

Codziennik – przegląd wiadomości

Nastawienie w odstawce

3 październik 2005

Opublikowane w piątek *Założenia polityki pieniężnej na rok 2006* nie przyniosły zmian jeśli chodzi o cel inflacyjny. RPP zrezygnowała natomiast ze stosowania nastawienia w polityce pieniężnej i zobowiązała się, że dołoży wszelkich starań, aby poprawie uległa jakość komunikatów po posiedzeniach Rady w odniesieniu do sposobu prezentacji bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji. Jeśli chodzi o sytuację gospodarczą, RPP podkreśliła znaczenie wysokich cen ropy i ich wpływu na oczekiwania inflacyjne, ale jednocześnie wymieniła kilka czynników, które ograniczają ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy.

Kwartalne dane o bilansie płatniczym, podane przez NBP w piątek, pokazały znaczne rewizje deficytu obrotów bieżących (znaczny wzrost deficytu), ale nie powinno to mieć wpływu na rynek, ponieważ przyczyną rewizji są kwestie metodologiczne (reinwestowane zyski powiększyły deficyt w bilansie dochodów).

Rozmowy koalicyjne pomiędzy PiS a PO nie posunęły się w trakcie weekendu naprzód. Kandydat na premiera Kazimierz Marcinkiewicz powiedział jednak, że rząd koalicyjny na pewno powstanie, ale ze względu na kalendarz polityczny nowy rząd powstanie najwcześniej 24-25 października.

Rozmowy koalicyjne między PiS a PO nadal w martwym punkcie

Gorące wydarzenia nowego tygodnia

Na ten tydzień nie są zaplanowane żadne publikacje istotnych danych w Polsce. Tymczasem szum wokół rozmów między potencjalnymi koalicjantami PiS i PO prawdopodobnie nieco przycichnie, po tym jak próby nawiązania negocjacji przed kamerami w zeszłym tygodniu skończyły się wielkim fiaskiem. Nie wydaje się aby dalsze kłótnie pomiędzy ugrupowaniami mogły pomóc w notowaniach kandydatów obu partii w wyborach prezydenckich, w związku z czym spodziewamy się wyciszenia sporu. Podtrzymujemy naszą opinię sprzed tygodnia, że proces formowania rządu i ustaleń programowych nowej koalicji potrwa zapewne kilka tygodni, w związku z czym przed rozstrzygnięciem wyborów na prezydenta nie dowiemy się zbyt wiele nowego. Taką opinię potwierdza dzisiejszy wywiad PAP z kandydatem na premiera Kazimierzem Marcinkiewiczem, który powiedział, że jest na 100% przekonany, że uda się utworzyć rząd koalicyjny PiS z PO, jednak z powodu kalendarza politycznego zatwierdzenie składu Rady Ministrów raczej nie nastąpi wcześniej niż 24-25 października. Naszym zdaniem rynek finansowy powinien znieść to oczekiwanie w spokoju, tak jak do tej pory, zdając sobie sprawę, że dotychczasowy brak porozumienia to kwestia trwającej kampanii wyborczej. Marcinkiewicz powiedział też, że zaproponuje aby Cezary Mech (ekspert ekonomiczny PiS) kierował zespołem zajmującym się budżetem państwa – będzie to nowa jednostka, bezpośrednio podległa premierowi – a stanowisko ministra finansów również powinien objąć ktoś z PiS aby uniknąć potencjalnych konfliktów. Taka informacja mogłaby być niekorzystnie odebrana przez rynek finansowy gdyby została potwierdzona, jednak dopóki rozmowy o koalicji z PO nie posuwają się do przodu, nie należy traktować jej zbyt ostatecznie.

Maciej Reluga Główny Ekonomista (22) 586 8363

Piotr Bielski (22) 586 8333

Piotr Bujak (22) 586 8341

Email: ekonomia@bzwbk.pl

W tym tygodniu brak danych w Polsce, rynek będzie podążał za trendami za granicą

W związku z brakiem publikacji krajowych danych oraz niewielu przewidywanych nowych informacji w kraju, notowania polskiej waluty i obligacji podążać będą głównie w ślad za trendami na rynkach międzynarodowych. Tymczasem, w najbliższych dniach ukaże się sporo danych ekonomicznych za granicą. W USA i strefie euro zostaną m.in. opublikowane wskaźniki aktywności w sektorze wytwórczym (poniedziałek) i sektorze usług (środa), dające wskazówki nt. tempa rozwoju tych gospodarek na początku IV kwartału. Najważniejszy jednak będzie raport z rynku pracy w USA (publikacja w piątek). Po optymistycznych danych nt. liczby bezrobotnych z poprzedniego tygodnia prawdopodobne jest, że raport ten pokaże wynik lepszy od prognoz rynkowych, co może pomóc w dalszym umocnieniu dolara.

