

Codziennik – przegląd wiadomości

Jastrzębia obniżka o 50pb

28 kwietnia 2005

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła wczoraj stopy procentowe o 50 pb, podczas gdy większość uczestników rynku oczekiwała 25 pb. Jednak w praktyce decyzja była bardziej jastrzębia niż się wydaje na pierwszy rzut oka, ponieważ RPP równocześnie zmieniła nastawienie w polityce pieniężnej z łagodnego na neutralne. W rezultacie krzywa rentowności przesunęła się w górę, a złoty umiarkowanie się wzmocnił. Chociaż spodziewaliśmy się, że Rada obniży stopy w dwóch ruchach po 25 pb w kwietniu i maju (po których wprowadzi neutralne nastawienie), decyzja okazała się bardziej odważna i Rada dokonała tych zmian w jednym ruchu. Sugeruje to, że dotychczasowa skala rozluźnienia polityki pieniężnej powinna wystarczyć na jakiś czas, dopóki sytuacja polityczna, która była w zasadzie jedynym jastrzębim argumentem wymienionym przez RPP (poza cenami ropy), nieco się wyjaśni. W związku z tym nie oczekujemy obniżki stóp w następnym miesiącu, chociaż możliwe są jakieś niewielkie obniżki dostrajające (o 25 pb) w II półroczu.

Według Rzeczpospolitej jeden z liderów PiS (i współautor programu ekonomicznego) Krzysztof Marcinkiewicz zadeklarował wczoraj, że deficyt budżetowy w Polsce może zostać obniżony do 3% PKB w ciągu czterech lat, ale wejście do strefy euro powinno nastąpić dopiero wtedy, gdy będzie się to opłacało. Zadeklarował on też obniżkę obciążeń podatkowych przez przyszły rząd.

Gorące wydarzenia

50pb już w kwietniu, ale ze zmianą nastawienia na neutralne

Stopy obniżone o 50pb, ale krzywa dochodowości trochę do góry

Podczas gdy oczekiwaliśmy dwóch cięć po 25pb w kwietniu i maju, RPP dokonała redukcji o 50pb w jednym posunięciu

RPP chciała osiągnąć zamierzony poziom stóp zanim rozpocznie się na dobre okres zwiększonej niepewności politycznej związanej w wyborami

Po raz kolejny decyzja Rady Polityki Pieniężnej wyprzedziła oczekiwania rynkowe, ponieważ stopy procentowe zostały wczoraj obniżone o 50pb, podczas gdy większość analityków rynkowych spodziewało się redukcji o 25pb. W praktyce jednak decyzja Rady była bardziej „jastrzębia” niż to wygląda na pierwszy rzut oka (patrzac tylko na skalę obniżki), gdyż wraz z redukcją stóp RPP zmieniła nastawienie w polityce pieniężnej z łagodnego na neutralne. W rezultacie, reakcja rynku na obniżkę o 50pb ze zmianą nastawienia na neutralne była zgodna z naszymi oczekiwaniami przedstawionymi we wczorajszym Codzienniku dla scenariusza w postaci obniżki o 25pb i utrzymania nastawienia łagodnego. Mianowicie, krzywa dochodowości przesunęła się trochę w górę. Podczas gdy oczekiwaliśmy, że Rada obniży stopy procentowe w sumie o 50pb, ale w dwóch ostrożnych ruchach po 25pb w kwietniu i maju (po czym miałyby nastąpić zmiana nastawienia na neutralne), wczorajsza decyzja okazała się bardziej śmiała i wszystko, czego oczekiwaliśmy stało się w ciągu jednego posiedzenia RPP. Jednocześnie bankierzy centralni zasugerowali, że taka skala obniżki jest przynajmniej na pewien czas wystarczająca.

Dość mocno zaskakujący jest fakt, że RPP nie zaczekała ze zmianą nastawienia na wyniki majowej projekcji inflacji, która zawierać będzie bardziej aktualną informację na temat ryzyk dla średnioterminowych perspektyw inflacji. Można przypuszczać, że pośpiech wynikał z faktu, że

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

RPP wymieniła bardzo niewiele czynników ryzyka dla inflacji – ceny paliw oraz polityka

Członkowie RPP nie wykluczyli możliwości dalszych cięć, jeśli ustąpią elementy niepewności

...ale byłyby to raczej obniżki dostrajające o 25pb (jeśli w ogóle)

