

Codziennik – przegląd wiadomości

Uwaga na projekcję

25 maja 2005

Spadek inflacji bazowej w kwietniu był zgodny z oczekiwaniami. Na podstawie tych danych wydaje się, że presja inflacyjna pozostaje pod kontrolą, co może pozwolić bankowi centralnemu na dodatkową, dostrajającą obniżkę stóp procentowych w ciągu kilku najbliższych miesięcy.

Dzisiaj jednak stopy procentowe powinny pozostać bez zmian. Wynik posiedzenia RPP oraz publikacja *Raportu o inflacji* mogą mieć istotny wpływ na polski rynek finansowy, szczególnie że nastąpi po nich dwudniowy okres zmniejszonej płynności w handlu polskimi aktywami (długi weekend w Polsce). Brak obniżki stóp oraz silny sygnał od RPP, że stopy procentowe są obecnie na właściwym poziomie, a prognoza inflacyjna wskazuje na utrzymywanie się przyszłej inflacji w okolicach celu inflacyjnego mogą ograniczyć oczekiwania uczestników rynku dotyczące możliwości dalszego poluzowania polityki pieniężnej. Spowodowałoby to osłabienie na rynku długu.

Ze względu na jutrzejsze święto, nasz następny raport dzienny zostanie wysłany do Państwa w piątek.

Gorące wydarzenia

Bank centralny w centrum uwagi, dane makro w tle

Dzisiaj nastąpi kumulacja publikacji ważnych danych i istotnych wydarzeń: konferencja prasowa GUS i publikacja danych o sprzedaży detalicznej oraz bezrobociu rejestrowanym (godz. 10:00), decyzja Rady Polityki Pieniężnej (prawdopodobnie około południa), po której nastąpi konferencja prasowa RPP (16:00), publikacja *Raportu o inflacji* za I kwartał br. zawierającego nową projekcję inflacji (16:00) oraz specjalna konferencja prasowa dotycząca tego raportu z udziałem wiceprezesa NBP Krzysztofa Rybińskiego (17:00). NBP poinformował w tym tygodniu, że po raz pierwszy *Raport o Inflacji* będzie zawierać projekcję PKB. Poza tym model, na którym oparta jest projekcja inflacji zmienił się, co może wpłynąć na jej wyniki w pewnym stopniu.

Jeśli chodzi o dane, które mają być opublikowane dzisiaj, to dynamika sprzedaży detalicznej będzie z pewnością ujemna, ponieważ trudno byłoby powtórzyć niezwykle silny wzrost sprzedaży detalicznej zanotowany tuż przed akcesją do UE (18,8% m/m, 30,6% r/r). Dlatego przewidujemy, że sprzedaż detaliczna zmniejszyła się w kwietniu br. o 9,3% r/r po spadku o 0,3% r/r w marcu. Jednakże, taki wynik – jeśli zostanie potwierdzony przez rzeczywiste dane – byłoby jednak dość optymistyczne z punktu widzenia perspektyw wzrostu gospodarczego, pokazując że konsumpcja indywidualna nie jest aż tak słaba. Większość innych analityków jest bardziej pesymistyczna od nas, gdyż mediana prognoz rynkowych wskazuje na spadek sprzedaży detalicznej o ponad 15% w ujęciu rocznym. Warto jednak przy tym pamiętać, że spadek produkcji przemysłowej w kwietniu był płytszy niż oczekiwał rynek. Stopa bezrobocia rejestrowanego uległa w kwietniu redukcji do 18,8% z 19,3% w marcu (konsensus rynkowy wynosi 18,9%).

Dzisiaj dużo ważnych dla rynku wydarzeń i publikacji

Sprzedaż detaliczna zapewne spadła w kwietniu z powodu wysokiej bazy

Bezrobocie w trendzie spadkowym

Maciej Reluga Główny Ekonomista (22) 586 8363

Piotr Bielski (22) 586 8333

Piotr Bujak (22) 586 8341

Tomasz Terelak (22) 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

RPP raczej nie zmieni dzisiaj stóp procentowych**Raport o inflacji z nową projekcją inflacji zostanie opublikowany po południu****Nowa projekcja pokaże zapewne inflację w okolicach celu w latach 2006-2007****Wpływ dzisiejszych informacji na rynek może się ujawnić w ciągu następnych 2 dni****Inflacja bazowa spada, zgodnie z oczekiwaniami**

