

Codziennik – przegląd wiadomości

Korzystne perspektywy inflacji

22 grudnia 2005

Zgodnie z oczekiwaniami, Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła wczoraj stopy procentowe bez zmian i utrzymała łagodne nastawienie w polityce pieniężnej. Oficjalny komunikat był bardziej „gołębi” niż ostatnio, a dla rynku finansowego najważniejszą sprawą jest to, że większość członków Rady nadal postrzega zagrożenia dla inflacji jako dość umiarkowane, co znalazło odzwierciedlenie w zachowaniu łagodnego nastawienia. Może to być pozytywne dla rynku stopy procentowej, i faktycznie polska krzywa rentowności umocniła się lekko po południu. Decyzja RPP w styczniu będzie zależała od nowego *Raportu o inflacji*, który rynek pozna niestety dopiero po styczniowym posiedzeniu Rady. Jak na razie trzymamy się scenariusza stóp procentowych bez zmian w 2006 roku.

Wczoraj wieczorem członek RPP Dariusz Filar powiedział w TVN24, że jego zdaniem inflacja w okresie 2006-2007 będzie stopniowo zbliżać się do celu i wydaje się, że podwyżki stóp procentowych nie będą konieczne aby utrzymać ją pod kontrolą; Filar oczekuje raczej ustabilizowania stóp procentowych przez dłuższy czas na obecnym poziomie.

Dzisiaj o 10:00 GUS opublikuje dane o listopadowej sprzedaży detalicznej i bezrobociu, a o 16:00 NBP poda dane o inflacji bazowej. Będzie to ostatni zestaw ważnych danych na polskim rynku przed Nowym Rokiem.

Gorące wydarzenia

Bardziej „gołębi” komunikat

Wczorajsza decyzja RPP nie przyniosła żadnych niespodzianek – stopa referencyjna pozostała na poziomie 4,5% i utrzymano łagodne nastawienie w polityce pieniężnej, co oznacza większe prawdopodobieństwo obniżki stóp niż ich podwyżki w przyszłości. Komunikat po posiedzeniu Rady zawierał standardowy opis sytuacji gospodarczej, ale nastąpiło kilka ważnych zmian w używanych sformułowaniach. O ile w poprzednich trzech miesiącach Rada powtarzała, że „inflacja może powrócić do celu **szybciej** niż zakładała sierpniowa projekcja inflacji”, to tym razem napisano, że „niska inflacja w listopadzie może wskazywać, że „powrót inflacji do celu nastąpi **później** niż oceniano w czasie poprzednich posiedzeń”. Taka zmiana retoryki komunikatu sugeruje, że perspektywy inflacji są obecnie postrzegane przez RPP bardziej optymistycznie niż w ciągu poprzednich trzech miesięcy. Cóż, jest to przynajmniej zdanie większości członków Rady (co dla rynku jest najistotniejsze, bo to większość podejmuje decyzje o parametrach polityki pieniężnej), ale prawdopodobnie nie wszystkich jej członków, gdyż prezes NBP Leszek Balcerowicz powiedział w trakcie konferencji prasowej, że treść komunikatu odzwierciedla układ sił na posiedzeniu. Może to sugerować, że wyrażone w komunikacie poglądy nie są podzielane przez wszystkich członków RPP. Wśród sceptyków jest zapewne prezes NBP, ponieważ w trakcie konferencji nie odczytał on nawet zacytowanego wyżej, najważniejszego zdania komunikatu i mowa o nim była dopiero podczas sesji

*Stopy procentowe bez zmian,
nastawienie nadal łagodne*

*Inflacja może powrócić do celu
później niż zakładano poprzednio*

*... co nie jest takie istotne zdaniem
prezesa NBP*

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363

Piotr Bielski 022 586 8333

Piotr Bujak 022 586 8341

Cezary Chrapek 022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

**Większość członków RPP
najwyraźniej jest zdania, że
obniżka stóp jest bardziej
prawdopodobna niż podwyżka**

pytań i odpowiedzi. Zapytany o znaczenie tego zdania, prezes NBP odparł, że nie jest istotne, czy inflacja powróci do celu po 6 czy 9 miesiącach. Nie możemy się zgodzić z taką opinią. Po pierwsze, jeśli Rada powtarzała przez kilka miesięcy, że istnieje ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy (i gdyby się one pojawiły, to bilans ryzyk dla inflacji może się zmienić, co wpłynęłoby na przyszłe decyzje RPP), obecnie prawdopodobieństwo wystąpienia takich efektów powinno być mniejsze, ponieważ przy dłuższym okresie niskiej inflacji są większe szanse na utrwalenie niskich oczekiwań inflacyjnych. Po drugie, jeśli nie ma różnicy pomiędzy scenariuszami o kilka miesięcy szybszego lub późniejszego powrotu inflacji do celu, to dlaczego Rada podkreślała w ciągu kilku poprzednich miesięcy (w tym prezes NBP na konferencjach prasowych) możliwość nastąpienia „jastrzębiego” scenariusza (czyli szybszego powrotu inflacji do celu). Cóż, to nie pierwszy raz gdy możemy dostrzec swego rodzaju asymetrię w sposobie przekazywania informacji w trakcie konferencji prasowych – „jastrzębie” informacje są zazwyczaj mocno podkreślane, podczas gdy rola „gołębich” argumentów jest bagatelizowana. Najważniejsze wydaje nam się jednak, że większość członków Rady uznała, iż perspektywy inflacji poprawiły się i utrzymano łagodne nastawienie w polityce pieniężnej. Dodatkowo należy odnotować, że zrezygnowano z zamieszczenia zdania o możliwości wystąpienia efektów drugiej rundy, pomimo przyspieszenia dynamiki płac i rosnących cen paliw od listopadowego posiedzenia RPP.

