

Codziennik – przegląd wiadomości

Zwrot w polityce RPP?

30 czerwca 2005

RPP obniżyła stopy o 50 pb (stopę referencyjną do 5%) i zmieniła nastawienie polityki pieniężnej na łagodne. Jak pokazał oficjalny komunikat oraz wypowiedzi członkini RPP Haliny Wasilewskiej-Trenkner na konferencji prasowej, jeden czynnik miał wpływ na decyzję – niski wzrost PKB w I kwartale 2005. Po pierwsze, zmienił on ocenę bieżącej sytuacji ekonomicznej, co uzasadniło obniżkę. Po drugie, stworzył ryzyko dla średnioterminowych prognoz (choć prognozy nie zmieniły się zbyt wiele), co wpłynęło na zmianę nastawienia. Przypomnijmy, że zaledwie kilka miesięcy temu RPP wysłała do rynku sygnał, że średnioterminowe perspektywy uzasadniają neutralne nastawienie w polityce pieniężnej, tj. równe prawdopodobieństwo obniżek i podwyżek stóp. Dzisiaj prawdopodobieństwo dalszych obniżek jest większe. Kiedy one nastąpią? RPP zasugerowała, że przyszłe decyzje będą zależały od nadchodzących danych ekonomicznych, w szczególności bardziej od danych z realnej sfery gospodarki niż od inflacji. Choć rynek zapewne będzie wyceniał obniżkę stóp już w lipcu, nie jest ona przesądzona biorąc pod uwagę wysoki prognozowany wzrost produkcji i sprzedaży. W gołęmbym scenariuszu możliwa jest obniżka o kolejne 50 pb w ciągu trzech miesięcy i 100 pb w ciągu 12 miesięcy, chyba że bank centralny ponownie zmieni opinię nt. perspektyw gospodarki. Należy pamiętać, że bank centralny zmieniał opinię nt. perspektyw gospodarki dość często, co dotyczyło zarówno decyzji RPP jak i projekcji analityków NBP. Wczorajsza decyzja była bardzo pozytywna dla rynku, ponieważ sugeruje, że czekają nas kolejne obniżki. Rentowności spadły, a złoty się umocnił. Polska waluta może być dodatkowo wspierana przez dzisiejsze dane o bilansie płatniczym, pokazujące dość wysoki wzrost eksportu i niski deficyt obrotów bieżących (lub nadwyżkę).

Gorące wydarzenia

Stopy w dół o 50 pb, nastawienie znowu łagodne

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy aż o 50 pb (główną stopę referencyjną do 5,00% - najniższego poziomu w historii), a co więcej zmieniła nastawienie polityki pieniężnej z neutralnego na łagodne. Takiego rozwiązania spodziewało się niewielu analityków rynkowych, podczas gdy większość (i my też) stawiała na redukcję stóp o 25 pb wraz z powrotem do nastawienia łagodnego. Choć sądziliśmy, że instrumenty rynku pieniężnego w dużym stopniu wyceniały już agresywne rozluźnienie polityki pieniężnej, okazało się, że Rada zaskoczyła rynek ponownie, ponieważ rentowności papierów skarbowych mocno spadły wzdłuż całej krzywej rentowności (o ok. 15 pb), a złoty umocnił się. Cóż, to nie był pierwszy raz kiedy RPP zaskoczyła rynek finansowy, ponieważ większość zmian w polityce pieniężnej w ostatnich kilku kwartałach wprowadziła dodatkową zmienność na rynek. Przed wczorajszą decyzją kontrakty terminowe FRA wyceniały już, że oficjalna stopa procentowa może spaść do blisko 4% w 2006 r., natomiast decyzja RPP była dodatkowym impulsem dla rynku. Więc chociaż rynek finansowy wykonał ciężką pracę dla banku centralnego w ostatnich kilku miesiącach (znaczący spadek stóp rynkowych do rekordowo

