

# Codziennik – przegląd wiadomości

Kiepsko z komunikacją

27 lipca 2006

Wczoraj Narodowy Bank Polski ponownie dał przykład kiepskiej komunikacji z rynkiem finansowym. Nowa projekcja inflacji wzrosła w porównaniu z kwietniową (szczególnie w 2008 r.), jednak Rada Polityki Pieniężnej w ogóle się do niej nie odniosła. Pierwsze wrażenie jest takie, że większość członków Rady nie zgadza się z jej wynikami, a po raz pierwszy w komunikacie po posiedzeniu pojawiło się zdanie, że projekcje są tylko jedną z przesłanek decyzji w polityce pieniężnej. Jak na razie nie zmieniamy scenariusza, że stopy procentowe zostaną utrzymane bez zmian przez najbliższe 12 miesięcy i mamy nadzieję, że wypowiedzi członków RPP (szczególnie tych, którzy stanowią większość) rzucą wkrótce więcej światła jeśli chodzi o ich ocenę średnioterminowych perspektyw inflacji.

W dzisiejszym *Dzienniku* minister finansów Stanisław Kluza powiedział, że realne możliwości odnośnie dochodów budżetowych wynoszą 209 mld zł, czyli 4 mld mniej niż pierwotnie planowano. Potwierdza to prezentowany przez nas wielokrotnie pogląd, że planowane dochody były przeszacowane, jednak pozostaje pytanie jakie będą konsekwencje dla deficytu. Politycy PiS wciąż zapewniają, że kotwica budżetowa (deficyt 30 mld) będzie utrzymana, jednak nie wskazują jak to będzie osiągnięte (niższe wydatki, wydatki przerzucone poza budżet centralny czy może wyższe podatki pośrednie). Wypada tylko powtórzyć, że budżet na przyszły rok będzie prawdziwym testem dla rządu, a rynki powinny uważnie śledzić nie tylko plany dotyczące budżetu centralnego ale odnośnie deficytu całego sektora finansów publicznych.

## Gorące wydarzenia

### Pierwsze problemy z budżetem na 2007?

**Dochody budżetu w 2007 o 4 mld niższe niż planowano**

W dzisiejszym *Dzienniku* minister finansów Stanisław Kluza powiedział, że dochody budżetowe w 2007 r. mogą osiągnąć 209 mld zł, czyli około 4 mld zł mniej niż dotychczas planowano. Potwierdza to prezentowany przez nas wielokrotnie pogląd, że planowane dochody w przyszłorocznym budżecie zostały przeszacowane. Powstaje pytanie, jakie to będzie miało skutki dla deficytu budżetowego. Minister finansów oraz politycy PiS cały czas zapewniają, że „kotwica budżetowa” (deficyt nie większy niż 30 mld zł) zostanie utrzymana, ale nie wskazują, czy nastąpi to poprzez redukcję planowanych wydatków czy poprzez zwiększenie dochodów z innych źródeł (np. wyższych podatków pośrednich). O ile poprzedni scenariusz byłby pozytywny, istnieje ryzyko, że niektóre wydatki zostaną wypchnięte z budżetu centralnego, szczególnie że lider Samoobrony Andrzej Leppiej stwierdził wczoraj, że wydatki powinny być jeszcze wyższe, a jeśli budżet nie będzie bardziej prospołeczny, to powinno dojść do wcześniejszych wyborów. To dlatego dla rynku najbardziej istotna powinna być nie tyle kotwica budżetowa, która odnosi się do budżetu centralnego, lecz deficyt całego sektora finansów publicznych liczony wg metodologii ESA95.

**... i pozostaje pytanie jak zapelnic tę lukę**

**Tegoroczny budżet realizowany bez problemów**

Jeśli chodzi o tegoroczny budżet, wiceminister finansów Elżbieta Suchocka-Roguska powiedziała wczoraj, że deficyt po lipcu wyniesie 50-53% całorocznego planu wobec pierwotnie planowanych 67,2%. Byłoby to znacznie

**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

mniej niż wieloletnia średnia. Według Suchockiej-Roguskiej dobry przebieg realizacji budżetu wynika nie tylko z wysokich dochodów, ale również z opóźnień w niektórych kategoriach wydatków. Jej zdaniem ostatni kwartał roku przyniesie kumulację wydatków i deficyt budżetowy w całym roku nie będzie znaczącą odbieganiem od planu.

