0-4,5%) nie zmienia się, jak zasugerował szef Departamentu Analiz NBP w minionym tygodniu. Może to być argumentem za ostrożniejszą polityką pieniężną. Ogólnie, uważamy, że RPP zwróci większą uwagę na średnioterminowe tendencje niż na bardzo zmienne miesięczne dane gospodarcze.

Jeśli Rada przyjmie scenariusz ostrożnych zmian parametrów polityki pieniężnej i obetnie stopy o 25 pb następny ruch powinien być oczekiwany już w maju, kiedy opublikowana zostanie następna projekcja inflacji NBP. Dlatego potencjalny wzrost stóp rynkowych po redukcji o 25 pb nie powinien być znaczący i długotrwały (choć ryzyko polityczne przed ważnym głosowaniem w parlamencie 5 maja może dodać oliwy do ognia). Z drugiej strony, jeśli RPP zdecyduje się na agresywny ruch (obniżka o 50 pb), nastąpiłby znaczący spadek rentowności na rynku stopy procentowej, głównie na krótkim końcu krzywej.

W tym tygodniu nastąpi także publikacja paru innych danych gospodarczych. Dzisiaj o 10:00 odbędzie konferencja prasowa GUS, podczas której przedstawione zostaną dane o sprzedaży detalicznej oraz stopa zarejestrowanego bezrobocia. Oczekujemy słabej kondycji w handlu detalicznym, antycypując, że sprzedaż spadnie w ujęciu rocznym o 7% (konsensus rynku wskazuje na spadek o 1,5%), co będzie kolejnym argumentem na niższych stopach procentowych. W marcu nastąpi spadek stopy bezrobocia ponownie do 19,2% z 19,4% w lutym (oraz, co ważniejsze, z 20,4% w marcu 2004), co potwierdzi stopniową poprawę na rynku pracy. Jednakże nie powinno być to istotnym czynnikiem dla rynku finansowego.

W piątek o 16:00, przedstawione zostaną dane o bilansie płatniczym, ale one także będą miały ograniczony wpływ na rynek, gdyż publikacją nastąpi tuż przed długim weekendem w Polsce. Oczekujemy stosunkowo wysokiego deficytu na rachunku obrotów bieżących (ok. 250 mld € wobec konsensusu rynkowego na poziomie 100 mln €) napędzanego przez deficyt handlowy nieco wyższy niż 100 mln €. Mediana prognoz rynkowych wskazuje mniej więcej na równy poziom eksportu i importu w lutym. Nie oczekujemy powtórzenia styczniowej nadwyżki w handlu, to jednak oczekujemy wzrostu eksportu i importu o blisko 20% r/r.

**Dosyć wypełniony kalendarz
wydarzeń za granicą przed decyzją
Fed w następnym tygodniu**

Na rynku międzynarodowym, przed ważnymi wydarzeniami na początku maja – decyzją FOMC (3 maja) oraz danymi z rynku pracy w USA (6 maja) – wypełniony kalendarz danych dostarcza mnóstwo sygnałów dla dolara, który waha się w związku z oznakami wolniejszej ekspansji gospodarczej oraz presji inflacyjnej. W kalendarzu znajdują się m.in. wskaźnik zaufania konsumentów (wtorek), zamówienia na dobra trwałe (środa), wstępne dane o PKB za I kw. 2005 (czwartek) oraz Chicago PMI (piątek). Będzie także kilka wystąpień urzędników Fed, które mogą dostarczyć impulsów dla rynku. Kalendarz gospodarczy dla strefy euro jest również wypełniony, dominując badania nastrojów, poczynając od dzisiejszej publikacji IFO.

Konkluzja: Dane makroekonomiczne, które zostaną przedstawione w tym tygodniu będą miały ograniczony wpływ na rynek, chociaż sprzedaż detaliczna może wzmocnić oczekiwania rynku co do skali obniżki stóp. Wciąż uważamy, że 25 pb jest bardziej prawdopodobnym scenariuszem niż 50 pb. W takiej sytuacji nastąpi wzrost rynkowych stóp procentowych, chociaż nie powinien być długotrwały, gdyż następna obniżka o 25 pb powinna być oczekiwana już w maju. Jeśli RPP zdecyduje się obciążyć stopy agresywnie (50 pb) rentowności spadłyby znacząco, szczególnie na krótkim końcu.