Stopy na najniższym poziomie w historii i mogą spaść jeszcze niżej

Rynek zareagował spadkiem rentowności obligacji i aprecjacją złotego

Mimo że rynek wycenił sporą obniżkę, decyzje była bardziej agresywna niż oczekiwano

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

Jeszcze miesiąc temu zdaniem RPP prawdopodobieństwo podwyżek i obniżek było zbliżone

Dane za I kwartał zmieniły obraz sytuacji gospodarczej, chociaż na razie RPP nie zmieniła średnioterminowych przewidywań

...wskazała jedynie ryzyko gorszego rozwoju sytuacji gospodarczej

Wypowiedzi wiceprezesa Rybińskiego o ryzyku deflacji nie były „oficjalnym stanowiskiem NBP”

RPP nie była jednomyślna w swojej decyzji

niskich poziomów), Rada stwierdziła, że nie był to wystarczający impuls dla gospodarki, biorąc pod uwagę ostatnie dane ekonomiczne.

Pozostaje pytanie w jakim stopniu zmieniły się scenariusze wzrostu i inflacji w średnim terminie w ciągu ostatnich tygodni i dlaczego? Warto przypomnieć, że zaledwie miesiąc temu RPP wysłała do rynków sygnał, że średnioterminowa perspektywa wzrostu PKB i inflacji (oraz niepewność polityczna) uzasadniają neutralne nastawienie w polityce pieniężnej (równe prawdopodobieństwo obniżek i podwyżek stóp). Wczorajszy komunikat i konferencja prasowa (w której braliśmy udział) pokazały, że za zmianą decyzji była praktycznie tylko jedna informacja – niski wzrost PKB w I kwartale 2005, a w szczególności tylko 1% wzrost inwestycji. Wydaje się, że dane te wpłynęły na punkt widzenia RPP na dwa sposoby. Po pierwsze, zmieniły ocenę bieżącej sytuacji gospodarczej („tempo wzrostu gospodarczego w 2005 r. może być istotnie niższe niż oczekiwano.”), co uzasadniło obniżenie stóp o 50 pb. Po drugie, stworzyły ryzyko dla średnioterminowych prognoz wzrostu („trudno jest jednak obecnie ocenić, jak długo potrwa okres niższego wzrostu”), co uzasadniło zmianę nastawienia na łagodne. W związku z tym, o ile na pierwszy rzut oka wprowadzenie nastawienia łagodnego sugeruje, że kolejne obniżki stóp są konieczne i przesądzone, to jednak wydaje się, że RPP po prostu chciała być bardzo precyzyjna jeśli chodzi o bilans ryzyk dla przyszłej inflacji – prawdopodobieństwo obniżek stóp jest wyższe niż prawdopodobieństwo obniżek, co nie oznacza, że obniżki muszą być natychmiastowe i głębokie. Jest tak ponieważ średnioterminowy scenariusz nie zmienił się znacząco dla RPP, przynajmniej jeśli wierzyć oficjalnemu komunikatowi i wypowiedziom w czasie konferencji prasowej. Po pierwsze, komunikat stwierdza, że „obserwowane spowolnienie wzrostu gospodarczego ma prawdopodobnie charakter przejściowy”. Po drugie, prezes NBP powiedział, że nie ma powodu do zmiany szacunków potencjalnego PKB, że nie mamy do czynienia z załamaniem inwestycji (wymienił wiele argumentów za tą tezą), oraz że nie ma powodu by twierdzić, że tempo wzrostu PKB spowolniło na dobre. Warto również wspomnieć, że prezes NBP zdystansował się od wypowiedzi wiceprezesa NBP Krzysztofa Rybińskiego, który wspominał niedawno o ryzyku deflacji w Polsce w roku 2006. Balcerowicz powiedział, że „nie było to oficjalne stanowisko banku centralnego”. Cóż, nie jest częstą praktyką, że przedstawiciele banku centralnego dzielą się osobistymi poglądami na temat perspektyw gospodarki. Tak czy inaczej, zgadzamy się, że średnioterminowe perspektywy gospodarki nie są aż tak negatywne jak mogłyby sugerować ostatnie dane. Przewidujemy, że wzrost PKB przyspieszy w II półroczu, ale nie ma pewności czy ten punkt widzenia podziela większość członków RPP. Prezes NBP wspominał, że pojawiła się rozbieżność opinii wśród członków RPP jeśli chodzi o interpretację danych o PKB za I kwartał 2005, co sugeruje, że wczorajsza decyzja (jeśli chodzi o stopy i/lub zmianę nastawienia) nie była jednomyślna. Naszym zdaniem możliwe jest, że prezes NBP został ponownie przegłosowany (podobnie jak w lutym, kiedy Rada wprowadziła łagodne nastawienie po raz pierwszy).