Jeśli chodzi o wynik posiedzenia RPP, oczekujemy, że pomimo licznych danych makroekonomicznych sugerujących na pierwszy rzut oka osłabienie aktywności ekonomicznej oraz brak zagrożeń dla inflacji, RPP nie zdecyduje się tym razem na redukcję poziomu stóp procentowych. Dane o produkcji przemysłowej w kwietniu oraz wyniki finansowe firm za I kwartał br. pokazały, że z aktywnością ekonomiczną wcale nie jest tak źle i potwierdziły, że oczekiwania na wyraźną poprawę sytuacji w II połowie br. Dlatego gospodarka nie wydaje się potrzebować stymulacji w postaci dalszego poluzowania polityki pieniężnej. Ponadto, ryzyko polityczne, które było główną przyczyną przyjęcia miesiąc temu przez RPP neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej, utrzymuje się i kurs złotego rzeczywiście wydaje się być wrażliwy na wydarzenia na krajowej scenie politycznej. Jednak, naczelnym argumentem przy podejmowaniu decyzji o parametrach polityki pieniężnej będą perspektywy inflacji. Na posiedzeniu w tym tygodniu RPP będzie miała do dyspozycji wyniki nowej projekcji inflacji przygotowanej przez ekonomistów NBP (Raport o inflacji zawierający projekcję inflacji, szczegółową ocenę RPP odnośnie sytuacji gospodarczej oraz szczegółowe wyniki głosowań Rady w I kwartale br. zostanie opublikowany tego samego dnia o 16:00). Najnowsze wypowiedzi członków RPP, zawierające pewne informacje dotyczące nowej projekcji, sugerowały że powinna ona wskazać na utrzymywanie się inflacji w latach 2006-2007 w okolicach celu inflacyjnego RPP. Może to pozwolić na pewne nieznaczne dostosowanie poziomu stóp procentowych, jeśli pojawi się więcej elementów ryzyka dla wzrostu gospodarczego (dlatego nie wykluczamy obniżki stóp procentowych o 25 pb w lipcu), ale nie na posiedzeniu w tym tygodniu.

Konferencja prasowa RPP o 16:00 oraz treść nowego Raportu o Inflacji publikowanego równocześnie mogą być pomocne przy ocenie perspektyw polityki pieniężnej. Jednakże problem polega na tym, że informacje te pojawią się po południu, tuż przed czwartkowym świętem, po którym aktywność na krajowym rynku będzie bardzo ograniczona w piątek. W wyniku tego, jeśli informacje z konferencji prasowej oraz raportu zawierać będą istotne sygnały dla oczekiwań, dostosowanie rynku wywołane przez zagranicznym graczami w ciągu dwóch następnych dni może być dosyć gwałtowne przy ograniczonej płynności.

Konkluzja: Dzisiejsze informacje mogą istotnie wpłynąć na polski rynek finansowy, szczególnie że przez następne dwa dni panować będzie na rynku ograniczona płynność (długi weekend). Brak obniżki stóp procentowych oraz silny sygnał, że stopy procentowe są obecnie na właściwym poziomie przy prognozie inflacji w celu mogą powstrzymać oczekiwania inwestorów odnośnie perspektyw poluzowania pieniężnego i skutkować wzrostem rentowności na rynku.

Inflacja bazowa w dół... tak jak oczekiwano

Narodowy Bank Polski opublikował wczoraj dane o inflacji bazowej w kwietniu. Zgodnie z oczekiwaniami wszystkie miary spadły podążając za głównym wskaźnikiem inflacji CPI. Inflacja netto obniżyła się o 0,1 pkt proc. do 2,3%, podczas gdy pozostałe miary wykazały nieco głębsze spadki, w skali od 0,14 do 0,64 pkt proc. (szczegóły w tabeli poniżej).