Perspektywa wejścia do ERM2 i strefy euro kluczowym czynnikiem dla RPP

RPP chciała osiągnąć zamierzony poziom stóp procentowych zanim w maju rozpocznie się okres zwiększonej niepewności politycznej, podczas gdy słabsze niż oczekiwano wskazujące na poprawę perspektyw inflacji stanowiły argument za obniżką aż o 50pb. Komunikat RPP opublikowany po posiedzeniu był w rzeczywistości bardzo optymistyczny jeśli chodzi o możliwy wpływ sytuacji gospodarczej na inflację – Rada podkreśliła bardzo mocną dyscyplinę płac, poprawę oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, a nawet jeśli w niektórych fragmentach wskazała na kontynuację ekspansji gospodarczej (napędzanej głównie przez silne ożywienie inwestycji), to wyraziła przy tym opinię, że nie ma ryzyka dla inflacji ze strony oczekiwanego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego. Jedyne ważne czynniki ryzyka wzrostu inflacji wymienione przez RPP to możliwy wzrost cen paliw (choć uznano, że jest to również ryzyko dla wzrostu gospodarczego) oraz niepewność dotycząca sytuacji politycznej i kontynuacji reform fiskalnych. Na konferencji prasowej po posiedzeniu, członek RPP Andrzej Wojtyna wyjaśnił, że przyjęcie neutralnego nastawienia odzwierciedlało olbrzymią niepewność związaną ze zbliżającymi się wyborami i konsekwencjami ich wyniku dla przyszłej polityki gospodarczej. Wojtyna podkreślił, że w normalnej sytuacji byłby zwolennikiem obniżania/podnoszenia stóp procentowych jedynie (lub w większości przypadków) w warunkach łagodnego/restrykcyjnego nastawienia w polityce monetarnej, natomiast w tak niepewnej sytuacji oraz niestabilnym otoczeniu politycznym jak obecnie nie wykluczałby zmian parametrów polityki pieniężnej przy neutralnym nastawieniu. Właściwie jest to opinia zgodna z definicją neutralnego nastawienia zaprezentowaną przez RPP w założeniach do polityki pieniężnej, choć sugerować to może, że nie jest to jeszcze koniec cyklu obniżek stóp procentowych. Jest prawdopodobne, że może nastąpić niewielka dostrajająca obniżka stóp w pozostałej części roku, jeśli kolejne dane gospodarcze potwierdzą optymistyczne perspektywy inflacyjne i/lub nieco niższy niż oczekiwano wzrost aktywności gospodarczej. Jednakże, domyślamy się, że taka obniżka raczej nie nastąpi w maju, kiedy zapewne wzrosną znacznie napięcia polityczne jako efekt głosowania w Sejmie, potencjalnej rezygnacji premiera Belki oraz rozpoczęcia kampanii wyborczej. Po prawie całkowitym odwróceniu zacieśnienia polityki pieniężnej dokonanego od połowy 2004 roku, RPP zapewne przyjmie teraz podejście wyczekujące i będzie obserwować kolejne informacje zarówno z gospodarki i polityki, oceniając ich wpływ na przyszłą inflację. Przewidujemy, że następna decyzja o obniżce stóp o 25 pb (jeśli w ogóle do niej dojdzie) może nastąpić w II połowie 2005 roku, gdyż inflacja wczesnym latem może zejść nawet poniżej 1,5% r/r. Jednakże, należy pamiętać, że jeśli niepewność polityczna dominować będzie do wyborów na jesieni, RPP może chcieć poczekać ze zmianami stóp do przełomu roku. Wyjaśniając przyjęcie neutralnego nastawienia, członek RPP Andrzej Sławiński powiedział w wywiadzie dla TVN24, że była to reakcja na ryzyka i czynniki niepewności, które w ostatnim czasie przejściowo się skumulowały. Wspomniał, że jednym z najważniejszych czynników dla RPP jest perspektywa przyjęcia euro oraz wejście do systemu ERM-2. A przecież kwestie te raczej nie zostaną rozwiązane zanim nie zostanie utworzony nowy rząd.

Konkluzja: Obniżka stóp o 50 pb to więcej niż oczekiwano, choć reakcja rynku stopy procentowej była negatywna, ze względu na zmianę nastawienia w polityce pieniężnej na neutralne z łagodnego. To sugeruje, że redukcja o 100 pb

dokonana w okresie marzec-kwiecień może na pewien czas wystarczyć, dopóki sytuacja polityczna, która jest właściwie jedynym jastrzębim argumentem (poza cenami ropy), wspomnianym przez Radę, wyjaśni się.

Monitor rynku

Notowania złotego (27.04.2005)

	Min	Max	Fixing
USD	3,2450	3,2830	3,2804
EUR	4,2180	4,2490	4,2382

Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

EURUSD	1,2931	CADPLN	2,6290
USDPLN	3,2840	DKKPLN	0,5702
EURPLN	4,2482	NOKPLN	0,5222
CHFPLN	2,7541	SEKPLN	0,4642
JPYPLN*	3,1005	CZKPLN	0,1404
GBPPLN	6,2537	HUFPLN*	1,7003

*100 jednostek

Rentowności na rynku wtórnym (27.04.2005)

Bony	Rentowność	Zmiana (pb)
3M	5,45	5
6M	5,40	7
9M	5,35	7
12M	5,30	7
Obligacje		
2L	5,36	7
3L	5,41	4
4L	5,45	4
5L	5,47	3
8L	5,48	3
10L	5,48	1

Stawki WIBOR (27.04.2005)

Termin	Stawki	Zmiana (pb)
O/N	6,01	-35
T/N	6,01	-46
SW	5,81	-14
2W	5,80	-5
1M	5,73	-2
3M	5,61	-4
6M	5,48	-2
9M	5,40	-2
1L	5,32	-3