Gorące wydarzenia

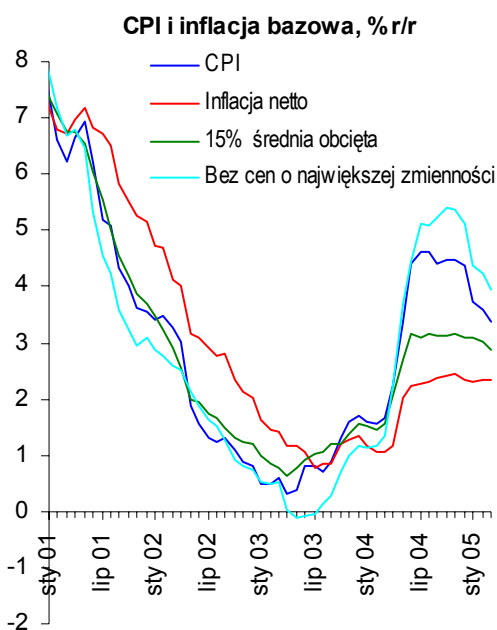
Bez niespodzianek w inflacji bazowej

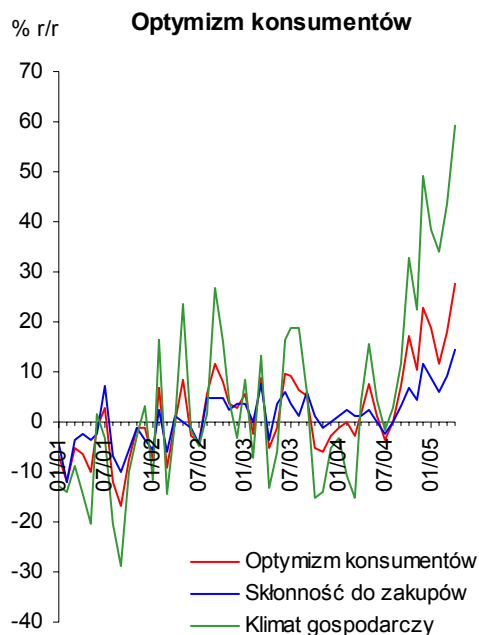
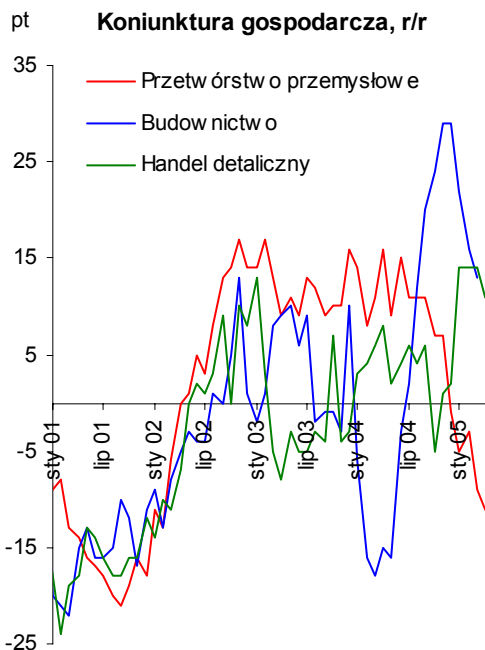
W marcu cztery wskaźniki inflacji bazowej wykazały spowolnienie rocznego tempa wzrostu o 0,1-0,2 pp w porównaniu z lutym. Tylko jedna miara, inflacja netto, nieznacznie się podniosła do 2,4% r/r z 2,3% w poprzednim miesiącu (choć tak naprawdę była niemal stabilna, ponieważ zmiana dotyczyła drugiego miejsca po przecinku). Stabilizacja inflacji netto w przedziale 2,2%-2,4%, którą obserwujemy już od prawie roku, potwierdza, że znaczny wzrost dynamiki CPI, który nastąpił w drugim półroczu 2004 był spowodowany niemal wyłącznie odbiciem cen paliw i żywności (które ze wskaźnika inflacji netto są wyłączone). Teraz, kiedy szoki na tych dwóch rynkach tracą impet (szok paliwowy się osłabił, a na rynku żywności wręcz zmienił kierunek), można się spodziewać, że wzrost CPI spadnie poniżej inflacji netto na pewien czas. Ogólnie, przedstawione w piątek wyniki były zgodne z prognozami i potwierdziły oczekiwania na ostrożną obniżkę stóp procentowych w tym tygodniu. Warto jednak mieć na względzie, że po kilku miesiącach spadku stopa inflacji zacznie powracać do swoich 'bazowych' poziomów, co oznacza, że zbyt mocne rozluźnienie polityki pieniężnej nie jest uzasadnione.

