

Codziennik – przegląd wiadomości

Neutralne nie znaczy łagodne

6 stycznia 2005

Wczoraj członek RPP Dariusz Filar zasugerował, że Rada może przyjąć neutralne nastawienie w polityce pieniężnej już w I kwartale 2005, ponieważ ostatnie umocnienie złotego pomoże w przywróceniu inflacji do celu w latach 2006-2007. Ważne dla rynków jest to, że nastawienie neutralne nie musi koniecznie oznaczać, że następnym krokiem w polityce pieniężnej będzie obniżka stóp. Poprzednia RPP obniżała stopy przy nastawieniu neutralnym, jednak obecna RPP wyjaśniła tę sytuację i zdefiniowała nastawienie łagodne. W związku z tym, Rada prawdopodobnie zmieni nastawienie na łagodne zanim rozpocznie obniżki stóp. Zgodnie ze słowami Filara: „to jest jeszcze dość odległa perspektywa”. Co więcej, tak czy inaczej przestrzeń do redukcji stóp procentowych nie jest zbyt duża, biorąc pod uwagę, że realna neutralna stopa procentowa w Polsce jest, według Filara, na poziomie 4%.

Wczoraj Ministerstwo Finansów ogłosiło, że Polska ma zamiar dokonać przedterminowej spłaty długu wobec Klubu Paryskiego. Polska propozycja zostanie rozpatrzona na spotkaniu Klubu 12 stycznia. Spłata ma być finansowana emisją obligacji zagranicznych, jednak w scenariuszu gwałtownej aprecjacji złotego (której nie oczekujemy), zamiast tego rząd mógłby kupować waluty na rynku, co byłoby formą „interwencji” kursowych.

Gorące wydarzenia

Polityka pieniężna w opinii Filara

Wczoraj PAP opublikował ciekawy wywiad z członkiem RPP Dariuszem Filarem, zawierający wiele ważnych uwag odnośnie przyszłej polityki pieniężnej oraz perspektyw gospodarczych. Ponieważ wywiad jest dość długi, poniżej prezentujemy najważniejsze wypowiedzi członka Rady łącznie z naszymi komentarzami.

Wypowiedzi Dariusza Filara	Komentarze BZ WBK
Nie można wykluczyć, że projekcja inflacji w lutym będzie kreśliła korzystniejszą ścieżkę inflacji niż listopadowa. Z tego punktu widzenia nie lekceważyłbym roli projekcji w lutym, bo może ona przyspieszyć decyzję o zmianie nastawiania.	Następna projekcja inflacji będzie zaprezentowana w lutym i jeśli złoty pozostanie mocny do tego czasu, może ona pokazać, że inflacja wraca do celu lub nawet poniżej w 2006-2007 roku. Filar zasugerował, że przyjęcie neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej jest możliwe już w lutym lub marcu.
Przejsie od nastawienia neutralnego zmniejsza prawdopodobieństwo, że następnym krokiem będzie podwyżka, ale wciąż go nie wyklucza. [...] Przejsie do nastawienia łagodnego będzie możliwe, gdy inflacja powróci do celu, a projekcja inflacyjna będzie wskazywała, że jest to powrót trwały, a nie powrót przejściowy. To jest jeszcze dość odległa perspektywa.	W pełni zgadzamy się, że przyjęcie neutralnego nastawienia nie musi oznaczać przygotowań do obniżek stóp. Odzwierciedlałoby to raczej fakt, że prognozy inflacji powróciły w pobliże celu, jednak pozwalałoby to na ruchy stóp procentowych w obu kierunkach., w zależności od sytuacji. Podzielamy również pogląd Filara, że jeszcze długa droga zanim RPP przyjmie łagodne nastawienie oznaczające jasną skłonność do obniżek stóp.