***Konkluzja: Budżet na 2007 r. pozostaje ważnym czynnikiem ryzyka dla rynku.***

***Stopy procentowe bez zmian, jak oczekiwano***

### **Komunikat RPP nie na czasie**

Zgodnie z przewidywaniami, Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła wczoraj poziomu stóp procentowych. Stopa referencyjna pozostaje więc na poziomie 4%. Jednak nikt nie spodziewał się odmiennej decyzji. Uwaga rynku skoncentrowała się na wnioskach Rady dotyczących nowej projekcji inflacji.

***Komunikat zawierał jak zwykle opis danych ekonomicznych, który nie wniósł nic nowego***

Jak zwykle, większą część oficjalnego komunikatu opublikowanego po posiedzeniu RPP zajął opis danych makroekonomicznych opublikowanych w ostatnim miesiącu, który nie wniósł nic nowego. Z jednej strony, Rada zwróciła uwagę na wskaźniki wysokiej aktywności ekonomicznej, oznaki presji płacowej w sektorze publicznym, przyspieszenie wzrostu PPI i planowane przez przedsiębiorców podwyżki cen wykazywane w badaniach koniunktury. Z drugiej strony, RPP stwierdziła, że niska inflacja bazowa wskazuje na to, że presja inflacyjna pozostaje niska.

***... ale nie zawierał kluczowego elementu – odniesienia się RPP do nowej projekcji***

Niestety, kluczowy akapit komunikatu, zawierający ocenę Rady nt. perspektyw inflacji wydaje się... nieaktualny. Mówiąc konkretnie, w komunikacie napisano, że „po zapoznaniu się z najnowszymi danymi i lipcową projekcją inflacji Rada potwierdza opinię wyrażoną na czwarcym posiedzeniu, że wzrosło prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej na poziomie wyższym niż oceniano w kwietniowej projekcji.” Takie stwierdzenie wydaje się oczywiste, biorąc pod uwagę wyniki lipcowej projekcji inflacji, które są mniej optymistycznie niż te z kwietnia (szczegóły w tabeli poniżej). Istotnym pytaniem jest to, co RPP sądzi o lipcowej projekcji, czy członkowie Rady wierzą w jej wyniki, jak oceniają bilans ryzyka dla scenariusza bazowego. W komunikacie brakuje takiej oceny. Jest tylko jeden akapit podkreślający, że w opinii autorów projekcji, przedstawiona w Raportcie o inflacji projekcja nie bierze pod uwagę wszystkich źródeł niepewności. W związku z tym, opierając się na oficjalnym komunikacie RPP, nie wiemy jak członkowie Rady oceniają średnioterminowe perspektywy inflacji.

***... a warto zauważyć, że projekcja inflacji wzrosła***

### **Projekcje NBP opublikowane w tym roku**

	PKB*			CPI**		
	Styczeń	Kwiecień	Lipiec	Styczeń	Kwiecień	Lipiec
2006	3,8-5,1	3,9-5,0	4,7-5,3	0,5-2,3	0,5-2,0	1,0-1,9
2007	3,4-5,2	3,4-5,8	3,6-5,9	1,1-3,6	1,3-3,4	1,5-3,5
2008	3,6-5,5	3,5-6,2	4,0-6,6	0,8-3,9	1,2-3,9	1,7-4,3

\* cały rok; \*\* czwarty kwartał

**Rada odniosła się do projekcji kwietniowej a nie lipcowej**

**... i po raz pierwszy w komunikacie stwierdziła, że projekcje są tylko jedną z przesłanek decyzji**

**... co sugerować może, że większość członków RPP nie zgadza się z projekcją, szczególnie jeśli chodzi o rok 2008**

Sama projekcja wskazuje, że w całym horyzoncie projekcji wzrost cen konsumpcyjnych będzie większy niż przewidywano w kwietniowym raporcie. Pogorszenie projekcji jest najbardziej widoczne w 2008 roku. Jest to dość jastrzębi argument, ponieważ sugeruje, że trend wzrostowy inflacji może się nie zatrzymać po osiągnięciu celu 2,5%. Jednak jak wskazaliśmy powyżej, nie wiemy co o tych wynikach sądzą członkowie RPP. Wiemy tylko, co Rada sądzi o projekcji... z kwietnia. Czy oznacza to, że większość członków Rady wierzy bardziej wynikom projekcji kwietniowej niż lipcowej?