Konkluzja: Miary inflacji bazowej nie będą wstrzymywać RPP przed obniżką stóp. Chociaż wskaźniki są dość niskie, nie przemawiają też za potrzebą głębokiej redukcji oprocentowania.

Polskie firmy wciąż dość optymistyczne

Wyniki kwietniowego badania koniunktury gospodarczej GUS były podobne jak w poprzednim miesiącu. W handlu detalicznym i budownictwie indeksy po raz kolejny poprawiły się wyraźnie w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku, podczas gdy wskaźnik w przetwórstwie przemysłowym był gorszy niż przed rokiem. Jednak po dokładniejszej analizie, wyniki te





Kolejne badanie opinii publicznej potwierdza pierwsze miejsce PiS-u, co nie jest bez znaczenia dla rynku

wyglądają dość dobrze. Jeżeli pominiemy wyniki ubiegłoroczne – podwyższone jak wiele innych zmiennych przez ożywienie przedakcesyjne – wskaźnik w przemyśle był w kwietniu na jednym z najwyższych poziomów w historii badania GUS. Co więcej, we wszystkich trzech sektorach gospodarki utrzymują się bardzo dobre oczekiwania przedsiębiorców co do aktywności w kolejnych miesiącach i przewidywany jest wzrost produkcji i sprzedaży. Jeśli chodzi o sytuację bieżącą, zanotowano znaczną poprawę w portfelu zamówień krajowych, co potwierdza nasze przewidywania dotyczące mocnego wzrostu popytu wewnętrznego w tym roku.

Konkluzja: Wyniki badań koniunktury przedstawiają dość optymistyczne perspektywy polskiej gospodarki. Neutralne dla rynku.

Wielki wzrost optymizmu konsumentów

Najnowsze wyniki badań instytutu Ipsos pokazały rekordowo silny wzrost optymizmu polskich konsumentów w kwietniu. Choć wskaźniki nastrojów nie osiągnęły najwyższych poziomów w historii, ich roczne przyrosty były najszybsze z dotychczas notowanych. Ogólny wskaźnik optymizmu konsumentów osiągnął 92 pkt (wzrost o 28% r/r), indeks skłonności do konsumpcji wyniósł 96 pkt (14% r/r, najwyższy wzrost od czerwca 1999), a wskaźnik oceny sytuacji gospodarczej wyniósł 89 pkt (59% r/r). Zdaniem Ipsos konsumenci zgłaszali spadek obaw przed bezrobociem, a oczekiwania inflacyjne pozostały niskie. Choć ten ostatni czynnik jest pozytywny dla RPP, znaczny wzrost optymizmu konsumentów może przełożyć się na wyższy popyt konsumpcyjny w niedługiej przyszłości (szczególnie w drugim półroczu, kiedy wzrost realnych wynagrodzeń powinien znacznie przyspieszyć). Autorzy badania sugerują, że wybiecie wskaźników optymizmu może być zjawiskiem jednorazowym związanym z wydarzeniami po śmierci papieża. Jednak naszym zdaniem wyniki potwierdzają trendy obserwowane już wcześniej w zakresie optymizmu konsumentów i wskazują, że w drugiej połowie roku powinno nastąpić znaczące odbicie wzrostu gospodarczego za sprawą zarówno wysokiego wzrostu inwestycji (optymizm wśród przedsiębiorców), jak i silnego popytu konsumpcyjnego. Wspiera to naszą prognozę wzrostu PKB na cały 2005 r. na poziomie powyżej 4% oraz opinię, że obniżki stóp RPP powinny być ostrożne.

Konkluzja: Nastroje konsumentów poprawiają się mocno od kilku miesięcy, co powinno się przełożyć na silniejszy popyt konsumpcyjny w drugim półroczu.

PiS na prowadzeniu w kolejnym sondażu

Wyniki sondażu przeprowadzonego kolejny z pięciu wiodących ośrodków badania opinii publicznej pokazały, że Prawo i Sprawiedliwość objęło prowadzenie w rankingu popularności partii politycznych przed zbliżającymi się wyborami. Według badań Pentora, PiS mógłby liczyć na 25% głosów. Poparcie dla PO wyniosło 22%. Taki wynik oznaczałby, że te dwie partie uzyskałyby nieznaczną większość mandatów w Sejmie. Wyniki innych sondaży były jednak mniej optymistyczne pod tym względem, a poza tym trzeba pamiętać o inicjatywach zmierzających do zmiany ordynacji w taki sposób, aby przeliczanie głosów w wyborach na miejsca w Sejmie było bardziej korzystne dla partii ze słabszym wynikiem kosztem zwycięzców

wyborów. Oczywiście, jak już wcześniej pisaliśmy, relatywnie silniejsza pozycja PiS w koalicji tej partii z PO wydaje się oznaczać mniejsze szanse na prowadzenie przez następny rząd liberalnej polityki gospodarczej (na głębokie dostosowanie fiskalne) i szybkie wejście do strefy euro.