Jakie będą kolejne decyzje w polityce pieniężnej? Przyszłe kroki RPP będą zależały od nadchodzących danych ekonomicznych. Zgodnie z tym co napisała Rada w komunikacie „dane napływające w najbliższych miesiącach

Następne ruchy w polityce pieniężnej będą zależały od najbliższych danych, przy czym mniej istotna staje się dokładna ścieżka inflacji

Obniżka w lipcu nie jest pewna, biorąc pod uwagę prognozy wysokiego wzrostu produkcji i sprzedaży w czerwcu, a kolejne ważne informacje pojawią się dopiero w sierpniu

Dodatkowe cięcie o 50 pb w ciągu najbliższych 2-3 miesięcy wydaje się jednak prawdopodobne

Dalsze kroki w polityce pieniężnej będą zależały od wyniku wyborów oraz możliwej zmiany opinii bankierów centralnych (przynajmniej niektórych z nich)

powinny umożliwić lepszą ocenę skali oczekiwanej poprawy aktywności gospodarczej i w konsekwencji określić, jaka powinna być skala i okres dostosowania w polityce pieniężnej”. Naszym zdaniem odnosi się to bardziej do danych dotyczących realnej sfery gospodarki niż danych o inflacji, ponieważ Rada stwierdziła w komunikacie, że „spadek inflacji był oczekiwany i można się spodziewać, że w najbliższych miesiącach inflacja znajdzie się poniżej poziomu celu inflacyjnego 2,5%”. W związku z tym uważamy, że nie będzie dla RPP zbyt dużej różnicy czy inflacja w czerwcu będzie na poziomie 1,9% czy 1,7% r/r. Biorąc pod uwagę nasze prognozy produkcji sprzedanej przemysłu oraz sprzedaży detalicznej, uważamy, że prawdopodobne jest utrzymanie stóp procentowych bez zmian w lipcu, szczególnie że członkini RPP Halina Wasilewska-Trenkner powiedziała w trakcie konferencji prasowej, że kluczowe będą dane o inwestycjach (w dużych przedsiębiorstwach w I półroczu), które pojawią się w sierpniu. W sierpniu zostanie też opublikowana nowa projekcja inflacji i PKB, która najprawdopodobniej pokaże bardziej korzystne perspektywy inflacji, a Rada może czekać na te nowe informacje z następną decyzją. Niemniej jednak, po wczorajszej decyzji wydaje się jasne, że kolejna obniżka o 50 pb może nastąpić w horyzoncie najbliższych 2-3 miesięcy i oczywiście w takim przypadku rynek finansowy najprawdopodobniej będzie wyceniał obniżkę stóp już w lipcu i kolejną w sierpniu-wrześniu, co było dobrze widoczne we wczorajszej reakcji rynku. Dalsze kroki będą zależały od wyniku wyborów we wrześniu, ale w gołębim scenariuszu nie możemy wykluczyć obniżki w sumie o 100 pb w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Uważamy, że mogłoby to stanowić zbyt silny impuls dla gospodarki i stworzyć ryzyko dla inflacji, ponieważ gospodarka wciąż znajduje się w fazie rozwoju, nawet jeśli ostatnie dane pokazały tymczasowe spowolnienie. Należy też pamiętać, że bank centralny bardzo często zmieniał swoje oczekiwania co do perspektyw gospodarki, dotyczy to zarówno RPP i jej decyzji (łagodne nastawienie w lutym, neutralne w kwietniu, znów łagodne w czerwcu), jak i analityków NBP i ich projekcji (bardzo wysoka prognoza inflacji w sierpniu 2004, umiarkowane przewidywania CPI i PKB w lutym 2005, wysoki przewidywany PKB na lata 2006-07 w maju 2005, ostrzeżenie wiceprezesa NBP przed deflacją w zeszłym tygodniu). W związku z tym nie możemy wykluczyć, że po kolejnej obniżce(ach) w II połowie 2005 Rada wprowadzi ponownie nastawienie neutralne, kiedy dane potwierdzą dość pozytywny obraz polskiej gospodarki. Jak powiedział prezes NBP w czasie konferencji prasowej: „sytuacja się zmienia – obraz przyszłości dzisiaj może być różny od obrazu przyszłości za miesiąc”. Jest to szczególnie prawdziwe, jeśli weźmiemy pod uwagę fakt, że Rada jest podzielona wewnętrznie i wystarczy aby jeden z dziesięciu członków zmienił zdanie by zmieniły się decyzje całej Rady (co już miało miejsce w przeszłości).