Co ciekawe, we wczorajszym komunikacie po raz pierwszy pojawiło się sformułowanie, że projekcje inflacji i PKB przedstawiane w *Raportach o inflacji* są **jedną z przesłanek** decyzji w polityce pieniężnej. Być może jest to wskazówka, że większość członków RPP nie zgadza się z wnioskami lipcowej projekcji inflacji, szczególnie jeśli chodzi o rok 2008. O ile RPP utrzymała opinię, że ścieżka inflacji może być wyższa niż prezentowana w kwietniowym raporcie, może się to odnosić tylko do roku 2007. Oznaczałoby to, że większość Rady uważa, że inflacja osiągnie cel wcześniej niż sądzono (tak jak sugerowali członkowie RPP w ostatnich wypowiedziach), ale niekoniecznie przekroczy cel w średnim horyzoncie. Taki scenariusz nie wymagałby zacieśnienia polityki pieniężnej. Jak na razie nie zmieniamy scenariusza, że stopy procentowe zostaną utrzymane bez zmian przez kolejne 12 miesięcy. Mamy nadzieję, że wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego (szczególnie tych, którzy byli w większości w Radzie) wkrótce rzucą więcej światła na ich ocenę średnioterminowych perspektyw inflacji. Pierwszy komentarz pojawił się już dzisiaj rano w Polskiej Agencji Prasowej. Jan Czekaj potwierdził naszą argumentację, stwierdzając, że inflacja nie musi dalej rosnąć po osiągnięciu celu, i że dla zapewnienia stabilizacji inflacji blisko celu nie ma potrzeby podwyższania stóp procentowych (lub wystarczy tylko nieznaczna, a może tylko „interwencja werbalna”). Dodał też, że nawet w przypadku gdy CPI tymczasowo przekroczy cel za sprawą szoków podaźowych, nie będzie konieczne zacieśnienie polityki pieniężnej, ponieważ przedział tolerancji odchyłeń od celu wynosi 1,5%-3,5%.

Publikacja nowego *Raportu o inflacji* w internecie nastąpi dziś o 11:00, a godzinę później odbędzie się konferencja prasowa banku centralnego. W czasie konferencji poznamy zapewne szczegółowe wyjaśnienia nt. projekcji od analityków NBP, ale to nadal nie będzie wystarczające by ocenić prawdopodobieństwo następných kroków w polityce pieniężnej, ponieważ opinia większości członków Rady może być inna.

***Konkluzja: Jak oczekiwano, RPP nie zmieniła stóp procentowych, a nowa projekcja inflacji pogorszyła się w porównaniu z kwietniową wersją. Rada nie przedstawiła jasnej oceny nowej projekcji (być może oznacza to, że większość w Radzie nie zgadza się z wynikami, szczególnie jeśli chodzi o 2008 rok), więc nie zmieniamy naszych oczekiwań odnośnie dalszych decyzji w polityce pieniężnej.***

## Monitor rynku

Aprecjacja polskiej waluty, która była wspierana m.in. przez podwyżki stóp w regionie, zatrzymała się blisko poziomowi 3,90, a właściwie w przedziale 3,90-3,92. Wczoraj kurs EURPLN spadł z 3,922 do 3,912, natomiast kurs USDPLN obniżył się z 3,119 do 3,1014. Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła parametrów polityki pieniężnej, co było zgodne z oczekiwaniami i tym samym nie miało wpływu na złotego.

Dziś odbędzie się posiedzenie banku centralnego Czech, a analitycy oczekują podwyżki stóp procentowych o 25 pb. Naszym zdaniem ten ruch może nie być wystarczający do przebicia istotnego technicznego poziomu wobec euro 3,90. Może to jednak nastąpić, jeśli dane ze Stanów Zjednoczonych będą potwierdzały spowolnienie w amerykańskiej gospodarce zmniejszając oczekiwania na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej w USA, co może mieć pozytywny wpływ na nastawienie do rynków wschodzących. W krótkim terminie moglibyśmy zaobserwować korektę po znaczącej aprecjacji z ostatnich dni, jednak podwyżka stóp w Czechach może działać przeciwko takiemu scenariuszowi.