Konkluzja: Kształt nowego rządu prawdopodobnie pozostanie nieznany do końca kampanii prezydenckiej. Przy braku wydarzeń i danych krajowych i wciąż wysokiej niepewności politycznej, polski rynek będzie podążał w ślad za rynkami zagranicznymi.

Gorące wydarzenia

Bez nastawienia i ograniczone ryzyko efektów wtórnych

Cel inflacyjny bez zmian, ale RPP porzuca nastawienie polityki pieniężnej

W piątek Rada Polityki Pieniężnej opublikowała *Założenia polityki pieniężnej na rok 2006*. Zgodnie z oczekiwaniami nie wprowadzono zmian w konstrukcji celu inflacyjnego ani sposobie jego realizacji. Niemniej, Rada postanowiła, że począwszy od 2006 r. zrezygnuje z wykorzystywania nastawienia w polityce pieniężnej jako narzędzia komunikacji z otoczeniem. Formalnie RPP nie stwierdziła, że rezygnuje ze stosowania nastawienia (na jego temat nie pojawiło się po prostu w opublikowanym dokumencie ani jedno słowo), ale zostało to oficjalnie potwierdzone przez rzecznika NBP cytowanego przez agencję Reuters. W takiej sytuacji trudno byłoby domagać się choć krótkiego uzasadnienia rezygnacji z nastawienia. Członek RPP Stanisław Nieckarz powiedział w piątek, że przy niskiej inflacji nie ma potrzeby posługiwania się nastawieniem, ponieważ skala zmian stóp procentowych jest wówczas nieznaczna. Warto jednak zwrócić uwagę, że na początku kadencji obecnej RPP (początek 2004 r.) inflacja była na podobnie niskim poziomie jak dziś (1,6% w I kwartale br. i poniżej 1% średnio w 2003 r.), a nastawienie zostało zaakceptowane jako użyteczne narzędzie komunikacji. Ponadto, nawet jeśli ruchy stóp procentowych są minimalne, to dobrze wiedzieć, jaki będzie najbardziej prawdopodobny kierunek ich zmian. Jeszcze w połowie września Stanisław Nieckarz był zdania (opinia prezentowana w wywiadzie dla PAP), że z nastawienia nie należy rezygnować i podobnie myślało kilku innych członków RPP. Być może różni członkowie Rady rozumieli istotę nastawienia w różny sposób, co skłoniło ich do wniosku, że lepiej go nie stosować niż stosować niewłaściwie. Być może lepiej byłoby poprawić sposób korzystania z tego narzędzia niż z niego rezygnować?

Raporty inflacyjne, konferencje prasowe i komunikaty będą głównymi narzędziami komunikacji

Analizując sposób głosowania w sprawie zmian nastawienia w tym roku, można dojść do wniosku, że kilku członków RPP było bardzo niechętnych obecnie obowiązującemu nastawieniu łagodnemu. Być może była to dodatkowa motywacja dla rezygnacji z tego narzędzia w ogóle.

Przypomnijmy, że przewodniczący RPP był kilka razy przegłosowany w kwestii zmiany nastawienia. W 2006 r. komunikacja RPP z otoczeniem będzie bazować na takich narzędziach jak Raporty o inflacji, oficjalne komunikaty po posiedzeniach oraz konferencje prasowe. Można tylko mieć nadzieję, że jakość komunikatów będzie lepsza niż tego z ostatniego posiedzenia, w którym wzmianka o utrzymaniu łagodnego nastawienia była praktycznie jedyną jasną wskazówką co do ewentualnych zmian poziomu stóp procentowych w przyszłości. Innymi słowy, miejmy nadzieję, że RPP dotrzyma obietnicy, ponieważ w *Założeniach...* napisano, że „Rada dołoży należytej staranności w dążeniu do przejrzystości i jednoznaczności tych instrumentów [raporty o inflacji, komunikaty i konferencje prasowe po posiedzeniach]. Prowadząc politykę pieniężną RPP nadal będzie brać pod uwagę projekcje inflacji (i oczekiwane odchylenia przyszłej inflacji od projekcji), a także bilans ryzyk, który wpływa na prawdopodobieństwo spadku inflacji poniżej lub wzrostu powyżej celu. Miejmy nadzieję, że bilans ryzyk będzie szczegółowo i w czytelny sposób omawiany w każdym komunikacie po posiedzeniu RPP. Z tego punktu widzenia obiecujące wydają się wypowiedzi członkini RPP Haliny Wasilewskiej-Trenkner, która stwierdziła w piątek, że Rada pracuje nad nowym sposobem komunikacji, opartym o prezentację bilansu ryzyk, która będzie podobna jak obecnie, ale bardziej czytelna. Już w styczniu będziemy mogli przekonać się, czy wysiłki banku centralnego na drodze do poprawy komunikacji z otoczeniem przyniosą pożądany efekt.