Inflacja bazowa, % r/r

	CPI	Inflacja netto	15% średnia obciąża	CPI bez cen kontrolowanych	CPI bez cen o największej zmienności	CPI bez cen o największej zmienności i paliw
lipiec 04	4,61	2,29	3,09	4,92	5,11	4,59
grudzień 04	4,37	2,36	3,09	4,57	5,13	4,56
styczeń 05	3,74	2,32	3,11	3,87	4,38	4,13
luty 05	3,57	2,34	3,01	3,63	4,22	3,94
marzec 05	3,38	2,36	2,89	3,42	3,95	3,71
kwiecień 05	3,01	2,28	2,74	2,78	3,49	3,09

Źródło: NBP

Jak pokazuje tabela, pomimo faktu, że główna miara inflacji CPI spadła z poziomu 4,6% w lipcu 2004 do 3% w poprzednim miesiącu, inflacja netto (CPI bez cen żywności i cen paliw) oscylowała w tym okresie w bardzo wąskim przedziale. Jak pisaliśmy wielokrotnie, potwierdza to, że znaczący wzrost inflacji w ubiegłym roku związany był z wejściem Polski do Unii Europejskiej, a spadek w ostatnich miesiącach był związany był głównie z odwróceniem trendu na rynku żywności. Oznacza to, że spadek inflacji CPI obserwowany ostatnio jest w dużej mierze natury popytowej (niezależny jest od prowadzonej polityki pieniężnej), choć spadek pozostałych miar inflacji bazowej wskazuje na brak znaczącej presji inflacyjnej natury popytowej w polskiej gospodarce, co pozostawia pewne pole do delikatnych operacji dostrajających dla polityki pieniężnej (oczekujemy 25 pkt bazowych w najbliższych miesiącach). Dane wczorajsze były korzystne dla krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych, choć warto zauważyć, że wyceniają one obniżkę o 25 pb już dziś.

Konkluzja: Dane zgodne z oczekiwaniami. Miary inflacji bazowej pozwalają na pewne dostosowanie stóp procentowych w najbliższych miesiącach.

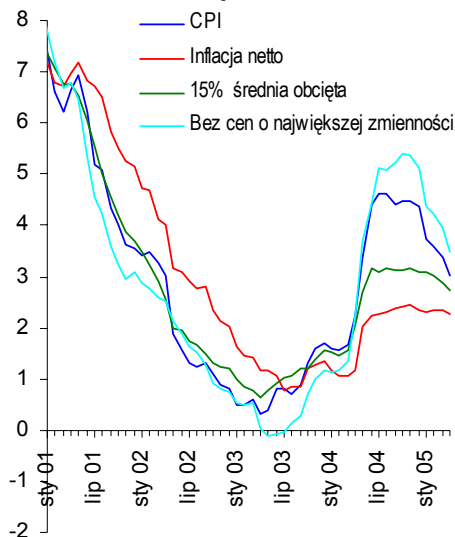
Monitor rynku

Wczoraj notowania złotego były w dużym stopniu determinowane przez ruchy EURUSD. Po stosunkowo mocnym otwarciu, kiedy EURUSD osiągnął 1,26 polska waluta straciła po dwa grosze do obu głównych walut z powodu cofnięcia się na bazowym rynku walutowym. Pod koniec sesji euro w końcu wspięło się powyżej 1,26 i popchnęło złotego w górę do 4,17 wobec euro oraz 3,31 do dolara.

Obligacje rozpoczęły sesję od nieznacznego umocnienia w związku ze wzrostem na rynku niemieckim, ale osłabienie złotego spowodowało spadek ich notowań. Gwałtowne wzmocnienie Bundów po publikacji słabego indeksu ZEW nie zmieniło cen polskich papierów. PS0310 wahał się odpowiednio między 5,27% oraz 5,29%.

Jak należało się spodziewać wtorkowa sesja na polskim rynku finansowym miała bardzo spokojny przebieg w oczekiwaniu na dzisiejszą decyzję RPP oraz raport Fed z ostatniego posiedzenia. Złoty reagował właściwie na każdą próbę przebicia przez kurs EURUSD poziomu 1,26 oraz wycofania, gdy atak się nie powiódł. Obroty na rynku stopy procentowej były niewielkie, gdyż raczej już nikt nie zmieniał swojej pozycji przed decyzją RPP, tym bardziej że na wśród większości graczy panuje zgodność, że Rada pozostawi stopy bez zmian.