Dolar lekko osłabił się w trakcie śródowej sesji po publikacji wskaźnika Ifo (mimo, iż był niższy od konsensusu) oraz w związku wypowiedziami jednego z doradców banku centralnego Chin, że obecnie nadszedł czas, aby kurs juana poruszał się na zasadach rynkowych, a jeśli nastąpi przegrzanie gospodarki mogłoby prowadzić do poważnych szoków. Kurs EURUSD wzrósł z 1,257 do 1,261. Wieczorem kurs wzrósł dalej ponad 1,27 po gołębich sygnałach płynących z Beżowej Księgi.

Rynek długu osłabiał się w środę przez pierwszą część sesji głównie w wyniku wzrostu rentowności niemieckich obligacji skarbowych, jednak po komunikacie, który najwyraźniej zmniejszył oczekiwania na podwyżki stóp w tym roku, nastąpiła korekta i umocnienie.

Wczoraj amerykańskie Treasuries umocniły się, a 10-letnie rentowności spadły z 5,07% do 5,05% przed publikacją Beżowej Księgi, gdyż gracze rynkowi oczekiwali gołębich sygnałów zawartych w publikacji. Raport Fed pokazał sygnały spowolnienia w kilku regionach (prawie w połowie kraju), co zmniejszyło oczekiwania na kolejne podwyżki stóp w USA, choć dokument zawierał również oznaki napędzanego energią wzrostu cen oraz rosnącej presji płacowej. To spowodowało spadek amerykańskich rentowności do 5,03%. Niemieckie Bundy lekko się osłabiły w trakcie dnia w związku z indeksem Ifo, a 10-letnie rentowności nieco wzrosły z 3,97% do 3,98%

Dziś na przetargu zamiany Ministerstwo Finansów zaoferuje obligacje PS0511 oraz DS1015 w zamian za zapadające w tym roku OK0806 (7,114 mld zł), PS1106 (11,981 mld zł) oraz OK1206 (8,3 mld zł)

***Konkluzja: Złoty utrzymywał się w wąskim przedziale wobec euro (3,90-3,93) i lekko umocnił wobec głównych walut. Obligacje osłabiły się w porównaniu do wtorkowego zamknięcia po wzroście rentowności Bundów, choć komunikat RPP nieco uspokoił rynki. Dziś ważne dane w USA, przetarg zamiany w Polsce oraz możliwa podwyżka stóp w Czechach.***

## Przegląd międzynarodowy

Wskaźnik Ifo, który mierzy koniunkturę gospodarki niemieckiej na bazie ankiety wśród 7000 przedsiębiorców, wyniósł w lipcu 105,6. Było to poniżej zarówno oczekiwań rynku (106) jak i poziomu osiągniętego w czerwcu, choć trzeba przyznać, że wskaźnik Ifo pozostaje wciąż na dość wysokim poziomie potwierdzając korzystne otoczenie gospodarcze w największej gospodarce strefy euro. Głównym powodem spadku były rosnące ceny paliw oraz niepewność związana z sytuacją geopolityczną na świecie.

CZAS	REGION	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	OSTATNIA WARTOŚĆ
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	VI	%	1,8	-0,2
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	VI	mln	1,16	1,234

Źródło: Reuters

**Notowania złotego (26.07.2006)**

	Min	Max	Otwarcie *	Zamknięcie **	Fixing
EUR	3,9095	3,9280	3,9222	3,9120	3,9244
USD	3,1014	3,1200	3,1191	3,1014	3,1181