Konkluzja: Decyzja RPP bardzo pozytywna dla rynku, ponieważ sugeruje, że czekają nas kolejne obniżki. Następne kroki będą zależały od nadchodzących danych, w szczególności z realnej sfery gospodarki. Choć rynek będzie wyceniał obniżkę już w lipcu, nie jest ona przesądzona biorąc pod uwagę wysoki prognozowany wzrost produkcji i sprzedaży. W gołębim scenariuszu możliwa jest obniżka o kolejne 50 pb w ciągu trzech miesięcy i 100 pb w ciągu 12 miesięcy, chyba że bank centralny ponownie zmieni opinię nt. perspektyw gospodarki.

Oczekiwania na względnie wysoki wzrost eksportu i bliskie zeru saldo obrotów bieżących w euro

Dzisiaj dane o bilansie płatniczym

Dzisiaj opublikowane zostaną dane nt. bilansu płatniczego za kwiecień. Ich wpływ na rynek finansowy powinien być nieduży. Oczekujemy niewielkiego deficytu w obrotach bieżących (59 mln €), podczas gdy konsensus rynkowy wskazuje na nadwyżkę 16 mln €. Oczekujemy, że eksport wyrażony w euro wzrósł w kwietniu o 7,4% r/r, podczas gdy import spadł zapewne w ujęciu rocznym, ze względu na jego bardzo wysoki poziom w kwietniu 2004 w związku z zakupami przedunijnymi.

Konkluzja: ograniczony wpływ na rynek.

Monitor rynku

Aktywność na krajowym rynku walutowym przed ogłoszeniem decyzji RPP była raczej ograniczona i kurs złotego wahał się w wąskim przedziale. Po podaniu do publicznej wiadomości zaskakującego wyniku posiedzenia złoty nie uległ osłabieniu (czego można by się było spodziewać przy znacznej redukcji stóp połączonej z przyjęciem łagodnego nastawienia), ponieważ negatywny wpływ redukcji różnicy stóp pomiędzy Polską a zagranicą został prawdopodobnie zrekompensowany przez napływ kapitału na rynek długu. Po zamknięciu polskiego rynku, złoty zyskał na wartości, co miało związek z osłabieniem dolara wobec euro na rynkach zagranicznych. W rezultacie, w porównaniu z wczorajszym otwarciem kurs krajowej waluty otworzył się dziś ok. 0,5% silniej wobec euro i dolara. Naszym zdaniem do końca tygodnia kurs złotego utrzyma się w przedziale wskazanym przez nas w ostatnim raporcie tygodniowym, czyli wahać się będzie w granicach 3,27-3,37 wobec dolara i 3,97-4,07 wobec euro.