Konkluzja: *Potwierdzenie istotnych zmian w popularności partii politycznych. Wyniki wyborów parlamentarnych pozostają istotnym czynnikiem ryzyka dla polskiego rynku finansowego.*

Monitor rynku

Na początku piątkowej sesji nastąpiło gwałtowne osłabienie złotego w związku z zagranicznym popytem na twarde waluty związanym z nadchodzącym głosowaniem w parlamencie. Pomimo przebicia ostatnich minimów wobec euro na poziomie 4,21 (polska waluta dotarła do 4,22) złoty odbił się bardzo mocno przebijając poziom otwarcia i osiągając popołudniu 4,17. Te same wydarzenia dotyczyły dolara, który początkowo zyskał kosztem złotego do 3,23, ale ostatecznie spadł do 3,18. Pod koniec dnia złoty zniwelował część zysków i ustanowił poziomy 4,192 do euro oraz 3,212 do dolara na zamknięcie.

Obligacje podążały za zmianami sentymentu na rynku walutowym. Silna poranna wyprzedaż złotego przełożyła się na osłabienie polskich papierów (rentowność PS0310 osiągnęła 5,48%). Popołudniowe umocnienie złotego pociągnęło za sobą podobne zachowanie obligacji, co spowodowało przesunięcie rentowności 5-letniego benchmarku do 5,45%.

Ministerstwo Finansów zaoferuje na poniedziałkowej aukcji roczne bony o wartości 800 mln zł.

Poranne gwałtowne osłabienie złotego zostało bezpośrednio wywołane przez umocnienie się dolara do euro po zamknięciu polskiego rynku w czwartek. Impuls ten padł na podatny grunt, gdyż inwestorzy w obecnym okresie dosyć niechętnie otwierają ekspozycję w złotym. Za popołudniowym wzrostem wartości złotego stało zapewne spore zlecenie klientów, gdyż wiele firm postrzega obecny poziom kursu jako atrakcyjny, biorąc pod uwagę poprzednią siłę polskiej waluty. Potwierdza to istotność poziomu 4,20 wobec euro jako punktu odniesienia dla różnych uczestników rynku.

Konkluzja: *Złoty wykazał wysoki poziom zmienności, najpierw gwałtownie się osłabiając, by później równie szybko zyskać na wartości. Dziś rynek skupi się na publikacji IFO.*

Przegląd międzynarodowy

Strefa euro przyciągnęła w lutym inwestycje portfelowe o wartości 22,6 mld € oraz wygenerowała sezonowo dostosowaną nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących o wartości 5,1 mld € w porównaniu ze styczniowym deficytem 1,8 mld €.

Dzisiaj rynek skupi uwagę na publikacji indeksu IFO.

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA	OSTATNIA WARTOŚĆ
10:00	GER	Indeks IFO (W)	IV	pkt.	93,6	94,0

Notowania złotego (22.04.2005)

	Min	Max	Fixing
USD	3,1765	3,2285	3,2111
EUR	4,1650	4,2225	4,1949

Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

EURUSD	1,3015	CADPLN	2,5960
USDPLN	3,2147	DKKPLN	0,5616
EURPLN	4,1825	NOKPLN	0,5127
CHFPLN	2,7085	SEKPLN	0,4565
JPYPLN*	3,0320	CZKPLN	0,1380
GBPPLN	6,1406	HUFPLN*	1,6755

*100 jednostek

Rentowności na rynku wtórnym (22.04.2005)

Bony	Rentowność	Zmiana (pb)
3M	5,42	0
6M	5,36	0
9M	5,31	0
12M	5,31	0
Obligacje	Rentowność	Zmiana (pb)
2L	5,31	-2
3L	5,39	-2
4L	5,44	0
5L	5,45	-1
8L	5,48	0
10L	5,48	0

Stawki WIBOR (22.04.2005)

Termin	Stawki	Zmiana (pb)
O/N	5,76	-25
T/N	6,05	-2
SW	5,95	-9
2W	5,86	-14
1M	5,77	-8
3M	5,66	-4
6M	5,55	-4
9M	5,49	-1
1L	5,41	-4

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 istnieje 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