RPP uważa, że gospodarka jest na ścieżce wzrostowej z inflacją pod kontrolą

Rozdział zatytułowany *Warunki realizacji polityki pieniężnej* zawierał ocenę bieżącej sytuacji gospodarczej. RPP stwierdziła, że polska gospodarka jest w fazie ożywienia (choć jest tempo oraz trwałość są niepewne) i wzrost PKB w roku 2006 r. wyniesie 4-5%, czemu towarzyszyć będzie rosnąca presja inflacyjna. O ile sierpniowa projekcja pokazała, że inflacja powinna powrócić do celu w połowie 2007 r., to Rada wymieniła w *Założeniach...* kilka czynników, które mogą zmienić przyszłą ścieżkę inflacji, z czego najważniejsze wydają się ceny ropy, które mogą utrzymać się na wysokim poziomie w średnim okresie. Według Rady wysokie ceny ropy stanowią kluczowy element ryzyka dla stabilizacji oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie i z tego punktu widzenia rok 2006 wydaje się bardzo ważny. RPP stwierdziła, że wysokie ceny ropy będą analizowane pod kątem niebezpieczeństwa wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy i jeśli one się pojawią, to nastąpią odpowiednie decyzje. Warto jednak odnotować, że Rada jednocześnie napisała, że przy wysokim bezrobociu (mimo że spadającym) ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest ograniczone. RPP wymieniła również inne czynniki, które przemawiają na rzecz utrzymania niskiej presji inflacyjnej w przyszłości: wzrost elastyczności rynku pracy, restrukturyzacja przedsiębiorstw i wzrost konkurencji międzynarodowej (była o tym mowa również w sierpniowym *Raporcie o inflacji*).

Ceny ropy są uważane za główne ryzyko dla inflacji

RPP powtórzyła swoją opinię, że polityka makroekonomiczna powinna być prowadzona w taki sposób, aby przyjąć euro tak szybko jak to możliwe, dodając, że reformy instytucjonalne pozwoliłyby na zwiększenie potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego, co oznacza, że można osiągnąć wyższe tempo wzrostu bez wzrostu presji inflacyjnych, a więc przy

RPP przypomniła standardowo, że możliwe są interwencje walutowe

niższych stopach procentowych. Dokładnie o tym samym mówił członek RPP Andrzej Wojtyna podczas śródowej konferencji prasowej.

O ile w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2005* RPP nie wspomniała o interwencjach walutowych, tym razem napisano, że aktywność banku centralnego na rynku nie może zostać wykluczona w sytuacji takich zmian kursu złotego, które uniemożliwiałyby stabilizację inflacji. Wydaje się nam, że pojawienie się fragmentu na temat interwencji nie jest niczym nadzwyczajnym, a zaskakujące było raczej to, że nie było go w dokumencie dotyczącym 2005 r.

Konkluzja: RPP zrezygnowała ze stosowania nastawienia w polityce pieniężnej, co oznacza, że jakość komunikatów po posiedzeniach Rady będzie musiała ulec znacznej poprawie w odniesieniu do sposobu prezentacji bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji (szczególnie w porównaniu do ostatniego komunikatu). RPP podkreśliła znaczenie wysokich cen ropy i ich wpływu na oczekiwania inflacyjne, ale jednocześnie wymieniła kilka czynników, które ograniczają ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy.