Jeśli chodzi o inne elementy oficjalnego komunikatu, to Rada podkreśliła poprawę na rynku pracy, tj. wzrost zatrudnienia i wyższy wzrost płac, który w październiku i listopadzie był wyższy niż III kwartale nawet po dostosowaniu o przejściowe czynniki. Wzmocnienie aktywności gospodarczej zostało uznane przez Radę za zgodne z wcześniejszymi oczekiwaniami. Poza tym, odnotowano, że kurs złotego jest nadal silniejszy niż zakładała sierpniowa projekcja inflacji.

**Nowy Raport o inflacji będzie
kluczowy dla decyzji RPP w
styczniu**

**... ale rynek pozna jego treść
dopiero po posiedzeniu Rady**

O ile komunikat Rady był bardziej gołębi w porównaniu z informacjami po kilku poprzednich posiedzeniach, to mimo wszystko Rada zdecydowała utrzymać stopy i nastawienie bez zmian. W naszej opinii wynikało to głównie z faktu, że nie wszystkie informacje były dostępne podczas posiedzenia (dziś publikacja kilku danych) ale co ważniejsze Rada chciała prawdopodobnie poczekać na nowe projekcje inflacji i PKB przygotowywane przez bank centralny, które znajdują się w styczniowym Raporcie o inflacji. W komunikacie wczorajszym czytamy, że „pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie możliwa w styczniu 2006 r. po opublikowaniu projekcji inflacji”. Cóż, niestety projekcja będzie znana uczestnikom rynku dopiero po styczniowym posiedzeniu Rady, tak więc jego wynik jest w dużej mierze nieprzewidywalny. Jak na razie utrzymujemy nasz scenariusz zakładający, że stopy zostaną utrzymane bez zmian w przyszłym roku, jednak zgadzamy się, że łagodne nastawienie (niestety ten element komunikacji zniknie w styczniu) bardzo dobrze odzwierciedla perspektywy inflacyjne. Tak więc, nie powinno dziwić, jeśli rynki finansowe będą wyceniały jakieś obniżki stóp procentowych na początku przyszłego roku, szczególnie jeśli inflacja utrzyma się w kolejnym miesiącu na poziomie ok. 1% (przypomnijmy że cel NBP to 2,5% +/- 1 pkt proc.) a dynamika wzrostu płac spowolni po wygaśnięciu czynników jednorazowych.

Rada zaakceptowała wczoraj opinię do autopoprawki do budżetu, jednak nie została ona jeszcze opublikowana, gdyż zapoznać się z nią najpierw muszą główni odbiorcy, czyli przedstawiciele parlamentu. Wydaje się jednak, że najprawdopodobniej Rada skrytykowała dokument rządowy za zbyt wysoki szacunek dochodów budżetowych. Przypomnijmy, że ten argument właśnie był jednym z głównych wątków krytycznych w opinii do projektu budżetu przygotowanego przez rząd Marka Belki, a rząd Kazimierza Marcinkiewicza prognozę dochodów podniósł jeszcze bardziej. Wciąż jednak wydaje się, że budżet przyszłoroczny powinien być neutralny z punktu widzenia polityki monetarnej, choć faktem jest, że niepewność odnośnie średnioterminowych perspektyw fiskalnych uległa ostatnio zwiększeniu.

Konkluzja: Stopy i nastawienie bez zmian, jednak komunikat bardziej gołębi, co może być pozytywne dla rynku obligacji. Styczniowa decyzja będzie zależała od zawartości nowego Raportu o Inflacji, który jednak będzie znany uczestnikom rynku dopiero po styczniowym posiedzeniu. Jak na razie utrzymujemy nasz scenariusz utrzymania głównej stopy na poziomie 4,5% w przyszłym roku.

Dzisiaj dane o sprzedaży detalicznej, bezrobociu i inflacji bazowej

Dzisiaj o 10:00 GUS poda informacje o listopadowej sprzedaży detalicznej i stopie bezrobocia, natomiast o 16:00 NBP opublikuje dane o inflacji bazowej. Będzie to ostatni zestaw ważnych danych przed Nowym Rokiem. Wszystkie wskaźniki inflacji bazowej powinny pozostać poniżej 1,5% (niektóre nawet poniżej 1%), potwierdzając dobre perspektywy inflacji. Tymczasem, wzrost sprzedaży detalicznej prognozujemy na poziomie 8,4% r/r, a stopa bezrobocia zapewne nieznacznie wzrośnie do 17,4% za sprawą efektu sezonowego.