Mocne notowania dolara oraz zbliżające się głosowanie w parlamencie wywołały dalszą presję na sprzedaż na polskim rynku walutowym. Złoty osłabił się do dolara o 1,3% osiągając nowe minimum 3,283 oraz 0,8% do euro dochodząc do 4,245 przez decyzja o stopach. Zaskakująca zmiana nastawienia w polityce monetarnej na neutralne przy głębsze niż oczekiwano obniżce stóp oraz wzroście kursu EURUSD w następstwie słabych danych z USA spowodowały znaczne umocnienie się złotego dolara w okolice 3,25 oraz do euro do 4,22 przed konferencją prasową. Zanim nastąpiło zamknięcie rynku złoty cofnął się do 3,27 do dolara oraz 4,236 do euro.

Obligacje otworzyły się stabilnie w porównaniu z poprzednim zamknięciem i pozostały na tych poziomach do decyzji RPP. Zmiana nastawienia spowodowała, że krzywa w sektorze 2 lat podniosła się o 7 pb do 5,36%. Ruch 5-letniego benchmarku był stosunkowo umiarkowany z uwagi na wsparcie ze strony Bundów po wzroście obligacji w USA. Rentowność PS0310 osiągnęła 5,48% w okresie poprzedzającym konferencję prasową RPP. Oficjalny komunikat nie zmienił już sytuacji rynkowej.

O ile wielu graczy brało pod uwagę obniżkę o 50 pb, to zmiana nastawienia na neutralne zupełnie zaskoczyła rynek. Ponieważ oznacza to, że stopy procentowe nie będą obniżane tak szybko, jak do tej pory wyceniał rynek, krótki koniec krzywej dochodowości będzie najbardziej narażony na spadki cen, tym bardziej, że zaraz po długim weekendzie po odbędzie się przetarg obligacji 2-letnich. W przypadku papierów długoterminowych w krótkim terminie sytuacja będzie się kształtować podobnie, gdyż poza sygnałem ze strony NBP w dalszym ciągu nad rynkiem ciąży polityka, choć wpływ powyższych czynników złagodzony może być przez utrzymującą się dobrą koniunkturę na rynkach długu za granicą. Jednak w dłuższym terminie, gdy wygasną ryzyka polityczne, perspektywa stóp na stabilnym poziomie może okazać się czynnikiem wspierającym rynek.

Pozytywna reakcja złotego na decyzję nie dziwi, gdyż od jakiegoś czasu przez rynek wyceniany był scenariusz głębszych cięć oprocentowania. Jednak obecnie gra na rynku walutowym skupia się bardziej na sprawach związanych z wyborami parlamentarnymi oraz niezbyt dobrą sytuacją w regionie i od nich zależy kondycja polskiej waluty.

W obecnej sytuacji dzisiejszy przetarg zamiany przyciągnie zapewne umiarkowane zainteresowanie inwestorów po bieżących poziomach rentowności. Następnym istotnym krajowym wydarzeniem dla rynku będzie głosowanie w parlamencie w przyszłym tygodniu. Kolejne dane wskazują, że gospodarka amerykańska traci impet. Dziś rynki poznają, czy w I kw. 2005 faktycznie mieliśmy do czynienia ze słabszym PKB.

Konkluzja: Zmiana nastawienia zaskoczyła rynek stopy procentowej, który zareagował wzrostem rentowności głównie na krótkim końcu krzywej. Złoty otrzymał wsparcie, które nie zaowocowało trwałym umocnieniem. Obróty na przetargu zamiany będą raczej umiarkowane.

Przegląd międzynarodowy

Roczna stopa wzrostu podaży pieniądza w strefie euro wyniosła 6,5% w marcu, mniej niż 6,7% (po rewizji) w lutym. Analitycy oczekiwali, że tempo wzrostu wyniesie 6,4%.

Nowe zamówienia na dobra trwałe spadły nieoczekiwanie w marcu o 2,8%, najwięcej od września 2002, z powodu gwałtownego spadku zamówień transportowych. Po wyłączeniu tej zmiennej kategorii zamówienia na dobra trwałe spadły o 1,0%. Rewizje przesunęły poprzednie wyniki również niżej. Te kiepskie dane wywołały gwałtowny wzrost kursu EURUSD do 1,297 natychmiast po publikacji. 10-letnie obligacje amerykańskie także wzrosły znacznie osiągając ponownie 4,21%. Bundy podażyły za nimi z rentownością dochodzącą do ostatnich minimów przy 3,4%. Po zamknięciu polskiej sesji kurs EURUSD zniwelował zyski i powrócił do 1,292.

Dzisiaj rynek przekona się, czy obawy o stagflację w USA są uzasadnione.

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA	OSTATNIA WARTOŚĆ
14:30	USA	PKB (W)	I kw.	%	3,5	3,8
14:30	USA	PCE – Wydatki konsumentów (W)	I kw.	%	-	1,7

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