Ogromne rewizje salda obrotów bieżących z powodów metodologicznych

Wyższy deficyt obrotów bieżących, włączone reinwestowane zyski

W piątek Narodowy Bank Polski opublikował kwartalne dane o bilansie płatniczym. Podczas gdy miesięczne dane za drugi kwartał sugerowały nadwyżkę bliską 200 mln euro, dane kwartalne wskazały na deficyt powyżej 500 mln. Jednocześnie, NBP dokonał znacznej rewizji danych za poprzedni rok oraz pierwszy kwartał 2005. Poprzednie dane wskazywały na deficyt obrotów bieżących na poziomie ok. 3 mld euro w ubiegłym roku oraz na nadwyżkę 400 mln w I kwartale br., a po rewizji mamy deficyty rzędu odpowiednio 8,4 mld i 1 mld. Zmiana ta związana była ze znacznym deficytem w bilansie dochodów (powyżej 9 mld w 2004 i powyżej 2 mld w I kw. 2005), co wynikało z faktu, że bank centralny po raz pierwszy włączył reinwestowane zyski do bilansu dochodów (dokonał szacunków za pierwszą połowę tego roku). Nie dokonano znaczących zmian w danych dotyczących eksportu i importu, a dane odnośnie tych zmiennych za drugi kwartał wskazały na wzrost w ujęciu euro odpowiednio o 12,2% r/r i 5,7% r/r. Oznaczało to deficyt handlowy rzędu 690 mln euro, podczas gdy dane miesięczne sugerowały deficyt trzykrotnie mniejszy. W ujęciu złotowym zarówno eksport i import spadły odpowiednio o 1,2% i 7% r/r. Po drugim kwartale 2005 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących wyniósł 2,2% PKB (0,1% przed rewizją) a w ubiegłym roku wyniósł 4,3% PKB (1,5% przed rewizją).

... natomiast ogólny obraz sytuacji zewnętrznej bardzo się nie zmienił

NBP opublikował również kwartalne dane o zadłużeniu zagranicznym, które wskazały na względną stabilizację w drugim kwartale (102,2 mld euro, 123,4 mld dolarów). Istotna zmiana nastąpiła tylko w przypadku zadłużenia sektora rządowego (do 5,5 mld euro z 2,7 mld), co było związane z emisją papierów długoterminowych denominowanych w walutach obcych.

Konkluzja: Znaczne rewizje w kwartalnych danych o obrotach bieżących (wyższy deficyt), jednak nie powinny one wpłynąć na rynek gdyż związane to było ze zmianami metodologicznymi (reinwestowane zyski powiększyły deficyt w bilansie dochodów).

Notowania złotego (30.09.2005)

	Min	Max	Fixing
EUR	3,9040	3,9280	3,9166
USD	3,2445	3,2650	3,2575

Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

EURUSD	1,1964	CADPLN	2,7950
USDPLN	3,2787	DKKPLN	0,5303
EURPLN	3,9195	NOKPLN	0,5061
CHFPLN	2,5437	SEKPLN	0,4220
JPYPLN*	2,9044	CZKPLN	0,1342
GBPPLN	5,7985	HUFPLN*	1,5906

*100 jednostek

Rentowności na rynku wtórnym (30.09.2005)

Bony	Rentowność	Zmiana (pb)
3M	4,20	0
6M	4,13	-2
9M	4,10	-5
12M	4,10	-1
Obligacje	Yield	Change (bp)
2L	4,31	+3
3L	4,34	+3
4L	4,56	+3
5L	4,62	+2
8L	4,68	+4
10L	4,68	+3

Stawki WIBOR (30.09.2005)

Termin	Stawki	Zmiana (pb)
O/N	4,62	-139
T/N	4,61	-3
SW	4,60	0
2W	4,60	0
1M	4,60	+1
3M	4,50	0
6M	4,41	+1
9M	4,37	+2
1L	4,36	+1

Monitor rynku

Na piątkowym otwarciu złoty osłabił się po informacjach o trudnym początku rozmów między PiS a PO oraz na fali ponownej wyprzedaży na Węgrzech, która pogorszyła nastroje inwestorów wobec całego regionu. Na rynku obligacji tendencje nie były jednokierunkowe. Krótsze papiery uzyskały wsparcie ze strony wypowiedzi Haliny Wasilewskiej-Trenkner, że może wkrótce nastąpić powrót do rozluźniania polityki pieniężnej, i ze strony informacji o dość niskiej podaży długu w czwartym kwartale (szczegóły poniżej). Tymczasem ceny obligacji o dłuższych terminach spadły, odzwierciedlając niepewność wokół tworzenia nowego rządu. W dalszej części dnia krótsze obligacje również straciły kilka punktów, ponieważ okazało się, że *Założenia polityki pieniężnej na rok 2006* nie zawierały tak wielu gołych stwierdzeń, jak spodziewał się rynek. W efekcie, cała krzywa rentowności poszła w górę o ok. 3 pb na piątkowym zamknięciu w porównaniu z czwartkowym końcem dnia. Między innymi za sprawą wyprzedaży obligacji, złoty stopniowo tracił na wartości w ciągu dnia. W ciągu weekendu kurs EURUSD przełamał poziom 1,20, co oznacza, że złoty może dziś osłabić, szczególnie wobec dolara.