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

Inflacja w 2005 roku zacznie spadać od kwietnia, a potem w maju-czerwcu zareagują na to oczekiwania inflacyjne. [...] To byłby dobry moment na zmianę nastawienia przy założeniu, że nie wystąpią efekty drugiej rundy. Ale pojawił się element dodatkowy w postaci bardzo wyraźnego wzmocnienia złotego. Jest oczywiste, że korzystniejszy złoty będzie miał wpływ na wskaźnik inflacji w drugiej połowie 2005 roku. Pojawia się więc zasadne pytanie o to, do jakiego stopnia dodatkowy czynnik wspomagający obniżanie inflacji pozwala pewne kroki przyspieszyć	Jeśli aprecjacja złotego nie następowałaby z taką siłą, najlepszym momentem na zmianę nastawienia na neutralne byłby drugi kwartał 2005, po tym jak oczekiwania inflacyjne pokażą reakcję na wysoki CPI w pierwszym kwartale. Jednak silny kurs może przyspieszyć decyzję Rady.
Stopa referencyjna banku centralnego usytuowana na poziomie lekko powyżej 6 proc. jest stopą zbliżoną do realizującej stopę naturalną, przy osiągnięciu celu inflacyjnego 2,5 proc. [...] Przy założeniu spadku inflacji do 2,5 proc. przestrzeń do obniżek nie jest wielka, jest umiarkowana.	Filar zasugerował ponownie, że w opinii banku centralnego neutralna realna stopa procentowa w Polsce wynosi ok. 4%. Implikuje to, że nominalna referencyjna stopa nie powinna być niższa niż 6%, jeśli inflacja znajduje się na poziomie celu 2,5%, więc nie ma zbyt dużo miejsca na obniżki stóp z obecnych 6,5%, jeśli RPP chce utrzymać cel inflacyjny w dłuższej perspektywie. W pełni się z tą opinią zgadzamy.
Zagrożenia dla inflacji widzę tylko jedno. Udało się wprowadzić uniknąć efektów drugiej rundy do tej pory, ale tradycyjnie w Polsce okresem negocjacji płacowych jest I kwartał. Osobiście nie mam pewności, że te żądania płacowe nie ujawnią się w tym okresie, mimo trudnej sytuacji na rynku pracy.	Warto zauważyć, że płace w gospodarce narodowej rosną dużo szybciej niż w sektorze przedsiębiorstw. Już w III kw. 2004 wzrost płac w gospodarce osiągnął 5,1%, tj. powyżej stopy inflacji 4,5%, podczas gdy w sektorze przedsiębiorstw wynosił tylko 3,8%. Oczekujemy wzmocnienia wzrostu płac w 2005 roku, więc zarobki mogą rosnąć szybciej niż inflacja już w I kw., a w szczególności dotyczyć to może płac w całej gospodarce.
Szczyt inflacji znajdzie się w I kwartale na poziomie bliskim 4,5 proc., nieznacznie powyżej 4,5 proc.	Dosyć optymistyczne założenie. Ziszczenie się naszych prognoz CPI na poziomie 5% może być niemiłą niespodzianką dla RPP.
Nie można polityki pieniężnej wiązać wyłącznie z ruchami kursu walutowego, to zmienna którą trzeba brać pod uwagę, ale nie należy traktować jej jako decydującej.	W swoich oczekiwaniach odnośnie stóp procentowych gracze rynkowi zdają się ostatnio przywiązywać zbyt dużą wagę do kursu walutowego. Zgadzamy się w pełni z Filarem, co jest jedną z przyczyn, dla których w dalszym ciągu oczekujemy, że RPP nie obniży stóp w 2005 roku, nawet po zmianie nastawienia na neutralne.

Konkluzja: Dariusz Filar wskazał, że silniejsza niż oczekiwano aprecjacja złotego może skłonić Radę do przyjęcia neutralnego nastawienia szybciej, być może już w I kw. 2005 roku. Jednak to nie oznacza szybszych obniżek stóp procentowych, gdyż czynniki inne niż kurs walutowy mogą popsuć perspektywy inflacji.

Polska zamierza spłacić Klub Paryski

Ministerstwo Finansów poinformowało wczoraj, że Polska zamierza dokonać w 2005 r. wcześniejszej spłaty długu zagranicznego wobec Klubu Paryskiego. Pozostająca do wykupu wartość długu Polski wobec Klubu Paryskiego wynosi 12,3 mld € i jego zapadalność koncentruje się w przeważającej mierze w latach 2005-2009. Ministerstwo poinformowało, że skala i dokładny termin tej operacji nie został jeszcze ustalony, ponieważ nie zostały jeszcze zakończone negocjacje z wszystkimi krajami tworzącymi Klub Paryski. Przedstawiciel Klubu Paryskiego powiedział: „zajmiemy się polską

Decyzja odnośnie Klubu Paryskiego może być podjęta w przyszłym tygodniu

Emisje obligacji międzynarodowych będą finansowały spłatę

Jest mało prawdopodobne, że agencje zmienią rating Polski w wyniku tej operacji

Czy ministerstwo wyemituje międzynarodowe obligacje, jeśli złoty będzie mocny?

propozycją na spotkaniu Klubu Paryskiego 12 stycznia (...) rozmowy (z Polską) są bardzo zaawansowane”.