\* 8:30, \*\* 17:00

**Notowania kursu EUR/USD (26.07.2006)**

	Min	Max	Otwarcie *	Zamknięcie **
EUR/USD	1,2568	1,2614	1,2568	1,2614

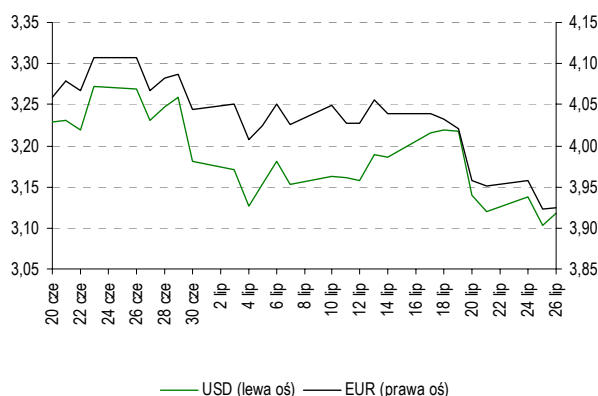
\* 8:30, \*\* 17:00

**Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)**

EURUSD	1,2725	CADPLN	2,7252
USDPLN	3,0757	DKKPLN	0,5209
EURPLN	3,9135	NOKPLN	0,4921
CHFPLN	2,4923	SEKPLN	0,4215
JPYPLN*	2,6429	CZKPLN	0,1365
GBPPLN	5,6501	HUFPLN*	1,3787

\* za 100 jednostek

**Kurs złotego**



**Rentowności obligacji (26.07.2006)**

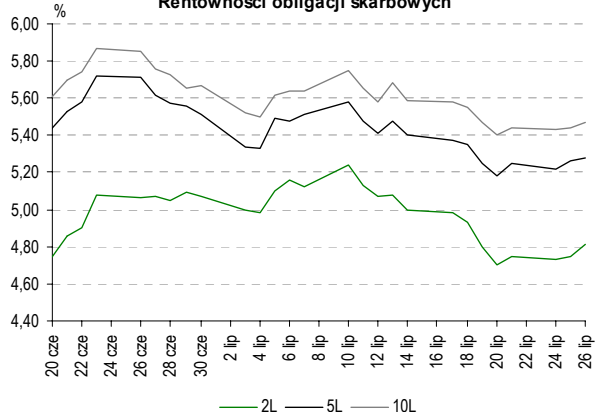
Termin	PL		USA		GER	
	Rentow. ność	Zmiana (pb)	Rentow. ność	Zmiana (pb)	Rentow. ność	Zmiana (pb)
2L	4,81	6	5,08	-4	3,55	5
3L	5,04	8	5,02	-5	3,67	4
4L	5,20	4			3,71	0
5L	5,28	2	4,99	-4	3,76	4
8L	5,38	3			3,92	3
10L	5,47	3	5,04	-3	3,97	2

**Aukcje obligacji**

Data	Oferta	Popyt	Sprzedż	Śr. rentow. ność	Poprzednia śr. rentowność	Zmiana (pb)	
	PLN m						
06.07	2L	1 800	4 089	1 800	5,025	4,517	51
21.06	5L	2 000	3 530	2 000	5,525	5,031	49
12.07	10L	800	4 905	800	5,595	4,978	62

\* w tym aukcja uzupełniająca

**Rentowności obligacji skarbowych**



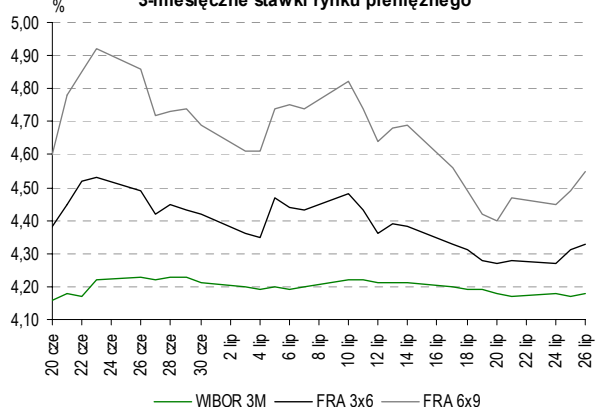
**Stawki WIBOR (26.07.2006)**

Termin	Stawki	Zmiana (pb)
O/N	3,89	-7
T/N	4,01	-1
SW	4,10	-1
2W	4,11	1
1M	4,11	0
3M	4,18	1
6M	4,24	-2
9M	4,37	-2
1Y	4,50	0

**Stawki FRA (26.07.2006)**

Termin	Średnia	Zmiana (pb)
1x2	4,12	0
3x6	4,30	2
6x9	4,52	6
9x12	4,78	7
3x9	4,43	4
6x12	4,67	4

**3-miesięczne stawki rynku pieniężnego**



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.



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