W piątek Ministerstwo Finansów przedstawiło szczegółowe plany emisji długu krajowego w czwartym kwartale.

Plan emisji długu na IV kwartał

Rodzaj papierów	Całkowita podaż, mld zł	Liczba aukcji
obligacje 2L	3,0-4,0	2
obligacje 5L	4,0-5,5	2
obligacje 10L	1,5-2,5	1
obligacje 12L indeksowane do inflacji	0,5-0,8	1
obligacje 7L o zmiennym kuponie	1,0-2,0	1
bony 52-tyg.	2,4-3,6	6
bony 13-tyg.	0,2	2

Source: The Ministry of Finance

Dzisiaj Ministerstwo zaoferuje 52-tygodniowe bony skarbowe warte 400 mln zł i 13-tygodniowe o wartości 100 mln zł.

Konkluzja: *Polski rynek osłabił się przy utrzymującej się niepewności politycznej i pogorszeniu nastrojów wobec rynków naszego regionu.*

Przegląd międzynarodowy

Indeks bazowy PCE (wydatków konsumpcyjnych), jeden z istotnych wskaźników presji inflacyjnej, zwiększył się w sierpniu o 0,2%, powyżej rynkowej prognozy 0,1%. Wydatki konsumpcyjne w USA, zmierzone przed uderzeniem huraganu Katrina, spadły bardziej niż oczekiwano o 0,5%, co było największym spadkiem od listopada 2001. W sierpniu o 0,1% obniżyły się również dochody osobiste. Ponieważ silniejszy od oczekiwań wzrost PCE potwierdził oczekiwania, że Fed będzie kontynuował podwyżki stóp aby przeciwdziałać inflacji, ceny amerykańskich obligacji skorygowały wcześniejsze wzrosty. Dolar nieznacznie się wzmocnił po publikacji.

Wskaźnik nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan pogorszył się we wrześniu bardziej niż przewidywali analitycy, spadając do 76,9 z 89,1 w sierpniu, jednak nie zmienił się w porównaniu ze wstępną publikacją. Analitycy na Wall Street prognozowali, że wyniesie 78,0. Komponent oczekiwań spadł do 63,3 z 76,9 w sierpniu, a indeks bieżących warunków obniżył się do 98,1 z sierpniowego poziomu 108,2.

Indeks Chicago PMI podskoczył do 60,5 z 49,2 w sierpniu wg źródeł które już zapoznały się z raportem. Ekonomiści przewidywali, że indeks wyniesie 51,0. Wskazanie powyżej 50 odzwierciedla rozwój gospodarki. Dane opublikowane jako ostatni wskaźnik z USA w piątek spowodowały wzrost rentowności amerykańskich obligacji, ale nie stanowiły wsparcia dla dolara.

Wg wstępnych szacunków Eurostatu inflacja w strefie euro podskoczyła we wrześniu do 2,5% z 2,2% w sierpniu. Wynik był zgodny z prognozami rynku.

Inne dane z Komisji Europejskiej pokazały, że klimat gospodarczy w strefie euro poprawił się we wrześniu czwarty miesiąc z rzędu pomimo rosnących cen paliw, ale zaufanie konsumentów pozostały bez zmian przez piąty kolejny miesiąc. Wskaźnik odzwierciedlający ogólną aktywność gospodarczą w sektorze firm i konsumentów w 12 krajach strefy euro wzrósł we wrześniu do 98,6 pkt z 97,8 w sierpniu. Był to lepszy wynik niż oczekiwany 97,3.

Dzisiaj zostanie opublikowany wskaźnik PMI sektora wytwórczego dla strefy euro oraz ISM w Stanach Zjednoczonych. Szczegóły w tabeli poniżej.

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA	OSTATNIA WARTOŚĆ
10:00	EMU	PMI sektor wytwórczy (U)	IX	pkt.	-	50,4
16:00	USA	ISM sektor wytwórczy (W)	IX	pkt.	52,0	53,6

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