Resort finansów planuje sfinansować spłatę emisją euroobligacji. Ministerstwo poinformowało, że w zależności od bieżących warunków rynkowych, emisja obligacji na zagranicznych rynkach będzie następować stopniowo w ciągu 12-18 miesięcy. Jednocześnie resort podał informację, że zgromadziło już „finansowanie pomostowe” na kwotę ok. 6 mld zł, które w razie potrzeby może być jeszcze zwiększone.

W sumie, inicjatywa rządu odnośnie wcześniejszej spłaty długu wobec Klubu Paryskiego powinna być pozytywnym czynnikiem dla rynku, zmniejszając płatności z tytułu długu zagranicznego skumulowane (kominy płatnicze) w latach 2005-2009, a także zmniejszając nieznacznie wielkość długu publicznego (oraz poprawiając jego jakość, np. poprzez wydłużenie przeciętnej zapadalności długu zagranicznego). Mimo że ministerstwo wyraziło nadzieję, że dzięki planowanej operacji może dojść do zmiany ratingu Polski, przedstawiciele agencji ratingowych S&P's oraz Moody's zasugerowali, że nie będzie to wystarczający czynnik dla zmiany ocen ratingowych. Najistotniejszym czynnikiem są nadal szanse na konsolidację fiskalną, a to będzie zależało od wyników tegorocznych wyborów parlamentarnych.

Najciekawszy dla rynku będzie sposób finansowania tej operacji. Chociaż ministerstwo zadeklarowało, że będzie to finansowane przez emisje obligacji, taki sposób może nie być korzystny, jeśli kurs złotego wzmocniłby się znacznie. W takim przypadku ministerstwo mogłoby zbierać środki na rynku krajowym i zamieniać je na waluty obce. Jeśli konwersja byłaby realizowana na rynku walutowym, a nie w NBP, może to stać się sposobem ministerstwa na osłabienie złotego.

Konkluzja: Chociaż oficjalne stanowisko mówi, że emisje międzynarodowych obligacji będą finansować spłatę długu wobec Klubu Paryskiego, to jednak przy scenariuszu silnego wzmocnienia złotego (którego się nie spodziewamy) nabywanie obcych walut na rynku może być sposobem rządowe "interwencje".

Monitor rynku

W środę rano na rynku walutowym nastąpił dalszy spadek wartości polskiej waluty. Wobec koszyka walut złoty stanął o kolejne 0,6% w porównaniu z zamknięciem we wtorek w związku z siłą amerykańskiej waluty (euro przebiło poziom 1,325). Dolar wspiął się nawet do 3,13 zł a euro do 4,14 zł. W miarę zbliżania się do końca sesji polska waluta stopniowo odzyskiwała utracone poziomy głównie wobec dolara, który powrócił do trendu (3,10 zł) przełamanego przed świętami przy niskiej płynności. Wobec koszyka złoty zamknął się na poziomie otwarcia.

Polskie obligacje otworzyły się słabiej z luką jako opóźniona reakcja na osłabienie złotego oraz cofnięcie na Bundach. DS0509 osiągnął 6,19%. Przy oczekiwaniach sporego popytu na aukcji 2-letnich papierów niektórzy gracze rynkowi wykorzystali te poziomy do uzupełnienia swoich długich pozycji. Jednak po dobiegu do 6,15% na DS0509 wciąż przed wynikami aukcji duże

Notowania złotego (05.01.2005)

	Min	Max	Fixing
USD	3,0980	3,1380	3,1153
EUR	4,0960	4,1420	4,1334

Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

EURUSD	1,3262	CADPLN	2,5390
USDPLN	3,1115	DKKPLN	0,5547
EURPLN	4,1056	NOKPLN	0,4993
CHFPLN	2,6642	SEKPLN	0,4570
JPYPLN*	2,9857	CZKPLN	0,1358
GBPPLN	5,8576	HUFPLN*	1,6756

*100 jednostek

Aukcja obligacji skarbowych (05.01.2005)

	Podaż	Popyt mln PLN	Sprzedaż	Średnia rentow.
2L	2 000	4 799,0	2 000,0	6,115%

Rentowności na rynku wtórnym (05.01.2005)