Konkluzja: Dzisiejsze dane powinny potwierdzić obraz gospodarki z przyspieszającym wzrostem aktywności, ale bez poważnej presji na ceny.

Monitor rynku

W środę polska waluta pozostała na niezmiennym poziomie w stosunku do euro i osłabiła się wobec waluty amerykańskiej, pozostając w wąskim przedziale wahań przy niskiej aktywności w tygodniu przedświątecznym. Na otwarciu złoty umocnił się do wspólnej waluty z 3,835 do 3,8275 po czym osłabił się do 3,8375 i wrócił do poziomu otwarcia 3,835, podczas gdy kurs USDPLN wzrósł z 3,22 do 3,24 po ruchach na EURUSD. Początkowo euro częściowo odrobiło straty wobec dolara po komentarzach źródła zbliżonego do EBC, że w najbliższych miesiącach podwyżki stóp w strefie euro mogą być śmielsze niż oczekuje tego rynek. Jednak później dolar dalej umacniał się do euro z 1,186 na wtorkowym zamknięciu do 1,1836, w reakcji na opublikowane ostateczne dane o PKB za III kw. PKB zostało zrewidowane w dół ale inflacja w przeciwną stronę co mogło zasugerować, że Fed zakończy cykl podwyżek stóp później niż oczekiwano.

Rynek długu umocnił się na środowej sesji. Początkowo obligacje pozostawały stabilne w oczekiwaniu na decyzję Rady i nieco się osłabiły w reakcji na sytuację na rynkach bazowych. RPP nie zmieniła parametrów

Notowania złotego (21.12.2005)

	Min	Max	Fixing
EUR	3,8275	3,8375	3,8348
USD	3,2200	3,2500	3,2245

Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

EURUSD	1,1830	CADPLN	2,7645
USDPLN	3,2416	DKKPLN	0,5152
EURPLN	3,8350	NOKPLN	0,4767
CHFPLN	2,4721	SEKPLN	0,4073
JPYPLN*	2,7622	CZKPLN	0,1327
GBPPLN	5,6640	HUFPLN*	1,5300

*100 jednostek

Rentowności na rynku wtórnym (21.12.2005)

Bony	Rentowność	Zmiana (pb)
3M	4,22	0
6M	4,30	0
9M	4,30	0
12M	4,30	0
Obligacje	Rentowność	Zmiana (pb)
2L	4,58	3
3L	4,64	1
4L	4,84	-4
5L*	4,95	-1
8L	5,05	-3
10L	5,09	-2

*PS0310

Stawki WIBOR (21.12.2005)

Termin	Stawki	Zmiana (pb)
O/N	4,60	-11
T/N	4,60	-11
SW	4,60	-5
2W	4,60	-4
1M	4,60	-2
3M	4,61	-2
6M	4,62	-1
9M	4,63	-1
1L	4,65	-2

polityki pieniężnej, choć w komunikacie pojawiły się sygnały sugerujące, że cięcie stóp w styczniu nie może zostać wykluczone. Amerykańskie obligacje skarbowe straciły w reakcji na opublikowany i zrewidowany w górę wskaźnik inflacji PCE za III kw. 2005 a rentowności 10-letnich papierów wzrosły z 4,46% we wtorek na zamknięciu do 4,48%. Po komentarzu źródła związanego z EBC, że Europejski Bank Centralny może podwyższyć stopy w strefie euro dwukrotnie w ciągu najbliższych miesięcy, rentowności 10-letnich Bundów wzrosły z 3,35% do 3,38%.

Dzisiaj nastąpi publikacja całkiem ważnych danych w Polsce i będą to ostatnie istotne dane przed Nowym Rokiem.

Konkluzja: : Złoty pozostał na niezmiennym poziomie względem euro i osłabił się do dolara. Obligacje umocniły się w reakcji na nieco gołębi ton komunikatu RPP w odniesieniu do wolniejszego zbiegania inflacji do celu.

Przegląd międzynarodowy

Według Departamentu Handlu w Stanach Zjednoczonych PKB wzrósł w III kw. o 4,1%, podczas gdy poprzednie szacunki pokazywały 4,3%. Z drugiej strony indeks bazowych wydatków konsumenta, który wyklucza żywność i energię został zrewidowany w górę z 1,2% do 1,4%.

Dzisiaj w USA zostaną opublikowane dane o dochodach osobistych w listopadzie (godz. 14:30 naszego czasu); oczekiwania rynkowe wskazują na wzrost o 0,3% w porównaniu z 0,4% w poprzednim miesiącem. Pojawia się również dane o wskaźniku cen PCE za listopad, prognozowane na poziomie 0,2% m/m wobec 0,1% m/m w październiku.

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