CPI i inflacja bazowa, % r/r



Notowania złotego (24.05.2005)

	Min	Max	Fixing
USD	3,3080	3,3330	3,3263
EUR	4,1610	4,1910	4,1862

Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

EURUSD	1,2599	CADPLN	2,6264
USDPLN	3,3110	DKKPLN	0,5601
EURPLN	4,1694	NOKPLN	0,5157
CHFPLN	2,6975	SEKPLN	0,4545
JPYPLN*	3,0859	CZKPLN	0,1369
GBPPLN	6,0619	HUFPLN*	1,6377

*100 jednostek

Rentowności na rynku wtórnym (24.05.2005)

Bony	Rentowność	Zmiana (pb)
3M	5,20	0
6M	5,15	0
9M	5,12	0
12M	5,10	2
Obligacje		
2L	5,21	1
3L	5,27	-1
4L	5,29	1
5L	5,29	0
8L	5,27	0
10L	5,28	1

Stawki WIBOR (24.05.2005)

Termin	Stawki	Zmiana (pb)
O/N	5,48	-3
T/N	5,53	-1
SW	5,51	-4
2W	5,50	-5
1M	5,50	-2
3M	5,45	0
6M	5,38	1
9M	5,32	-3
1L	5,30	-1

W związku z powyższym dzisiaj nie sama decyzja będzie wydarzeniem dla rynku, ale równoczesne przedstawienie komunikatu RPP oraz najnowszej projekcji inflacji NBP. Zatem jeśli rynki międzynarodowe nie dostarczą silnego impulsu, polski rynek powinien pozostać w miarę stabilny aż do godziny 16:00, gdyż poranne dane o sprzedaży detalicznej raczej zostaną przyćmione przez wyczekiwanie na konferencję NBP.

Konkluzja: Gdyby nie ruchy kursu EURUSD sesja na polskim rynku byłaby zupełnie bez wyrazu. Dzisiaj wyczekiwanie na konferencję Rady zapewne spowoduje, że aktywność na rynku do 16:00 będzie niewielka, choć nie można wykluczyć wzrostu zmienności po ogłoszeniu decyzji. Przy stonowanej reakcji rynków bazowych na raport Fed, sytuacja na polskim rynku finansowym nie powinna ulec zmianie.

Przegląd międzynarodowy

Fed pokazał w raporcie z ostatniego posiedzenia, że zanotował ostatnio „zauważalny wzrost” we wskaźnikach inflacji, że rosną ryzyka wynikające z przyspieszających cen. Raport przyznał, że miały miejsce pewne sygnały ostatniego spowolnienia gospodarczego, ale jego autorzy są przekonani, że są one „przejściowe” i bank centralny nie powinien nadmiernie reagować niewielką liczbą słabych danych, gdy ekspansja wydaje się mieć solidne podstawy. Raport nie pozostawił wątpliwości, że Fed zamierza w dalszym ciągu podnosić stopy, określając, że bieżący poziom krótkoterminowych stóp pozostaje za niski. Reakcja rynku na raport była stosunkowo niewielka, gdyż 10-letnie stopy w USA pozostały blisko 4% po wzrostach na początku tygodnia, a kurs EURUSD stracił jedynie 30 punktów do 1,2585.

Nadwyżka handlowa strefy euro zmniejszyła się znacznie o 10,4 mld € w marcu w ujęciu rocznym z powodu spadku nowych zamówień w przemyśle. W porównaniu z lutym nadwyżka handlowa strefy euro wzrosła nieznacznie do 4,2 mld € w marcu z 3,6 mld € w lutym, co było wywołane przez mocny eksport z największej gospodarki strefy euro. Niemiecki indeks zaufania inwestorów ZEW spadł znacznie do 13,9 w maju, najniższego poziomu od pół roku, z 20,1 w kwietniu.

Oczekiwania rynku odnośnie dzisiejszej publikacji IFO będą z pewnością wliczać kiepski wynik indeksu ZEW, gdyż jest on uznawany za dobry wskaźnik wyprzedzający poprzedniego indeksu. Po ujemnym wyniku zamówień na dobra trwałe w ostatnim miesiącu inwestorzy będą szukali potwierdzenia, czy jest to tylko jednorazowa sytuacja. Ponieważ czwartek jest świętem w Polsce, chcielibyśmy także przypomnieć o kluczowych danych o PKB w USA, których publikacja jest przewidziana na czwartkowe popołudnie.

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA	OSTATNIA WARTOŚĆ
ŚRODA (25 maja)						
10:00	GER	Indeks IFO (W)	V	-	93,5	93,3
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe (W)	IV	%	1,0	-2,3
CZWARTEK (26 maja)						
14:30	USA	PKB – wstępnie (W)	I kw	% kw/kw	3,6	3,1

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



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