Bony	Rentowność	Zmiana (pb)
3M	6,22	2
6M	6,26	2
9M	6,26	2
12M	6,27	3
Obligacje		
2L	6,18	5
3L	6,22	10
4L	6,24	10
5L	6,24	11
8L	5,96	8
10L	5,87	7
20L	5,80	5

Stawki WIBOR (05.01.2005)

Termin	Stawki	Zmiana (pb)
O/N	6,43	-5
T/N	6,48	-1
SW	6,59	2
2W	6,60	0
1M	6,61	1
3M	6,62	2
6M	6,60	0
9M	6,54	1
1Y	6,51	1

zlecenie klienta spowodowało znaczną wyprzedaż, która pozwoliła na wzrost rentowności na 5 latach do 6,28%. Bezbarwny przebieg aukcji Bundów wzmocnił negatywny sentyment. Korzystne wyniki przetargu 2-letnich obligacji zdołały jedynie wesprzeć krótki koniec krzywej pozostawiając dłuższe papiery na słabszych poziomach, co pociągnęło za sobą zmianę kształtu krzywej z płaskiej na pozytywną pomiędzy 2 i 5 latami. DS0509 zanotował jeszcze jedną falę wyprzedaży z powodu zleceń stop-loss, po czym wsparty przez umacniającą się walutę oraz wypowiedzi członka RPP Filara powrócił do 6,24%

Wczoraj przetarg 2-letnich obligacji przyciągnął spory popyt o wartości 4,8 mld zł, co pozwoliło sprzedać ministerstwu całą ofertę papierów średnio po 6,115%. W niekorzystnych warunkach rynkowych resort zdecydował się nie przeprowadzać aukcji dodatkowej. Minister Gronicki zapowiedział na przyszły tydzień emisję euroobligacji o wartości 1,0-1,5 mld €.

Chociaż nie wykluczaliśmy wczoraj w *Codzienniku* osłabienia na rynku obligacji, to jednak rozmiar spadku cen mógł zaskoczyć. Sytuacja ta pokazuje, że rynek był w stanie utrzymywać niskie poziomy rentowności wyłącznie przy niewielkich obrotach. Zmiana kształtu krzywej między sektorami 2 i 5 lat sugeruje z jednej strony ugruntowanie się oczekiwań na stosunkowo szybkie obniżki stóp, a z drugiej wycenę dużej podaży na długim końcu krzywej oraz ryzyko osłabienia się złotego. Jednak z orzekaniem o trwałości tej tendencji trzeba poczekać do kolejnych przetargów, gdyż w ciągu ostatnich 4 miesięcy krzywa na krótki czas zmieniała kształt przed przetargami 5-letnich obligacji, by zaraz po nich powrócić do negatywnego nachylenia. Pomimo dużej zmienności utrzymanie przez złotego poziomów otwarcia wskazuje na stabilizację w ciągu najbliższych dni, tym bardziej że euro odbiło się późnym popołudniem i zbliżyło się do poziomu 1,33.

Konkluzja: Rynek długich obligacji osłabił się znacznie pomimo dobrych wyników aukcji. Złoty po początkowych spadkach powrócił do otwarcia, co sugeruje stabilizację. Rentowności obligacji będą się stabilizować na bieżących poziomach przed piątkowymi danymi z USA, jednak będą kontynuować spadki, gdy okaże się, że sytuacja na rynku pracy się poprawiła.

Przegląd międzynarodowy

W środę odbyła się aukcja 10-letniego niemieckiego benchmarku. Inwestorzy zaproponowali popyt 1,4 razy większy niż zaoferowana kwota. Wyjaśnieniem tak słabego zainteresowania były wśrubowane poziomy (3,63%) oraz spora podaż w pozostałych gospodarkach strefy euro w tym miesiącu.

Dzisiaj opublikowane zostaną tygodniowe dane o wnioskach bezrobotnych w USA, ale rynek najprawdopodobniej zignoruje te dane (konsensus wynosi 331 000) z uwagi na piątkowy Raport o Zatrudnieniu. Ponadto zobaczymy pakiet danych z Europy (patrz tabela poniżej), lecz nie spodziewamy się, żeby któraś z nich miała wpływ na rynek.

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZY	OSTATNIA WARTOŚĆ
08:45	FRA	Zaufanie konsumentów (U)	XII	-	-22,0	-23,0
11:00	EMU	PPI (W)	XI	% r/r	3,6	4,0
11:00	EMU	Koniunktura (U)	XII	-	0,4	0,39

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