Podczas gdy aktywność na rynku długu była wczoraj początkowo ograniczona, decyzja RPP o sporej redukcji stóp i zmiana nastawienia na łagodne wywołały falę zakupów obligacji, prowadzący do znacznego spadku ich rentowności. Na koniec sesji rentowności obligacji były o 14-23 pb niższe niż dzień wcześniej i osiągnęły najniższe w historii poziomy wzdłuż całej krzywej. Notowania FRA (kontraktów na przyszłą stopę procentową) również osiągnęły bardzo niskie poziomu, spadając bezpośrednio po ogłoszeniu decyzji Rady o 9-21 pb w zależności od terminu kontraktu. Obecnie w kontraktach tych inwestorzy wyceniają ok. 25 pb redukcji stóp w ciągu miesiąca oraz mniej więcej 50 pb redukcji stóp w ciągu trzech najbliższych miesięcy.

Konkluzja: Decyzja RPP była bardziej agresywna od oczekiwań rynku, co doprowadziło do wyraźnego spadku rynkowych stóp procentowych. Złoty nie ucierpiał w wyniku zwięźnia różnicy poziomu stóp pomiędzy Polską a zagranicą, ponieważ wsparciem dla niego jest napływ kapitału na rynek długu.

Przegląd międzynarodowy

Amerykański Departament Handlu poinformował wczoraj, że wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych wyniósł w I kwartale br. 3,8%. Była to druga z kolei rewizja w górę tempa wzrostu gospodarczego w pierwszych trzech miesiącach roku. Początkowo podawano, że wzrost PKB w tym okresie

Notowania złotego (29.06.2005)

	Min	Max	Fixing
USD	3,3500	3,3710	3,3664
EUR	4,0370	4,0650	4,0557

Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

EURUSD	1,2091	CADPLN	2,7180
USDPLN	3,3408	DKKPLN	0,5422
EURPLN	4,0405	NOKPLN	0,5106
CHFPLN	2,6082	SEKPLN	0,4271
JPYPLN*	3,0301	CZKPLN	0,1344
GBPPLN	6,0392	HUFPLN*	1,6303

*100 jednostek

Rentowności na rynku wtórnym (29.06.2005)

Bony	Rentowność	Zmiana (pb)
3M	4,65	-5
6M	4,58	-7
9M	4,50	-15
12M	4,48	-10
Obligacje	Rentowność	Zmiana (pb)
2L	4,52	-17
3L	4,56	-14
4L	4,59	-23
5L	4,61	-20
8L	4,60	-15
10L	4,63	-15

Stawki WIBOR (29.06.2005)

Termin	Stawki	Zmiana (pb)
O/N	4,21	-4
T/N	5,20	+84
SW	5,17	+1
2W	5,17	+1
1M	5,16	+1
3M	5,05	-5
6M	4,91	0
9M	4,85	0
1L	4,80	0

wyniósł 3,1%, a potem podniesiono szacunek do 3,5%. Ostateczne dane przekroczyły oczekiwania ekonomistów wskazujące na wzrost o 3,6%, pokazując że siła amerykańskiej gospodarki w pierwszych miesiącach roku była większa niż się wcześniej spodziewano. Finalne dane o PKB w I kwartale br. były ostatnią ważną informacją, jaką Fed otrzymał przed zaplanowanym na dziś (o godzinie 20:15 polskiego czasu) ogłoszeniem decyzji o stopach procentowych. Dane te stanowią wsparcie dla oczekiwań na dziewiątą z kolei podwyżkę stóp.

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